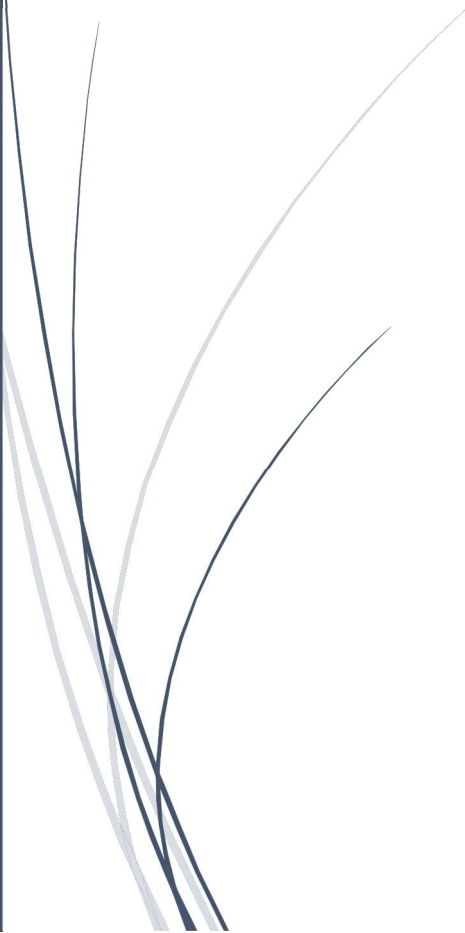




07-05-2018

# Strategisk analyse og værdiansættelse af SAS Group AB

Gruppenummer: 29



Forfatter: Simon Imer Jensen  
JENS RIIS ANDERSEN

## Indhold

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 1 English summary.....                          | 3  |
| 2 Indledning.....                               | 4  |
| 3 Problemformulering.....                       | 5  |
| 3.1 Emneforslag.....                            | 5  |
| 3.2 Problemstilling.....                        | 5  |
| 3.3 Problemformulering.....                     | 6  |
| 4 Afgrænsning.....                              | 6  |
| 5 Metode.....                                   | 6  |
| 5.1 Strategisk analyse.....                     | 7  |
| 5.1.1 Ekstern analyse.....                      | 7  |
| 5.1.2 Intern analyse.....                       | 7  |
| 6 Virksomhedsbeskrivelse.....                   | 8  |
| 7 Strategiske analyser.....                     | 8  |
| 7.1 Eksterne analyser.....                      | 8  |
| 7.1.1 Porters Five Forces.....                  | 8  |
| 7.1.2 PEST-analyse.....                         | 17 |
| 7.1.3 Porters generiske strategier.....         | 23 |
| 7.2 Interne analyser.....                       | 25 |
| 7.2.1 Værdikædeanalyse.....                     | 25 |
| 7.2.2 SWOT-analyse.....                         | 29 |
| 8 Regnskabsanalyse.....                         | 34 |
| 8.1 Reformulering af regnskabet.....            | 34 |
| 8.1.1 Reformulering af egenkapitalen.....       | 34 |
| 8.1.2 Reformulering af balancen.....            | 35 |
| 8.1.3 Reformulering af resultatopgørelsen.....  | 36 |
| 8.2 Rentabilitetsanalyse.....                   | 36 |
| 8.2.1 Egenkapitalens forrentningsprocent.....   | 37 |
| 8.2.2 Afkast på driftsaktiviteterne.....        | 38 |
| 8.2.3 Afkast af finansieringsaktiviteterne..... | 42 |
| 8.2.4 Likviditetsanalyse.....                   | 43 |
| .. .. .. .. ..                                  | 44 |
| 9 Værdiansættelse.....                          | 45 |
| 9.1 Budgettering.....                           | 46 |

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 9.1.2 Omsætning .....                             | 46 |
| 9.1.3 Omkostninger/overskudsgrad .....            | 48 |
| 9.2 Værdiansættelsen – Discounted Cash Flow ..... | 52 |
| 9.2.1 WACC .....                                  | 52 |
| 9.2.2 Ejernes afkastkrav .....                    | 52 |
| 9.2.3 Finansielle forpligtelsers afkastkrav ..... | 53 |
| 9.2.4 Kapitalstruktur .....                       | 54 |
| 10 Følsomhedsanalyse .....                        | 55 |
| 11 Konklusion og perspektivering .....            | 56 |
| 13 Litteraturliste .....                          | 59 |
| 14 Bilag .....                                    | 60 |

## 1 English summary

The first part will be focusing on popular theoretical models in order to examine the strategy of the Scandinavian airline company both from an internal and external perspective. This together with budgeting will set up the valuation, where the discounted cash flow model will be used to estimate the price. The main findings of the paper is, that the SAS stock is undervalued, however with some reservations.

The price found is 15,75, which compared to the actual price at February 28<sup>th</sup> is higher, which suggests that SAS should be a decent investment.

To help accomplish the goal of the project I will apply some theoretical models, which will give me an overview of the internal and external factors. My valuation of SAS is supported by some strategic analysis and financial analysis.

The paper will also introduce a sensitivity test, to check how sensitive the price is to changes in different factors.

## 2 Indledning

Markedet for flyrejser er et marked med et mange aktører, som kæmper om flest muligt rejsende. Lavprisselskaberne har sat gang i en form for priskrig, da som navnet antyder, at deres primære værdi skabes gennem billige flyrejser. Hos SAS har man taget udfordringen op og sænket priserne på deres rejser, men ikke på samme niveau, som man ser hos Norwegian, Ryan Air m.fl. De tror fortsat på, at kunderne vælger SAS fremfor de andre selskaber fordi, at SAS har et ry for at være punktlige og imødekomme andre behov end netop pris, som de andre selskaber lokker med.

Jeg vil undersøge, om denne strategi har vist sig at være en god beslutning, da årsregnskaberne efter lavprisselskabernes indtog faktisk har været overvejende positive. Der er dog stadig tal i regnskabet, som kan være betydelig bedre.

SAS forsøger dermed at bevise, at man sagtens kan lave en god forretning, selvom man ikke altid er den billigste aktør på markedet. Dette har man gjort på trods af, at det vigtigste parameter for de fleste er netop prisen. Derfor er det vigtigt, at SAS har andre værdier end de andre selskaber såsom punktlighed og god service, når de skal konkurrere med lavprisselskaberne.

Der er derfor interessant at gennemgå SAS' strategiske og økonomiske tiltag igennem de seneste 5 år, da økonomien er blevet bedre over årene, som nok ikke kun kan tilskrives flere rejsende, men også tiltag, som SAS har foretaget for at spare penge, så man kunne komme ud af den krise, som man var i tidligere. Det er ligeledes interessant at undersøge, om man kan tilskrive SAS' værdier som grund til en positiv udvikling, eller om der skal findes andre årsager bag dette som f.eks. sparerunde og fyringer gennem årene.

### 3 Problemformulering

#### 3.1 Emneforslag

Mit overordnet emne har jeg besluttet mig for at være "*værdiansættelse af SAS Group*".

Dette er valgt på baggrund af de seneste års fremgang og evne til at lave overskud hos SAS, selvom man opererer på et marked, hvor man burde være mærkbart presset af lavpris-selskaber som Ryan Air og Norwegian m.fl.

#### 3.2 Problemstilling

SAS Group er en Skandinaviens største flyselskaber og har længe været en aktør i branchen. De senere år er de dog blevet presset af andre selskaber, hvor pris er den afgørende faktor.

Grundet konkurrencen i markedet har SAS Group foretaget flere sparerunder og fyret mange ansatte i en årrække. Man har også flyttet sine kontorer til andre lande end Sverige og Danmark for at kunne konkurrere med lavprisselskaberne.

SAS Group-aktien har i mange år været forbundet med en vis usikkerhed og svingende udvikling. Flere gange i både 2013 og 2017 har aktiens værdi været omkring og sågar under 10,00 DKK. Dette er ikke meget for et selskab af SAS' størrelse. I de gode tider har aktiens værdi været på 20,00 eller derover.

Det er derfor interessant at analysere SAS Group, da det er et selskab, som i en årrække har været forbundet med en vis usikkerhed, hvorfor det er interessant og klarlægge hvorfor, at aktien ikke kan holde et stabilt udtryk. Jeg ønsker ud fra historiske begivenheder, at analysere på virksomhedens økonomiske udvikling og hvilke årsager der er til både aktiens konstante ustabilitet og SAS' økonomiske position. Jeg vil gøre det ved at kigge på virksomhedens værdier, som skal give et klart billede af, hvad for en virksomhed SAS er.

### 3.3 Problemformulering

*Er aktiekursen for SAS Group retvisende ift. den kurs, som aktien kan handles for pr. 28.02.2018 på 15,75 DKK?*

Jeg har til ovenstående problemformulering udarbejdet en række underspørgsmål, som skal hjælpe mig:

1. Hvilke interne og eksterne faktorer kan opstilles for SAS?
2. Hvilke konkurrencestrategier benytter SAS sig af?
3. Hvilke værdier/kernekompetencer besidder SAS?
4. Hvordan har SAS' økonomiske udvikling været gennem årene? Udviklingen fra store underskud til fornuftige overskud.
5. Hvad vil værdien af SAS være vha. Discounted Cash Flow (DCF)?

### 4 Afgrænsning

Da jeg har valgt et børsnoteret selskab, så vil der eventuelt løbende ske ting som pressemeddelelser, nyheder og eventuelle kvartalsregnskab. Jeg vælger derfor at afgrænse mig til aktiekursen pr. 28.02.2018, som er på 15,75 DKK.

Regnskabsanalysen afgrænses til det regnskab, som er blevet aflagt d. 30.01.2018 for regnskabsperioden 01.11.2016 – 30.10.2017.

Der vil derfor ikke blive taget højde for yderligere eventuelle kvartalsrapport, som skulle komme i løbet af skriveperioden.

### 5 Metode

Jeg vil benytte mig af både primær og sekundær data i min besvarelse. Den primære data er de anerkendte lærebøger, der kan understøtte min anvendelse af de modeller, som skal bruges i opgaven. Jeg vil kvalitetssikre ved at undersøge, om de pågældende forfattere af lærebøgerne er anerkendte kilder i videnskabelige artikler.

Den sekundære data er de reviderede årsrapporter fra SAS Group i årene 2011/2012 – 2016/2017,

hvilket er valid data, der er revideret af revisionshuset PWC, som er godkendt uden bemærkninger.

Der vil også bruges kvantitativ og kvalitativ data. Den kvantitative data bliver ligeledes de årsrapporter, som er godkendt og revideret af PWC.

Den kvalitative data i opgaven vil være dybdegående faglitteratur, som skal understøtte indholdet i analyserne.

Vidensproces vil blive anvendt og understøttet af anerkendte teorier og metoder med henblik på analyse af SAS Group som virksomhed.

## 5.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal sammen med regnskabsanalysen danne grundlag for budgetteringen, som er et væsentligt element i værdiansættelsen for SAS Group. Dette skal resultere i at få belyst de ikke-finansielle drivere, som påvirker værdien i SAS Group – både negativt og positivt.

For at værdiansætte SAS Group vil jeg anvende en række analytiske modeller, som vil sikre kvaliteten, fuldstændigheden og følsomheden af de forhold, der afledes af analysen.

Den strategiske analyse vil omhandle både eksterne og interne analyser, som giver et overblik over, hvad virksomheden kan præge, og hvad den ikke kan.

### 5.1.1 Ekstern analyse

Den eksterne analyse vil bestå af Porters Five Forces og en PEST-analyse. Netop disse to modeller giver et godt overblik over, hvilke eksterne faktorer, som påvirker SAS Groups strategiske position.

### 5.1.2 Intern analyse

Den interne analyse vil bestå af en værdikædeanalyse, som vil analysere SAS Groups interne forhold, som de selv kan påvirke. Værdikædeanalysen tager endvidere udgangspunkt i de 9 aktiviteter, som har overskriften primære- og støtteaktiviteter. Værdikædeanalysen skal give overblik over, hvordan SAS Group via forbedringer af deres aktiviteter, kan skabe sig bedre konkurrencemæssige fordele.

Porters generiske strategier bliver anvendt, som skal belyse kernekompetencer og konkurrencemæssige fordele i SAS Group. Her vil værdikædeanalysen resultater blive analyseret.

For at skabe overblik over hvordan SAS Group positionerer sig i markedet og skaber vækst, så anvender jeg Ansoffs vækstmatrix.

Den interne og eksterne analyse afsluttes med en SWOT/TOWS-analyse, som bruges til at opsummere og skabe et samlet overblik over analysen.

## 6 Virksomhedsbeskrivelse

De følgende afsnit vil omhandle en kort virksomhedsbeskrivelse og beskrivelse af personer bag. Dette gøres der, så læseren har et indgående kendskab til virksomheden inden, at der begynder på analyser. Det bliver en kort beskrivelse af SAS' historie og senere ejerstrukturen.

## 7 Strategiske analyser

Når man skal udarbejde strategiske analyser for en virksomhed, så skal man både analysere de eksterne og interne forhold. Jeg vil i min rapport først analysere på de interne forhold og efterfølgende analysere de eksterne.

### 7.1 Eksterne analyser

Den eksterne strategiske analyse vil bestå af 3 forskellige analyseredskaber – Porters Five Forces, Porters generiske strategier og afslutningsvist PESTEL. Lige netop disse tre analyser giver et godt overblik over de eksterne forhold, som SAS arbejder med dagligt.

#### 7.1.1 Porters Five Forces

Porters Five Forces beskriver, hvordan og hvor hårdt der konkurreres i branchen, som i dette tilfælde er flybranchen. Hvis analysen viser, at konkurrencesituationen er hård, så betyder det selvfølgelig, at det er sværere at tjene penge i branchen.

Der skal dog tages forbehold for, at Porters Five Forces ofte er modtager af kritik pga. den er statisk og <sup>1</sup>”eksisterer i et miljø, som er under konstant udvikling”.

Disse følgende elementer indgår i analysen af det afhængige makromiljøs faktorer, når man anvender Porters Five Forces:

1. Truslen fra nye udbydere
2. Købernes forhandlingsstyrke
3. Konkurrence fra substituerende produkter
4. Leverandørernes forhandlingsstyrke
5. Konkurrencetituationen i branchen og rivaliseringen blandt de eksisterende kunder

#### 7.1.1.1 Truslen fra nye udbydere

Når man analyserer truslen for nye udbydere, så fokuserer man på branchens indtrængningsbarrierer.

Branchen er kendetegnet ved, at der skal en vis kapitalstørrelse til, inden du kan starte et flyselskab. For det første er flyene rigtig dyre, men man skal også have en mindre flåde før, at man kan betegnes som en seriøs aktør i markedet. Det er dog set før, at man lejer fly af andre flyselskaber, men dette betyder, at ens fleksibilitet er væsentlig forringet. Nogle flyselskaber har dog benyttet sig af at have egen flåde af fly, men også benytte sig af at leje af andre selskaber, så de kunne følge med efterspørgslen. <sup>2</sup>Dette har bl.a. RyanAir benyttet sig af i flere omgange, så de kunne få trafikprogrammet til at hænge sammen med deres mange flyvninger og destinationer.

SAS er veletableret i branchen, som en af de store aktører, da man har en stor flåde og flyver til og fra mange destinationer i hele verdenen. De er i konstant kamp med Norwegian om at være størst i Skandinavien målt på antal af passagerer.

Branchen er svær at revolutionere, da man sælger transport og ikke rigtig kan differentiere sig ift. de nuværende aktører, som bruger pris, punktlighed, service osv. som deres primære værdier. Da kapitalkravet er så stort og branchen er svær at differentiere, så betyder det, at truslen fra nye

---

<sup>1</sup> <http://betabox.dk/2016/08/04/porters-five-forces/>

<sup>2</sup> <https://www.check-in.dk/ryanair-vil-leje-gamle-fly/>

udbydere er relativ lav. Det er en branche, hvor der skal mange ressourcer til både ifm. indkøb af fly, mandskab mv., hvilket gør indtrængningen svær for eventuelle nye udbydere.

#### 7.1.1.2 Købernes forhandlingsstyrke

SAS benytter sig af flere forskellige salgskanaler, når de skal nå deres kunder, da de både benytter sig af Business 2 Business og Business 2 Consumer. Kunderne består primært af rejseselskaber, forretningsrejsende og privatkunder.

Privatkundernes forhandlingsstyrke er minimal, da de ikke kan forhandle om prisen, når de bestiller deres flybilletter enten via SAS eller gennem et rejseselskab. Privatkunderne har dog den fordel, at de frit kan vælge mellem forskellige flyselskaber, hvorfor de kan sammenligne priser og vælge den mest attraktive pris på den måde. Markedet for flybilletter til privatkunder er rigtig stort, hvorfor det er et vigtigt marked for SAS, da mange flere vælger at booke billetter selv og ikke igennem et rejseselskab, som var mere almindeligt førhen.

Forhandlingsstyrken er dermed minimal, da kunderne ikke kan forhandle direkte om prisen med SAS. De kan dog sammenligne priser med andre flyselskaber, hvorfor markedet oplever, at der konkurreres intenst på prisen på enkelte ruter både indenrigs, storbyer og oversøiske flyrejser. Dette giver dem dog ikke mere forhandlingsstyrke, da det mere er flyselskaberne, som konkurrer mod hinanden og ikke de private kunder, som får mere forhandlingsstyrke.

Forhandlingsstyrken er mere tilstede hos rejseselskaberne, da deres volumen er så høj, at de opnår mere attraktive priser ift. eksempelvis private rejsende. Rejseselskaberne køber en stor mængde flysæder, når de tilbyder rejser til deres kunder, som dermed giver dem mængderabatter, da de aftager en stor procentdel af SAS' samlede flysæder. SAS er derfor afhængige af, at rejselskaberne booker deres rejser via SAS' destinationer, så deres belægningsprocenter kan opretholdes. Dermed har rejseselskaberne en lille styrke, når der skal forhandles om priser, da de udgør en andel af SAS' salg.

Forhandlingsstyrken vurderes jf. ovenstående som middel, da de med deres volumen og den generelle konkurrence i markedet har en vis portion forhandlingsstyrke.

Den sidste af de primære købere af SAS' rejser er de forretningsrejsende, som er en kundegruppe, som SAS har oplevet en stigning på <sup>3</sup>6% over de seneste 5 år.

De forretningsrejsendes ønsker og forudsætninger for at vælge SAS er ikke de samme som f.eks. de private kunder. Her vægtes bl.a. punktlighed, ankomst- og afgangstider, mulighed for at arbejde ombord på flyet og serviceniveau. Prisen er som udgangspunkt ikke en forudsætning for at vælge netop SAS, da det er de ovenstående punkter, som vægter markant højere end dette.

<sup>4</sup>Tidligere undersøgelser viser, at markant flere forretningsrejsende vælger SAS fremfor f.eks. Norwegian, da SAS' punktlighed, afgang- og ankomsttider samt mulighed for lounges og fasttracks får flere folk til at vælge SAS.

Forhandlingsstyrken vurderes derfor til at være middel-lav, da de forretningsrejsende oftest vil vælge det, som passer bedst ift. deres arbejdsdag. Selvom forretningsrejsende udgør en stor andel af SAS' årlige rejsende, så booker disse på samme måde som de privat rejsende, hvorfor det er svært for de forretningsrejsende at forhandle om pris bl.a. De optjener derimod en stor mængde "Eurobonus"-point, som kan give dem alt fra gratis flyrejser, drikkevarer på flyet og meget mere.

Den generelle forhandlingsstyrke for SAS primære købere vurderes til at være forholdsvis lav. Privatkunder og de forretningsrejsende er såkaldte pristagere, som ikke har mulighed for at forhandle prisen på de udbudte rejser fra SAS. De kan derimod kun følge den markedspris, som SAS og deres konkurrenter prissætter.

Rejseselskaberne trækker forhandlingsstyrken lidt op, da de med deres volumen kan forhandle på prisen, som den tidligere nævnte kundegruppe ikke kan. Det er dog ikke særlig meget, da det jo er flyselskaberne som sætter prisen.

#### 7.1.1.3 Konkurrencen fra substituerende produkter

Branchen er kendetegnet ved, at der ikke findes transportformer, som opnår den samme rejsetid, som rejser med fly. Alternativerne er dermed få, men man kan dog opliste nogle former for alternativer – især i lande som Danmark, hvor rejseafstanden fra den ene ende af landet til den anden er forholdsvis kort.

---

<sup>3</sup> Årsrapport 16/17 – s. 11

<sup>4</sup> <https://www.business.dk/transport/forretningsrejsende-vaelger-sas-frem-for-norwegian>

Hvis man analyserer indenrigsmarkedet, så er der selvfølgelig alternativer i form af bil, bus og tog. Rejsetiden er her markant længere end ved en flyrejse, hvilket kan eksemplificeres ved, at rejsetiden fra Aalborg til København er 45 min. med fly, hvorimod den med de førnævnte alternativer er væsentlig længere. Derudover har der længe været en ægte priskrig på indenrigsbilletterne mellem SAS og Norwegian. Det er især det unge segment under 26, som man har forsøgt at henvende sig til med de såkaldte ungdomsbilletter, hvor Norwegian længe var alene med den billigste faste pris.<sup>5</sup> I starten af 2018 nedsatte SAS priserne på deres indenrigs ungdomsbilletter, så de matchede Norwegians billetpris. Dette reagerede Norwegian prompte på og nedsatte deres yderligere igen. De billigere priser er dermed også med til, at folk vælger at flyve til eksempelvis København fremfor at vælge alternative transportformer.

DSB forsøger sig også med billige billetter, som dog er i et begrænset udbud. Derudover er de nye lavpris busselskaber også blevet en aktør på markedet, som man ikke kan ignorere. De har især fanget den yngre målgruppe, som kan rejse fra Aalborg til København for et mindre beløb.

Flyrejserne slår dog stadig de

De førnævnte alternativer er og vil altid være et substituerende produkt, som man ikke kan tvinge 100% ud af markedet, da mange forskellige parametre har betydning for valget af fly fremfor bil, bus eller tog. Det kan være alt fra rejsetidspunkt – selvom de fleste lufthavne dog har mange indenrigsflyvninger – til geografisk placering ift. lufthavne.

Udenrigsmarkedet eller de internationale flyvninger er et andet helt andet marked end indenrigsflyvningerne. Dette tydeliggøres bl.a. i udgivelsen fra Danmarks Statistik, som har lavet en opgørelse over nationale og internationale flyvninger for de danske offentlige lufthavne. Her udgør de internationale flyvninger 90% af de offentlige lufthavnes årlige flyvninger. Der tegner sig dermed et klart billede af, at danskerne oftest vælger flyet, når vi skal flyve til internationale storbyer, charterferier eller andre rejsedestinationer både i Europa og selvfølgelig oversøisk. Hvis man fokuserer på selve rejsetiden, så vil flyrejser altid være den mest attraktive ift. andre alternativer. Priserne er med lavprisselskabernes indtog også ved at være i et leje, hvor selv de tidligere så populære ”kør-selv”-ferier ikke engang kan følge med.

---

<sup>5</sup> <https://www.check-in.dk/sas-gaar-unge/>

Truslen fra substituerende produkter må derfor vurderes til at være forholdsvis lav, da der pt. ikke er en anden transportform, som kan fragte mennesker rundt over hele verdenen med samme hastighed og fleksibilitet, som flyrejser pt. har nærmest "patent" på. Indenrigsmarkedet har dog alternativer, men det kan årsagsforklares med, at der kilometermæssigt ikke er langt fra Skagen til København, hvorfor alternative i nogle tilfælde kan være nyttige at anvende.

#### 7.1.1.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

SAS og andre flyselskaber har mange leverandører, som de er afhængige af, så deres flyvninger kan forløbe uden problemer.

De vigtigste leverandører for SAS er flyproducenter, lufthavnene og selvfølgelig brændstofleverandører. Netop disse leverandører er vigtige på flere måder, da flyproducenter leverer den måske vigtigste vare, nemlig flyene. Lufthavnene giver dem passagerer og brændstofleverandørerne gør flyvningerne mulige. Brændstofleverandørerne er også en væsentlig faktor, da denne kan ændre regnskabets betydning med dens svingende priser.

#### Lufthavnene

Lufthavnene gør det muligt for SAS overhovedet at flyve, da det er dem, som tilbyder at SAS' fly kan lande og lette på deres baner. De havde tidligere en fordel i, at de bestemte hvornår flyene kunne komme afsted – altså de såkaldte "slots". Disse såkaldte slots blev omdannet til frihandel i 2012, således man købte dem og dermed også kunne sælge dem frit til andre flyselskaber. Denne fordel i forhandlingen har lufthavnene ikke længere, men de har derimod en takst, som man betaler for at benytte lufthavnen.

I Danmark har denne takst været særlig diskuteret i bl.a. Københavns Lufthavn, da mange flyselskaber mente, at de havde en unødvendig høj takst, som betød at passagerne skulle betale merudgiften.<sup>6</sup>Efter både erhvervsmæssigt og politisk pres, så sænkede Københavns Lufthavn deres takster i 2017 med virkning fra april 2018.

Det er dermed denne takst, som lufthavnene kan forhandle med, når de forhandler med flyselskaberne om at anvende deres lufthavne. Her sidder lufthavnene med et stærkt kort på hånden, da alternativerne nogle steder i verdenen er få grundet et lavt antal lufthavne. Samtidig

---

<sup>6</sup> <https://finans.dk/erhverv/ECE10095102/koebenhavns-lufthavn-saenker-takster-for-flyselskaber/?ctxref=ext>

er især de skandinaviske og europæiske lufthavne jo ekstremt afhængige af, at SAS benytter deres lufthavne, da deres volumen er høj i Europa og Skandinavien.

Forhandlingsstyrken må derfor anses som værende middel-høj, da både lufthavnene og SAS sidder med en fordel. Dog er det nok lufthavnene som i den sidste ende har magten, når de sidder ved forhandlingsbordet, da SAS selvfølgelig skal være på deres hjemmemarkeder.

### **Flyproducenterne**

De to største aktører på markedet for flyproduktion til brug for transport og fragt er Boeing og Airbus. Det kan dog nævnes, at en kinesisk producent ved navn COMAC henter markedsandele på et marked, som længe har været "ejet" af Boeing, mens det europæiske Airbus med succes har været forsøgt at udfordre. Boeing og Airbus har dermed et duopol, som selvfølgelig giver dem en fordel overfor deres kunder, da de "kun" skal konkurrere med et andet selskab.<sup>7</sup>Både Boeing og Airbus leverer resultater over det forventede og har aldrig haft mere fulde ordrebøger.<sup>8</sup>Markedet for flyproduktion af transport- og fragtfly er rigtig stort, hvor man forventer, at der skal produceres i omkring 30.000 passager- og fragtfly inden 2033.

SAS benytter sig af begge flyproducenter, da begge producenter har deres fordele. Boeing bruges bl.a. meget på deres lange og flyvninger, mens Airbus flyene tager sig af indenrigs og mellemdistance flyvningerne.<sup>9</sup>SAS har bl.a. lige købt en række nye Airbus fly for at nedsætte deres brændstofforbrug, som de seneste år har været stigende.

Airbus og Boeings nuværende succes og fulde ordrebøger medvirker til, at forhandlingsstyrken er relativ høj. Boeing og Airbus kender umiddelbart hinandens prisniveau, når der kun er to "rigtige" aktører på markedet.<sup>10</sup>Dog kan fordelene vende lige i øjeblikket, da SAS har fået leveret 30 nye Airbus fly de sidste par år. Koncerndirektør Lars Sandahl Sørensen gik efterfølgende ud og sagde, at man havde fået et behov for yderligere 40-50 fly og fortalte endvidere, at man var i forhandlinger med Airbus og Boeing om de mest attraktive priser. Dette er en ordre i en størrelsesorden, hvor begge flyproducenter selvfølgelig vil gøre alt for, at ordren lander hos dem. Dermed vurderer jeg den nuværende forhandlingsstyrke som værende middel, da SAS trods alt

---

<sup>7</sup> <https://finans.dk/erhverv/ECE9977217/verdens-stoerste-flyproducent-er-flyvende/?ctxref=ext>

<sup>8</sup> <https://www.check-in.dk/airbus-haler-ind-paa-boeing/>

<sup>9</sup> Årsrapport 2016/17 – s. 5

<sup>10</sup> <https://www.business.dk/transport/sas-ledelsen-har-kig-paa-40-50-nye-fly-i-mulig-milliardhandel>

har en størrelse, som er betydningsfuld for de to producenter, mens Boeing og Airbus' succes selvfølgelig også kan have indflydelse på prisen for deres fly.

### **Brændstofleverandørerne**

Brændstofprisen er fastsat efter olieprisen, hvilket gør det til en variabel omkostning for SAS.<sup>11</sup> I årsrapporten for 2016/17 bliver det beskrevet, at priserne på brændstof i gennemsnit har været 22% højere for 2016/17, hvilket er en rigtig stor stigning for en i forvejen stor post i SAS' regnskab, som lyder på 6,8 mia. kr.

Ift. sidste år stiger posten ikke, da man arbejder med det såkaldte "hedging"-begreb. Hedging betyder, at man risikoafdækker sig på sit brændstofforbrug, da man køber sit brændstof til en fast pris. Hvis olieprisen stiger, så er det jo en god forretning, men falder den derimod, så er det en mindre god forretning. Olieprisen har været opadgående, hvilket har betydet, at det har været en fornuftig forretning for SAS. Dette er en stærkt kritiseret metode, men mange flyselskaber benytter sig af den, selvom det kan være risikofyldt.

Brændstof er en vital del af det at drive flyselskab, hvorfor brændstofleverandører sidder med en fordel, når der skal forhandles. Dog er der mange brændstofleverandører, så SAS sidder bestemt også med en fordel, når de skal vælge, da de kan forhandle med mange forskellige selskaber. Det vurderes, at forhandlingsstyrken fra brændstofleverandørerne er relativ høj.

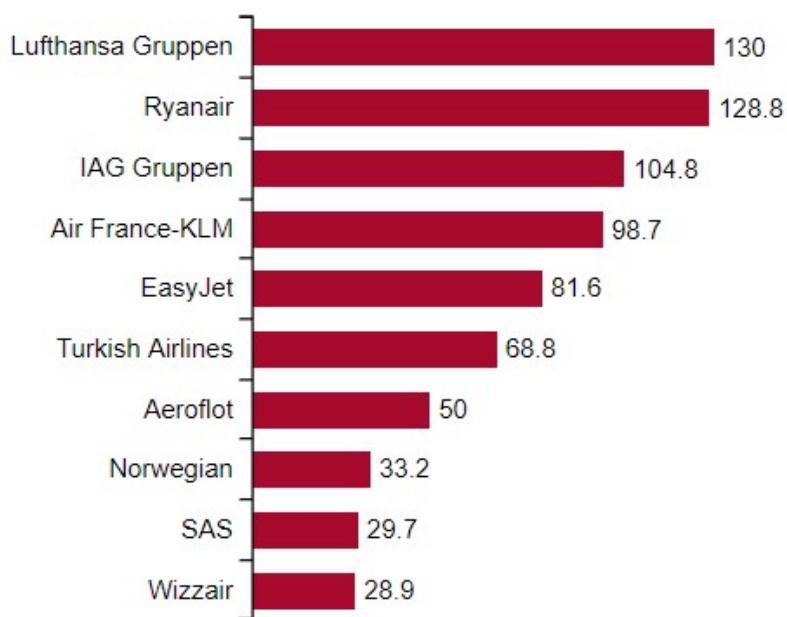
Ud fra ovenstående så er konklusionen, at leverandørernes forhandlingsstyrke generelt er forholdsvis høj, da flere af leverandørerne har en klar fordel, når de skal forhandle med SAS, da de sidder med et produkt, som SAS skal bruge for at eksistere.

#### **6.1.1.5 Konkurrencesituation i branchen og rivalisering blandt de eksisterende konkurrenter**

Flybranchen er kendetegnet ved, at der generelt er mange aktører på markedet. Efter lavprisselskabernes indtog er rivaliseringen blevet yderligere høj. Der er i øjeblikket to typer aktører i markedet i form af lavprisselskaberne og så de selskaber, som har højere service og ikke kun fokuserer på at have de billigste afgange.

---

<sup>11</sup> Årsrapport 2016/17 – s. 46 (afsnit 1)



Figur – oversigt over antal passager (mio.) i 2017 for de 10 største selskaber.

Ovenstående figur viser, hvor mange passagerer de ti største selskaber har haft i løbet af 2017.

Denne viser også, at SAS pt. er det 9. største flyselskab. Lufthansa og Ryanair kæmper om at være det største. De to selskaber er et meget godt billede af flybranchen pt. Lufthansa er et traditionelt flyselskab, hvor man interesserer sig for kunden og dens ønsker, mens Ryanair er et lavprisselskab, som udelukkende tænker på prisen og kræver ekstra betaling for de fleste ekstra services.

Antallet af passagerer/flyrejsende er markant stigende, hvilket udviklingen i f.eks. Lufthansa vidner om, der i 2010 havde 90 mio. passagerer, hvorimod de havde 130 mio. i 2017. Så markedet er udvikling, hvilket også er med til at trække flere aktører ind.

SAS' rolle i markedet er forskellig, hvis man deler det op, da de "kun" er det 9. største generelt, men er det største flyselskab i hele Skandinavien sammen med Norwegian. SAS har rigtig mange destinationer i hele verdenen, men er stadigvæk ikke i nærheden af at være i blandt de tre største, som alle har over 100 mio. passagerer årligt.

SAS har ikke haft den store fremgang de sidste 8 år, hvor man i 2010 havde 25 mio. passagerer, så har de i dag 30 mio. Det er "kun" en fremgang på 5 mio. passagerer på 8 år, hvilket står i skærende kontrast til Ryanair som f.eks. har haft en fremgang på 55 mio. passagerer. Det er netop billedet af markedet for tiden, at lavprisselskaberne stjæler store markedsandele fra de gamle etablerede spiller i markedet som KLM og British Airways.

Lavprisselskaberne har som navnet antyder selvfølgelig stjålet markedsandele vha. lave priser på

deres flyrejser. Det betyder så, at de selvfølgelig ikke kan opretholde den standard og services, som de "normale" selskaber. Ryanair er der bl.a. blevet skrevet meget om, da deres forretningsmodel til tider kritiseres. De tager gebyr for næsten alt udover ens sæde i flyet – check-in gebyr, bestillingsgebyr, bagagegebyr og måler håndbagagen til mindste centimeter. På den måde sikrer de, at deres flyrejser bliver rentable, når kundernes billetter kommer til at koste mere, når de skal til at afsted. Ved SAS ved man altid, at når billetten er bestilt og betalt, så er det den pris, som turen kommer til at koste. Derudover har man hos SAS mulighed for lounges i de store lufthavne, som man kan anvende, når man rejser. Der er markant mere service hos eksempelvis SAS end hos de andre lavprisselskaber, som tænker meget på forretningen og mindre på kunden.

Rivaliseringen/konkurrencen i branchen vurderes til at være høj. Dette er den pga. de mange aktører og den stigende fremgang hos lavprisselskaberne, som tvinger de etableret selskaber til at sænke prisen eller gøre noget ekstra for kunden – alt sammen noget som koster penge for selskaberne.

### 7.1.2 PEST-analyse

Når omverdenen skal analyseres, så kan man benytte sig af PEST-analysen. Her vil de politiske, økonomiske, miljømæssige/sociokulturelle og teknologiske faktorer blive analyseret, så man får et indblik i, hvilke faktorer som SAS ikke har så meget indflydelse på.

#### 7.1.2.1 Politiske faktorer

##### **Sikkerhedsforanstaltninger:**

Den øgede frygt for terrorhandlinger er også noget, som lufthavnene, SAS og generelt flybranchen generelt mærker. Fly er et oplagt terrormål omend det er blevet nærmest umuligt for terroristerne, hvilket flyselskaberne også mærker i dag. Der er i dag regler, som er blevet markant skærpet igennem årene. En begrænset væske må medtages, meget mere sikkerhed ifm. adgang til cockpittet og selvfølgelig en skærpet kontrol af passagererne og deres bagage.

De øgede sikkerhedsforanstaltninger er noget, som koster SAS meget tid, der koster dem mange penge.

**Flyskat – gebyr pr. passager**

Danmark havde indtil 2007 en flyskat på 75 kr. pr. passager, som flyselskaberne skulle betale. Den blev afskaffet for at forbedre rammevilkårene og øge konkurrenceevnen for dansk luftfart.

Alternativet – og deres grønne profil – foreslog i 2017, at man igen pålagde flyskat pr. passager.

Forslaget lød på 80 kr. pr. passagerer, hvilket er et beløb, som svarer til det, som både Sverige og Norge lige har indført. Det var netop i kølvandet på Sverige og Norges nye regler om flyskat, at Alternativet foreslog dette.

Forslaget blev dog på det kraftigste afvist af transportminister Ole Birk Olesen (LA) og erhvervs- og vækstminister Brian Mikkelsen (K), da de præsenterede en ny luftfartsstrategi i 2017, da det ville mindske konkurrenceevnen for dansk luftfart. De lovede, at det ikke vil ske i deres regeringsperiode, at der kom en flyskat pr. passager.

Som jeg tidligere nævnte, så har både Sverige og Norge indført flyskatten efter, at de også har haft den fjernet i et stykke tid. Den er blevet stærkt kritiseret især i Sverige, da den bl.a. er blevet kaldt "et venstreorienteret grønt tiltag", som kun er blevet vedtaget, så regeringen kunne overholde de miljømål, som de opstillede tidligere. Dette får den betydning, at flybilletterne bliver dyre – både indenrigs, andre europæiske destinationer og oversøiske rejser.

Hvad der er skidt for nogle er oftest godt for andre, hvilket Københavns Lufthavn erfarer. Derfor er der flere svenskere tæt på Danmark, som er begyndt at tage til Københavns Lufthavn, da billetterne ikke bliver pålagt en skat her, hvilket i sidste ende bliver godt for SAS i Danmark, da flere passagerer i Københavns Lufthavn betyder, at der er flere potentielle kunder til SAS.

Selvom forslaget blev afvist af den danske regering, så er der stadig en reel mulighed for, at det kan ske på et tidspunkt. Det er der, da Norge og Sverige har indført en sådan skat, men også fordi, at emnet klima diskuteres hver dag. Der vil på et tidspunkt komme et politisk udspil overfor bl.a. lufttrafik, da branchen er en af de store syndere for det forværrede klima.

Det er en skat, hvor det nok bliver forbrugeren, som kommer til at betyde, at konkurrenceevnen forværres, da den ekstra omkostning kan få folk til at vælge andre transportformer.

### 7.1.2.2 Økonomiske faktorer

#### Konjunkturændringer

Vi befinder os pt. i en højkonjunktur, hvilket den konjunkturfølsomme flytrafikbranche også kan mærke, da vi tillader os flere rejser til feriedestinationer og indenrigsflyvninger, hvor der findes andre alternativer.

Det er omkostningstungt at drive et flyselskab, da der skal mange omkostninger til for at flyet kan lette og lande igen. Der er omkostninger til bl.a. personale, lufthavnsafgifter og brændstof. Det er omkostninger som ikke kan undgås, så selvom flyet er fyldt eller halvfyldt, så er omkostningen den samme uanset hvad. Så det er rigtig vigtigt, at flyene er fyldte, så omkostningen kan holdes hjem. SAS er historisk ikke de bedste til at fylde deres fly, da deres er på omkring 64%, mens deres direkte konkurrenter Norwegian har en belægningsprocent på 87%. Når der er lavkonjunktur, så har man historisk oplevet, at der er mindre belægningsprocenter, hvorfor det er dyrt for flyselskaberne at sende et fly i luften, da omkostningerne i tilfælde af lave belægningsprocenter ikke holder pengene hjem. Så flyselskaberne – ligesom de langt størstedelen – er bedst præsterende, når der er højkonjunktur.

#### Olieprisen

Olieprisen er en faktor, som betyder meget for SAS rent økonomisk, da denne er vital for det at drive et flyselskab, da den udgør 25% af SAS' driftsomkostninger.

Prisen på olie har siden starten af 2015 været historisk lav, hvor det kulminerede i 2016, hvor prisen var under 30\$ for en tønde olie. For at sammenligne kursen, så var den i slutningen af 2014 115\$ for en tønde olie. Olieprisens kurs er nu 49\$, som det kan ses i nedenstående grafik.



Figur – olieprisens udvikling siden 2013.

SAS har altså de seneste nydt godt af olieprisens massive fald, da omkostningen pr. passager ikke er så høj som tidligere, hvor prisen for olie var markant højere. Dette bliver bl.a. synliggjort, hvis man sammenligner brændstof-omkostningen i regnskabsåret 2013/14, hvor olieprisen var meget høj. Her udgjorde brændstof 35% af driftsomkostningerne. Hvis man sammenligner selve omkostningen så er den 22% lavere ift. det nyeste regnskab – og det er vel og mærke med en mindre omsætning. Så olieprisen er jf. ovenstående en økonomisk faktor, da den kan påvirke regnskabet meget – både i negativ og positiv retning.

Man forsøger hele tiden at finde alternative brændstoffer, som kan erstatte det nuværende brændstof – både økonomisk og klimamæssigt. Det har dog ikke været muligt at finde et brændstof, som opfylder de to kriterier. Lufttrafikbranchen er også interesseret i at finde et mere bæredygtigt brændstof, da de ofte er modtager af kritik for at være en af de helt store syndere for de klima vanskeligheder, som bliver diskuteret hver eneste dag.

### Valutakursreguleringer

Når man som SAS har kontorer i mange forskellige lande, så er det oftest i en anden form for valuta end svenske kroner, som man anvender. Dette danner valutakurseffekter i regnskabet, da det hele skal omregnes til svenske kroner. I flere af regnskaberne er det tydeligt, at det kan være

et ret betydelig beløb, som man kursregulerer fra, da det nogle år er en positiv effekt, mens det andre år er en negativ effekt.

Regnskabet aflægges i svenske kroner, men store dele af SAS' omkostninger og indtægter stammer fra anden valuta, så er det naturligt, at SAS bliver påvirket af valutakursreguleringer. Det er desværre en udfordring, som der ikke er meget at gøre noget ved, da man ikke kan takke nej til kunder, leverandører osv., hvis de ikke afregner i svenske kroner.

### 7.1.2.3 Miljømæssige og sociokulturelle faktorer

#### **Afgifter/skat**

Det er tidligere blevet nævnt, at der har været snak om flyskat pga., at man fra regeringernes side vil vise, at man opfylder miljøkrav osv. Derfor har der været snak i Danmark om en flyskat pr. passager, mens der i Sverige og Norge allerede er indført en sådan skat. Dette rammer selvfølgelig SAS, da deres konkurrenceevne formindskes grundet en dyrere billetpris. Derfor er det en miljømæssig faktor, som SAS selvfølgelig ikke kan ignorere.

Netop klimaspørgsmålet diskuteres ofte, hvilket kan ramme SAS senere. Et er den eventuelle skat, men der snakkes også om andre afgifter, som man kan pålægge flyselskaberne, da man anser dem for værende en af de værste syndere for miljøet og de klimamæssige ændringer. Derfor vil man se, at flyselskaberne og lufthavnene ofte bliver draget ind i diskussioner omkring afgifter, skatter osv., når klimaspørgsmålet diskuteres. For flyselskaberne er det jo en trussel, da deres vare i sidste ende kommer til at koste mere, hvilket gør at konkurrenceevnen forværres og andre alternativer bliver mere attraktive. Netop af den årsag så arbejder flyselskaberne jo også meget med at finde en løsning vha. anden form for brændstof, som ikke forurener nært så meget. Men det har vist sig ikke at være en særlig let løsning. Selv biler har jo svært ved at finde et produkt, som kan måle sig med benzin, diesel osv. Flyselskaberne er selvfølgelig trætte af den opmærksomhed, at det giver, at de skal drages ind i diskussioner hver gang, hvorfor de selvfølgelig også gerne vil finde et løsning på problemet.

### **Et mindre antal forretningsrejsende**

SAS har i Skandinavien haft godt fat i de forretningsrejsende, da de kan tilbyde nogle helt andre vilkår og faciliteter end mange af lavprisselskaberne kan. SAS har bl.a. deres lounges i udvalgte lufthavne, hvor de kan servicere kunden yderligere.

Det gode ved en forretningsrejsende er, at vedkommende oftest kigger på rejsetid end pris, hvorfor SAS er særligt interesseret, da de dermed betaler mere for et sæde. Det gør de, da flyrejsen skal passe med nogle tidsplaner, hvilket gør dem mindre prisfølsomme end den normale rejsende.

Man oplevede med globaliseringen, at der blev mere handel mellem landende, hvorfor det oftest krævede forretningsture til udlandet. Dette har SAS profiteret på i mange år, da det ofte var dem, som kunderne valgte.

#### **6.1.3.1 Teknologiske faktorer**

##### **Internettet**

Internettet har både været godt og skidt for SAS. Det gode er, at det før i tiden var mange omkostninger til det administrative pga. f.eks. køb af billetter skulle foregå manuelt via samtale med en medarbejder. I dag foregår nærmest alt handel på nettet, selvom det dog stadig er muligt at købe sine billetter via telefonen. Dette har sparet SAS for mange administrative kroner.

En af de negative sider er, at forbrugeren nu kan sammenligne flyrejser med et utal af flyselskaber, da der er lavet portaler, som sammenligner flyselskaberne på prisen. Dette gør det let for kunden at finde den bedste pris, hvilket ikke er godt for SAS, da lavprisselskaberne ofte er lavere end dem. Tendensen er, at man ikke umiddelbart er loyal overfor et flyselskab, som man nok var tidligere, da man ikke kunne sammenligne alle flyselskaberne med meget få tryk. Det har gjort rejsende ufattelig prisbevidste og gjort det let tilgængeligt for kunderne at finde rejser til den billigste pris overhovedet, hvor der før lå et arbejde i at skulle indhente tilbud flere steder fra.

Jeg nævnte tidligere, at der var færre forretningsrejsende, hvilket også kan skyldes den teknologiske udvikling. Der er stadig en del forretningsrejsende, men i dag kan teknologien så meget, at møder kan holdes over internettet vha. videoudstyr, således man holder et video-møde i stedet for at mødes face-to-face. Dette er bestemt en bekymrende tendens, da videoudstyr i længden er billigere end at rejse til den anden side af kloden. Man sparer også rejsetiden, hvor

man ikke er effektiv, hvorfor flere og flere vælger denne løsning fremfor en rejse til et andet land for at tale. Forretningsrejsende udgør en stor andel af de rejsende, hvorfor det er noget, som SAS skal se på med alvorlige øjne, da det er en væsentlig omsætning, der generes via de forretningsrejsende.

### 7.1.3 Porters generiske strategier

Der skal udarbejdes en analyse om Porters generiske strategier på baggrund af den viden, som er blevet tillagt ifm. udarbejdelsen af tidligere analyser. Her er det vigtigt, at man vælger en strategi, da det ifølge Porter er den eneste måde til succes. SAS kan dog vise sig at være et svært selskab at sætte ind i kun én kasse.



SAS er svært selskab at forklare strategien for, da branchen indbyder til, at man en gang i mellem "træder ud af" den strategi, som man umiddelbart praktiserer. Branchen er præget af stor fokus på prisen, da lavprisselskaberne hele tiden vil være den billigste. Men for et selskab som SAS, som ofte taler om, at deres produkt er mere end bare en flyrejse, så kan det være svært at følge med markedet, som gør så meget for at have den laveste pris og stor markedsandel.

Hvis man kigger på ovenstående figur, som viser de fire strategier, som man ifølge Porter kan vælge i vejen til succes, så vil man argumentere for, at SAS anvender flere forskellige strategier – stik modsat af Porters ord.

Den første strategi, som man kan argumentere for, at SAS bruger er differentiering. Det er også

den strategi, som SAS via deres visioner mest lægger op til, at de anvender. Der er her tale om et "unikkt produkt", da SAS sælger mere end flyrejsen. Det er det hele med faciliteter, den gode service og punktlighed, som SAS bestræber sig på at yde hver eneste gang. Det kan lyde som om, at de sælger det samme som alle andre, men helhedsoplevelsen kan SAS sælge bedre end Norwegian, Ryanair m.fl., som sælger en rejse og så er der ikke andet. De har også en stor markedsandel og en bredmålgruppe, som er næste betingelse for at opfylde strategien differentiering. SAS' markedsandel er betydelig i en branche, hvor der er megen konkurrence. Her står de stærkt med en relativ høj markedsandel, selvom de ikke er i nærheden af de helt store aktører. Så baseret på ovenstående, så passer strategien differentiering meget godt på SAS ageren.

Den næste strategi, som man kan argumentere for, at SAS anvender er omkostningsleder. Det er en strategi, hvor man skal have lave omkostninger og stadig have en stor markedsandel. Selvom SAS ofte siger, at de sælger mere end flyrejsen og derfor ikke er som et lavprisselskab, som bare dumper prisen, hvis de ikke er de laveste længere, så følger SAS altså også med i prisudviklingen for at kunne konkurrere en anelse med lavprisselskaberne. Et godt eksempel er indenrigsflyvningerne, hvor Norwegian især skal være billigst. Norwegian har i Danmark længe været billigst på især ungdomsbilletter til folk under 26, men pludselig sænkede SAS prisen til samme niveau som Norwegian. Norwegian kvitterede med efter kort tid at sænke prisen yderligere 50 kr., så de igen kunne sige, at de er den billigste på indenrigsflyvningerne. Derfor prøver SAS også at have de laveste omkostninger, så de kan følge med lavprisselskaberne og stadig være attraktive ift. kunderne, så de ikke bliver hægtet helt af efter deres konkurrenter.

Hvis man skal konkludere noget om Porters generiske strategier, så vurderes det, at SAS er "stuck in the middle". Som navnet antyder, så er det, når man passer til flere strategier eller er fanget i mellem strategierne. SAS prøver at holde deres strategi om at sælge mere end bare flyrejsen, men de må til tider reagere på markedet trends. Derfor går de en gang i mellem mod deres egen strategi og selvopfattelse af, at der ikke nødvendigvis konkurreres på prisen.

## 7.2 Interne analyser

Den eksterne strategiske analyse vil bestå af 2 forskellige analyseredskaber – værdikæde- og SWOT-analyse. Lige netop disse tre analyser giver et godt overblik over de interne forhold, som SAS arbejder med dagligt.

### 7.2.1 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen er et redskab til at belyse de interne forhold, som er værdiskabende for virksomheden. Det er vigtigt, at især flyselskaber har en organisation, som kan stå i mod lidt modgang, når man opererer i et så konkurrencepræget marked.

Porters værdikæde består af de 5 primære aktiviteter: indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing & salg og service efter salg. Der er også 4 støtteaktiviteter: infrastruktur, menneskelige ressourcer, produkt- og teknologiudvikling og indkøb.

Det vurderes, at der for SAS ikke er rationale i at beskrive alle 5 primære aktiviteter og de 4 støtteaktiviteter grundet, at dele er blevet nævnt i afsnit tidligere i opgaven. Det er derfor produktion, marketing og salg, virksomhedens infrastruktur og produkt- og teknologiudvikling som vil blive beskrevet i nedenstående analyse.

#### 7.2.1.1 Produktion

Man kan umiddelbart ikke sige, at SAS producerer noget. Den er derfor medtaget, da de anvender nogle værdiskabende elementer i deres "produktion" af virksomhedens vare.

#### **Grandfather rights**

Flyselskaberne ejer såkaldte "slots", som er en tilladelse til at lande og lette på specifikke tidspunkter i lufthavnene. Der blev i starten af 90'erne indført en lov, som man kaldte grandfather rights. Dette betød, at fordelingen af slots blev markant lettere, da aftalen om start- og landingstilladelse blev automatisk forlænget, hvis flyselskaberne anvendte deres slots 80% af tiden. Derfor sikrer det, at SAS kan beholde de slots, som de har i lufthavnene, som er attraktive. Det derfor at SAS i nogle tilfælde flyver med halvfylde fly, således de kan beholde deres slots, men også så at andre ikke kan komme ind i den specifikke lufthavns. Dermed kan man holde konkurrenterne ude, hvis man sørger for at bruge sine slots minimum 80%. SAS som har eksisteret

i mange år har nogle attraktive flyvninger, som de dermed kan holde fast i, hvis de bare bruger den 80% af tiden.

### **Det høje serviceniveau**

SAS er igennem de sidste mange været en del af de absolutte bedste i undersøgelsen ”Europas mest punktlig flyselskab”. De har vundet den flere gange, og den tager ikke kun højde for punktligheden, men også en række andre serviceydelser, som sikrer, at kunden får den fulde oplevelse, når de er kunde hos SAS.

De sidste par år har de dog ikke været med i toppen og den nye for 2017 var de faktisk langt nede på listen, da de blev nr. 20. Dette er SAS naturligvis ikke tilfredse med, da en del af deres strategi og visioner er, at kunden får en af de bedste services. De andre år har deres service med lounge og de mange destinationer til alverdens byer i hele verdenen været nok til at give dem en høj placering, men det er ikke nok længere.

Det er let at kopiere den gode service og til dels også gøres det relativt billigt. Derfor er det mindre godt for SAS, at man ikke ligger højt på listen længere, da man før i tiden kunne sige, at hvis man ikke var billigst, så havde man i det mindste de mest tilfredse kunder og den bedste service.

#### 7.2.1.2 Marketing og salg

### **EuroBonus**

SAS har igennem flere år haft et loyalitetsprogram ved navn EuroBonus. På den måde forsøger at man skabe loyale kunder, som vælger SAS hver gang, at de skal rejse. Man kan få en række rabatter, hvis man lejer biler, hotelværelser mv. gennem dem, når de ankommer til deres destinationer. Derudover får man også point pr. flyrejse, som man så kan bruge til at købe flyrejser, hotelværelser mv.<sup>12</sup> I 2015 havde EuroBonus 4 mio. medlemmer, hvilket vurderes til at være et relativt høj medlemstal. Det har ikke været muligt at finde et nyere tal, men det giver stadig indikationer om, at deres EuroBonus er et stærkt våben i deres marketing og salg.

Det er dog let at efterligne, da alle selskaberne kan oprette et lignende system, hvis man finder det interessant og givende.

---

<sup>12</sup> <https://www.business.dk/transport/eurobonus-runder-fire-millioner-medlemmer>

## **Brandet og kendskabet**

SAS brand må vurderes som stærkt – især i Skandinavien. De fleste folk i Skandinavien kender SAS, så kendskabsgraden er utrolig høj på hjemmemarkederne. Brandets styrke skal årsagsforklares med, at SAS altid har været kendt som en virksomhed med et serviceniveau, som gav kunden den ekstra gode oplevelse, så man kunne rejse hjem med en god oplevelse som SAS-kunde. Derudover er de en gammel aktør i markedet, hvorfor de har vundet indpas især på kendskabsgraden. Brandets værdi har dog lidet under en række negative sager, som har kostet dem ikke kun kroner og gøre, men også troværdighed i branchen og blandt kunderne. Der har tidligere kørt sager om Dash-8 flyene, som led af en række fejl. Derudover kan en af de mange medarbejderstrejker nævnes, men der pt. kører en alvorlig kartelvirksomheds-sag, som potentielt kan koste et større millionbeløb. Det er den slags sager, som skader SAS' brand, men brandet er heldigvis så stærkt, at det kan tage negativ sager og stadig bevare dets værdi.

### **7.2.1.3 Virksomhedens infrastruktur**

#### **Relativ økonomisk stabilitet**

SAS har gennem de seneste år leveret regnskabsmæssige overskud, selvom SAS' regnskaber ofte giver anledning til diskussion om hvorvidt det er godkendt eller ej, da potentiale er større.

Den økonomiske stabilitet skyldes, at man er blevet bedre til at tjene penge, da man har fået omkostningerne barberet ned til et minimum. SAS har indset, at de havde alt for mange ansatte til at udføre jobbet, hvilket kan ses ved, at man har fyret rigtig mange af sine ansatte over de sidste 10 år. Der har været rigtig mange sparerunder, hvor der er blevet fyret folk, nye aftaler om løn mv.

SAS har også den store fordel, at de er ejet af den danske, norske og svenske stat, hvilket betyder, at SAS nærmest ikke kan gå konkurs. Er der brug for indskydelse af midler, så står ejergruppen i et vist omfang klar til det. Det giver luft, at man ved, at der står en ejergruppe bag, som ikke er interesseret i, at SAS lukker eller man taber de indskudte midler.

Det er en generel ting for flyselskaber, at der leverede gode regnskaber, hvorfor det vurderes, at det ikke er specielt højt i sjældenhed.

### **Moderne flåde**

SAS har i de seneste år udviklet sig fra at have en række ældre fly, som var umoderne, til nu at have "state of the art"-fly. Man har for ganske nylig modtaget 30 nye fly, mens man allerede har lagt en ordre ind på 40-50 fly yderligere. De nye fly er også mere økonomiske i brændstof, da de bruger markant mindre pr. fløjne kilometer. Det vidner om en ressourcestærk virksomhed, når man kan gå ud at købe 70-80 nye fly i løbet få år. Man kæmpede tidligere med, at man havde for mange forskellige typer af fly, som kostede i omkostninger, da man aldrig blev rene specialister på nogle af flyene. Den første sending af nye fly er de samme, mens den nye ordre er et andet fly, som minder meget om de tidligere købte fly.

SAS bliver dermed en af de mere moderne flyselskaber i branchen, da man udskifter en betydelig andel af flyene.

#### **7.2.1.4 Produkt og teknologiudvikling**

### **Innovative og moderne**

SAS har opstartet et projekt, der hedder "SAS Innovation".<sup>13</sup> Her kan man som kunde og interessant følge med i, hvad deres afdeling "SAS Lab" render og foretager sig. Her bliver der forsket i, hvordan man kan gøre rejseoplevelsen mere smart og innovativ. Der forskes i nye metoder, som kan gøre de forskellige trin fra at købe billetten til ombordstigning på flyet markant lettere. Det er alt fra mikrotyper og virtual reality, som man forsker i. Alt sammen noget, som skal løfte oplevelsen og gøre det lettere for kunderne at flyve med SAS.

### **Køb af nye fly**

Det er tidligere nævnt, at SAS har købt nye fly. Men det kan også nævnes her, når man ser på overskriften moderne og innovative. For det er helt sikkert moderne, at de nu modtager så mange nye fly, som er nogle af de bedste på markedet, selvom det har kostet 25 mia. kr. Det var et nødvendigt onde, da deres andre fly havde nået forældelsesfristen. Så man har tænkt langsigtet, da man køber ind inden, at flyene skal pensioneres. På den måde mister man ikke kapacitet, da man får leveret flyene inden, at de andre fly går til.

---

<sup>13</sup> <https://scandinaviantraveler.com/dk/fly/sas-lab-skaber-fremtidens-rejseformer>

#### 7.2.1.5 Kritik af værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen har modtaget en del kritik for at fokusere på, hvordan tingenes tilstand er pt., mens der ikke bliver fokuseret på noget fremtidsperspektiv. Nogle vælger at bruge den med fremtidsperspektiver, men det er den ikke blevet brugt som i denne opgave.

#### 7.2.2 SWOT-analyse

SWOT-analysen bruges som opsamlingsværktøj, som skal hjælpe med at give overblikket, når man har været igennem de interne og eksterne analyser.

| Interne situation                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Stærke sider (Strengths)                                                                                                                                                                                                                                             | Svage sider (Weaknesses)                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Statsejet virksomhed</li> <li>• Det høje serviceniveau</li> <li>• Brand – kendskabsgrad</li> <li>• Loyalitetsprogrammer</li> <li>• Stabil økonomi</li> <li>• Innovative og moderne</li> <li>• Grandfather rights</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Lav belægningsprocent</li> <li>• Høje omkostninger ift. konkurrerende virksomheder</li> <li>• Konjunkturfølsom branche</li> <li>• Strejke blandt medarbejderne</li> </ul>                                                                              |
| Eksterne situation                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Muligheder (Opportunities)                                                                                                                                                                                                                                           | Trusler (Threats)                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Højkonjunktur</li> <li>• Internettet funktionalitet</li> </ul>                                                                                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Lavprisselskabernes prisfastsættelse</li> <li>• Stigning i oliepriserne</li> <li>• Valutakursreguleringer</li> <li>• Miljølovgivning</li> <li>• Færre forretningsrejsende</li> <li>• Teknologisk udvikling</li> <li>• Andre transportformer</li> </ul> |

Ovenstående tabel viser de stærke og svage sider samt mulighederne og truslerne for SAS. Jeg vil i de kommende afsnit opremse de vigtigste for hver kasse.

#### 7.2.2.1 Stærke sider

- SAS er en statsejet virksomhed (svenske, norske og danske stat). Det giver en vis tryghed at have 3 stater i ryggen, da de selvfølgelig ikke er interesseret i at lukke, hvis det skulle gå skidt. Så er det muligt at få en økonomisk håndsrækning – uden at det skal blive en sovepude.
- De såkaldte "Grandfather rights" er et levn fra gammel tid, som har sikret SAS deres slots i både ind- og udlandske lufthavne. Dette giver dem nogle af de bedste tider, så de kan være attraktive over for kunderne, men også differentiere sig i forhold til mange af lavprisselskaberne, som er kommet sent og derfor ikke har de mest attraktive slots på markedet.
- Det høje serviceniveau er beskrevet mange steder i analyserne, da det virkelig er en ting, som SAS vægter højt. Deres serviceniveau og den generelle tilfredshed blandt kunderne er vigtig for en virksomhed som SAS, da deres strategi er baseret på disse tanker om kunderne. De er ikke kun

interesseret i at kunden rejser fra A til B, men derimod at kunden rejser fra A til B, men har haft en god oplevelse. Denne strategi adskiller dem fra en række af deres konkurrenter som Ryanair, Norwegian og andre lavprisselskaber.

- SAS er et stærkt brand, da mange kender til virksomheden. Det er en gammel virksomhed, som tidligere har præsteret rigtig godt, men som har haft problemer i nogle år. Deres mange priser for kundeservice og punktlighed har betydet, at man har kunne opbygge et brand, som har vist sig at være stærkt.
- Den stabile økonomi er måske for tidligt at konkludere, men faktum er, at tallene er begyndt at vende i den positive retning grundet de mange spareplaner osv., som har gjort SAS til en sundere forretning. Tallene fra 1. kv. i det nye regnskabsår har også vist mærkbare fremgange, hvilket lover godt for det kommende år.

#### 7.2.2.2 Svage sider

- SAS har en lavere belægningsprocent end mange af deres konkurrenter – og især ift. dem, som de skal måle sig med. Altså virksomheder som ikke er lavprisselskaber. Der lægger SAS stadig bagefter og det er bekymrende for virksomheden. SAS har flere slots, som flyver med halvfylde fly pga., at de ikke vil miste den slot, som de har i nogle store lufthavne. Dette gør man, så konkurrenterne ikke kan komme yderligere ind i den pågældende lufthavn.
- SAS er stadig i den høje ende med omkostningerne, som man har fokuseret på at nedbringe de seneste år. Dette har man gjort med effektive spareplaner som har kostet tusindvis af mennesker deres arbejde. Dette har betydet, at virksomheden drives mere sundt nu, da omkostningerne kan nogenlunde forsvares. De er dog stadig i den høje ende ift. konkurrenter, men så længe virksomheden trives, så må det jo vurderes som ok.
- Den konjunkturfølsomme flybranche kan for alvor mærke, når verdenens økonomier er i ruiner pga. f.eks. finanskriser osv. Flyrejser (charterferie, storbyrejser mv.) er oftest noget folk under sig selv, når der er penge mellem hænderne, hvilket de har i højkonjunkturer. Det står dog modsat til, når der er krisetider, da kunderne sparer rejserne væk, når finanserne er små. Derfor er flybranchen en ekstrem konjunkturfølsom branche, som må sige at være en af SAS' helt store svage sider, da en evt. finanskrise også slår rigtig hård på flyselskaberne.

### 7.2.2.3 Muligheder

- Det blev nævnt tidligere, at branchen var konjunkturfølsom og at det var en svag side. Men når der så er højkonjunktur, så er det selvfølgelig en mulighed. Det er her købekraften er højest, og når folk føler, at de har mange penge, så er det oftest rejser, at pengene skal bruges på. Det gavner selvfølgelig SAS så længe det varer, da der opstår mange potentielle kunder. Det er også derfor, at man har set SAS og andre flyselskaber opruste deres destinationer og antal af flyvninger til charterdestinationer.
- Internettet er medvirkende til, at SAS har kunne effektivisere meget af deres administration. Hvor der tidligere sad mange folk og skulle betjene folk med bestilling af rejser mv., så kan man klare alt hjemme fra computeren – lige til at bestille og til at checke in. Så det gør bestilling, betaling osv. markant lettere for både kunden og SAS som virksomhed.

### 7.2.2.4 Trusler

- Den største trussel for SAS er den priskrig, som lavprisselskaberne lige i øjeblikket holder live i. SAS' strategi er ikke at være den billigste, men man kan også se, at markedsandele formindskes, hvis man ikke hopper med på vognen. Et selskab af SAS' størrelse med mange omkostninger pr. passager kan ikke i længden tåle, hvis flyvningerne bliver billigere og billigere. Der vil blive seriøse problemer med at holde omkostningen hjem, når der skal betale til personale, brændstof osv.
- Den stigende oliepris er også en stor trussel. Brændstof udgør ca. ¼ af driftsomkostningerne, hvilket gør den til en væsentlig post for SAS. Derfor er der nok også tilfreds at spore med den lave oliepris, men den er begyndt at stige, og man forventer, at det fortsætter sådan i 2018 også.
- Miljølovgivninger kan have en tung påvirkning på SAS. Dette er b.a. flyskatter, som bliver pålagt deres flyvninger i Norge og Sverige, som er det nyeste udspil. Dette giver dem en svagere konkurrenceevne og fremmer ikke den stigning i antal rejsende, der har været. Der har også været snak om, at Danmark skulle mærkes af det, men det er i første omgang blevet afvist af den siddende VLAK-regering.
- Den teknologiske udvikling er en mulighed for SAS, men det kan også ses som en trussel. Det har givet kunden et langt større overblik flypriser og rejser, da portalerne hjælper kunderne med den billigste pris, som de kan få over i løbet af meget kort tid.
- Valutakursreguleringer er en trussel, da den er noget usikker. SAS bruger jo svenske kroner, men mange af indtægter og udgifterne er i anden valuta, hvorfor der skal valutakursreguleres rigtig

meget. I nogle tilfælde er det en dårlig forretning, som de taber penge på. Kursreguleringer kan vise sig i regnskabet som et positivt resultat det ene år for så at være negativ året efter.

De oplyste SWOT-punkter er vurderet til at være de mest stærke for hver deres kategori. SWOT har dermed givet et godt overblik over indholdet i de eksterne og interne analyser, som jeg har udarbejdet.

## 8 Regnskabsanalyse

Når man har udarbejdet sine strategiske analyser, så udarbejder man dernæst en regnskabsanalyse, som sammen med de strategiske analyser skal danne grundlag for budgettering, som man afslutningsvist skal anvende til den endelige værdiansættelse af SAS.

SAS offentliggjorde d. 27. februar 2018 regnskab for 1. kv. (november-januar). Dette regnskab bliver ikke behandlet i selve regnskabsanalysen. Indholdet af kvartalsrapporten vil dog blive behandlet, når budgetteringen skal udarbejdes, da denne indeholder prognoser om vækst mv.

De regnskaber som vil blive behandlet i regnskabsanalysen er for regnskabsårene 2012/13 til 2016/17 – altså 5 år.

### 8.1 Reformulering af regnskabet

De offentliggjorte regnskaber er som oftest ikke direkte egnet til analyseformål, da nogle af posterne ikke viser "den rigtige værdi". Derfor udarbejder man en reformulering af regnskabets resultatopgørelse, balance og egenkapital. Reformulering hjælper med at klassificere de balancer og resultatopgørelser for driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten i SAS' offentliggjorte årsrapporter.

<sup>14</sup>Når man reformulerer årsrapporten, så viser man, at driftsaktiviteten er den værdiskabende aktivitet. Dette giver et mere reelt billede af virksomhedens økonomiske status, når man laver reformulerede opgørelser af virksomhedens offentliggjorte årsrapporter, da man med reformulering inddrager flere forskellige ting såsom regnskabets noter. Når man har foretaget reformuleringen af regnskabet, så bliver det lettere at analysere på SAS' rentabilitet.

#### 8.1.1 Reformulering af egenkapitalen

De transaktioner som vedrører ejernes egenkapital bliver tydeliggjort, når man reformulerer egenkapitalopgørelsen. Disse transaktioner kan opdeles i forskellige poster, som omhandler eventuelle transaktioner med ejer(ne). Det er kun de transaktioner, som omhandler

---

<sup>14</sup> Ole Sørensen – "Værdiansættelse og regnskabsanalyse", 2012. s. 157.

totalindkomsten, som bliver medtaget heri.

Totalindkomsten er som sagt transaktioner som vedrører ejer(ne), hvorfor den består af årets resultat og øvrig totalindkomst, som er posteringer, der er bogført direkte på egenkapitalen. Disse posteringer kaldes dirty surplus, som er indtægter/omkostninger og gevinster/tab, som ikke bliver ført i resultatopgørelsen i de offentliggjorte årsrapporter. Man fører dem under "andre driftsoverskud" i den reformulerede resultatopgørelse, da dette giver et mere reelt billede af virksomheden og værdiskabelsen i egenkapitalen.

### 8.1.2 Reformulering af balancen

SAS' offentliggjorte årsrapporter opgøres i aktiver og passiver, hvor passiverne opdeles i kort- og langfristede. Dette gør man for at oplyse forpligtelserne for SAS' kreditorer korrekt. Når balancen bliver reformuleret, så opgøres balancen i driftsaktiver (DA) og forpligtelser (DF) samt finansielle aktiver (FA) og forpligtelser (FF). Dermed illustrerer man med reformuleringen bedre virksomhedens evne til at generere overskud.

Tallene for SAS' driftsaktiver- og forpligtelser omhandler indtægter og omkostninger forbundet med drift af virksomheden, mens de finansielle aktiver og forpligtelser omhandler finansiering af denne drift. Nettodriftsaktiverne – som udgøres af driftsaktiver og driftsforpligtelser (NDA) – fratrasket summen af de finansielle aktiver og finansielle forpligtelser (NFF) giver SAS' samlede egenkapital.

| <b>Reformuleret balance i SVK.</b>           | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Driftsaktiver i alt (DA)                     | 31.007         | 22.015         | 22.462         | 23.776         | 24.143         |
| Driftsforpligtelser i alt (DF)               | 13.126         | 13.739         | 14.439         | 15.851         | 15.922         |
| <b>Nettodriftsaktiver NDA</b>                | <b>17.881</b>  | <b>8.276</b>   | <b>8.023</b>   | <b>7.925</b>   | <b>8.221</b>   |
| Finansielle aktiver                          | 4.621          | 7.310          | 7.805          | 7.978          | 8.412          |
| Finansielle forpligtelser                    | 11.399         | 10.679         | 9.588          | 9.877          | 8.575          |
| <b>Netto finansielle forpligtelser (NFF)</b> | <b>6.778</b>   | <b>3.369</b>   | <b>1.784</b>   | <b>1.899</b>   | <b>163</b>     |
| <b>Egenkapital</b>                           | <b>11.103</b>  | <b>4.907</b>   | <b>6.239</b>   | <b>6.026</b>   | <b>8.058</b>   |

Tabel – Reformulering af balance

### 8.1.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Jeg har tidligere nævnt, at man reformulerer årsregnskabet for at blottlægge, at værdien skabes gennem drifts- og finansieringsaktiviteten. Det samme gør sig også gældende, når man reformulerer resultatopgørelsen. Når man reformulerer resultatopgørelsen, så ender man med totalindkomsten (TI), da man forsøger at opgøre tallene bag det eventuelle overskud. Det er årets resultat fra SAS' offentliggjorte årsrapporter og det tidligere beskrevet "dirty surplus", som udgør totalindkomsten (TI).

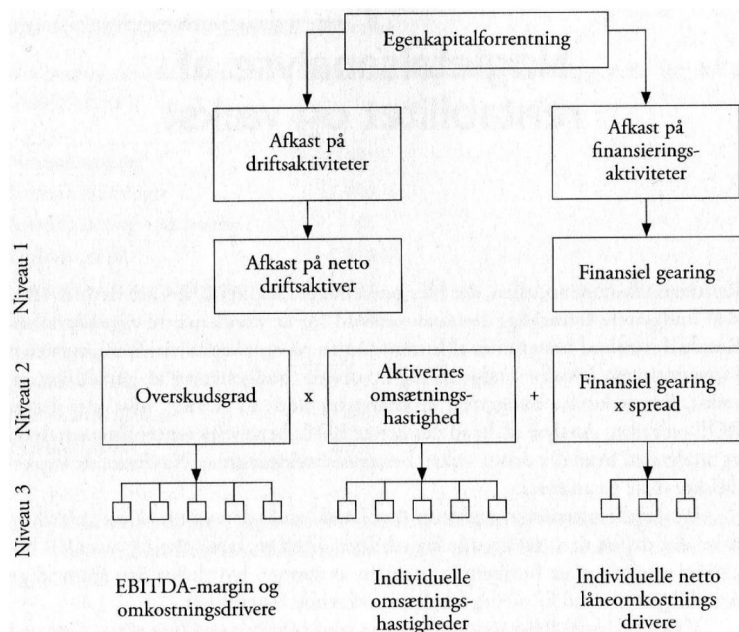
Resultatopgørelsen er opdelt i følgende klassificeringer, når den er reformuleret: samlet driftsoverskud (DO), anden driftsoverskud og finansielle forpligtelser.

Ved en reformulering af resultatopgørelsen opdeler man de såkaldte permanente og ikke-permanente overskudskomponenter. Resultatet er det, at der bliver en skattemæssig konsekvens at dette, hvilket giver en mindre problematik, da skat i de offentliggjorte årsrapporter altid står som et tal – nemlig "skat af årets resultat". Derfor foretager man en såkaldt skatteallokering, da man fordeler skatten på de førnævnte overskudskomponenter.

## 8.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen er en analyse af SAS' finansielle drivere. Disse er vitale for udarbejdelsen af budgetteringen. Når vi udarbejder rentabilitetsanalysen er det baseret på tallene fra det reformulerede regnskab. De finansielle drivere opløses vha. den udvidede DuPont-model, som gør det muligt at analysere de finansielle drivere, som danner grundlag for hele analysen.

DuPont-modellen skal være behjælpelig med at analysere udviklingen over en 5-årig periode i egenkapitalforretningen, som også bliver kaldt ROE. Denne viser, hvordan ROE bliver påvirket af afkastet, som finansieringsaktiviteten og driftsaktiviteten (ROIC) generer.



<sup>15</sup>Figur: Udvidet DuPontpyramiden

### 8.2.1 Egenkapitalens forrentningsprocent

Egenkapitalens forrentning (ROE) er et udtryk for, hvordan den indskudte kapital fra ejerne forrentes.

| Tabel 2                          | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Egenkapitalens forrentning (ROE) | 27,91%  | -31,18% | 28,11%  | 0,22%   | 29,56%  |

Formlen for egenkapitalens forrentning er: 
$$\frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

Hvis man analyserer på tallene fra tabel 2, så kan man konstatere, at der kun har været et år (2013/14), hvor ejernes indskudte kapital ikke er blevet positivt forrentet. Dette skyldtes, at SAS i netop dette år oplevede et stort underskud pga. et presset marked med lave priser og høje omkostninger, som påvirkede totalindkomsten og selvfølgelig også egenkapitalen. I 2015/16 var ROE tæt på 0%, hvilket skyldtes, at totalindkomsten ligeledes var tæt på 0 pga. en stor stigning i de ekstraordinære poster omhandlende om målinger af nogle pensionsplaner.

<sup>15</sup> Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", 2012.

I de andre år har egenkapitalens forrentning ligget i intervallet 27-30%, hvilket betyder, at aktionærerne har fået en positiv forrentning af deres indskudte kapital.

## 8.2.2 Afkast på driftsaktiviteterne

### 8.2.2.1 Afkast af investeret kapital

Der findes tydelige tråde mellem de forskellige nøgletal, hvor f.eks. egenkapitalens forrentning (ROE) har en påvirkning på det næste nøgletal, som er afkastet af den investeret kapital (ROIC). Dette tal viser virksomhedens evne til at opnå afkast af dens investeringer.

| <b>Tabel 3</b>                             | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Afkast af investeret kapital (ROIC)</b> | 11,56%         | 5,33%          | 31,34%         | 22,56%         | 20,15%         |

Formlen for afkast af investeret kapital (ROIC) er: 
$$\frac{\text{Driftsoverskud} \cdot 100}{\text{Gennemsnitlig nettodriftsaktiver}}$$

Selvom nøgletallene har en vis sammenhæng, så behøver de nødvendigvis ikke at vise det samme billede, hvilket også er tydeligt her, da nedgangsperioderne for ROIC ikke er de samme som ROE, hvilket kan ses ved, at 2012/13 er relativ lav ift. dens tal for ROE. 2015/16 er også høj, mens tallet for ROE i samme periode var meget lavt. For at kunne analysere yderligere på tallene og årsagsforklare sammenhængende, så er det nødvendigt at undersøge andre bagvedliggende tal. Undersøgelsen af andre bagvedliggende tal betyder, at det kan konstateres om, hvorvidt afvigelserne skyldes omkostning- og indtægtstilpasningen eller kapitaltilpasningen.

Jeg vil derfor i kommende afsnit beskrive henholdsvis omkostning- og indtægtstilpasningen og kapitaltilpasningen og analysere på de nøgletal, som gør sig gældende for dem.

### 8.2.2.2 Omkostnings- og indtægtstilpasning

I afsnittet om omkostnings- og indtægtstilpasning er overskudsgraden en helt central figur, da den dækker over en bred vifte af omkostninger for virksomheden. Den er ligeledes også det næste skridt i den tidligere viste DuPont-model.

| <b>Tabel 4</b>                            | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Overskudsgrad (OG)</b>                 | 4,90%          | 1,16%          | 6,34%          | 4,53%          | 3,88%          |
| <b>Bruttomargin</b>                       |                |                |                |                |                |
| <b>Omsætning (indeks)</b>                 | 100,00         | 90,10          | 94,00          | 93,54          | 101,12         |
| <b>Kapitalomkostninger (indeks)</b>       |                |                |                |                |                |
| <b>Core OG fra salg (før skat)</b>        | 3,84%          | 0,27%          | 2,40%          | 3,67%          | 1,75%          |
| <b>Core OG fra anden drift (før skat)</b> | 1,06%          | 0,90%          | 3,94%          | 0,86%          | 2,13%          |

Formlen for overskudsgraden er: 
$$\frac{\text{Driftsoverskud} \cdot 100}{\text{Omsætning}}$$

I ovenstående tabel kan det ses, at overskudsgradens udvikling i analyseperioden tegner nogenlunde det samme billede som tallene for ROIC.

I 2013/14 er der et markant fald i overskudsgraden – ligesom for ROIC – da SAS realiserer et stort underskud grundet en markant lavere omsætning, mens deres omkostninger forblev på nogenlunde samme niveau udover lønomkostningerne. Dette betød, at både resultatet af samlet drift og omsætningen faldt, hvorfor overskudsgraden i det år udgjorde 1,16%.

Regnskabsåret efter (2014/15) var der dog allerede fremgang at spore, da overskudsgraden lød på det hele 6,34, hvilket er den største værdi i analyseperioden. SAS formåede at genoprette en del af omsætningen, mens lønomkostningernes stigning var relativ lav. Det er dog vigtigt at pointere, at den høje overskudsgrad ift. andre år skyldtes, at SAS i den periode solgte fly og bygninger for et højt beløb. Derudover oplevede man et højt positivt cash-flow på hedging af brændstof. Dette gav en høj NOPAT, hvorfor overskudsgraden i den periode var meget høj.

De efterfølgende to regnskabsår oplever SAS igen fald i overskudsgraden, selvom man i 2016/17 faktisk har genoprettet omsætningen til samme niveau som i 2012/13. De andre driftsomkostninger stiger i nogenlunde samme niveau som omsætningen, hvorfor der ikke er en positiv effekt der, da resultat af primær drift er det næstlaveste i analyseperioden. SAS sælger dog fly og bygninger for et større beløb, hvorfor overskudsgraden ikke ender på samme niveau som 2013/14.

En analyse af overskudsgraden viser altså, at SAS er afhængige af de indtægter, som de generer via deres salg af fly og bygninger samt aktier i eventuelle datterselskaber. Det er svært for SAS at spare på lønomkostninger, selvom man de sidste 5-10 år har afholdt adskillige fyringsrunder. Dette er eksemplificeret af, at man i 2012 lavede en besparelsesplan – 4 Excellence Next Generation – hvor SAS ville øge indtjeningen ved bl.a. at spare 2,6 mia. kr. vha. outsourcing, effektiviseringer og frasalg, som er blevet tydeliggjort i denne gennemgang. Dette betød bl.a. et farvel til ca. 6.000 medarbejdere på verdensplan. Besparelsesplanen skulle have fuld effekt i regnskabsåret 2013/14 – altså det regnskabsår hvor den laveste overskudsgrad i analyseperioden er konstateret.

SAS har problemer med omkostninger, da man ikke er et lavprisselskab og tilbyder en lang række andre services og faciliteter i både fly og lufthavne som gør, at det er umuligt at holde omkostningerne nede, som vi ser hos lavprisselskaberne RyanAir og Norwegian.

Jacob Pedersen – Senioranalytiker hos Sydbank – beskrev det i 2012 således: <sup>16</sup>”SAS vil altid have højere omkostninger end Norwegian. Det ligger i forretningsmodellen. Men hvis passagererne er villige til at betale mere for de ekstra services, er det ikke problematisk. Det hele afhænger af, om kunderne i fremtiden er villige til at betale mere for SAS’ ekstra services og hyppigere frekvenser.”

Markedet for flyrejser er meget presset ift. pris, da lavprisselskaberne oftest ”kun” kan konkurrere på prisen, da de ikke tilbyder samme services og faciliteter som SAS. Derfor vinder lavprisselskaberne tit den ”krig” med priserne, da SAS håber, at deres kunder er villige til at betale mere for punktlighed, services og faciliteter, hvilket det umiddelbart lader til, at de er jf. de sidste regnskabstal, hvor omsætningen er genoprettet.

Ligesom ROIC er et svingende nøgletal for SAS, så er overskudsgraden det også. Derfor kan der også trækkes klare paralleller mellem disse to tal i SAS’ tilfælde, da tendensen for de to tal nærmest er identisk. Overskudsgraden er højest i 2014/15 og lavest 2013/14 akkurat ligesom ROIC er det.

---

<sup>16</sup> <https://www.business.dk/oekonomi/sas-faar-aldrig-saa-lave-omkostninger-som-norwegian>

### 8.2.2.3 Kapitaltilpasningen

Når kapitaltilpasningen behandles, så er det især aktivernes omsætningshastighed, som belyser dette afsnit. Aktivernes omsætningshastighed er et nøgletal, som viser, hvor mange gange, at SAS har omsat den investerede kapital. Det er virksomhedens aktiver og udviklingen i omsætningen, som påvirker dette nøgletal.

| <b>Tabel 5</b>                              | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktivernes omsætningshastighed (AOH)</b> | 2,36           | 4,59           | 4,94           | 4,98           | 5,19           |
| <b>Inverse værdi (1/AOH)</b>                | 0,42           | 0,22           | 0,20           | 0,20           | 0,19           |
| <b>Omsætning (indeks)</b>                   | 100,00         | 90,10          | 94,00          | 93,54          | 101,12         |
| <b>Nettodriftsaktiver (indeks)</b>          | 100,00         | 46,28          | 44,87          | 44,32          | 45,97          |

Formlen for aktivernes omsætningshastighed er: 
$$\frac{\text{Omsætning}}{\text{Nettodriftsaktiver}}$$

I tabel 5 kan det konstateres, at efter regnskabsåret 2012/13 har AOH været på et stabilt niveau. I regnskabsåret 2013/14, hvor stigningen finder sted kan det årsagsforklares med, at driftsaktiverne falder markant i den periode. Dette skyldes, at man i balancen har et større beløb stående i såkaldte pensionsaktiver, som falder med 9 mia. SVK i perioden.

De efterfølgende 3 regnskabsår er AOH stabil, hvor den i sidste regnskabsår (2016/17) er 5,19. Dette skyldes, at driftsaktiverne nærmest er identiske med de forrige år, mens omsætningen rammer samme niveau som regnskabsår 2012/13. SAS har dermed omsat aktionærernes investerede kapital 5,19 gange.

Aktivernes omsætningshastighed har dermed haft en positiv påvirkning på tallet ROIC, da man har oplevet stigninger til fornuftig niveau og efterfølgende holdt det stabilt over en længere periode. Kapitaltilpasningen og dermed aktivernes omsætningshastighed er dermed det nøgletal, som har påvirket ROIC positivt, mens den mere svingende overskudsgrad og omkostning- og indtægsttilpasning i de fleste år har påvirket ROIC i en negativ retning.

### 8.2.3 Afkast af finansieringsaktiviteterne

Når afkastet af finansieringsaktiviteterne skal analyseres, så gennemgår man en række nøgletal, som er alt fra gearing til rente og spredningen mellem ROIC og renten.

| <b>Tabel 6</b>                              | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>FGEAR</b>                                | 0,61           | 0,69           | 0,28           | 0,32           | 0,02           |
| <b>Afkast af investeret kapital (ROIC)</b>  | 11,56%         | 5,33%          | 31,34%         | 22,56%         | 8,05%          |
| <b>Rente af NFF (r)</b>                     | 14,11%         | 22,24%         | 45,26%         | 7,77%          | 297,99%        |
| <b>SPREAD</b>                               | -2,55%         | -16,91%        | -13,92%        | 14,78%         | -289,95%       |
| <b>Afkast af finansieringsaktiviteterne</b> | -1,56%         | -11,61%        | -3,92%         | 4,66%          | -5,85%         |
| <b>Egenkapitalens forrentning (ROE)</b>     | 27,91%         | -31,18%        | 28,11%         | 0,22%          | 29,56%         |

Formlerne til nøgletallene der vil blive kommenteret er følgende:

Afkast på finansieringsaktiviteterne: Finansiell gearing \* SPREAD

$$\text{FGEAR: } \frac{\text{Gennemsnitlig NFF}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

$$\text{SPREAD: ROIC} - r$$

Afkast af finansieringsaktiviteterne er et meget svingende tal for SAS, hvilket tabel 6 illustrerer.

Tallet er kun et år positivt, mens det de andre fire er negativt i forskellige niveauer. I 2013/14 er tallet -11,61, hvilket er det laveste i perioden. Dette skyldes, at de finansielle poster udvikler sig positivt pga. positive afvigelser i bl.a. kursreguleringer. Netto finansielle forpligtelser stiger pga., at de finansielle aktiver stiger markant grundet flere likvide midler og kortfristede investeringer. Den negative udvikling i afkastet af finansieringsaktiviteterne påvirker derfor også ROE negativt, hvilket tydeligt kan ses, da den går fra 27,91% til -31,18%. Regnskabsåret efter i 2014/15 nærmer man sig dog positive afkast af finansieringsaktiviteterne, da netto finansielle forpligtelser er stigende grundet yderligere kortfristede investeringer.

Den finansielle gearing steg de første to regnskabsår, hvilket umiddelbart er et tegn om usikkerhed, da en større del af SAS' investeringer finansieres vha. finansielle forpligtelser. Den falder dog de næste 3 regnskabsår og ender faktisk med at være 0,02 i 2016/17, hvilket betyder, at investeringerne ikke finansieres vha. finansielle forpligtelser.

Spredningen mellem ROIC og renten er stærkt medvirkende til, at ROE er et svingende nøgletal, da den ligeledes også er meget svingende i analyseperioden. Dette skyldes, at der i fire ud af fem

regnskabsår opleves, at renten er markant højere end ROIC, hvilket der tidligere er blevet beskrevet hvorfor, da de finansielle poster og finansielle forpligtelser har været svingende ligeså. Spredningen bliver ekstrem høj i sidste regnskabsår. Dette skyldes, at renten bliver utrolig høj grundet, at man indfrier et obligationslån med 1,8 mia. SVK. Dette får de finansielle forpligtelser til at blive markant mindre, hvilket skaber en ekstrem stor spredning mellem ROIC og renten, hvilket betyder, at afkastet af finansieringsaktiviteterne bliver -5,85%.

Det giver et indtryk af, at SAS på nogen punkter er en sund virksomhed, mens der er nogle andre punkter, som viser et andet billede.

Det er et positivt tegn, at både ROIC og ROE er positive på nogle solide niveauer samt at overskudsgraden også holder sig på et stabilt niveau.

Det er derimod negativt, at afkastet af finansieringsaktiviteterne er af negativ karakter, da denne helst skal være positiv.

#### 8.2.4 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse er en integreret del af regnskabsanalysen, som skal belyse om, hvorvidt SAS har mulighed for at imødekomme de betalingskrav, som de bliver mødt af fra bl.a. deres kreditorer. Derudover tegner den også et billede af, om virksomheden har en sund likviditet eller ej.

I likviditetsanalysen vil to nøgletal blive behandlet – både likviditetsgrad 1 og 2. Disse vil blive kommenteret og analyseret i kommende afsnit.

##### 8.2.4.1 Likviditetsgrad 1

Denne type likviditetsgrad medtager man SAS' varelager, som består af nogle nødvendige reservedele til deres fly, bygninger mv.

Formlen ser således ud: 
$$\frac{\text{Omsætningsaktiver}}{\text{Kortfristet gæld}}$$

| <b>Tabel 7</b>           | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Likviditetsgrad 1</b> | 1,06           | 1,56           | 2,01           | 1,04           | 0,92           |

En tommelfingerregel siger, at likviditetsgraden skal være over 1, hvilket den næsten er i hele analyseperioden. Det er kun i det sidste regnskabsår, at den går under 1.

Den høje likviditetsgrad i 2014/15 og i 2013/14 skyldes, at likviderne er særdeles høje i 2013/14 og 2014/15, mens den kortfristede gæld er stærkt faldende i de to regnskabsår, da man betaler en del af på nogle kortfristede lån grundet salg af fly og bygninger.

De efterfølgende regnskabsår er likviditetsgraden faldende, da likviderne er faldende i 2015/16, mens den kortfristede gæld er stigende. Likviderne stiger markant i 2016/17, men da der købes nye fly, så stiger gælden markant og likviditetsgraden falder under tommelfingerreglen på 1.

#### 8.2.4.2 Likviditetsgrad 2

I denne beregning af likviditetsgrad tager man varelageret ud af ligningen, så det kun er de "rigtige" likvider man medtager i beregningen.

| <b>Tabel 8</b>           | <b>2012/13</b> | <b>2013/14</b> | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Likviditetsgrad 2</b> | 0,92           | 1,42           | 1,78           | 0,89           | 0,82           |

Likviditetsgrad 2 viser lidt det samme billede som likviditetsgrad 1 gør. Virksomheden har rent likviditetsmæssigt været en sund virksomhed i både 2013/14 og 2014/15, hvor man havde høje rene likvider, mens den kortfristede gæld blev formindsket ved salg af fly og bygninger mv. De andre regnskabsår viser det et andet billede, da vi er under 1. Dette betyder, at virksomhedens kortfristet gæld er højere end de likvide midler, hvorfor man er sårbar, hvis kravet er, at man skal indfri sine lån med sine likvider. Det er dog urealistisk, at SAS bliver stillet overfor sådan et krav, at det kan ødelægge forretningen grundet SAS' størrelse og rygte.

Ud fra ovenstående tabeller kan det konkluderes, at virksomhedens likviditet er ok. Det kunne bestemt være bedre, da den kortfristet gæld stadig er højere end de samlede likvider medmindre, at man medtager lageret. Likviditetsgraden ligger dog så tæt på 1 ved begge typer likviditetsgrader, at det vurderes stabilt. Som tidligere nævnt vil et eventuelt krav om tilbagebetaling af lån på 3 mia. SVK være yderst urealistisk grundet SAS' størrelse og rygte.

..

## 9 Værdiansættelse

Når der udarbejdet strategiske analyser og regnskabsanalyse er det næste naturlige skridt selve værdiansættelsen af SAS. Det første skridt i den forbindelse er budgetteringen, som er et internt værktøj til at vurdere, hvordan eventuelle vækstmuligheder ser ud i fremtiden. Når budgetteringen er gennemgået og kommenteret, så er det sidste skridt selve værdiansættelsen af SAS.

I værdiansættelsesteorien skeles der mellem to overordnede former for værdiansættelsesmodeller, relative og absolutte. Relative værdiansættelsesmodeller bygges op omkring at et givet aktivs værdi fastlægges ud fra et andet aktiv eller en gruppe af aktiver. Dette gøres ud fra prismultiple, hvor man udregner en stribe nøgletal. Disse nøgletal fremkommer ved at dividere markedsprisen med værdiindikatorer fra i årsregnskabet, eksempelvis nettooverskud og omsætning og sammenlignes herefter med sammenlignelige virksomheder. I forhold til absolutte værdiansættelsesmodeller er denne metode relativt simpel, da den ikke nødvendiggør budgettering og bygger på allerede eksisterende markedsdata fra sammenlignelige virksomheder. Negative aspekter ved dette er dog at man antager, at markedet har prissat de konkurrerende virksomheder korrekt, hvilket unødvendiggør prisfastsættelsen, da markedet allerede har korrekte priser. I relation til SAS vil den relative værdiansættelsesmetode blive konstrueret ved at kigge på markedsværdi og værdiindikatorer fra konkurrenter som Norwegian, KLM og Ryanair, som tidligere blev beskrevet og via disse finde frem til hvad SAS's værdi er relativt til deres.

I de absolutte værdiansættelsesmodeller findes den fundamentale værdi af investeringen, som er lig med nutidsværdien af de diskonterede forventede fremtidige pengestrømme. Ved denne metode opnås et estimat af værdien, som er sammenlignelig med markedsværdien, hvorfor metoden anses som velegnet til aktievurdering. Det er derfor en af de absolutte værdiansættelsesmodeller projektet fremover vil beskæftige sig med.

Der findes mange modeller til brug for værdiansættelse, men i denne opgave benyttes "Discounted Cash Flow"-modellen eller DCF, som nok er den mest anvendelige til værdiansættelse. Den tager både højde for finansiel og driftsmæssig aktivitet, som også er blevet anvendt tidligere i opgaven.

## 9.1 Budgettering

Det næste skridt mod en værdiansættelse af SAS er budgetteringen, som vil blive gennemgået og kommenteret i de nedenstående afsnit. Det vil blive delt op i forskellige poster for overblikkets skyld.

### 9.1.2 Omsætning

Jeg har taget udgangspunkt i det anerkendte medie "Marketline", som bl.a. udarbejder prognoser af forskellige brancher. Dette har de også lavet for den europæiske flybranche.

|                            | 2017/18 | 2018/19 | 2019/2020 | 2020/21 | 2021/2022 |
|----------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| <b>Forventet vækst i %</b> | 4,7%    | 4,6%    | 4,5%      | 4,4%    | 4,3%      |

*Tabel - <sup>17</sup>Marketline, April 2018 – "Airlines in Europe".*

Den ovenstående tabel giver en gennemsnitlig vækst over 5 år på 4,5%. Det er den forventede vækst i markedet, som tallet indikerer. <sup>18</sup>Mine tal bliver understøttet af, at SAS i deres rapport for deres 1. kv. (november 2017 – januar 2018) forventer en samlet vækst på 4-5%. Væksten over de næste 5 år virker også realistiske, da der ingen usædvanlig høje/lave procenter forventes.

MarketLine sammenligner flyselskaber for hele Europa, mens SAS har deres største markedsandele i Skandinavien. SAS har dog store planer om at udvide deres forretning med flere fly, så de kan konkurrere med de andre store selskaber i resten af Europa, hvorfor tallet 4-5%, som de også selv skriver i deres kvartalsrapport, virker realistisk.

Når man kigger så langt ud i fremtiden, så er det ofte godt at have bakket sine tal op af andre informationer – nemlig den generelle udvikling i BNP for Europa. Da SAS opererer i hele Europa vil det være oplagt at vælge det tal. Man kunne tage tallet for de skandinaviske lande, men med SAS' ambitioner om udvidelse af deres flåde og mange flere destinationer, så anvendes det såkaldte EU-28 tal.

EU-oplysningen har forventninger om, at EU-28 vil opleve en vækst på 1,9% i både 2017 og 2018. Der er umiddelbart en afvigelse mellem 1,9% og 4,5%, men det må der også gerne være, da det er to forskellige tal. De 1,9% i BNP-vækst viser, at befolkningen blive mere velhavende, da det går

<sup>17</sup> MarketLine, april 2018 – "Airlines in Europe" – s. 14

<sup>18</sup> SAS, årsrapport – 1. kv. (November 2017 – Januar 2018) – s. 7

landene godt. Flybranchen oplever oftest vækst, når befolkningen bliver rigere, da det så bliver til flere rejser. Dermed er de 1,9% godt nyt for SAS, da der fortsat er forventninger om vækst i landene generelt.

Selvom markedet vokser med 4,5%, så er det ikke sikkert, at SAS gør det samme dog. Der er jo tale om en markedsvækst, som ikke nødvendigvis rammer SAS, da der er mange seriøse aktører i flybranchen. Det er derfor også vigtigt, at SAS fortsætter deres aggressive tilgang til det fremtidige markedet ved at opdatere og øge antallet i deres flåde. Antallet af flyvninger skulle dermed stige, så de kan nå flere mennesker både i Skandinavien, men også generelt over hele Europa.<sup>19</sup>SAS har bl.a. øget deres antal af afgang med 5% i det første kvartal af deres nuværende regnskabsår.

Efter ovenstående gennemgang vurderes det, at prognoserne fra MarketLine sammenholdt med SAS' egen formodninger er realistiske og målbare. Derfor fastsættes den forventede vækst i procent til prognosen fra MarketLine.

Omsætningen steg ganske rigtig med ca. 8% sidste regnskabsår og SAS varsler også nye tiltag både på effektiviseringssiden, men også ekspansion af den totale markedskapacitet. De forventer, at ASK (Available Seat Km.), som er et nøgletal flybranchen bruger meget, da det angiver flyselskabernes kapacitet ud fra antal tilgængelige sæde divideret med antal fløjne km., får en forsigtig vækst på <sup>20</sup>1-3%, hvorfor at væksten på 4,5% i gennemsnit vurderes korrekt og derfor anvendeligt.

Nedenfor illustreres omsætningen de næste 5 år med de budgetteret vækstrater.

| MIO. SVK.                    | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Omsætning</b>             | 43.934  | 45.252  | 46.383  | 47.427  | 48.375  |
| <b>Budgetteret vækst i %</b> | 3,0%    | 3,0%    | 2,5%    | 2,25%   | 2,00%   |

Tabel – Forventet/budgetteret omsætning 5-årig periode

I terminalperioden sættes omsætningen ligeledes til at stige med 2%.

<sup>19</sup> SAS, årsrapport – 1. kv. (November 2017 – Januar 2018) – s. 7

<sup>20</sup> <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/11/03/sas-venter-milliardoverskud-i-2017-18-og-varsler-nye-tiltag-ny/13703055>

### 9.1.3 Omkostninger/overskudsgrad

Når man skal budgettere omkostninger, så kan man også analysere på overskudsgraden, da overskudsgraden viser, om virksomheden er god til at tilpasse omkostninger til en eventuelt stigende omsætning. I 2016/17 for SAS var man f.eks. ikke god til det, da overskudsgraden faktisk faldt ift. året inden, selvom omsætningen steg med hele 8%. Her øgede man omkostninger i samme niveau som omsætningen steg. SAS' årsrapport for 1. kv. er kommet, hvor man kunne overveje at udregne overskudsgrad heraf, men flybranchen er sæsonpræget, så en overskudsgrad beregnet ud fra november 2017 – januar 2018 vil ikke vise et reelt billede af SAS.

Den forventede salgsvækst er beregnet, hvorfor de budgetteret omkostninger nu skal udregnes. I den reformulerede resultatopgørelsen er der opstillet 3 forskellige omkostningstyper.

Lønomkostninger er løn mv. til de ansatte. Andre driftsomkostninger består af flere forskellige poster, men de største poster er brændstof, vedligeholdelse af fly, stats brugerhonorarer og salg og distributionsomkostninger. Den sidste er leasingomkostninger af fly.

Brændstofomkostningen er problematisk at budgettere med, da olieprisen bestemmer brændstoffets pris. Derudover benytter de sig også af hedging, som er en fastpris aftale uanset om prisen stiger eller falder. Leasingomkostningerne kan også være problematiske at budgettere, da man forventer at købe mange flere nye fly i 2018, hvor de leasede fly formodentligt nok bliver færre.

Jeg vil i de kommende afsnit komme ind på budgetteringen af de 3 nævnte omkostningstyper.

#### 9.1.3.1 Lønomkostninger

SAS besluttede i 2013 at foretage en endnu en stor sparerunde, hvor man igen fyrede ansatte.

Denne gang blev det hele 6.000 ansatte på verdensplan, som blev fyret. Dette fik selvfølgelig effekt i 2013/14-regnskabet, hvilket er tydeligt i nedenstående tabel, hvor lønomkostningerne er faldet med hele 18,80%.

| MIO. SVK.       | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Lønomkostninger | 11.307  | 9.181   | 9.622   | 9.105   | 9.205   |

Efter den store sparerunde i 2013 har lønomkostningerne været stabile med mindre udsving. I oktober 2017 besluttede SAS, at man vil åbne nye baser i udvalgte storbyer i Europa, hvor valget faldt på London og et endnu ikke offentliggjort sted i Spanien. Derudover skulle der oprettes et nyt selskab med egen driftsledelse i Irland. Dette giver nogle flere ansatte og dermed højere lønomkostning, men det er nok ikke i en skala, hvor det ændrer udtrykket.

<sup>21</sup>Jf. SAS kvartalsrapport for 1. kv. 17/18, så forventer de en kapacitetsvækst (ASK) på 1-3% pr. år. Derudover skal der tages højde for inflation – især når man er i højkonjunktur, som er tilfældet nu. Kvartalsregnskabet viser endvidere også, at lønomkostningerne for de første 3 mdr. af det nuværende regnskabsår er på samme niveau som sidste år. Hvis man laver en grov beregning og ganger beløbet op med antal kvartaler, så opnår man en lønomkostning på 9,1 mia. SVK. Med den forventede vækst for ASK, inflationen og kvartalsrapporten i mente, så vil de budgetterede lønomkostninger se således ud:

|                            | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Lønomkostninger</b>     | 9.481   | 9.766   | 10.010  | 10.260  | 10.516  |
| <b>Forventet vækst i %</b> | 3,00%   | 3,00%   | 2,50%   | 2,50%   | 2,50%   |

Tabel – lønomkostninger og forventet vækst i %

I terminalperioden vurderes det, at lønomkostningen vil følge omsætningen.

### 9.1.3.2 Andre driftsomkostninger

Den største omkostning under "andre driftsomkostninger" er brændstof. Det er en svær omkostning af budgettere, da prisen på brændstof påvirkes af oliepriserne. Derudover benytter flyselskaberne sig også af hedging, hvor prisen er forhandlet fast uanset om brændstofpriserne stiger eller falder. Der er i kvartalsrapporten for SAS angivet, hvor meget SAS vil benytte sig af hedging. De estimerer, at de vil hedge i intervallet 40-80%. De har dog lavet mere specifikke beregninger, da de har angivet forventede hedging i kvartalerne. Dette giver en gennemsnitlig hedging på 60% for hele regnskabsåret. Selvom man benytter sig af hedging, så er olieprisen stadig en vigtig faktor for de samlede driftsomkostninger. <sup>22</sup>Råvareanalytiker Thina Saltvedt fra Nordea vurderer, at olieprisen vil stige med ca. 15% og nå en pris på 63 USD i 2018. Man beskriver dog i

<sup>21</sup> SAS, årsrapport 1. kv. – s. 10

<sup>22</sup> <https://www.business.dk/investor/banker-venter-dyrere-olie-efter-nytaar-men-vending-lurer-sidst-i-2018>

årsrapporten, at de nyere fly er langt mere økonomiske ift. brændstof, da de er udstyret med den nye teknologi indenfor feltet.

En anden væsentlig post under "andre driftsomkostninger" er reparation og vedligeholdelse af flyflåden. Jf. <sup>23</sup>kvartalsrapporten er de realiserede omkostninger mindre end sidste år på samme tid. Det udgør dog stadig omkring 3 mia. SVK, hvilket betegnes som yderst væsentlig. De følgende år vil der komme en del nye maskiner, som forhåbentlig ikke behøver den samme mængde reparation som de ældre fly.

|                            | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Andre omkostninger</b>  | 28.314  | 29.163  | 29.892  | 30.639  | 31405   |
| <b>Forventet vækst i %</b> | 3,00%   | 3,00%   | 2,50%   | 2,50%   | 2,00%   |

Tabel – andre omkostning og forventet vækst i %

Den forventet vækst er baseret på, at olieprisen fortsat vil stige i 2017/18. Dernæst vil stigningen med stor sandsynlighed flade ud, da den så rammer sit tidligere toppunkt. Stigningerne falder pr. år, da olieprisen forhåbentlig vil stagnere. Der er dog stadig omkostninger til statshonorarer, salgsomkostninger mv. som forventes at ville stige, da disse også følger med den normale inflation i markedet.

### 9.1.3.3 Leasingomkostninger af fly

I den formulerede resultatopgørelse fremgår der også en post, som hedder "leasingomkostninger af fly". SAS har siden 2015/16 anvendt leasing af fly meget. <sup>24</sup>En opgørelse fra maj 2017 viste, at SAS kun ejer 30 ud af sine 158 fly, da de : "Altid forsøger at opnå de mest fordelagtige finansieringsløsninger". For de 50 nye fly, som de bestilte i april 2018, forventes der også at blive anvendt leasing eller sale/lease back. Derfor forventes denne post at stige i de kommende år, da det lader til, at SAS har i sinde at bruge denne type finansieringsmulighed fremover.

|                                   | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Leasingomkostninger af fly</b> | 3.334   | 3.534   | 3.711   | 3.859   | 3.975   |
| <b>Forventet vækst i %</b>        | 7,00%   | 6,00%   | 5,00%   | 4,00%   | 3,00%   |

Tabel – leasingomkostninger og forventet vækst i %

<sup>23</sup> Kvartalsrapport, SAS – 1. kv. s. 15

<sup>24</sup> <https://www.business.dk/transport/sas-ejer-kun-30-fly-ud-af-en-samlet-flaade-paa-158>

Terminalperioden forventes en stigning på 2%.

Væksten vil være høj de første par regnskabsår, hvor flyene vil blive leveret. Herefter vil tallene falde, men stadig havde et vækst tal, da deres strategi er at udvide deres destinationer over en længere periode.

#### 9.1.3.4 Afskrivninger

SAS' afskrivninger oplevede i perioden 2013-2016 mindre valg, da afskrivningerne faldt fra 1.658 mio. SVK til 1.367 mio. SVK. I 2016/17 steg afskrivningerne dog i gang, så de var tilbage på samme niveau som i 2012/13, da man bl.a. fik leveret nogle nye fly, hvor nogle af dem blev købt i stedet for leasing.

I de kommende budgetår vil SAS igen modtage nye fly, hvor man igen leaser en andel af flyene, mens SAS også køber nogle af dem. Derfor vil afskrivningerne stige igen – i hvert fald de næste par år.

|                            | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Afskrivninger</b>       | 1.700   | 1.760   | 1.813   | 1.858   | 1.895   |
| <b>Forventet vækst i %</b> | 4,00%   | 3,50%   | 3,00%   | 2,50%   | 2,00%   |

Tabel – afskrivninger og forventet vækst i %

Som det tydeliggøres i tabellen for oven, så forventes der en mindre stigning i afskrivninger over den 5-årige periode. Afskrivninger stiger mest i de første par år af budgetperioden, mens de efterfølgende flader lidt ud.

#### 9.1.3.5 Skatteprocent

Skatteprocenten har gennem hele analyseperioden været fra 22%. Det blev i 2012 bestemt, at man ville sænke selskabsskatten fra 26,3% til 22%. Den svenske regering valgte dog i 2017 at sænke selskabsskatten med virkning fra juli 2018 til 20%. Der anvendes derfor en skatteprocent på 20% for budgetteringen.

|                      | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Skatteprocent</b> | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     | 20%     |

Tabel – skatteprocent

### 9.1.3.7 Nettodriftsaktiver

Forholdet mellem omsætningen og nettodriftsaktiverne har i regnskaberne haft en nedadgående kurve, men de forventes med investeringerne i ny flåde, at stige en lille smule over de kommende år.

|              | 2017/2018 | 2018/2019 | 2019/2020 | 2021/2022 | 2022/2023   | Terminal    |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| <b>1/AOH</b> | 0,2       | 0,21      | 0,22      | 0,23      | 0,24        | 0,25        |
| <b>NDA</b>   | 8786,724  | 9502,842  | 10204,242 | 10908,103 | 11610,01577 | 12335,64175 |

Herefter er det muligt at påbegynde værdiansættelsen. Yderligere budget kan ses i bilag.

Alle de resterende omkostninger, som ikke bliver nævnt i analysen følger omsætningen vækstrate.

## 9.2 Værdiansættelsen – Discounted Cash Flow

<sup>25</sup>Værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i DCF modellen, som bygger på tanken om at virksomhedens værdi er bestemt af aktivernes egenskab til at generere fremtidige pengestrømme

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T} - V_{NFF}$$

### 9.2.1 WACC

Først skal de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger fastlægges via følgende formel.

$$WACC = k_D * (1 - T_C) * \frac{NFF}{EK + NFF} + k_E * \frac{EK}{EK + NFF}$$

### 9.2.2 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav bliver fastlagt via følgende formel:

$$k_E = r_f + \beta * mrp$$

Hvor  $r_f$  er den risikofrie rente,  $\beta$  er virksomhedens beta-værdi og  $mrp$  er markedsrisikopræmien.

Til fastlæggelsen af SAS's betaværdi, som er virksomhedens relative risiko i forhold til risikoen ved

<sup>25</sup> Hawawini og Viallet 2016, s. 494.

markedet, benyttes betaværdien fra Reuters. Denne værdi er 1,22. Som den risikofrie rente anbefales det at benytte en statsobligation. Eftersom disse kan skifte relativt meget i forhold til konjunkturer, benyttes et gennemsnit af den 10 årige svenske statsobligation fra de seneste 10 år. Dette giver en risikofri rente på 1,98% (Danmarks Statistik 2018). Det kan diskuteres hvorvidt denne er retvisende, da vi er inde i en periode med lave renter og over længere tid har haft faldende renter. Hvis man eksempelvis tog de seneste 20 år, ville tallet være 3,3%.

Den forventede markedsrisikopræmie kan estimeres ved enten at spørge investorer om et skøn, udregne det fra historisk data eller ved at udregne den underforståede risikopræmie ud fra aktiekurser.<sup>26</sup>PwC er kommet frem til en markedsrisikopræmie på 5,6% ved brug af den første af ovenstående tilgange, altså ved at udspørge danske investorer. Dette giver os følgende afkast fra ejerne:

$$\begin{aligned}k_E &= r_f + \beta * mrp \\ &= 1,98\% + 1,22 * 5,6\% = 8,81\%\end{aligned}$$

### 9.2.3 Finansielle forpligtelsers afkastkrav

De finansielle forpligtelsers afkastkrav fastlægges ved nedenstående formel.

$$k_D = (r_f + r_s) * (1 - T_C)$$

Hvor  $r_f$  er den risikofrie rente,  $r_s$  er det virksomhedsspecifikke risikotillæg og  $T_C$  er selskabsskatteprocenten i Sverige. Det noteres at dette bliver justeret til en efter skat post, da renteomkostninger er fradragsberettigede. Afkastkravet på gælden findes ved at tage den risikofrie rente samt et virksomhedsspecifikt risikotillæg. En anden metode at finde de finansielle forpligtelsers afkastkrav er ved at udregne de finansielle omkostningers andel af de finansielle forpligtelser. Ved at tage et gennemsnit af dette fra de foregående fem regnskaber, hvilket resulterer i et afkastkrav på 6,03%. Herfra kan formelen omskrives til at finde det virksomhedsspecifikke risikotillæg. En anden måde at vurdere denne faktor er ved at kigge på SAS's kreditvurdering. I seneste årsrapport har SAS en rating fra hhv. Moody's og S&P på B1 og B+.

---

<sup>26</sup> PwC 2016 "Værdiansættelser af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet"

$$k_D = (r_f + r_s) * (1 - T_C)$$

$$= (1,98 + 5,75) * (1 - 20\%) = 6,19\%$$

#### 9.2.4 Kapitalstruktur

SAS oplyser ikke hvad deres langsigtede mål for kapitalstrukturen er, men meddeler dog i deres årsrapport fra 2017, at de har introduceret nye finansielle mål med formålet om at forbedre kapitalstrukturen. Da det langsigtede mål for kapitalstrukturen er ukendt, er det nødvendigt at lave et skøn over denne. Det er nødvendigt at finde markedsværdien af hhv. egenkapitalen og gælden. Egenkapitalen kan findes ved at gange kursen med antallet af aktier med aktiekursen. Eftersom de netto finansielle forpligtelser er lave i det seneste regnskab, bliver forholdet mellem egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser meget skævt. Det vurderes derfor, at den fremtidige kapitalstruktur vil være nærmere 65% egenkapital, 35% NFF.

| Kapitalstruktur         |           |
|-------------------------|-----------|
| Aktiekurs pr. 28/2-2018 | 15,75     |
| Antal aktier            | 330,1     |
| Markedsværdi af EK, mio | 5.199,08  |
| NFF pr. 31/10-2017      | 162,54    |
| Egenkapitalandel        | 97,0%     |
| Rentebærende gældsandel | 3,0%      |
|                         |           |
| NFF gns over 5 år       | 2.798,302 |
| Alternativ andel, gæld  | 35,0%     |

Herved kan de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger fastsættes:

$$WACC = 65\% * 8,81\% + 35\% * 6,19\% = 7,89\%$$

Herefter kan virksomhedsværdien og aktiekursen findes:

| Budgetår                                      | 0            | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | Terminal |
|-----------------------------------------------|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| NOPAT                                         |              | 1.097,72 | 1.043,83 | 992,20   | 879,15   | 702,26   | 716,30   |
| NDA                                           | 8.220,54     | 8.786,72 | 9.050,33 | 9.276,58 | 9.485,31 | 9.675,01 | 9.868,51 |
| DNDA                                          |              | 566,18   | 263,60   | 226,26   | 208,72   | 189,71   | 193,50   |
| FCF                                           |              | 531,54   | 780,23   | 765,95   | 670,42   | 512,55   | 522,80   |
| Diskonteringsfaktor                           |              | 1,08     | 1,16     | 1,26     | 1,36     | 1,46     |          |
| NV af budgetperiode                           |              | 492,65   | 670,25   | 609,85   | 494,74   | 350,57   |          |
| Sum af budgetperiode                          | 2.618        |          |          |          |          |          |          |
| WACC                                          | 7,89%        |          |          |          |          |          |          |
| NV af terminalperiode                         | 6.068,07     |          |          |          |          |          | 8.871,83 |
| EV                                            | 8.686,13     |          |          |          |          |          |          |
| NFF                                           | 162,54       |          |          |          |          |          |          |
| EK                                            | 8.523,59     |          |          |          |          |          |          |
| <b>Værdi pr. aktie (ved 330,1 mio aktier)</b> | <b>25,82</b> |          |          |          |          |          |          |

Aktiens værdi er altså beregnet til 25,82 SVK.

## 10 Følsomhedsanalyse

For at teste hvor følsom værdiansættelsen er overfor ændringer i vitale parametre, udføres en følsomhedsanalyse med fokus på ændringer i WACC og de bagvedliggende faktorer hertil.

| Tabel: WACC's påvirkning på værdien |       |       |       |       |        |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Ændring i WACC                      | -2%   | -1%   | 0     | 1%    | 2%     |
| Kurs                                | 38,43 | 30,85 | 25,82 | 22,24 | 19,56% |

Ud fra tabellen ses det, at der sker markante udsving ved at ændre nogle procentpoint på WACC og viser dermed også skrøbeligheden ved en sådan metode. Noget der kunne påvirke WACC'en i en sådan grad, kunne eksempelvis være hvorvidt man vælger at tage den aktuelle risikofrie rente, som er 0,6, et gennemsnit fra de seneste 10 år, som blev valgt, eller om man vælger en endnu længere tidshorisont. Ligeledes kan små skøn omkring beta-værdien eller markedsrisikopræmien svinge værdien signifikant.

Et andet sted hvor der har været tvivlsspørgsmål er ved kapitalstrukturen, hvorfor denne også vil blive gennemgået, for at se hvordan en anderledes fordeling mellem gæld og egenkapital ville påvirke prisen.

| Kapitalstruktur EK/NFF |       |       |       |       |       |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                        | 10/90 | 25/75 | 50/50 | 75/25 | 90/10 |
| Kurs                   | 33,79 | 31,15 | 27,58 | 24,77 | 23,35 |

Ovenfor er tabellen, som viser hvordan direkte ændringer i kapitalstrukturen påvirker prisen. Denne viser også tydeligt, at ændringer i finansieringsformen have stor påvirkning på kursen.

## 11 Konklusion og perspektivering

SAS Group AB er en virksomhed, som har hovedkvarter i den svenske hovedstad Stockholm. Den er ejet af den danske, norske og svenske stat. De sælger flyrejser til kunder over hele verdenen, men har sine hjemmemarkeder i Skandinavien.

De makroøkonomiske og branchemæssige forhold er blevet analyseret vha. PEST-analysen, Porters Five Forces og Porters generiske strategier.

Den interne analyse med brug af de 3 tidligere nævnte modeller gav et overblik over, hvilke interne og eksterne faktorer, som gør sig gældende for SAS.

Først og fremmest har man et rigtig godt brand, som er kendetegnet ved punktlighed, god service og generel tanker om ens kunder. Det er også derfor, at man har oplevet en væsentlig stigning i omsætningen ift. sidste regnskabsår.

En af de største eksterne faktorer er konkurrencen. Markedet er præget af, at mange vil ind på markedet og jagte markedsandele. Dette viser sig ved, at de mange lavprisselskaber tvinger priserne ned, da de alle vil være den billigste. De store etableret – og gammeldags virksomheder – er derfor nødsaget til at reagere på prisreduktionen, selvom det faktisk går i mod deres strategier. Det kan blive et problem på længere sigt, hvis priserne fortsætter med at falde, da omkostningen bliver svær at tjene på flyvninger og der dermed må lukkes nogle ruter, hvis man ikke mener, at det kan svare sig at holde på sin "slot" til fremtiden.

Det vurderes, at SAS står relativt stærkt overfor deres kunder, da de især i Skandinavien har en

vare, som der ikke er mange andre, der har. Derfor står de især stærkt på hjemmemarkederne, hvor de kan tage kampen med Norwegian. Deres kunder som er private og forretningsrejsende kan ikke forhandle om prisen, da der ikke er mulighed for dette. De kan dog bruge andre flyselskaber, så de kan presse prisen ned generelt, hvis de vælger et andet selskab fremfor SAS. Der er også politiske faktorer, som kan få en konsekvens for SAS. Det er flyskatten, som SAS frygter skal blive en realitet i Danmark også. Den har været en realitet i Norge i noget tid, mens den er for nylig blev vedtaget i Sverige. Selvom Norwegian og SAS gik i fælles front mod flyskattens tilblivelse, da erfaringen i Norge viste, at flere afgangne måtte lukke, da udgiften oversteg indtægten. Branchen er ekstremt konjunkturfølsom, da rejser ses lidt som en gode, som vi giver os selv, hvis der er overskud i husholdningen. I krisetider vil det blive tydeligt, da mange vil fravælge rejsen og flyveturen, da der måske ikke længere er overskud i husholdningen. Sidste finanskrise gav et stort udsving i bl.a. forretningsrejsende, da mange forretningsrejsende fandt på billigere løsninger i stedet for forretningsrejsen.

Konkurrencesituation var problematisk at fastslå for SAS, da man jf. modellen anvender to stk. SAS forsøger først og fremmest at slå deres kunder på pris, hvorfor de har en strategi, som hedder differentiering, hvor det man har et stor markedsandel med et unikt produkt. Det er netop det SAS forøger i Skandinavien. Men samtidig går de også med i priskrigen, når de en gang i mellem prøver at matche Norwegian's priser. Denne konkurrenceform kaldes omkostningsleder. Dette betyder, at SAS bliver placeret i "stuck in the middle", når man passer på flere af strategierne.

SAS har over den 5-årige analyseperiode realiseret flotte overskud hvert år undtagen 2013/14-regnskabet. 2013/14-regnskabet gav et underskud, da omsætningen faldt med 10%, og men omkostningerne forblev på det samme niveau, så gav det et større underskud. Efterfølgende har man genoprettet omsætningen, så den nu er højere end den var i 2012/13, som var et rigtig godt år for SAS. Hvis man kigger over den 5-årige periode, så er omsætningen steget med 1% i den tid, hvilket er fornuftigt, hvis man tænker på, at den faldt med 10% i 2013/14. Men det interessante er, at lønomkostningerne er faldet med 19% over den 5-årige periode. Driftsomkostningerne og leasingomkostninger er fly er derimod steget betragteligt, men det har man ikke kunne undgå med den øgede aktivitet og alle de nye fly, som er både købt og leaset.

SAS' aktiekurs var pr. 28-02-2018 på 15,75. Der er foretaget en værdiansættelsesanalyse vha. discounted cash flow-modellen, som er resulteret i en beregnet kurs på 25,80. Det må siges at være betragteligt over den markedspris, som de har via deres aktie på den svenske børs.

Værdiansættelsen lægger dermed 10,05 SVK højere pr. aktie, hvilket er markant over markedsværdien. Dermed kan det konkluderes, at den beregnede aktiekurs er i uoverensstemmelse med den reelle værdi, som den kan handles til på børsen.

Afvigelsen på de 10,05 SVK., kan skyldes, at beregningen indeholder mange estimerede værdier såsom salgsvækstrater eller omkostninger til løn og afskrivninger.

Med ovenstående resultat i mente, vil det være en fin forretning at købe denne aktie, da aktiens værdi på børsen er væsentlige lavere end dens beregnede værdi vha. af analyseværktøjer. Det skal dog nævnes, at der er usikkerhed vedrørende nogle af estimerterne i beregningen, hvilket kan give et mindre reelt billede af virkelighedens værdi.

## 13 Litteraturliste

Årsrapport – SAS (2012/13 – 2017/18)

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/11/03/sas-venter-milliardoverskud-i-2017-18-og-varsler-nye-tiltag-ny/13703055>

<https://www.business.dk/transport/forretningsrejsende-vaelger-sas-frem-for-norwegian>

<https://www.business.dk/transport/sas-ejer-kun-30-fly-ud-af-en-samlet-flaade-paa-158>

<https://www.business.dk/transport/sas-ledelsen-har-kig-paa-40-50-nye-fly-i-mulig-milliardhandel>

<https://www.business.dk/transport/eurobonus-runder-fire-millioner-medlemmer>

<https://www.business.dk/oekonomi/sas-faar-aldrig-saa-lave-omkostninger-som-norwegian>

<https://www.check-in.dk/sas-gaar-unge/>

<https://finans.dk/erhverv/ECE10095102/koebenhavns-lufthavn-saenker-takster-for-flyselskaber/?ctxref=ext>

<https://finans.dk/erhverv/ECE9977217/verdens-stoerste-flyproducent-er-flyvende/?ctxref=ext>

<https://www.check-in.dk/airbus-haler-ind-paa-boeing/>

Ole Sørensen – "Værdiansættelse og regnskabsanalyse", 2012

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/11/03/sas-venter-milliardoverskud-i-2017-18-og-varsler-nye-tiltag-ny/13703055>

MarketLine, april 2018 – "Airlines in Europe" – s. 14

## 14 Bilag

## Reformuleret resultatopgørelse

|                                                                                       |                    |                |                |                |                |
|---------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <i>Primær drift</i>                                                                   |                    |                |                |                |                |
| Omsætning                                                                             | 42182              | 38006          | 39650          | 39459          | 42654          |
| Lønomkostninger                                                                       | -11307             | -9181          | -9622          | -9105          | -9205          |
| Andre driftsomkostninger                                                              | -25442             | -25122         | -24558         | -24552         | -27489         |
| Leasingomkostninger af fly                                                            | -1786              | -2127          | -2593          | -2840          | -3116          |
| <b>Indtjeningsbidrag, EBITDA</b>                                                      | <b>3647</b>        | <b>1576</b>    | <b>2877</b>    | <b>2962</b>    | <b>2844</b>    |
| Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger                                       | -1658              | -1443          | -1466          | -1367          | -1635          |
| <b>Resultat af primær drift, EBIT</b>                                                 | <b>1989</b>        | <b>133</b>     | <b>1411</b>    | <b>1595</b>    | <b>1209</b>    |
| Rapporteret selskabsskat                                                              | -290               | 199            | -461           | -110           | -576           |
| Skatteeffekt af andre core driftsindtægter og netto finansielle forpligtelser         | -77,46383333       | -231,22        | 1,32           | -36,08         | 113,52         |
| <b>Resultat af primær drift (NOPAT fra primær drift)</b>                              | <b>1621,536167</b> | <b>100,78</b>  | <b>951,32</b>  | <b>1448,92</b> | <b>746,52</b>  |
| <i>Andet driftsoverskud</i>                                                           |                    |                |                |                |                |
| Andel af resultat i associerede virksomheder                                          | 25                 | 30             | 37             | 39             | 4              |
| Indtægt fra salg af aktier i datterselskaber, tilknyttede virksomheder og aktiviteter | 700                | 6              | 0              | -7             | -21            |
| Indtægt fra salg af fly og bygninger                                                  | -118               | -16            | 777            | 265            | 995            |
| Skat på andet driftsoverskud                                                          | -137,8901667       | -4,4           | -179,08        | -65,34         | -215,16        |
| Cash-flow hedges - hedging reserve, net efter skat                                    | -23                | 325            | 928            | 107            | 147            |
| <b>Andet driftsoverskud efter skat</b>                                                | <b>446,1098333</b> | <b>340,6</b>   | <b>1562,92</b> | <b>338,66</b>  | <b>909,84</b>  |
| <b>Resultat af samlet drift (NOPAT)</b>                                               | <b>2067,646</b>    | <b>441,38</b>  | <b>2514,24</b> | <b>1787,58</b> | <b>1656,36</b> |
| <i>Finansielle poster</i>                                                             |                    |                |                |                |                |
| Indkomst fra værdipapirer                                                             | 1                  | -43            | -300           | 1              | 1              |
| Finansielle indtægter                                                                 | 50                 | 102            | 124            | 91             | 148            |
| Finansielle omkostninger                                                              | -999               | -1130          | -632           | -553           | -611           |
| Skat på finansielle poster                                                            | 215,354            | 235,62         | 177,76         | 101,42         | 101,64         |
| Kursforskelle fra udenlandske aktiviteter, net efter skat                             | -224               | 86             | -177           | 212            | -124           |
| <b>Finansielle poster efter skat</b>                                                  | <b>-956,646</b>    | <b>-749,38</b> | <b>-807,24</b> | <b>-147,58</b> | <b>-484,36</b> |

**Reformuleret balance**

|                                                        |                |                 |                |                 |                 |
|--------------------------------------------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Kernedriftsaktiver</b>                              |                |                 |                |                 |                 |
| Immaterielle aktiver                                   | 1802           | 1905            | 1798           | 1923            | 1581            |
| Grunde og bygninger                                    | 241            | 243             | 560            | 527             | 549             |
| Fly                                                    | 8795           | 7535            | 7095           | 8254            | 7900            |
| Reserve motorer og reservedele                         | 147            | 76              | 31             | 48              | 57              |
| Værksted og flyservice udstyr                          | 117            | 85              | 101            | 93              | 88              |
| Andet udstyr og køretøjer                              | 105            | 128             | 137            | 105             | 95              |
| Egenkapital i associerede virksomheder                 | 352            | 395             | 421            | 398             | 374             |
| Pensionsaktiver                                        | 12507          | 3778            | 4368           | 2615            | 4871            |
| Tilgodehavende fra salg                                | 1376           | 1067            | 1249           | 1406            | 1363            |
| Tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder            | 1              | 0               | 2              | 1               | 2               |
| Andre tilgodehavender                                  | 866            | 1263            | 867            | 1193            | 931             |
| Forudbetalte udgifter og periodeafgrænsningsposter     | 858            | 937             | 1093           | 1153            | 850             |
| Igangværende investeringer                             | 21             | 71              | 190            | 33              | 16              |
| Forudbetalinger relateret til materielle anlægsaktiver | 251            | 763             | 1482           | 2135            | 1987            |
| Likvid beholdning til drift (1% af omsætning)          | 421,82         | 380,06          | 396,5          | 394,59          | 426,54          |
| Udskutte skatteaktiver                                 | 536            | 1111            | 375            | 854             | 219             |
| Andre langfristede tilgodehavender                     | 2249           | 1928            | 1951           | 2331            | 2512            |
| Forudbetalinger til leverandører                       | 2              | 8               | 0              | 0               | 0               |
| Undværdige reservedele og varebeholdninger             | 359            | 342             | 345            | 312             | 321             |
|                                                        | <b>31006,8</b> | <b>22015,06</b> | <b>22461,5</b> | <b>23775,59</b> | <b>24142,54</b> |
| <b>Driftsforpligtelser</b>                             |                |                 |                |                 |                 |
| Udskudte skatteforpligtelser                           | 938            | 0               | 0              | 0               | 361             |
| Andre hensatte forpligtelser                           | 1361           | 2088            | 1992           | 2089            | 3461            |
| Andre forpligtelser, langfristede                      | 161            | 161             | 288            | 3               | 0               |
| Forudbetalinger fra kunder                             | 16             | 4               | 22             | 0               | 11              |
| Leverandørgæld                                         | 1689           | 1499            | 1528           | 1755            | 1448            |
| Selskabsskat                                           | 36             | 0               | 0              | 21              | 32              |
| Uindtjente transporteringsindtægter                    | 3932           | 4244            | 4482           | 5318            | 5064            |
| Kortfristet del af hensatte forpligtelser              | 855            | 709             | 479            | 457             | 1499            |
| Andre forpligtelser, kortfristede                      | 722            | 679             | 964            | 872             | 712             |
| Forudbetalte indtægter og periodeafgrænsningsposter    | 3416           | 4355            | 4684           | 5336            | 3334            |
|                                                        | <b>13126</b>   | <b>13739</b>    | <b>14439</b>   | <b>15851</b>    | <b>15922</b>    |
| <b>Netto driftsaktiver</b>                             | <b>17880,8</b> | <b>8276,06</b>  | <b>8022,5</b>  | <b>7924,59</b>  | <b>8220,54</b>  |

## Fortsat reformuleret balance:

|                                                           |                |                |               |                |                |
|-----------------------------------------------------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Egenkapital</b>                                        | <b>11103</b>   | <b>4907</b>    | <b>6339</b>   | <b>6026</b>    | <b>8058</b>    |
| <b>Finansielle forpligtelser</b>                          |                |                |               |                |                |
| Underordnede lån                                          | 956            | 1003           | 1104          | 1157           | 1067           |
| Obligationslån                                            | 2641           | 2713           | 2184          | 2183           | 386            |
| Andre lån                                                 | 5054           | 4419           | 4807          | 4390           | 4088           |
| Kortfristet del af langfristede lån                       | 2517           | 2082           | 1264          | 1827           | 2868           |
| Kortfristede lån                                          | 231            | 462            | 229           | 320            | 166            |
|                                                           | <b>11399</b>   | <b>10679</b>   | <b>9588</b>   | <b>9877</b>    | <b>8575</b>    |
| <b>Finansielle aktiver</b>                                |                |                |               |                |                |
| Konter og bankbalance (minus likvid beholdning fra drift) | 2249,18        | 3333,94        | 2650,5        | 1908,41        | 2477,46        |
| Kortfristede investeringer                                | 2080           | 3703           | 5151          | 6067           | 5932           |
| Andre beholdninger af værdipapirer                        | 292            | 273            | 3             | 3              | 3              |
|                                                           | <b>4621,18</b> | <b>7309,94</b> | <b>7804,5</b> | <b>7978,41</b> | <b>8412,46</b> |
| <b>Netto finansielle forpligtelser</b>                    | <b>6777,82</b> | <b>3369,06</b> | <b>1783,5</b> | <b>1898,59</b> | <b>162,54</b>  |
| <b>Netto finansielle forpligtelser + Egenkapital</b>      | <b>17880,8</b> | <b>8276,06</b> | <b>8122,5</b> | <b>7924,59</b> | <b>8220,54</b> |

## Budget – 5 år:

| Skat                                                                                |  |  |  | 20%        | 20%        | 20%        | 20%        | 20%        | 20%        |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--|--|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                                                     |  |  |  | 2016/2017  | 2017/2018  | 2018/2019  | 2019/2020  | 2021/2022  | 2022/2023  | Terminal   |
| Omsætning                                                                           |  |  |  | 42.654,00  | 43.933,62  | 45.251,63  | 46.382,92  | 47.426,53  | 48.375,07  | 49.342,57  |
| Lønomsætninger                                                                      |  |  |  | -9.205,00  | -9.481,15  | -9.765,58  | -10.009,72 | -10.259,97 | -10.516,47 | -10.726,80 |
| Andre driftsomkostninger                                                            |  |  |  | -27.489,00 | -28.313,67 | -29.163,08 | -29.892,16 | -30.639,46 | -31.405,45 | -32.033,56 |
| Leasingomkostninger af fly                                                          |  |  |  | -3.116,00  | -3.334,12  | -3.534,17  | -3.710,88  | -3.859,31  | -3.975,09  | -4.054,59  |
| Indtjeningsbidrag, EBITDA                                                           |  |  |  | 2.844,00   | 2.804,68   | 2.788,80   | 2.770,16   | 2.667,80   | 2.478,06   | 2.527,62   |
| Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger                                     |  |  |  | -1.635,00  | -1.700,40  | -1.759,91  | -1.812,71  | -1.858,03  | -1.895,19  | -1.933,09  |
| Resultat af primær drift, EBIT                                                      |  |  |  | 1.209,00   | 1.104,28   | 1.028,88   | 957,45     | 809,77     | 582,87     | 594,53     |
| Rapporteret selskabsskat                                                            |  |  |  |            | -220,86    | -205,78    | -191,49    | -161,95    | -116,57    | -118,91    |
| Resultat af primær drift (NOPAT fra primær drift)                                   |  |  |  | 883,42     | 823,11     | 765,96     | 647,81     | 647,81     | 466,30     | 475,62     |
| Andet driftoverskud                                                                 |  |  |  |            |            |            |            |            |            |            |
| Andel af resultat i associerede virksomheder                                        |  |  |  |            | 29,85      | 30,75      | 31,52      | 32,22      | 32,87      | 33,53      |
| Indtægt fra salg af aktier i datterselskaber, tilknyttede virksomheder og aktivitet |  |  |  |            | 141,32     | 145,56     | 149,19     | 152,55     | 155,60     | 158,71     |
| Indtægt fra salg af fly og bygninger                                                |  |  |  |            | 407,89     | 420,13     | 430,63     | 440,32     | 449,13     | 458,11     |
| Skat på andet driftoverskud                                                         |  |  |  |            | -115,81    | -119,29    | -122,27    | -125,02    | -127,52    | -130,07    |
| Cash-flow hedges - hedging reserve, net efter skat                                  |  |  |  |            | 330,11     | 340,01     | 348,51     | 356,35     | 363,48     | 370,75     |
| Andet driftoverskud efter skat                                                      |  |  |  |            | 214,30     | 220,72     | 226,24     | 231,33     | 235,96     | 240,68     |
| Resultat af samlet drift (NOPAT)                                                    |  |  |  | 1.097,72   | 1.043,83   | 992,20     | 879,15     | 879,15     | 702,26     | 716,30     |