

Standard forside



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

NEI

TITTEL: **SAS – bærekraftig?**

ENGELSK TITTEL: **A valuation of SAS Group**

FORFATTER(E)

Studentnummer:

215516
.....

Navn:

Henning Saksvik Klausen
.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2013

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

SAS konsernet har de siste årene ikke greid å oppnå den lønnsomheten som har vært nødvendig for å nedbetale de forestående avdragene på gjeldsforpliktelsene. Store underskudd har ført til en negativ spiral der ny gjeld og trekkfasiliteter har blitt brukt for å betale kapitalkostnadene. Med konsernsjef Robert Gustavson i spissen har strategien 4Excellence Next Generation (4XNG) blitt iverksatt som et nødvendig tiltak for å forhindre konkurs. Kraftige kostnadskutt og salg av eiendeler skal gi SAS konsernet sårt tiltrengte midler.

Min strategiske analyse av eksterne forhold tilsier at det ligger et stort verdipotensial i markedet på lang sikt. Resultatene av analysen taler også for at SAS konsernet, tross økt konkurranseintensitet, bør kunne fortsette å være en sentral aktør i fremtiden. Min finansielle analyse avdekker at kapitaleffektiviteten er i positiv utvikling men at resultatgraden har vært for svak, spesielt grunnet høye personalkostnader. Planene er at 4XNG skal ta høyde for dette ved kraftige kostnadskutt effekten er da økt resultatgrad. En økt resultatgrad øker avkastningen på investert kapital (ROIC) og går alt etter planen skal de greie å generere nok superprofitt i fremtiden. I kombinasjon med salg av eiendeler skal tiltakene gi nok midler til at SAS Group skal kunne betale ned avdragene sine.

Ut fra fremskrivningene som baseres på tilgjengelig informasjon om 4XNG og mine egne forutsetninger fant jeg at SAS konsernet trolig vil generere nok midler. Men det er tatt forbehold om at endringer i nøkkeldrivere og avvikelser fra fremskrivningene kan utradere all superprofitt i fremtiden. Aksjekursen ved en fundamental verdsettelse ble funnet til å være SEK 62.04. Markedsprisen på aksjen i perioden 01.01.2013 til 14.06.2013 har i snitt ligget rolig på rundt SEK 13.14. Dette avviker sterkt fra min teoretiske aksjekurs og jeg har funnet SAS aksjen sterkt undervurdert. Det er også verdt å nevne at den teoretiske kursen har jeg ikke tatt med frekvensøkning i prisen. En likvidasjonsanalyse gir en aksjekurs på SEK 15, noe som ligger veldig nærme markedsprisen. Det gir et inntrykk av at SAS Group er priset til likvidasjon.

Ut fra analysene som er gjort virker det som om SAS konsernet unngår konkurs og at det ut ifra et investorperspektiv ligger mye verdier i selskapet. Men det skal nevnes at risikoen for at virkeligheten avviker for mye fra fremskrivningene, og utradering av superprofitten som konsekvens, er til stede.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Del 1 Introduksjon.....	7
1.1 Innledning.....	7
1.2 Metode	9
1.2.1 Forskningsspørsmål.....	9
1.2.2 Fremgangsmåte	9
1.2.3 Data	9
1.2.4 Validitet og Reliabilitet	10
1.2.5 Valg av modell	10
1.3 Oppgavestruktur	11
1.4 Ordforklaringer	12
Del 2 Introduksjon av SAS Group	13
2.1 SAS Group.....	13
2.1.1 Kort historie/ Noen milepæler	13
2.1.2 Organisasjonsstruktur	13
2.1.3 Aksjen og Eierskap.....	14
2.1.4 Flyflåte og destinasjoner	15
2.2 4 Excellence Next Generation	17
2.2.1 Bakgrunn	17
2.2.2 Innhold i 4XNG.....	18
2.2.3 Utviklingen i implementeringen av 4 Excellence Next Generation.....	21
2.2.4 Fremtidig Flyflåte.....	22

Del 3	Strategisk analyse	24
3.1	Ekstern analyse	24
3.1.1	Bedriftens mikroomgivelser	24
3.1.2	PESTEL – Bedriftens makroøkonomiske forhold	28
3.1.3	Konklusjon av ekstern analyse	29
Del 4	Modellen og omgruppering av rapportene	30
4.1	Presentasjon og beskrivelse av modellen	30
4.2	Omgruppering av finansrapportene	32
4.2.1	Omgruppering av balanserapporten	32
4.2.1	Omgruppering av resultatrapporten	37
DEL 5	Analyse av finansielle verdidrivere og nøkkeldrivere	40
5.1	Analyse av finansielle verdidrivere	40
5.1.1	Analyse av ROIC	40
5.1.2	Analyse av andre nøkkeltall	43
5.2	SAS Groups nøkkeldrivere	44
5.2.1	Vekst i tilgjengelige setekilometere (ASK)	44
5.2.2	Vekst i betalende passasjerkilometer (RPK)	45
5.2.3	Vekst i Yield og RASK	47
DEL 6	Fremskrivning av rapporter og estimering av kapitalkostnad	48
6.1	Generelt	48
6.2	Fremskrivning av Resultatregnskap	49
6.2.1	Estimering av fremtidige inntekter	49
6.2.2	Estimering av fremtidige kostnader	52
6.2.3	Resultat fremskrivning av NOPLAT	59

6.3	Fremskrivning av investert kapital.....	60
6.3.1	Resultat fremskrivning av investert kapital.....	61
6.4	Estimering av kapitalkostnader og terminalverdi.....	62
6.4.1	Kapitalkostnader.....	62
6.4.2	Terminalverdien	69
Del 7	Verdsettelsen	71
7.1	Fundamental verdsettelsen	71
7.1.1	Selskapsverdi.....	71
7.1.2	Verdsettelse av gjeld- & gjeldsekvivalenter.....	73
7.1.3	Egenkapitalverdi.....	74
7.2	Sensitivitetsanalysen.....	75
7.2.1	Sensitivitet nøkkeldriverne.....	75
7.2.2	Sensitivitet bensinkostnadene	76
7.2.3	Sensitivitet WACC	77
7.2.4	Sensitivitet terminalverdi	80
7.2.5	Konklusjon sensitivitetsanalyse	80
7.3	Likvidasjonsverdi.....	81
Del 8	Analyse og konklusjon.....	83
8.1	Er SAS bærekraftig?	83
8.2	Konklusjon	85
Referanser	86
Appendiks	89

Figurer:

Figur 1: Historisk utvikling resultat	7
Figur 2: Historisk utvikling aksjekurs	7
Figur 3: Organisasjonsstruktur	14
Figur 4: Effekt på estimatavvikelsen ved endring av pensjonsplan	19
Figur 5: Sensitivitet Yield	76
Figur 6: Sensitivitet bensinkostnader	77
Figur 7: Sensitivitet WACC	78
Figur 8: Resultat Tornado analyse	79

Tabeller:

Tabell 1: Flyflåten per 31.10.12	16
Tabell 2: Fremtidig flyflåte	23
Tabell 3: PESTEL	28
Tabell 4: Den omgrupperte balansen	34
Tabell 5: Den omgrupperte resultatrapporten	38
Tabell 6: Historisk ROIC	40
Tabell 7: Resultat dekomponering av ROIC nivå 1	41
Tabell 8: Resultat dekomponering av ROIC nivå 2	42
Tabell 9: Historisk analyse av andre nøkkeltall	43
Tabell 10: Fremskrivning av tilgjengelige setekilometer	45
Tabell 11: Potensiell RPK vekst	46
Tabell 12: Fremskrivning av RPK og loadfactor	47
Tabell 13: Fremskrivning Yield og RASK	47
Tabell 14: Potensiell vekst for post og frakt	50
Tabell 15: Fremskrivninger av inntekter fra Ground Handling	52
Tabell 16: Fremskrivninger av lønnskostnader	53
Tabell 17: Fremskrivning av totale personalkostnader	54
Tabell 18: Fremskrivninger av bensinkostnader	55
Tabell 19: Fremskrivninger håndteringskostnader	56
Tabell 20: Fremskrivninger data- og telekostnader	57
Tabell 21: Fremskrivninger av avskrivninger	58
Tabell 22: Leasingkostnader per 31.10.12	58
Tabell 23: Leasingkostnader etter 4XNG	59
Tabell 24: Resultat fremskrivninger av NOPLAT	59
Tabell 25: Resultat fremskrivninger av investert kapital	62

Tabell 26: Kapitalvekter	63
Tabell 27: Estimering av gjeldskostnad etter skatt	65
Tabell 28: Resultat regresjon	67
Tabell 29: Kapitalkostnader SAS Group	69
Tabell 30: Terminalverdi	70
Tabell 31: Verdi kjernevirksomhet	72
Tabell 32: Verdsettelse av pensjonseiendeler	72
Tabell 33: Verdsettelse av gjeld og gjeldsekvivalenter	74
Tabell 34: Verdsettelse av egenkapital	74
Tabell 35: ASK/Loadfactor matrise	75
Tabell 36: Scenarioanalyse WACC	78
Tabell 37: Sensitivitet terminalverdi	80
Tabell 38: Likvidasjonsverdi	81
Tabell 39: Superprofitt vs. avdrag på gjeld	83

Formler:

Formel 1: Verdi kjernevirksomhet	30
Formel 2: ROIC	31
Formel 3: Terminalverdi	31
Formel 4: Verdi kjernevirksomhet med terminalverdi	32
Formel 5: Kjernerdriftseiendeler	32
Formel 6: Investert kapital	33
Formel 7: Totale midler investert	33
Formel 8: Verdi kapitalisert leasing	36
Formel 9: Syntetisk avskrivningskostnad	39
Formel 10: Dekomponering ROIC nivå 1	41
Formel 11: Estimert sats for fremtidige pensjonskostnader	54
Formel 12: Verdi av kapitalisert leasingkostnader	61
Formel 13: WACC	62
Formel 14: CAPM	65
Formel 15: Regresjonslikningen	67
Formel 16: Bloomberg justering av beta	67
Formel 17: Gjeldsjustering av industribeta	68
Formel 18: Gjeldsbetaen	68
Formel 19: Gjeldsjustert industribeta	68
Formel 20: Resultat WACC	69

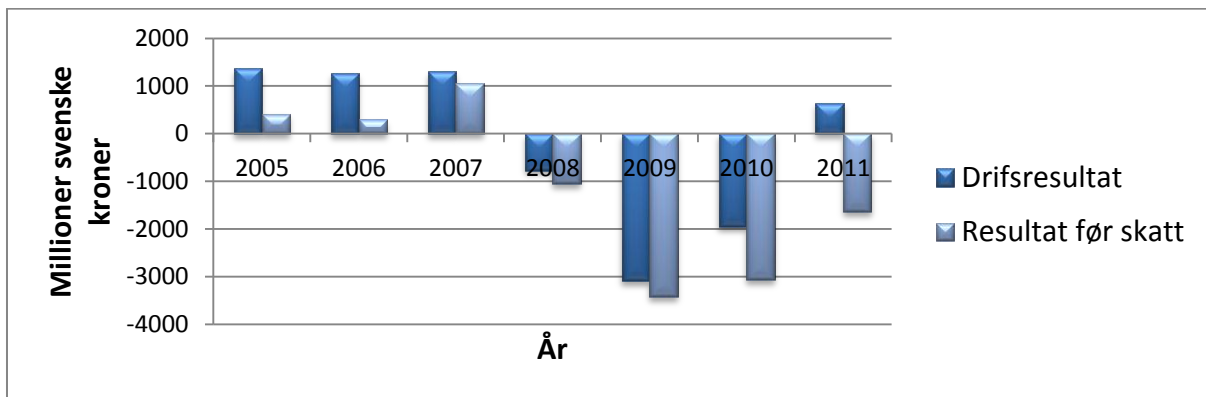
Del 1 Introduksjon

1.1 Innledning

SAS har i alle år vært symbolet på luftfart i Norge og Skandinavia. De har dominert flytrafikken fra/til, og i Norden i mange tiår og navnet skaper assosiasjoner, som det blå/hvite halepartiet, de skandinaviske flaggene på flyskroget, smilende flyvertinner og spennende reiser rundt om i verden. SAS har på mange måter representert noe trygt og eksklusivt.

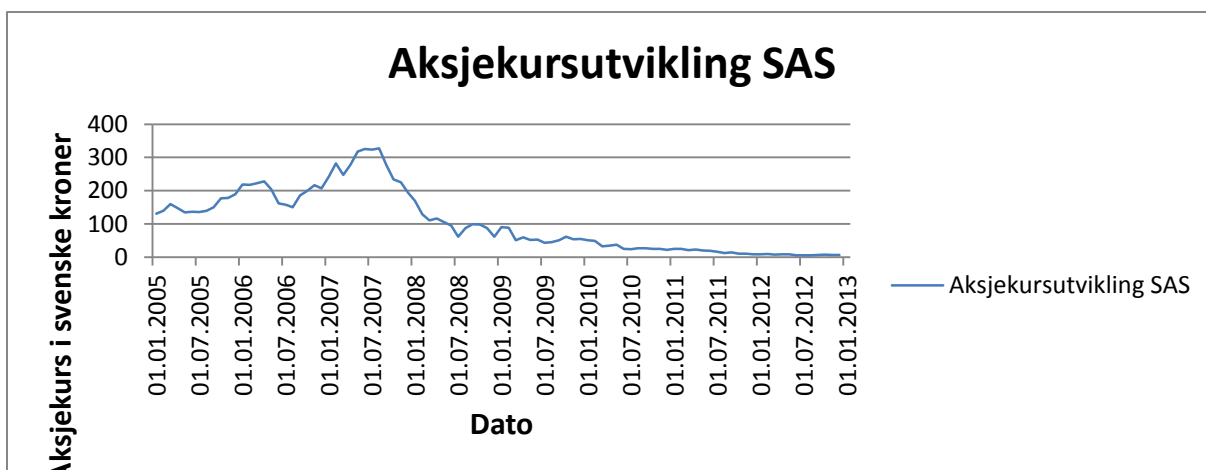
De siste årene har for SAS ikke vært så rosenrøde og suksessfulle som mange kanskje vil tro. Store underskudd og fallende aksjekurser har vært en realitet. I figurene under ser vi at den økonomiske utviklingen de siste årene har vært fallende

Figur 1: Historisk utvikling resultat



Kilde: SAS Group Årsregnskap.

Figur 2: Historisk utvikling aksjekurs



Kilde: SAS Group.

Utviklingen har vært dramatisk og det har floreret spekulasjoner om en nært forestående konkurs.

Den 16. november 2012 sendte Nærings- og Handelsdepartementet en proposisjon (prop.38 S) til Stortinget.¹ Den inneholdt en tilrådning om trekkfasilitet på 500,5 mill. svenske kroner eller 425 mill. norske kroner. Bakgrunnen for proposisjonene var at SAS Group den 12. november presenterte den nye strategien 4 Excellence Next Generation (4XNG) som tar sikte på betydelige kostnadskutt og bærekraftig lønnsomhet. Dette skal de greie blant annet gjennom nye kollektive avtaler med ansatte og gjennom salg av flere eiendeler. Planen skulle gjennomføres uten lånefinansiering men SAS konsernet trengte totalt 3.5 mrd svenske kroner i ny kredittfasilitet for kunne møte eventuelle press på likviditeten. SAS konsernet henvendte seg til samtlige av de statlige eierne, den Norske-, Svenske- og Danske staten, flere banker og Knut & Alice Wallenberg stiftelsen. Den 12. desember 2012 godkjente stortinget deltagelse i trekkfasiliteten som den siste av de tre statlige eierne, syv banker og Knut & Alice Wallenberg stiftelsen.²

Selv om SAS nå jobber for å hindre konkurs ved å redusere kostnader og oppnå bærekraftig lønnsomhet finnes det mange som er skeptiske til SAS Groups videre drift og overlevelse i et tøft internasjonalt flymarked.

Det store spørsmålet som har reist seg blant allmennheten er hvorvidt SAS Group er bærekraftig i fremtiden.

¹ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/prop/2012-2013/prop-38-s-20122013.html>

² <http://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Referater/Stortinget/2012-2013/121212/5/>

1.2 Metode

1.2.1 Forskningsspørsmål

Er SAS bærekraftig?

Dette er det overordnede spørsmålet jeg ønsker å få svar på i denne oppgaven. Spørsmålet er relativt bredt og det er hensiktsmessig å spisse spørsmålet. SAS er avhengig av lønnsomhet for å kunne ta opp ny gjeld i markedene og nedbetale gammel gjeld. Den nye strategien 4XNG er utarbeidet for å bedre lønnsomheten og SAS er avhengig av at planen lykkes. Forskningsspørsmålet for denne masteroppgaven er dermed satt som følgende:

1. *Vil den nye strategien 4XNG redde SAS fra konkurs?*

1.2.2 Fremgangsmåte

For å få svar på forskningsspørsmålet brukes en casestudie med utgangspunkt i en fundamental verdsettelsesmodell. Tilgjengelige relevante kvalitative data brukes for å kvantifisere de fremtidige kvantitative dataene. De kvalitative dataene er gitt ved mine egne forutsetninger og SAS sine gjeldende og fremtidige strategier.

Etter verdsettelsen og en analyse av den predikerte lønnsomheten diskuteres resultatene i lys av andre forhold som kan hjelpe frem en konklusjon om hvorvidt SAS er bærekraftig.

1.2.3 Data

All data er sekundærdata. Jeg mener det ikke har vært nødvendig å trekke inn ny data og trekke nye konklusjoner fra disse. Nødvendig informasjon er offentlig og tilgjengelig. Informasjon som ikke er offentlig ville antagelig ha styrket konklusjonen men dette er informasjon SAS Group innehar og ses på som forretningshemmeligheter. Jeg har valgt å ikke kontakte SAS fordi jeg antar at de uansett ikke kunne ha gitt meg noe mer informasjon enn den som er offentlig.

Både de kvantitative og kvalitative dataene i oppgaven er i hovedsak hentet fra SAS sine årsrapporter og andre rapporter på SAS sine nettsider. Det er også samlet inn data fra andre kilder for å kunne estimere andre viktige variabler som for eksempel kapitalkostnader. Disse kildene rapporteres fortløpende i oppgaven.

Av all rådata som er brukt er det kun gjort justering på resultatrapporten for 2012. SAS har beveget seg bort fra en rapporteringsperiode mellom 01.01 – 31.12 til 01.11 – 31.10. Denne rapporteringsperioden fikk virkning i 2012. Rapporten 2012 inneholder derfor kun tall i perioden 01.01.2012 – 31.10.2012, altså et $\frac{3}{4}$ år. Resultattallene denne perioden ble derfor multiplisert med 1.25 for at utgangspunktet for fremskrivningene blir mest mulig lik den økonomiske realiteten i hele 2012.

1.2.4 Validitet og Reliabilitet

De kvantitative rådataene fra årsrapportene er underlagt lovverk og IFRS og kan med høy sikkerhet sies å være valide. Valide antas annen markedsdata også å være fordi kildene er sentrale aktører i markedet.

For konklusjonen kan man si at den er pålitelig. Konklusjonen blir lik, gitt at modellen, premissene og rådataen er den samme. Det er altså ikke noen faktorer i datasettet eller modellen som vil påvirke resultatet og konklusjonen ved flere gjennomkjøringer av casestudiet.

Validiteten for resultatet og konklusjonen derimot er ikke like opplagt. Konklusjonene er som nevnt tidligere utledet av forutsetninger om fremtiden. Ingen kan helt sikkert forutse fremtiden men det etterstrebes å koble forutsetningen nærmest mulig den fremtidige virkeligheten som kommer frem av tilgjengelig informasjon.

1.2.5 Valg av modell

Modellen som er valgt beskrives nærmere i kapittel 4.1. Modellen er hentet fra boken Valuation 5.edition skrevet av Tim Koller med fler. For å kunne bruke modellen er det gjort en nødvendig omgruppering av årsrapportene. Metoden for omgrupperingen er også hentet fra samme bok.

1.3 Oppgavestruktur

Opgaven er strukturert som følger:

Del 1: Introduksjon

I denne delen blir oppgaven først innledet med bakgrunn for valgt forskningsspørsmål. Deretter blir fremgangsmåten og en del metodiske forhold presentert. Del 1 legger grunnlaget for problemstilling og løsning av oppgaven.

Del 2: Introduksjon av SAS Group

Først i denne delen blir det gitt en introduksjon til SAS Group med historiske begivenheter før jeg går inn på en oversikt over organisasjonsstrukturen, aksjekapitalen og nåværende flyflåte.

Sist i denne delen blir den nye strategien 4 Excellence Next Generation presentert i detalj.

Del 2 gir et overblikk over SAS Group og presentasjonen av 4Excellence Next Generation danner grunnlaget for fremskrivningene og verdsettelsen senere i oppgaven.

Del 3: Strategisk analyse

I del 3 blir det foretatt en ekstern analyse for å avdekke mikro- og makroomgivelsene til SAS konsernet. Funnene her bidrar til å vurdere SAS fremtidige posisjon og mulighetene til å generere fremtidig inntekt i markedet.

Del 4: Modellen og omgruppering av rapportene

I denne delen blir modellen som skal brukes i fundamental verdsettelsen presentert i detalj og resultat- og balanserapporten blir konvertert til å passe modellen.

Del 5: Analyse av finansielle verdidrivere og nøkkeldrivere

Først i denne delen ser jeg på historisk utvikling i avkastningen på investert kapital for videre å analysere avkastningen og andre relevante nøkkeltall.

Sist i denne delen kartlegger jeg de nøkkeltallene som skal brukes i fremskrivningene av inntekter og kostnader. Tilslutt estimerer jeg veksten i disse nøkkeldriverne. Veksten i nøkkeldriverne, sammen med strategi planene og funnene i del 3, danner basen for fremskrivningen av inntektene og kostnadene.

Del 6: Fremskrivning av rapporter og estimering av kapitalkostnad

I del 6 legges grunnlaget for verdsettelsen ved å fremskrive NOPLAT og investert kapital. Fremskrivningene bygger på presentasjonene av strategien 4XNG i del 2, strategianalysen i del 3 og nøkkeldriverne i del 5.

Videre estimeres kapitalkostnaden basert på SAS konsernets finansiell mål, gjeldskostnad og avkastningskrav til egenkapitalen. Til slutt estimeres verdien etter fremskrivningsperioden som er kvantifisert gjennom terminalverdien.

Del 7: Verdsettelse

I denne delen estimeres verdien på kjernevirksomheten som er basert på modellen og fremskrivningene i del 6. Videre estimeres verdien egenkapitalen og det foretas sensitivitetsanalyser og en verdsettelse av en eventuell likvidasjon av SAS konsernet.

Del 8: Analyse og konklusjon

Del 8 utgjør siste del i oppgaven. I denne delen diskuterer og konkluderer jeg funnene i oppgaven opp mot forskningsspørsmålet som ble presentert i del 1.

1.4 Ordforklaringer

- i. **ASK:** Engelsk: Available Seat Kilometers. Norsk: Tilgjengelige setekilometer. Et mål på kapasitet i flyindustrien over en periode. Måltallet regnes ut ved å multiplisere totalt antall tilgjengelige seter med totalt flydde kilometer i perioden.
- ii. **RASK:** Engelsk: Revenue Available Seat Kilometers. Norsk: Inntekt per tilgjengelige setekilometer. Et mål på hvor mye inntekt hver tilgjengelige setekilometer genererer. Funnet ved å dividere inntekt på tilgjengelig setekilometer
- iii. **RPK:** Engelsk: Revenue Passenger Kilometers. Norsk: Betalende passasjerkilometer. Et mål på antall betalende passasjer multiplisert med antall kilometer de har flydd.
- iv. **Yield:** Et mål på passasjerinntekt per betalende passasjerkilometer. Viser hvor mye flyselskapet tjener per betalende passasjer per kilometer flydd. Regnes ut ved å dividere totale passasjerinntekter på totale betalende passasjerkilometer
- v. **Loadfactor:** Norsk: Kabinfaktor. Et forholdstall mellom betalende passasjerkilometer og tilgjengelige sete kilometer. Funnet ved å dividere betalende passasjerkilometer på tilgjengelige setekilometer. Måltallet sier noe om hvor mange seter som er fylt opp av passasjerer i forhold til tilgjengelige.

Del 2 Introduksjon av SAS Group

2.1 SAS Group

2.1.1 Kort historie/ Noen milepæler

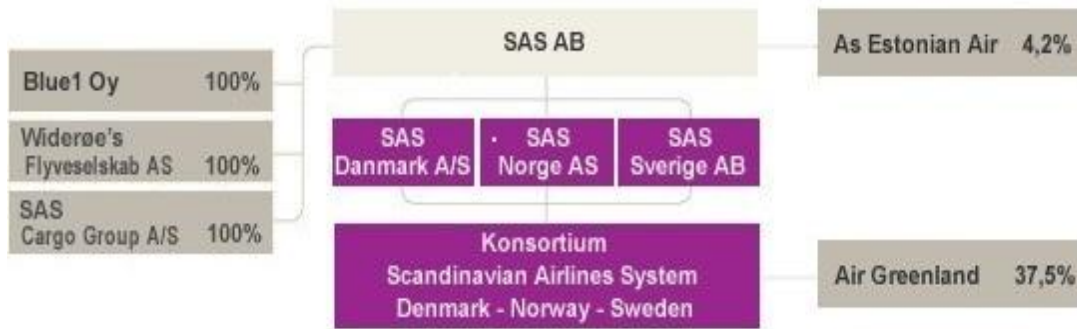
SAS ble grunnlagt i 1946 som et felles skandinavisk samarbeid av Det Norske Luftfartselskap A/S, Det Danske Luftfartselskab A/S og Svensk Interkontinental Lufttrafik A/B og hadde det samme året sin første interkontinentale tur fra Stockholm til New York. SAS vokser fort og utvider forretningsområder ved blant annet å åpne sitt første hotell SAS Royal Hotel Copenhagen i København 1960 som er virksom den dag i dag. SAS hadde frem til 1994 mange datterselskaper og en del fokus på hotellvirksomhet men besluttet i -94 å satse på flydriften. I mai 1997 ble den kjente flyselskapsalliansen Star Alliance dannet hvor SAS var en av pådriverne og grunnleggerne. I 1999 blir SAS hovedeier av Widerøe Flyveselskap AS noe de har vært frem til salgavtalen som kom på plass mai 2013. Siden 2000, og særlig de siste årene, har SAS vært preget av økonomiske problemer, mange omstruktureringer og nedbemanning. Den nåværende konsernsjefen Rickard Gustafson trådte inn i SAS i 2011. Han innførte fort strategien 4 Excellence som skulle få det skakkjørte flyselskapet på vingene igjen. 4 Excellence strategien har gitt resultater og Gustafson ble i kåret til "Årets sjef 2013" av de ansatte i reiselivsbransjen i Sverige.

2.1.2 Organisasjonsstruktur

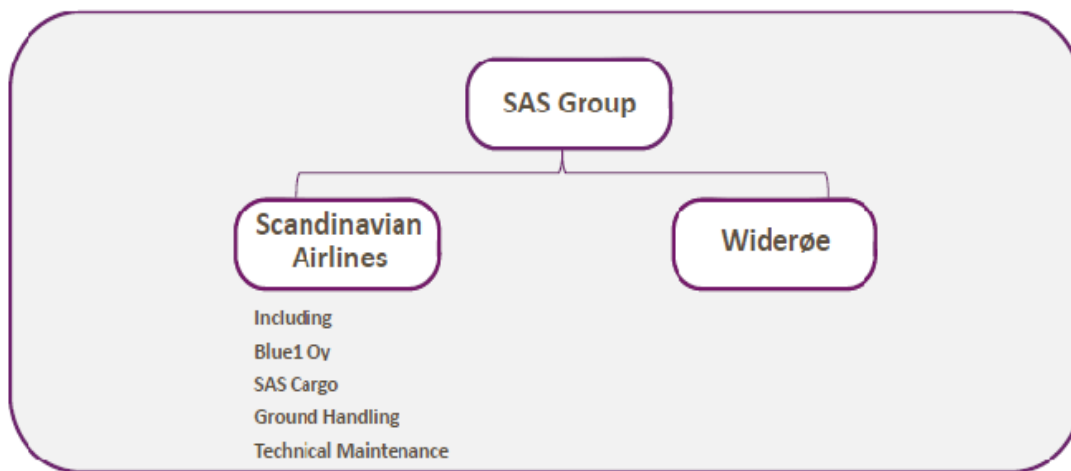
SAS Group er et stort konsern med virksomhet i Norge, Sverige og Danmark. Organisasjonsstrukturen til SAS Group, eller SAS AB som selskapet også kalles, er gjengitt i to figuren under. Hovedaktiviteten er underlagt Scandinavian Airlines System (SAS) konsortium og er den aktiviteten allmennheten forbinder med SAS. SAS Group har også en rekke datterselskap og eierskap. Den 31.10.12 hadde SAS Group blant annet 100 prosent eierskap i Finske Blue1, det Norske flyselskapet Widerøe, SAS Cargo Group, SAS Ground Handling og SAS Tech.

Figurene under gir et overblikk over organisasjonsstrukturen til SAS Group.

Figur 3: Organisasjonsstruktur



Kilde: SAS Group.



Kilde: SAS Group. Selskapspresentasjon 2013.

SAS Ground Handling omfatter den delen av SAS Group som driver bakketjenester som bagasjehåndtering og innsjekk. 5 000 ansatte, som tilsvarer 1/3 av SAS konsernets ansatte, jobber under SAS Ground Handling. Widerøe er et norsk flyselskap som opererer hovedsakelig på innenriks ruter. Widerøe har 1 400 ansatte som de siste årene har generert en omsetning på rundt NOK 3.0 milliarder.³ SAS Cargo håndterer post og gods og SAS Tech håndterer teknisk vedlikehold.

2.1.3 Aksjen og Eierskap

31.10.12 hadde SAS Group 329 000 000 aksjer utestående i markedet og totalt 64 268 eiere. 91 prosent av aksjene holdes i Skandinavia (50 prosent i Sverige, 25 prosent i Danmark og 14 prosent i Norge). Aksjen har vært listet som én single aksje på børsene i Stockholm,

³ Widerøe. Årsrapportene 2010- 2012.

København og Oslo siden 6.juli 2001. Før den tid ble det handlet med tre forskjellige aksjer med tilknytning til de respektive land.

Eierskapsstrukturen er som følger:

- Den Svenske stat: 21.4 prosent.
- Den Danske stat: 14.3 prosent.
- Den Norske stat: 14.3 prosent.
- Fordeling andre private eiere: 50 prosent.

SAS Group er et selskap som er 50 prosent statseid og 50 prosent privateid. Av de private eierne er Knut and Alice Wallenbergs foundation den største med 7.6 prosent av aksjene. Den fjerde største aksjonæren er Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension med 1.5 prosent eierskap. De resterende eierne innehar mindre enn 1.5 prosent eierskap.

De siste årene har det blitt gjort noen endringer i aksje og egenkapitalstrukturen til SAS Group. I mars 2009 besluttet SAS Group å gjennomføre en emisjon for å øke aksjekapitalen ved å utstede 2 303 000 000 nye aksjer til totalt 2 467 500 000 aksjer.⁴ Pålydende aksjeverdien ble også redusert fra SEK 10 til SEK 2.5 og den nye pålydende verdien av aksjekapitalen ble SEK 6 168 mill.

Tidlig i 2010 blir det bedt om ny kapital på SEK 5 mrd. fra eierne grunnet store underskudd og det blir gjennomført ny emisjon. Antall aksjer utestående etter emisjonen er nå 9 870 000 000 stk. Pålydende verdi per aksje reduseres nå til SEK 0.67 som gir en pålydende verdi av aksjekapitalen på SEK 6 612 mill.

I begynnelsen av juni samme året ble det gjennomført en sammenslåing (reversed split) av aksjene i forholdet 1:30 og den nye antall utestående aksjer ble redusert fra 9.8 mrd stk til 329 millioner stk. Den nye pålydende verdien per aksje ble SEK 20.1. Ingen endringer har blitt gjort i aksje- og egenkapitalstrukturen etter denne aksjesammenslåingen.

2.1.4 Flyflåte og destinasjoner

SAS Group tilbyr direkte flyvninger på en rekke destinasjoner over hele verden. Det meste av tilbudet er konsentrert i Skandinavia og Europa men det tilbys også et lite utvalg

⁴ SAS Group.2013. <http://www.sasgroup.net>

interkontinentale ruter med destinasjoner til USA, Thailand, Kina og Japan. Hvis man inkluderer Star Alliance - nettverket utvides destinasjonene betraktelig. Star Alliance opererer i totalt 194 land med 1 329 forskjellige destinasjoner. Medlemmene i nettverket består av 27 flyselskaper og med sine 4 500 fly og 21 900 daglige avganger frakter de årlig 670.58 millioner passasjerer.⁵

Det er stort sett SAS som flyr på rutene i SAS Group. Men i Norge har Widerøe et betydelig destinasjonstilbud, særlig til/fra de mer avsidesliggende destinasjoner som for eksempel Kirkenes og Sandane. Tilsvarende frakter Finske Blue1 passasjerer innenriks i Finland og til enkelte destinasjoner i Skandinavia.

Flyflåten til SAS Group består av både leasede og selveide fly. I flyindustrien er det vanlig å inneha en høy leaseratio. Grunnen til dette er at flyselskapene slipper å ta opp gjeld for å finansiere flyene. Leiekostnadene skrives direkte over resultatregnskapet og man unngår å bære mye gjeld i balansen. Investeringen blir mindre risikofull siden man enkelt kan si opp leieavtalen. Fordelen med leasing er fleksibilitet. Flyselskapene kan raskt og effektivt øke kapasiteten når dette trengs. Ulempen med leasing er at det er dyrt. Å drylease⁶ et Boeing 737-700 koster mellom \$120 000 og \$330 000 (aldersavhengig) i måneden per fly⁷.

Tabell 1: Flyflåten per 31.10.12

	2012
Airbus A330/A340	11
Airbus A319/A320/A321	14
Boeing 737 400-500	10
Boeing -737NG	72
Boeing 717	9
McDonnell Douglas MD-80	21
McDonnell Douglas MD-90(Utleid)	[8]
Avro RJ-85	5
deHavilland Q	42
Bombardier CRJ900NG	12
Totalt	204
hvorav leasede	107

Kilde: SAS Group. Årsregnskap 2012.

⁵ Star Alliance. 2013. <http://www.staralliance.com>

⁶ En Drylease innebærer leie av fly hvor leier drifter flyet som om det er ens eget. Alternativet er en Wetlease hvor leien inkluderer full besetning og vedlikehold av fly. Drylease er vanlig for lengre leieforhold og Wetlease er mer vanlig på korte midlertidige leieperioder.

⁷ Air fleet management. <http://afm.aero>

SAS Group har per 31.10.12 totalt 204 fly hvor 107 er leasede. Airbus A330/A340 er langdistansefly med rekkevidde på mellom 10 000 og 13 000 km. Airbus A319/A320/A321, Boeing 737 flyene, MD 80, Avro RJ-85 og Bombardier er kort- og mellomdistansefly med rekkevidder på mellom 2 500 og 5 000 km. Boeing 717 flyene er driftet av det finske datterselskapet Blue1 og flys mellom Finland og Skandinavia. DeHavilland flyene driftes av Widerøe og Avro Rj-85 flyene driftes av Malmö Aviation.

2.2 4 Excellence Next Generation

2.2.1 Bakgrunn

4 Excellence Next Generation (heretter kalt 4XNG) er navnet på den nye strategien SAS Group er i ferd med å implementere. 4XNG er en oppdatering og videreføring av den opprinnelige 4 Excellence strategien som ble innført av Richard Gustafson da han tiltrede som nye konsernsjef i 2011. Kort fortalt ble 4 Excellence innført som en reaksjon på det økte konkurransepresset i markedet og økt pris på kostnadsdrivere. Konsekvensene er at CASK (kostnaden per tilgjengelige setekilometer) har siden 2009 vært høyere enn RASK (inntekt per tilgjengelige setekilometer) og SAS Group har ikke vært lønnsom. 4 Excellence har tatt sikte på å redusere CASK ved kostnadsreduksjon og økt produktivitet. Og å øke RASK ved å skape bedre og mer relevant kunde verdi. 4 Excellence har gitt resultater, det er estimert en resultateffekt på SEK 1.8 mrd før engangsposter for regnskapsåret 2012.

Det gjenstår fortsatt utfordringer. SAS Group har fortsatt et høyt og ufleksibelt kostnadsbilde i forhold til sine konkurrenter. Dårlig likviditet har gjort dem avhengig av kredittfasilitet for å styrke den finansielle beredskapen. Og nye regler for regnskapsføring av pensjonsmidler fører til negativ effekt på egenkapitalen. I kombinasjon med press på billettpriser og renter og avdrag på gjeld gjør dette at SAS Group nok en gang må ta nye grep for å øke lønnsomheten.

En gjennomføring av strategien 4XNG ble vedtatt av styret i SAS Group 23. november 2012 etter at fagforeningen for pilotene i Danmark som den siste av totalt åtte fagforeninger skrev under på de nye nødvendige kollektivavtalene.⁸

⁸ Pressmelding den 23.11.12. SAS Group.

2.2.2 Innhold i 4XNG

Det er seks tiltak som skal gjennomføres under 4XNG:

1. Nye kollektive avtaler for flygende personell.
2. Ny pensjonsordning
3. Utfasing av SAS Ground Handling
4. Sentralisering av administrasjonen
5. Restrukturering av IT
6. Salg av eiendeler

1. Nye kollektivavtaler

Den nye kollektivavtalen innebærer en endring i pensjonsordningen og en reduksjon i lønn for flygende personell. De nye kollektivavtalene inneholder en rekke innstramminger av personellens rettigheter for å kunne effektivisere og spare kostnader. Det innføres blant annet nye regler om spisepauser, innkvartering og stand by tider. Personell skal også være ansatt ved den basen de flyr ut av. Det er nå ikke mulig å fly fra hjemmebasen til den basen det skal flys fra å la det telle som arbeidstid. Det innføres også nye og lavere lønnstrinn for flygende personell. Etter avtalen kan lønnen maksimalt nedjusteres med 15 prosent.

2. Ny pensjonsordning

Tidligere har SAS Group operert med en ytelsesbasert pensjonsordning. De vil nå gå fra denne planordningen til en premiebasert pensjonsordning. Hovedforskjellen mellom de to pensjonsordningene er at risikoen for de fremtidige pensjonsytelser nå tillempes arbeidstakeren. Ved den ytelsesbaserte planen stod arbeidsgiver for risikoen. Arbeidstaker hadde avtalefestet en sum som han/hun var garantert å få utbetalt, fra pensjonsalder til død. Avsetning til fremtidige pensjonsutbetalinger ble hele tiden justert fra arbeidsgivers side i forhold til de aktuariemessige forutsetningene som kontinuerlig ble oppdatert. Disse fondsavsettingene var veldig volatile og representerte en risiko for SAS Group.

I den nye premiebaserte ordningen vil arbeidstakeren få en gitt sats på den lønnen de har og arbeidstakeren bærer risikoen for avkastningen på avsetningene. SAS Group har med andre ord ikke lengre ansvar for sluttstørrelsen på arbeidstakers pensjon. En annen effekt av

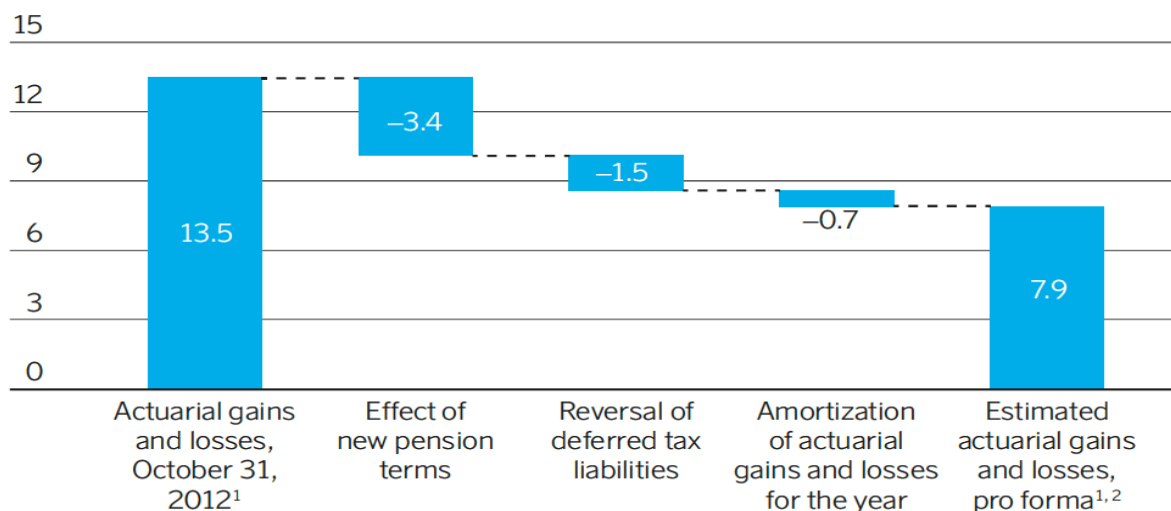
endringen er reduksjon i pensjonsforpliktelsene. Det er beregnet en reduksjon i pensjonsforpliktelsene med SEK 19.5 milliarder, fra SEK 33.5 milliarder til SEK 14 milliarder.

Overgangen gir mindre volatilitet i personalkostnadene og reduserte pensjonsforpliktelsel. Men overgangen gir også en reduksjon i den negative egenkapitaleffekten som oppstår ved innføring av den nye regnskapsloven. En endring av IAS19 gjør nå at bruken av korridormetoden faller bort.⁹ Konsekvensen er at SAS Group må nå slutte å utsette regnskapsføringen av estimatavvikelser og begynne å resultatføre hele estimatavvikelsen over totalresultatet noe som innebærer en reduksjon av egenkapitalen.¹⁰ Estimataavvikelsene var verdt SEK 13.5 milliarder per 31.10.12 noe som innebærer en tilsvarende reduksjon i egenkapitalen. Den nye pensjonsordningen er estimert å redusere verdien på estimataavvikelsen til SEK 7.9 milliarder. Effekten er vist i figuren under.

Figur 4: Effekt på estimataavvikelsen ved endring av pensjonsplan

Effect of the revised IAS 19 and new pension terms

SEK bn



1) Including plan amendments

2) The effect of a recognition of actuarial gains and losses and plan amendments including their impact on equity in conjunction with commencing application of the revised IAS 19 (from November 1, 2013)

Kilde: SAS Group. Årsregnskapet 2012.

⁹ Korridormetoden innebærer en utsatt regnskapsføring av estimataavvikelsene i henholdt til gjeldende regnskapsregler.

¹⁰ Det henvises blant annet til et skriv utarbeidet av KMPG for mer informasjon. Nytt regelverk for regnskapsføring av pensjoner. <http://www.kpmg.no/arch/img/9744208.pdf>

Effekten av endringen av pensjonsplan tilsvarer SEK 3.4 milliarder, reverseringen av utsatt skatteforpliktelsen utgjør SEK 1.5 milliarder og årets amortisering av estimatavvikelser utgjør SEK 0.7 milliarder.

3. Outsourcing av SAS Ground Handling

SAS Ground Handling skal etter planen outsources for å skape mer fleksibilitet i kostnadsstrukturen. Det har historisk sett vært store faste kostnader forbundet med hold av Ground Handling, spesielt høye ufleksible lønnskostnader.

4. Sentralisering av administrasjonen

Frem til nå har SAS konsernet fordelt administrasjonen i Norge, Danmark og Sverige med hhv 18 prosent, 33 prosent og 49 prosent. 4XNG har som mål å sentralisere SAS konsernet ved å legge størsteparten av administrasjonen til Sverige. Det er hensiktsmessig med noe administrasjon i Norge og Danmark og målet er å fordele administrasjonen på Norge, Danmark og Sverige med hhv. 7 prosent, 11 prosent og 81 prosent.

5. Restrukturering av IT

IT systemet har historisk sett vært komplekst og lite fleksibelt som har ført til relativt høye IT-kostnader. De siste årene har SAS Group utviklet en felles standard IT plattform. I forbindelse med 4XNG satser de på ytterlige forenklinger og reduksjoner i systemer og applikasjoner. Et annet tiltak er outsourcing av drift og utvikling. Målet er å halvere IT kostnadene fra dagens nivå.

6. Salg av eiendeler

For å forbedre likviditeten er SAS konsernet nødt til å selge unna eiendeler. Planlagte eiendeler som skal holdes for salg er:

- i. Flymotorer
- ii. Bygninger
- iii. Det norske flyselskapet Widerøe
- iv. SAS Ground Handling

Flymotorer skal selges for så å leases tilbake. SAS leaser enkelte eiendom med kjøpsopsjon. Gevinst på salg av disse bygningene hentes ut ved å innløse opsjonen når markedsverdien

overstiger innløsningskurs. De største tiltakene for å bedre likviditeten er salg av Widerøe og den gradvise utfasingen av SAS Ground Handling.

Totalt skal kostnadstiltakene i forbindelse med den nye strategien 4XNG forbedre driftsresultatet med rundt SEK 3 milliarder og gjennom salg av eiendeler skal SAS Group oppnå en likviditetsforbedring på rundt SEK 3 milliarder.

2.2.3 Utviklingen i implementeringen av 4 Excellence Next Generation

Det har gått tid siden SAS Group annonserte 4XNG frem til denne oppgaven slutføres og en beskrivelse av utviklingen i implementeringen er hensiktsmessig.

De nye kollektivavtalene ble underskrevet av alle parter før 4XNG ble godkjent og det er ikke knyttet mer usikkerhet rundt disse punktene. Det samme gjelder flymotorene som skal selges. En pressemelding fra SAS Group den 28.02.13 bekrefter salg av flymotorer til USD 120 millioner som tilsvarer drøye SEK 700 millioner.

SAS Group hadde lagt seg på et prisestimat på rundt SEK 2 milliarder for Widerøe og SAS Ground Handling. Widerøe alene forventet de å få SEK 1.5 milliarder for.¹¹ Salget var forventet å skje fort men per 25.01.13 hadde de bare fått ett bud på SEK 500 millioner og de lar budrunden fortsette. Senere (11.03.13) uttaler Jacob Pedersen i Sydbank og analytiker Lars Heindorff i ABG Sundale Collier seg i nettavisen E24 i forbindelse med avslutning av budrunden.¹² De forventet begge en pris for Widerøe på mellom SEK 1.0 til 1.5 milliarder men poengterer at prisfastsettelse for Widerøe er vanskelig på grunn av mange usikkerhetsmomenter.

Den 03.05.13 bekrefter SAS konsernet at Widerøe er solgt.¹³ En investorgruppe bestående av Torghatten, Fjord1 og Nordland fylkeskommune tar over Widerøe under selskapet WF Holding AS. 80 prosent av aksjene selges ut og de resterende 20 prosentene selges ut i 2016 hvis SAS Group ønsker dette. SAS Group får SEK 2 milliarder for den første transaksjonen og ytterlige SEK 0.3 milliarder hvis de velger å selge unna de resterende eiendelene i 2016. Den oppnådde prisen ligger langt over det som først var antatt.

¹¹ DN.no. SAS sliter med salget. 25.01.2013. <http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article2549302.ece>

¹² E24.no. SAS har dårlige kort for Widerøe salget. 11.03.2013. <http://e24.no/boers-og-finans/analytiker-sas-har-daarlige-kort-for-wideroe-salget/20344456>

¹³ SAS Group. Pressemelding. 03.05.2013. SAS sells Widerøe to an investor group led by Torghatten.

I en pressemelding den 07.03.13 bekrefter SAS Group at de har inngått en intensjonsavtale med Swissport om gradvis overdragelse av SAS Ground Handling.¹⁴ Det skal opprettes et joint venture selskap hvor SAS konsernet skal ha 49 prosent eierskap i første omgang for så å fase seg gradvis ut. Men den 06.04.13 melder Dagens Næringsliv at SAS konsernet har avslått budet fra Swissport.¹⁵ Grunnen var at prisen på SEK 200-300 millioner var for lavt for SAS konsernet.

I skrivende stund (02.06.13) er det fortsatt ikke kommet noen nye meldinger om salget av SAS Ground Handling. Men det bør nevnes at avslaget kom en måned før SAS Group annonserte salget av Widerøe og at SAS konsernet i skrivende stund uansett har oppnådd de likviditetsforbedringene som var målet for 4XNG. Det viktigste for SAS Group nå er å redusere kostnadene slik at de kan oppnå lønnsomhet i forhold til det 4XNG strategien tilsier. Det er rimelig å anta at intensjonsavtalen fortsatt gjelder og at det kun er et tidsspørsmål før partene kommer til en enighet og SAS Ground Handling fases ut.

2.2.4 Fremtidig Flyflåte

I forbindelse med 4XNG strategien skal det også gjøres forandringer i flyflåten. Flyflåten består av en del gamle fly og flåten skal moderniseres. Dette skal gjøres ved blant annet å bytte ut eksisterende Boeing 737 400-500 serien med nye Boeing 737 Next Generation(NG) fly. MD-80 flyene skal også byttes ut til fordel for nye Airbus A320 fly i løpet av oktober 2013.¹⁶ Widerøes deHavilland fly fases helt ut av SAS konsernet i forbindelse med salget i slutten av regnskapsåret 2013.

Innfasingen av Boeing 737 NG og Airbus A320 skjer gjennom leasing og innen 2014. Total leases 14 Airbus A320 og 21 Boeing 737 NG.

I tillegg har SAS Group en bestilling på 30 nye Airbus A320 NEO som skal leveres over perioden 2016 – 2019 med hhv. 4, 11, 7 og 8 fly per år. De nye NEO flyene er utstyrt med mindre energikonsumerende motorer og sharklet vinger som har en bedre aerodynamisk effekt på flyet. De nye NEO flyene bruker 15 prosent mindre bensin sammenlignet med de

¹⁴ SAS Group. Pressemelding. 07.03.2013. SAS and Swissport International signed Letter of Intent: Swissport to take over SAS Ground Handling.

¹⁵ E24.no. 06.04.13. SAS får lavere pris for bakkemannskapene. <http://e24.no/naeringsliv/sas-faar-lavere-pris-for-bakkemannskapene/20354726>

¹⁶ CH-Aviation. Mai 2013. <http://www.ch-aviation.ch/portal/news/19250-sas-to-retire-its-last-md-82-in-late-october-with-festivities-planned>

eksisterende flyene. Under innfasingen av Airbus A320 NEO avsluttes leasingavtalen på de leasede A320 flyene fortløpende. Det antas også at 4 langdistanse fly av typen A330/A340 erstattes med de nye A320 NEO.

En oversikt over utviklingen i flyflåten er gitt i tabellen under. Det totale antall fly i hvert regnskapsår representerer utgående balanse.

Tabell 2: Fremtidig flyflåte

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Airbus A330/A340	11							-4
Airbus A319/A320/A321	14	11	3		-4	-11	-7	-4
Airbus A320neo					4	11	7	8
Boeing 737 400-500	10	-7	-3					
Boeing -737NG	72	11	10					
Boeing 717	9							
McDonnell Douglas MD-80	21	-21						
deHavilland Q	42	-42						
Bombardier CRJ900NG	12							
Totalt	191	143	153	153	153	153	153	153
hvorav leasede	107	114	114	114	110	99	92	84

I denne tabellen er kun fly som skaper passasjerinntekt til SAS konsernet som er representert. I motsetning til flyflåten som ble presentert i forrige kapittel er nå RJ – 85 flyene og de utleide MD-90 flyene trukket ut av tabellen. RJ-85 flyene er eid av Malmø Aviation som er et selskap som SAS Group ikke har majoritetseierskap og regnes derfor ikke som en kjernedriftsaktivitet. MD-90 flyene er utleid og inntekt føres under annen inntekt og ikke passasjerinntekt.

I tillegg har SAS Group innført tiltak for å øke effektiviteten (loadfactoren) på sine flygninger. Dette gjøres ved å tilpasse flyflåten, underforstått størrelsen på flyene, etter tidspunkt på døgnet. I periodene kl. 06:00 - 09:00 og kl.15:00 - 20:00 er det fler reisende enn ellers i døgnet. Ved å sette inn større fly på i disse periodene og bruke mindre fly i roligere perioder er det forventet at loadfactoren øker.

Del 3 Strategisk analyse

3.1 Ekstern analyse

En ekstern analyse er hensiktsmessig for å kartlegge omgivelsene til SAS Group. Forhold på konkurransearenaen og makroøkonomiske forhold kan ha innvirkning på fremtidige inntjening, og verdi. I denne oppgaven analyseres bedriftens mikroomgivelser ved hjelp av en modell som er inspirert av Michael Porters velkjente modell for bransjeanalyse; «Porter`s 5 forces».¹⁷ I tillegg gjøres en kort analyse for å avdekke de mest relevante makroøkonomiske forhold. Dette gjøres ved hjelp av det velkjente PESTEL rammeverket.

3.1.1 Bedriftens mikroomgivelser

Konkurransearenaen og dens verdipotensial

1. Markedet

SAS Group overordnede marked er transportmarkedet. Hovedaktivitet til SAS Group er flytransport og markedet for flytransport er det mest relevante markedet. De transporterer for det meste personer men post- og godstransport er en betydelig aktivitet. I tillegg opererer SAS Group også i markedet for charter og tilbyr også utleie av bakketjenester.

Man kan dele markedene for person- og godstrafikk inn i fire geografiske avgrensninger:

- i. Innenriks – Flyvninger til/fra destinasjoner innenriks i Norge, Sverige og Danmark.
- ii. Skandinavia – Flyvninger mellom Norge, Sverige og Danmark
- iii. Europa – Flyvninger til/fra Europa fra/til Skandinavia
- iv. Verden – Flyvninger til/fra interkontinentale destinasjoner fra/til Skandinavia.

SAS Groups største hubs er lokalisert på Oslo flyplass Gardermoen, Arlanda flyplass Stockholm og Kastrup flyplass København. Det meste av langdistansetrafikken går fra Kastrup.

SAS Group opererer i et oligopolistisk marked. Dette kjennetegnes ved få tilbydere og homogene tilbud/varer. Dette underbygges ved at det er relativt få konkurrenter i markedet og konkurrentene tilbyr tilnærmet like «produkter» (flyreiser).

¹⁷ Michael porter (1980). Gjengitt i Wenstøp.F.E og Løwendahl.B.R. Grunnbok i strategi.

2. Sentrale aktører:

i. Konkurrenter

Konkurransenintensiteten i markedet har endret seg de siste ti årene. Fra å gå i fra en regulert industri hvor SAS har operert som monopolist har flyindustrien blitt mer deregulert og blitt noe mer konkurranseutsatt.¹⁸ På konkurransearenaen har såkalte LCC (low cost carriers) vokst frem og tatt markedsandeler. LCC er flyselskaper som stripper ned servicetilbudet til fordel for lave priser.

De viktigste konkurrentene til SAS Groupe er: Norwegian, Ryanair, British Airways og Easyjet. De konkurrentene som har størst kapasitetsandel i Norden etter SAS Group er: Norwegian, Ryanair og Finnair. I tillegg finnes det en del mindre selskaper som tilbyr reiser mellom enkelte destinasjoner. Disse er små og har ubetydelig markedsrett og regnes ikke som noen reelle konkurrenter for SAS Group

SAS har en stor posisjon i markedet, og er den største aktøren på innenrikstrafikk og intra Skandinavisk trafikk. I Norge, Sverige og Danmark har SAS Group markedsandeler av passasjerer på hhv. 51 prosent, 31 prosent og 39 prosent. I Finland har konsernet en markedsandel på 9 prosent, intra Skandinavia og verden for øvrig har konsernet en markedsandel på 31 prosent. SAS konsernet kapasitetsandelen i Norden ligger på rundt 28 prosent hvor nærmeste konkurrent, Norwegian, har rundt 22 prosent.

ii. Inntrengere

FlyNonstop startet sine flyvninger 25.april 2013. Dette er et lite norsk flyselskapsom tilbyr reiser til åtte forskjellige europeiske destinasjoner/storbyer fra sin base i Kristiansand.¹⁹ Selskapet har kun ett fly de må dekke alle åtte destinasjonene med, så rutefrekvensen er relativt lav. Den 28. mai 2013 rapporterer e24.no at FlyNonstop må legge ned tre av rutene på grunn av ulønnsomhet. FlyNonstop ansees ikke som noen trussel for SAS sin markedsandel. Selskapet er altfor lite og konkurrerer ikke direkte på rutenettet til SAS konsernet.²⁰

¹⁸ Årsregnskapet SAS Group. 2012.

¹⁹ Offisielt definert som reiseselskap siden luftfartstilsynet enda ikke har godkjent selskapet som et flyselskap.

²⁰ FlyNonstop.2013. <http://flynnonstop.no>

iii. Substitutter

Buss- og togselskaper som transporterer reisende innenriks og utenriks er relevante substitutter for kunder i transportmarkedet. I Norge, Sverige og Danmark er hhv NSB (Norges Statsbane), SJ (Statens Järnvägar) og DSB (Danske statsbaner) de selskapene som opererer med togtrafikk innenriks. De aller fleste toglinjer i Europa er knyttet sammen i et nettverk så kunden kan i teorien ta toget fra Bodø i Nord Norge via Sverige, Danmark og Europa til Tarifa i syd Spania. Også busselskapene opererer innenriks og utenriks. I markedet for buss finnes det fler konkurrenter. I tillegg kan man trekke frem båt og bil som relevante substitutter.

Substituttene har vært og kommer til å være et alternativ for transportkundene. Tog og buss er et rimeligere transportmiddel og bilen er mer fleksibel.

Det er fortsatt rimelig å anta at flytransport dominerer på lange og mellomlange distanser og at en vridning mot andre transportmidler fra dagens nivå ikke er sannsynlig. Tilbudet av transportmidler som tog og buss er godt nok og prisnivået på disse er allerede lave. En mulig fare ligger i en eventuell utbygging av alternativ høyhastighetstransport mellom store byer. En høyhastighets toglinje mellom for eksempel Stavanger og Oslo ville ha vært en reel trussel mot dagens markedsandeler på denne strekningen.

iv. Kunder

Kundegruppen til SAS Group deles hovedsakelig inne i forretningsreisende og ferie-/fritidsreisene flypassasjerer. I tillegg kommer kunder som bruker SAS Cargo sine post- og godstjenester og andre flyselskaper som kjøper bakkeservice av SAS Ground Handling.

Forhandlingsmakten til passasjerene har økt mye siden midten av 90-tallet. SAS Group hadde tidligere monopol på markedet og kundene måtte tilpasse seg etter de priser som ble satt. I dag er situasjonen helt annerledes. Markedet er deregulert og fler aktører, og særlig LCC, har satt konsernet under konkurranse og tilbyr samme ruter med laver priser. Kundene vil sannsynligvis velge det billigste alternativet (LCC) på de korte- og korte mellomdistanserutene hvor komfort og servicenivå ikke spiller noe rolle. Dette tvinger SAS Group til å tilpasse seg kundenes betalingsvillighet noe som gjenspeiler seg i de hyppige omstruktureringene i SAS konsernet.

v. Leverandører

De to viktigste er leverandører av flydrivstoff og fly og reservedeler. Leveranser av drivstoff skjer gjennom Statoil, Shell eller andre tilbydere. I markedet for leveranse av fly og reservedeler er det et stort utvalg av navn som blant annet Airbus, Boeing, De Havilland, Saab og Bombardier. I tillegg finnes det en rekke andre leverandører som blant annet leverer catering, annet om bord salg, serviceutstyr og annet som er nødvendig for å drifte et flyselskap.

vi. Offentlige aktører

Myndighetene representert ved den Norske, Svenske og Danske stat og luftfartsmyndighetene i de respektive landene utgjør de offentlige aktørene.

vii. Komplementære aktører

Det er vanskelig å definere enkelte komplementære aktører. Alt som gjør en destinasjon attraktiv å reise til kan defineres som komplementær aktør fordi det skaper høyere etterspørsel etter reiser til akkurat dette området. Forretningsreisende har for eksempel måldestinasjoner hvor forretning- og næringsliv er godt utbredt.

3. Vekstpotensial

Ifølge IATA²¹ er verdien på det nordiske flymarkedet rundt SEK 100 milliarder og de har estimerte en verdivekst på SEK 70 milliarder frem til år 2020. 70 prosent av verdiøkningen tilskrives trafikk til/fra Europa og 10 prosent til/fra Asia.

Airbus og Boeing har laget hver sin rapport om framtidsutsiktene fram til 2032.²² Der har de begge kommet frem til et estimert RPK vekst for verdensmarkedet og egne regionale vekst estimater. Total RPK vekst i Verden er estimert til hhv 4.7 prosent og 5 prosent per år og RPK vekst i Europa er estimert til hhv 4.1 prosent og 3.5 prosent per år. Det bør nevnes at både Airbus og Boeing er flyprodusenter og estimatene kan være bygget på noen optimistiske forutsetninger.

²¹ International Air Transport Association. <http://www.iata.org>

²² Airbus Global Market Forecast 2012-2031 <http://www.airbus.com> og Boeing Current Market Outlook 2012-2031 <http://www.boeing.com>.

3.1.2 PESTEL – Bedriftens makroøkonomiske forhold

Denne analysen har som hensikt å avdekke de makroøkonomiske forhold som kan påvirke SAS Groups verdiskapning. Resultatene er oppsummert i tabellen under.

Tabell 3: PESTEL

Faktor	Resultat
Politiske forhold	Trygge politiske forhold. Ingen skatteendring.
Økonomiske forhold	Konjunkturvekst. Uendret styringsrente. Usikker oljepris
Sosiokulturelle forhold	Mer urbanisering. Større mobilitet. Globalisering.
Teknologiske forhold	Innovasjon.
Samfunnsmessige forhold	
Legale forhold	Ingen monopolisering

Det er ingenting som tyder på stor politisk risiko i Norden eller Europeiske destinasjonsland og SAS konsernet vil ikke ufrivillig bli nødt til å legge ned ruter eller destinasjoner på grunn av krig eller lignende dramatiske situasjoner. Med virkning fra 01.01.2013 reduserte den Svenske regjeringen selskapsskatten fra 26.3 prosent til 22 prosent.²³ Dette er andre reduksjon i selskapsskatten siden 2009 men det er ingenting som tyder på ytterlige endringer i nærmeste overskuelige fremtid.

Økonomien i Europa har vært i ubalanse på grunn av global finanskrisen etterfulgt av Europeisk gjeldskrise. De siste konjunkturutsiktene i Euroområdet er positive. Norges Bank (NB) har estimert en gjennomsnittlig årlig vekst på 1.75 prosent frem til 2016.²⁴ NB mener også at styringsrenten i Eurolandene fremover vil ligge stabilt, med unntak av England hvor det forventes noe reduksjon. Ellers forventes en generell inflasjon i Euroområdet på 1.75 prosent, noe som tilsier en forventet realvekst i BNP lik null.

Estimatene på den forventede RPK veksten som Boeing og Airbus fremlegger i rapportene sine er basert på blant annet økt urbanisering, mobilitet og globalisering. Folk forventes å reise mer i fremtiden, særlig fritidsreiser forventes å øke.

Innovasjonen i flymarkedet er relativt høyt. Mer energisparende motorer utvikles og kabinene innredes med moderne interiør. Internett og mobiltelefoni er nå vanlig på de mest moderne flyene.

²³ Skatteverket Sverige 2013. <http://www.skatteverket.se>

²⁴ Norges Bank. Pengepolitiskrapport 1|13.

Flymarkedene har gått fra å være preget av monopol og bilaterale avtaler til å bli fullstendig deregulert. Det er ingenting som tyder på at markedene vil reguleres i fremtiden.

3.1.3 Konklusjon av ekstern analyse

Det er mye verdi potensiale i de markedene SAS Group opererer i men konkurransearenaen er tøff. Norwegian har fått et godt fotfeste i markedet og er en stor trussel mot SAS konsernets fremtidige inntjening. Men også andre selskaper sloss om markedsandeler både på innenriks- og utenriksstrekninger. En annen trussel er kundenes mulige vridning mot alternative transportmidler på de korte rutene, og en eventuell utbygging av høyhastighetstog utgjør en stor trussel mot inntjeningen.

Forventninger om stabilisering av den økonomiske situasjonen i Euroområdet er positive signaler og bidrar til å underbygge verdi potensiale i markedene i hvert fall på kort og mellomlang sikt.

SAS Group opererer i et oligopol og prisene i markedet er relativt like mellom tilbyderne. En aktør som tilbyr samme «produkt» til høyere pris vil raskt presses ut av markedet.

Del 4 Modellen og omgruppering av rapportene

4.1 Presentasjon og beskrivelse av modellen

Jeg har valgt å bruke den indirekte metoden og utelukker bruken av den tradisjonelle kontantstrøm metoden. I stedet bruker jeg økonomisk profitt modellen.²⁵ Grunnen for valg av denne metoden er at den gir et bilde på verdiskapningen i den spesifikke perioden. Kontantstrøm metoden derimot gir kontantstrømmer etter at fremtidige investeringer er gjort og metoden gir derfor ikke riktig bilde på hvilke verdier som er skapt i perioden. Og siden jeg, i tillegg til å finne egenkapitalverdien, er interessert å se på hvilke verdier som blir skapt som følge av 4XNG, er økonomisk profitt modellen bedre egnet. Metodene er uansett konsistente seg i mellom og ville gitt den samme egenkapitalverdien.

Verdsettelsen er etter den indirekte metoden og egenkapitalverdien estimeres etter at følgende steg er gjort:

1. Verdsettelse av kjernevirksomhet
2. Verdsettelse av ikke – kjernevirksomhet
3. Verdsettelse av rentebærende gjeld og ekvivalenter

Summen av kjernevirksomhet og ikke – kjernevirksomhet utgjør selskapsverdien, og egenkapitalverdien kommer frem ved å trekke fra rentebærende gjeld og ekvivalenter.

Verdsettelsen av kjernevirksomhet tar utgangspunkt i bokførte verdier av all investert kapital og legger til den nåverdien av den merverdien man tror selskapet greier å generere i fremtiden. Modellen for verdsettelse av kjernevirksomhet illustreres gjennom følgende formel:

Formel 1: Verdi kjernevirksomhet

$$Verdi_0 = Investert Kapital_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Investert Kapital_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Høyre side av likningen utgjør usikkerhetskomponentet i verdsettelsen av kjernevirksomheten. Denne delen representerer nåverdien av den estimerte merverdien. For å komme frem til en verdi må investert kapital, ROIC og WACC fremskrives. ROIC (Return on

²⁵ Navnet er en oversettelse av det engelske navnet "Economic Profit Valuation Model".

Invested Capital) viser hvor mye en investerte kapitalen i selskapet har kastet av seg i løpet av perioden. Og WACC er kapitalkostnaden til selskapet. Forskjellen mellom ROIC og WACC utgjør den økonomiske profitten i et år. Og verdien av kjernevirksomheten er nettopp nåverdien av all økonomisk profitt tillegg til verdien på dagens investerte kapital. ROIC er gitt ved følgende formel:

Formel 2: ROIC

$$ROIC = \frac{NOPLAT_t}{Investert\ kapital_{t-1}}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Fremskrivningene og estimeringen av disse komponentene gjennomgås i del 6 senere i denne oppgaven. WACC gjennomgås nærmere i kapittel 6.4: kapitalkostnader.

I *Formel 1: Verdi kjernevirksomhet* er det tatt utgangspunkt i at komponentene fremskrives i alle evighet. I praksis brukes det en spesifikk fremskrivningsperiode og deretter en terminalverdi ved fremskrivningsperiodens slutt for å fange opp verdiskapning etter fremskrivningsperioden. Terminalverdien er gitt ved følgende formel:

Formel 3: Terminalverdi

$$Terminalverdi_T = \frac{Investert\ kapital_T * (ROIC_T - WACC)}{WACC}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Formelen representerer nåverdien av all fremtidig økonomisk profitt som genereres etter fremskrivningsperiodens slutt, i år T.²⁶ Ved å bruke denne formelen antar jeg at det ikke oppstår mer vekst, at den økonomiske profitten fremover holdes konstant. Den endelige formel for verdifastsettelsen av kjernevirksomheten er da gitt ved:

²⁶ Formelen bygger på en evig annuitets formel. Se temaer som omhandler tidsverdi av penger for utdypende forklaringer.

Formel 4: Verdi kjernevirksomhet med terminalverdi

$$Verdi_0 = Investert Kapital_0 + \sum_{t=1}^T \frac{Investert Kapital_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t} + \frac{Investert kapital_T * (ROIC_T - WACC)}{WACC (1 + WACC)^T}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Selve verdsettelsen av verdien på egenkapitalen gjøres etter at de nevnte komponenten er fremskrevet og gjennomgås sammen med verdsettelsen av ikke – kjernevirksomhet og gjeld og ekvivalenter i kapittel 7.1.

4.2 Omgruppering av finansrapportene

De offentlige årsregnskapene gir en fyldig oversikt over selskapenes økonomiske situasjon og aktiviteter igjennom regnskapsåret. For mange analyseformål kan man ta utgangspunkt i balanse- og resultatrapporten og notene for å få et godt innblikk i selskapet. I forrige kapittel presenterte jeg modellen som er brukt for å analysere lønnsomheten og verdien av SAS Group ved implementering av 4XNG. For å kunne bruke denne metoden må de originale balanse- og resultatrapportene konverteres slik at de passer denne modellen.

4.2.1 Omgruppering av balanserapporten

Hensikten med omgrupperingen av balansen er å finne investert kapital.

De originale balansepostene er knyttet sammen etter den grunnleggende sammenhengen; Eiendeler = Egenkapital + Gjeld. Ved å skille ut ikke – kjernedriftsposter fra balansepostene sitter man igjen med følgende balanse sammenheng:

Formel 5: Kjernedriftseiendeler

$$Kjernedriftseiendeler = Kjernedriftsgjeld + Rentebærende gjeld + EK$$

Kilde: Koller mfl 2010

Og ved en omrokering får man:

Formel 6: Investert kapital

$$\begin{aligned} \text{Kjernerdriftseiendeler} - \text{Kjernerdriftsgjeld} &= \text{Rentebærende gjeld} + \text{EK} \\ &= \text{Investert kapital} \end{aligned}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Ved å skille ut ikke – kjernerdriftsposter sitter man altså igjen med de postene som brukes i kjernerdriftsaktiviteten og de postene som finansierer kjernerdriftsaktiviteten. De postene som finansierer kjernerdriftsaktivitetene utgjør den investerte kapitalen.

For analyseformål er det ofte hensiktsmessig å se på de totale midlene som er investert i selskapet. Ved å føre tilbake ikke – kjernerdriftspostene får man følgende likning:

Formel 7: Totale midler investert

$$\begin{aligned} \text{Investert kapital} + \text{Ikke kjernerdriftsaktiviteter} &= \text{Totale midler investert} \\ &= \text{Gjeld og gjeldsekvivalenter} + \text{EK og EK ekvivalenter} \end{aligned}$$

Kilde: Koller mfl 2010

Venstre siden av likningen utgjør investeringsperspektivet av de totale midlene investert, gitt ved investert kapital og ikke – kjernerdriftsaktiviteter. Høyre siden utgjør finansieringsperspektivet av de totale midlene investert, gitt ved gjeld og gjeldsekvivalenter og egenkapital og egenkapitalekvivalentene.

Den ferdig omgrupperte balanserapporten for perioden 2009 – 2012 vises i tabellen nedenfor etterfulgt av en forklaring av omgrupperingen og en beskrivelse av postene.

Tabell 4: Den omgrupperte balansen

(I millioner SEK)	2009	2010	2011	2012
Deler og varelager	758	678	705	687
Kortfristige fordringer	7 511	5 020	4 789	3 586
Likvide midler	4 189	5 043	3 808	2 789
Omløpsmidler kjernedrift	12 458	10 741	9 302	7 062
Leverandørgjeld	1 738	1 749	1 540	1 929
Ikke rentebærende kortsiktig gjeld	8 340	8 219	7 606	8 574
Driftsgjeld kjernedrift	10 078	9 968	9 146	10 503
Arbeidskapital	2 380	773	156	-3 441
Materielle eiendeler	15 574	14 782	14 144	13 343
Kapitalisert leasing	12 705	10 920	11 743	15 270
Immatrielle eiendeler	1 296	1 414	1 693	1 922
+akkumulerte amortiseringer	1 235	1 263	1 326	1 362
Investert Kapital	33 190	29 152	29 062	28 456
Netto Pensjonsmidler, dekket	12 605	12 818	13 459	14 083
Andre finansielle eiendeler	2 480	3 883	2 691	2 195
Totale midler investert	48 275	45 853	45 212	44 734
Langsiktig gjeld	10 237	11 629	11 735	11 098
Kortfristig del av Langsiktig gjeld	5 742	1 383	2 309	1 403
Kortsiktig Gjeld	907	1 073	997	411
Kaptitalisert leasing	12 705	10 920	11 743	15 270
Omstruktureringsavsetninger	909	538	411	1 170
Udekket pensjonsforpliktelse	2 319	2 306	2 104	1 851
Gjeld og gjeldsekvivalenter	32 819	27 849	29 299	31 203
Egenkapital	11 389	14 438	12 433	11 156
Utsatt skatteforpliktelse	2 832	2 303	2 154	1 013
Reversering av akkumulerte amortiseringer	1 235	1 263	1 326	1 362
Egenkapital og egenkapitalekvivalenter	15 456	18 004	15 913	13 531
Totale midler investert	48 275	45 853	45 212	44 734

4.2.1.1 Investert kapital

Den investerte kapitalen er de verdiene i selskapet som representerer den kapitalen som er investert av både eiere og kreditorer. For SAS er disse verdiene representert ved *Arbeidskapital, Materielle eiendeler og Kapitalisert operasjonell leasing*.

Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er de kortsiktige midlene som selskapet har til rådighet etter at de kortsiktige forpliktelsene er betjent. Har selskapet negativ arbeidskapital har de med andre ord

betalingsproblemer. Arbeidskapitalen kommer frem ved å subtrahere omløpsmidlene fra kjernedrift med kortsiktig driftsgjeld.

Omløpsmidler kjernedrift inneholder alle kortsiktige eiendeler som omløpsmidler, kortfristige fordringer og likvide midler som brukes i den daglige kjernedriftsaktiviteten.

Kortsiktig driftsgjeld inneholder leverandørgjeld og annen ikke – rentebærende kortsiktig gjeld som er knyttet til SAS daglige kjernedriftsaktivitet. I motsetning til de ordinære balansetallene inneholder ikke denne posten rentebærende kortsiktig gjeld eller kortsiktig del av omstrukturingskostnadene. Dette fordi de kortsiktige omstrukturingskostnader ikke er klassifisert som kjernedriftaktiviteter siden de ikke bidrar direkte til inntektsskapning fra kjernedrift. Og fordi den kortsiktig rentebærende gjelden ikke er driftsrelatert men finansiell.

Materielle og Immaterielle eiendeler

De materielle eiendelene er eide fly, bygninger, reservemotorer og – deler, inventar og andre langsiktige eiendeler som SAS bruker for å skape verdier gjennom daglig kjernedrift. Ingen av de materielle eiendelene er klassifisert som ikke – kjernedriftsaktiviteter og alt inngår i investert kapital.

Immaterielle eiendeler representerer ikke noe fysisk i form av materiale eller penger. Postene inkluderer Goodwill og andre immaterielle eiendeler. Siden disse postene ikke er fysiske og ikke forringer i verdi legges de akkumulerte amortiseringene til for at vi skal kunne måle avkastning på all investert kapital.

Kapitalisert operasjonell leasing

Denne posten rapporteres ikke i de originale balanserapportene. Selskaper med store leasing kostnader har rent økonomisk sett forpliktelser som ligner gjeldsforpliktelser. Kostnadene knyttet til hver leasingkontrakt føres over resultatet hvert år ut hele leasingperiodene. Dette fører til et kunstig lavt driftresultat og kunstig høy kapitalproduktivitet siden eiendelen ikke er registrert på balansen. Resultatet er en kunstig høy ROIC.

SAS sine kostnader knyttet til en leasingkontrakt for et fly er stabile og leasingen er ment til relativt langvarig bruk. Ved å kapitalisere (balanseføre) verdien av alle leasingforpliktelsene knyttet til alle fly vil ROIC gi et riktigere økonomisk bilde på lønnsomheten.

Utregningen av den kapitaliserte operasjonelle leasingen er basert på følgende formel.

Formel 8: Verdi kapitalisert leasing

$$Verdi_{(t-1)} = Leasingkostnad_{(t)} \times \left(\frac{1}{Rentekostnad + \frac{1}{Levetid eiendel}} \right)$$

Kilde: Koller mfl 2010

Generelt brukes gjeldsrente på lavrisikogjeld (rating AA eller lignende) for rentekostnaden siden det ligger sikkerhet i de faktiske eiendelene. SAS opererer med en multiplikator på 7 i stedet for det siste leddet i formelen. Verdien på leasingen i et gitt år regnes enkelt ut ved å multiplisere neste års leasingkostnader for fly med multiplikatoren 7.

4.1.1.2 Ikke – kjernedriftsaktiviteter

SAS har noen aktiviteter som ikke er knyttet direkte mot kjerneaktiviteter og holdes utenfor investert kapital. Sammen med investert kapital utgjør ikke – kjernedriftsaktiviteter de totale midlene investert i SAS Group sett i fra investeringsperspektivet. Finansiell eiendeler og netto pensjonsmidler utgjør ikke – kjernedriftsposter for SAS konsernet.

Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler er investeringer som ikke er gjort i realkapital eller er midlertidige plasseringer av kontanter. For SAS utgjør disse langsiktige fordringer, utsatt skattefordring, investeringer i interesseforetak og andre verdipapirer.

Netto pensjonsmidler

Netto pensjonsmidler i den originale balanseoppstillingen er fratrukket de udekkede pensjonsforpliktelsene.²⁷ I omgrupperingen blir de udekkete forpliktelsene behandlet som gjeldsekvivalent fordi det gir et riktigere bilde enn å føre det netto mot pensjonseiendelene.

4.1.1.3 Totale midler investert

Finansieringsperspektivet av totale midler investert er beskrevet gjennom gjeld og gjeldsekvivalenter, og egenkapital og egenkapitalekvivalenter.

All finansiell gjeld, både kortsiktig og langsiktig, er kategorisert som gjeld. Gjeldsekvivalentene er gjeld som ikke er knyttet direkte til kjerneaktivitetene til SAS. Omstruktureringkostnadene, udekkede pensjonsforpliktelser og motposten til de kapitaliserte leasingene er kategorisert som gjeldsekvivalenter.

All egenkapital som aksjekapital, innskutt egenkapital og opptjent egenkapital er kategorisert som egenkapital. Utsatt skattegjeld og reversering (motpost) av de akkumulerte amortiseringene utgjør SAS Group sine egenkapitalekvivalenter.

4.2.1 Omgruppering av resultatrapporten

Hensikten med å omgruppere resultatrapporten er å finne NOPLAT.

I likhet med omgrupperingen av balansen trekkes inntekter og kostnader ut av resultatregnskapet. EBITA justeres også for kapitaliserte leasingkostnader slik at NOPLAT blir konsistent med investert kapital og ROIC blir et riktig mål på avkastningen på investert kapital.

²⁷ Ved de dekkede pensjonsforpliktelsene er det gjort tidligere avsetninger til et fond for løpende dekking av pensjonsforpliktelser når de oppstår. For de udekkede forpliktelsene derimot er det ikke gjort slike avsetninger, de betales direkte når de oppstår.

4.2.1.1 NOPLAT

NOPLAT er beregnet i tabellen under. Den svenske skattesatsen var på 26.3 prosent i denne perioden. En forklaring av omgrupperingen følger.

Tabell 5: Den omgrupperte resultatrapporten

(I millioner SEK)	2010	2011	2012
Inntekter	40 723	41 412	44 983
Personalkostnader	-13 473	-13 092	-14 480
Øvrige kostnader	-25 210	-23 741	-27 631
Leasingkostnader fly	-1 815	-1 560	-1 678
Avskrivninger	-1 867	-2 413	-1 783
Resultat salg av fly og bygg	-239	12	-247
Resultat salg av aksjer	-73	-	400
Resultat interesseforetak	12	28	32
EBITA	-1 942	646	-404
Tilbakeført: Inntekter og kostnader fra ikke- kjernedrift	2 925	1 683	1 083
Legg til: leasing fly	1 815	1 560	1 678
Trekk fra: Syntetisk avskrivning leasing	-1 449	-1 277	-1 359
Justert EBITA	1 349	2 612	997
Skatt	355	687	262
NOPLAT	994	1 925	735

Som nevnt innledningsvis representerer de originale 2012 tallene kun et ¾ år, og er her justert med multiplikatoren 1.25 slik at de er sammenlignbare med de andre årene.

EBITA

EBITA tilsvare driftsresultatet og postene som inngår er identiske med de i den originale rapporten. EBITA har i perioden 2010 -2012 vært hhv SEK -1.942mill, SEK 646 mill og SEK -404 mill. Av tabellen ser man at inntektene har økt i perioden men kostnadene trekker EBITA under null i 2010 og 2012.

Justert EBITA

To justeringer er gjort på EBITA slik at den skal bli konsistent med investert kapital.

Først tilbakeføres inntekter og kostnader som ikke stammer fra kjernedriftaktiviteter. I perioden 2010 – 2012 utgjør ikke – kjernedriftspostene resultat fra salg av fly, bygg, aksjer og resultat fra andre interesseforetak. I tillegg kommer omstrukturingskostnader, i forbindelse med implementeringen av strategiene Core SAS, 4 Excellence og 4XNG, og engangsposter som stort sett utgjør nedskrivninger.

Den andre justeringen er gjort for å tilpasse EBITA til de kapitaliserte leasingkostnadene. Leasingkostnadene er ført tilbake igjen og erstattet med en syntetisk avskrivningskostnad. Den syntetiske avskrivningskostnaden er regnet ut med følgende formel:

Formel 9: Syntetisk avskrivningskostnad

$$Avskrivning = Leasingkostnad_{(t)} - (Kapitalisert\ leasing_{(t-1)} * rentekostnad_{(t)})$$

Kilde: Koller mfl 2010

Leasingkostnaden er den resultatførte kostnaden i årsregnskapet. Den implisitte renten som ligger i leasingkostnaden er representert i det siste leddet i formelen, og trekkes ut av leasingkostnaden for å komme frem til avskrivningsverdien.

DEL 5 Analyse av finansielle verdidrivere og nøkkeldrivere

I forrige del ble modellen og dens komponenter presentert, og fremgangsmåten for å finne både investert kapital og NOPLAT er beskrevet. I denne delen analyserer først finansielle nøkkeltall for å få bedre innsikt i utviklingen i den finansielle utviklingen. Deretter kartlegges SAS Groups nøkkeldrivere for fremskrivning av resultatrapporten og estimert vekst i disse nøkkeldrivere.

5.1 Analyse av finansielle verdidrivere

I dette kapitlet beregnes historisk ROIC, videre foretas en dekomponering av SAS Groups ROIC og tilslutt en analyse av andre relevante nøkkeltall.

5.1.1 Analyse av ROIC

ROIC for perioden 2010 – 2012 er kalkulert i tabellen under.

Tabell 6: Historisk ROIC

(I millioner SEK)	2010	2011	2012
NOPLAT	994	1 925	735
Investert kapital (IB)	33 190	29 152	29 062
ROIC	3,00 %	6,60 %	2,53 %

Av tabellen ser vi at SAS konsernet greier å genererer avkastning på investert kapital. ROIC øker i 2011. Det skyldes både økning i NOPLAT og reduksjon i investert kapital. I 2012 faller ROIC drastisk, mest på grunn av fallet i NOPLAT. For å få bedre innsikt i hva som driver ROIC så foretas det en dekomponering.

ROIC er som nevnt tidligere forholdet mellom NOPLAT og investert kapital, altså avkastningen på den investerte kapitalen. En dekomponering kan gjøres på 2 nivåer for å kartlegge hva som driver ROIC.

Den første dekomponeringen deler ROIC i to deler; resultatgrad og kapitalens omløpshastighet.

Formel 10: Dekomponering ROIC nivå 1

$$\begin{aligned} \text{ROIC} &= \text{resultatgrad} * \text{kapitalens omløpshastighet} \\ &= \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Totale inntekter}} * \frac{\text{Totale inntekter}}{\text{Investert kapital}} \end{aligned}$$

Kilde: Sørensen.

Tabellen under viser resultatet av dekomponeringen på nivå 1,

Tabell 7: Resultat dekomponering av ROIC nivå 1

	2010	2011	2012
Resultatgrad	2,44 %	4,65 %	1,63 %
Omløpshastighet	1,23	1,42	1,55
ROIC før skatt	3,00 %	6,60 %	2,53 %
Invers omløpshastighet	0,82	0,70	0,65

Resultatgraden øker fra 2010 til 2011 men faller ned til 1.63 prosent i 2012. Dette er fordi inntektene faller eller kostnadene øker, eller begge deler. SAS Group har blitt mer kapitaleffektive siden omløpshastighetene øker. I 2010 tjente SAS Group SEK 1.23 per investerte krone, i 2012 tjente de SEK 1.55. En alternativ måte å se kapitaleffektiviteten er den inverse av omløpshastigheten.²⁸ I 2010 brukte SAS Group SEK 0.82 på å tjene en krone, i 2012 brukte de SEK 0.65. Resultatgraden er altså årsaken den lave ROIC i 2012.

Videre kan resultatgraden og kapitalens omløpshastighet dekomponeres videre slik at driverne bak disse kommer frem. Resultatet vises i tabellen under.

²⁸ Beregnes: $\frac{1}{\text{omløpshastigheten}}$

Tabell 8: Resultat dekomponering av ROIC nivå 2

Resultatgrad:	2010 endring		2011 endring		2012 endring	
Inntekter	100,00 %	-9 %	100,00 %	2 %	100,00 %	9 %
Personalkostnader	-33,08 %	-25 %	-31,61 %	-3 %	-32,19 %	11 %
Øvrige	-61,91 %	-3 %	-57,33 %	-6 %	-61,43 %	16 %
Avskrivninger	-4,58 %	1 %	-5,83 %	29 %	-3,96 %	-26 %
Syntetisk avskrivning	-3,56 %	-19 %	-3,08 %	-12 %	-3,02 %	6 %
Engangsposter	6,45 %		4,16 %	-34 %	2,82 %	-26 %
skatt	-0,87 %		-1,66 %		-0,58 %	
Resultatgrad	2,44 %		4,65 %		1,63 %	
Omløpshastighetene:						
Deler og varelager	0,02		0,02		0,02	
Kundefordringer	0,18		0,12		0,11	
Likvide midler	0,10		0,12		0,08	
Leverandørgjeld	0,04		0,04		0,03	
Ikke rentebærende kortsiktig gjeld	0,20		0,20		0,17	
Arbeidskapital	0,06		0,02		0,00	
Materielle eiendeler	0,38		0,36		0,31	
Kapitaliserte leasingkostnader	0,31		0,26		0,26	
Immatrielle eiendeler	0,03		0,03		0,04	
+akkumulerte amortiseringer	0,03		0,03		0,03	
Investert Kapital/Kapitalens omløpshastighet	0,82		0,70		0,65	

I tabellen er også endringer i de vesentlige resultatpostene tatt med og omløpshastighetene er kalkulert med den inverse.

Det er verdt å trekke frem at selv om inntektene øker med 9 prosent fra 2011 til 2012 er økningen i personalkostnader og øvrige kostnader drastiske og hovedgrunn til fallet i ROIC. At både avskrivninger og engangsposter faller med 26 prosent utgjør nesten ingen effekt siden de kun «konsumerer» hhv 3.96 prosent og 2.82 prosent av inntektene i motsetning til personalkostnader og øvrige kostnader som «konsumerer» hhv. 32.19 prosent og 61.43 prosent av inntektene.

Det er stort sett en positiv utvikling i omløpshastighetene i perioden 2010 til 2012. Særlig de materielle eiendelene har blitt mer kapitaleffektive, i 2010 ble det brukt materielle eiendeler tilsvarende SEK 0.38 for hver krone tjent, i 2012 ble det kun brukt SEK 0.31.

5.1.2 Analyse av andre nøkkeltall

Av andre nøkkeltall har jeg sett på rentekostnaden, likviditetsgraden og rentedekningsgraden. Resultatene i perioden 2010 – 2012 er oppsummert i tabellen under.

Tabell 9: Historisk analyse av andre nøkkeltall

(I millioner SEK)	2010	2011	2012
Rentekostnad:			
Rentekostnader	1041	1030	1055
Rentebærende gjeld	11897	13338	10887
Rentekostnad	8,75 %	7,72 %	9,69 %
Likviditetsgrad:			
Omløpsmidler	10741	9302	7062
Driftsgjeld	9968	9146	10503
Likviditetsgrad	1,08	1,02	0,67
Rentedekningsgrad:			
Driftsresultat	-1939	646	-286
Netto rentekostnad	867	786	959
Rentekostnad	1041	1030	1055
Rentedekningsgrad	-2,70	-0,14	-1,18

Rentekostnaden representerer alle rentekostnader for SAS Group inkludert langsiktig gjeld, finansiell leasing osv. Den rentebærende gjelden er oppgitt i årsregnskapene. Vi ser at rentekostnadene ligger relativt høy. Utlånsrenten i den svenske riksbanken var i gjennomsnitt for perioden 2010 – 2012 på hhv. 1.46 prosent, 2.58 prosent og 2.10 prosent.²⁹ Dette utgjør en relativt stor spread fra utlånsrenten i riksbanken via bankene til SAS Group.

Likviditetsgraden har vært lav og falt under 1 i 2012 og rentedekningsgraden har vært drastisk negativ over hele perioden.

Av analysen ser vi at rentekostnadene har vært høyere enn ROIC og SAS Group har derfor gått med underskudd. Tar man engangspostene med i beregningene blir resultatet enda verre. Ved å studere rentedekningsgraden ser vi at SAS konsernet har vært nødt til å betale rentekostnadene ved hjelp av andre midler som gjeld og trekkfasiliteter fordi resultatet fra drift har vært negativt eller for lavt til å dekke kostnadene.

²⁹ Riksbanken.se

5.2 SAS Groups nøkkeldrivere

I dette kapitlet vil jeg avdekke hvilke drivere som ligger til grunn for fremskrivningene av inntekter og kostnader i del 6, og finne et estimat på veksten i disse driverne.

SAS Groups kjernedriftinntekter skapes i hovedsak av trafikkinntekter men også andre operasjonelle aktiviteter som ground handling, vedlikehold og salg om bord. Disse inntektene drives av volum og pris, dvs. i inntektspostene ligger det et priskomponent som er multiplisert med et volumkomponent. For å generere disse inntektene må det aktiveres kostnader, og kostnadene står i forhold til volumkomponentet i inntektene, og prisen på kostnadene. For analyseformål er det bransjestandard å dekomponere inntektene i forhold til:

1. Tilgjengelige setekilometer (ASK)
2. Betalende passasjerseater kilometer (RPK)

Tilgjengelige setekilometer blir da et mål på produsert volum i SAS Groups tilfelle.

I flyindustrien er det vanlig å sammenligne inntekt per tilgjengelige setekilometer (RASK) og inntekt per betalende passasjerkilometer (YIELD) for å se på lønnsomhet og effektivitet. Dynamikken i disse kan forklares med følgende eksempler: En økning i ASK (kapasitet) gitt lik loadfactor og yield vil øke RPK og inntekt.³⁰ I praksis vil disse nøkkeltallene variere mot, og med, hverandre. Hvis SAS Group øker ASK ved å sette inn fler fly eller øker frekvensen men RPK forholder seg likt vil det føre til redusert loadfactor, RASK vil falle og det oppstår sannsynligvis en høyere kostnad per tilgjengelige setekilometer (CASK), og yielden vil falle. Dynamikken mellom disse nøkkeltallene skjer forløpene men rapporteres gjerne kvartalsvis og i årsrapportene.

I denne oppgaven fremskrives NOPLAT ved bruk av RASK, ASK, loadfactor/RPK og yield. Dette fordi inntekter og kostnader drives i all hovedsak av kapasitet (ASK) og antall reisende (RPK). I del 6 gjennomgås fremskrivningene av NOPLAT og investert kapital i detalj men videre i dette kapitlet vil nøkkeldriverne fremskrives slik at jeg har en base å knytte fremskrivningene av rapportene til. Videre brukes RASK og yield kun på passasjerinntekter i denne oppgaven, og ikke totalinntekt.

5.2.1 Vekst i tilgjengelige setekilometere (ASK)

De årlige fremskrivningene av ASK er basert på gjennomsnittlige ASK per fly multiplisert med antall fly i SAS sin flyflåte. En oversikt over nåværende og fremtidige fly ble gitt i

³⁰ Se ordforklaringer innledningsvis i oppgaven.

innledende kapitler (ref. del 2: selskapet og 4XNG). Det er forutsatt at utvidelsen med nye fly fordeler seg proporsjonalt med eksisterende rutelengder og utvidelsen ikke endrer gjennomsnitts ASK per fly. Tabellen nedenfor viser kalkuleringen og fremskrivningene av ASK.

Tabell 10: Fremskrivning av tilgjengelige setekilometer

Perioden 2012- 2014/2015:

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
ASK SAS	39 823 250 000	39 021 439 597	39 555 979 866	40 892 330 537
Snitt ASK per fly	267 270 134			
Antall fly SAS	149	146	148	153
ASK WIDERØE	1 193 000 000	1 193 000 000		
Snitt ASK per fly	28 404 762			
Antall fly Widerøe	42	42	-	-
ASK TOTALT	41 016 250 000	40 214 439 597	39 555 979 866	40 892 330 537

Perioden 2015/2016- 2018/2019:

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
ASK SAS	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537
Snitt ASK per fly				
Antall fly SAS	153	153	153	153
ASK WIDERØE				
Snitt ASK per fly				
Antall fly Widerøe	-	-	-	-
ASK TOTALT	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537

ASK er fremskrevet ved å multiplisere snitt ASK per fly med snitt antall fly i regnskapsåret.³¹ Utregningen tar høyde for at salg av Widerøe i 2012/2013 ved å skille mellom ASK for SAS og Widerøe. Dette fordi Widerøe stort sett opererer innenlands i Norge i motsetning til SAS og har derfor lavere snitt ASK per fly. Justeringen for dette er gjort ved at jeg i regnskapsåret 2012 finner gjennomsnittlig ASK per fly for både Widerøe og SAS som vist i rad 4-6, og etter salget av Widerøe brukes kun SAS snitt ASK per fly som sats. Flyene til SAS er beregnet som et gjennomsnitt i løpet av året, snitt av inngående- og utgående balanse. Over fremskrivningsperioden tilsvarer dette en annualisert vekst på -0.04 prosent.

5.2.2 Vekst i betalende passasjerkilometer (RPK)

Den generelle veksten i RPK, i markedene som SAS opererer i, er oppgitt til en årlig vekst på 3.85 prosent i perioden 2012-2031. Denne veksten er basert på rapportene laget av Airbus og

³¹ Gjennomsnitt av antall fly er beregnet som et snitt av inngående og utgående balanse.

Boeing³². Dekomponering av den estimerte potensielle RPK veksten som er relevant for SAS presenteres i tabellen nedenfor.

Tabell 11: Potensiell RPK vekst

	Estimert RPK vekst	Andel inntekter 2012
Verden	4,33 %	18,76 %
Usa	3,80 %	25,00 %
Kina	4,50 %	25,00 %
Thailand	4,50 %	25,00 %
Japan	4,50 %	25,00 %
Europa	3,40 %	67,00 %
Skandinavia	3,40 %	43,87 %
Vektet RPK	3,85 %	100 %

Første kolonne viser bransjeestimer på RPK vekst i regionene SAS opererer. Andre kolonne viser SAS inntekts andel i regionene. Siste rad viser den vektete årlige RPK som er beregnet på grunnlag av vekstestimatene vektet med inntektsandel.

For å estimere SAS sin fremtidige RPK kan man se på SAS sin utvidelse av flyflåten og vekst i ASK som tilbudssiden i en tenkt SAS økonomi, og RPK kan likeledes sees på som etterspørselssiden. Den perfekte likevekten vil da ligge på en 100 prosent loadfaktor. Eller med andre ord, alle tilgjengelige passasjer seter er fylt på enhver avgang på alle ruter. Sånn vil det i realiteten ikke være. I perioden 2003 til 2012 har loadfactor variert fra 67 prosent (2003) til 77 prosent (2012) med ett tiårssnitt på 73 prosent. I motsetning til samfunnsøkonomisk teori vil det ikke være praktisk mulig å oppnå likevekt, tilbudet vil alltid være høyere enn etterspørselen.

Når 4XNG innføres vil SAS justere størrelsen på flyet etter tid på døgnet (ref del 2: 4XNG) for å oppnå høyere loadfactor og bedre lønnsomhet. Etter innføringen av 4Excellence har loadfactor ligget på 76 prosent og det er antatt at denne vil øke ett prosentpoeng hvert år over en tre års periode før den stabiliserer seg på 80 prosent. Dette fordi implementeringen kan ta noe tid. Resultatet vises i tabellen nedenfor

³² Samme rapport som er presentert i del 3: ekstern analyse.

Tabell 12: Fremskrivning av RPK og loadfactor

År	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Ask	40 214 439 597	39 555 979 866	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537	40 892 330 537
Vekst i ASK	1,95%	-1,64%	3,38%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Loadfactor	78%	79%	80%	80%	80%	80%	80%
RPK	31367262886	31249224094	32713864430	32713864430	32713864430	32713864430	32713864430
Vekst i RPK	3,75%	-0,38%	4,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Linje 4 viser estimert loadfactor og linje 5 viser beregnet RPK basert på loadfactor og tidligere beregnet ASK. I 2012 var RPK 30932500000 og estimert RPK for 2018/2019 er 32713864430. Over perioden er dette en annualisert vekst på ca. 0.8 prosent. Ut i fra disse forutsetningene kan man si at SAS ikke planlegger å utnytte det vekstpotensialet som ligger i markedet (ref. del 3: ekstern analyse). Dessuten oppnås veksten i sin helhet i løpet av 2014/2015.

5.2.3 Vekst i Yield og RASK

Det er estimert vekst i ASK og RPG i 2012/2013. Veksten blir etterfulgt av en reduksjon som følge av salg av Widerøe i 2013/2014 før det snur og deretter flater ut.

SAS Group opererer i et oligopol (ref. del 3: ekstern analyse). Prisutviklingen i markedet er relativt lik for alle tilbyderne i markedet. På grunn av konkurransen vil prisene presses så langt ned som mulig. Det er antatt oljeprisen og bensinkostnadene er en av hoved driverne i prisfastsettelsen. Senere i oppgaven er bensinkostnadene fremskrevet med et utgangspunkt i at oljeprisen er konstant. Dette tilsier at prisutviklingen i markedet er konstant. Effekten er da at passasjerinntekten til SAS Group kun øker med volumet.

Det antas at RASK faller i 2013/2014 før den stabiliserer seg. Dette som følge av salg av Widerøe. Widerøe har hatt en høyere RASK enn det SAS har hatt fordi de opererer med kortere ruter og prisnivået til SAS kan ikke justeres proporsjonelt med reiselengden. Yelden reduseres frem til 2014/2015 grunnet veksten i loadfaktoren i kombinasjon med stabil RASK. Estimaten for Yelden og RASK er presentert i tabellen nedenfor.

Tabell 13: Fremskrivning Yield og RASK

År	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
RASK	0,79	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Yield	1,013	0,987	0,975	0,975	0,975	0,975	0,975

DEL 6 Fremskrivning av rapporter og estimering av kapitalkostnad

I denne delen vil først de omgrupperte resultat- og balanserapportene fremskrives. Disse danner grunnlaget for fremtidige NOPLAT og investert kapital. I det siste kapitlet i denne delen beregnes kapitalkostnadene som tilslutt utgjør SAS konsernets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (WACC).

6.1 Generelt

Det er en utfordring å finne estimer på NOPLAT, investert kapital og WACC ex ante. Fremskrivningene av de underliggende resultat- og balanserapportene er basert på egne forutsetninger og mangel på informasjon. Ingen vil i praksis kunne forutse fremtiden helt nøyaktig men fremskrivningene kan sees på som et slags kompass som gir retning om utviklingen i selskapet. Dette ”kompasset” baserer seg på selskapets fremtidige strategi.

Under fremskrivningene er det stort sett brukt gjennomsnittlige historiske data etter innføringen av 4Excellence strategien i 2011. Grunner et at dette er den siste gjennomførte strategien og den fremtidige underliggende ”strukturen” i selskapet vil være relativt lik. Unntaket er selvsagt de faktorene som går direkte under 4XNG strategien som det blir justert direkte for. Driverne er stort sett, med noen unntak, knyttet til ASK.

Regnskapsåret 2012 utgjør basen for fremskrivningene. Siden SAS Groups årsregnskap for 2012 kun strekker seg over et $\frac{3}{4}$ år, på grunn av endring av regnskapsperiode, er dataene multiplisert med 1.25. Dataene for regnskapsåret 2012 blir dermed relativt sammenlignbare med regnskapsåret 2011, og regnskapsårene som blir fremskrevet er da konsistent med at 2012 tallene har lik periode som alle regnskapsår. Justeringen blir ikke foretatt på balansetallene siden disse ikke er strømningsposter men et øyeblikksbilde av den økonomiske balansen ved regnskapsperiodens slutt. Det antas med andre ord at de justerte regnskapstallene og balansen for 2012 representerer regnskapsperioden som om det var en vanlig regnskapsperiode på et år.

Horisonten for fremskrivningsperioden er valgt til syv år. I løpet av disse syv årene har 4XNG blitt fullstendig implementert og de nye Airbus A320 NEO flyene innfaset i flyflåten. Det finnes ingen eksplisitt informasjon om hva SAS planlegger å gjøre etter regnskapsåret 2018/19 så det antas at selskapet oppnår stabil tilstand etter dette regnskapsåret. Terminalverdien estimeres i 2018/19 for å fange verdiskapning etter fremskrivningsperioden.

6.2 Fremskrivning av Resultatregnskap

I dette kapittelet prøver jeg å få svar på hva slags aktiviteter som ligger under hver enkelt post i resultatregnskapet. Jeg vil også drøfte hva som driver verdiene i postene og fremskrive de enkelte postene basert på tilgjengelig informasjon.

6.2.1 Estimering av fremtidige inntekter

De totale inntektene deles inn i to kategorier; inntekter knyttet direkte til trafikk og inntekter knyttet til andre operasjonelle aktiviteter.

Passasjerinntekter

Passasjerinntektene drives realiteten av antall reisende passasjerer og passasjerenes individuelle billettpris. På de siste ti årene har passasjerinntekter som andel av totale inntekter økt fra drøye 62 prosent i 2003 til 75 prosent i 2012.

Ved fremskrivning finner jeg estimerer på passasjerinntekt ved å multiplisere estimert RPK med estimert yield (ref kap 5.2: SAS Groups nøkkeldrivere).

Charter

Charterinntektene har de ti siste årene ligget relativt stabilt, med unntak av 2005 og 2006, på 6.81 % av ordinære passasjerinntekter. Siden 4Excellence strategien ble innført i 2011 har charterinntektene ligget på 6.27 %.

I realiteten er det nærliggende å tro at reisetrender og konjunkturer i de skandinaviske landene påvirker charterinntektene. Ser man på de historiske tallene er det vanskelig å slå fast at konjunkturedgangen som slo inn i de skandinaviske landene (særlig Danmark og Sverige) høsten 2008 har hatt særlig påvirkning på charterinntektene. Man ser at chartertallene for hele 2008 er lavest på ti år, men i 2009 øker charterinntekten tilbake til 2003 og 2004 nivå igjen og holder seg relativt stabilt frem til i dag. Dette på tross av fortsatt ettervirkninger av finanskrisen.

Det er rimelig å anta at SAS sin chartertrafikk holder seg relativt stabilt i forhold til ordinære passasjerinntekter etter innføringen av 4Excellence. Dette fordi 4Excellence strategien er representativ i form av SAS kapasitet, og mulighet, til å gjennomføre Charterreiser. Det antas

derfor at chartertrafikken vil ligge på 6.27 % av ordinære passasjerinntekter også i fremskrivningsperioden.

Post og frakt

Det er SAS Cargo som har ansvar for post og frakt trafikken i SAS Group. De opererer både med post og pakke frakt på ordinære rutet og egne fly kun til godstransport.

Vekst i post og frakt kan knyttes til vekst i handel, særlig netthandel, og generelle foresendelser. Airbus har gjort en grundig analyse basert på makroøkonomiske forhold og transport markedet³³. De har kommet frem til estimerer på årlig vekst i godstransport for fly i perioden 2012-2032, både på verdensbasis og regionalbasis.

SAS opererer på flere kontinenter og vil nødvendigvis få et vektet estimat på vekst i etterspørsel etter post og frakt tjenester, i markedene, basert på destinasjoner og tilhørende regional vekst.

Estimatet på potensiell vekst i godstransport presenteres i tabellen under.

Tabell 14: Potensiell vekst for post og frakt

Region	Estimert vekst	Vekt
Intra Europa	4,10 %	15,24 %
Interkontinentalt	3,54 %	84,76 %
Nord Amerika til/fra	3,85 %	21,19 %
Japan til/fra	2,40 %	21,19 %
Kina til/fra	6,50 %	21,19 %
Thailand til/fra	3,95 %	21,19 %
Vekted Estimert vekst	3,62 %	100,00 %

84.76 % av SAS sine historiske post- og frakt inntekter siden innføringen av 4Excellence er knyttet til interkontinentale ruter. De resterende 15.24 % er knyttet til Intra Europeiske ruter. Airbus vekstestimat for Europa er 4,1 %, og en likevektet til/fra vekst for Nord Amerika, Japan, Kina og Thailand er 3.54 %. Vektet estimert vekst er 3.62 %.

I fremskrivningen av post og frakt inntekter er det brukt en sats på 0.035 SEK per ASK. Denne satsen baseres på gjennomsnittlig post og frakt inntekt per ASK etter innføring av 4Excellence strategien. Veksten er da knyttet til nåværende strategi og vekst i kapasitet.

³³ Airbus Global Market Forecast 2012-2031. <http://www.airbus.com/company/market/forecast>

SAS annualiserte vekst i post og frakt er negativ med -0.84 prosent over fremskrivningsperioden hvis man knytter den til satsen på 0.035 SEK. Dette ligger innenfor det vektete markedsestimatet på 3.62 % basert på Airbus estimater. Det prises altså ikke inn mer inntekt en antatt mulig.

Andre trafikkinntekter

Denne posten er uspesifisert i finansregnskapet til SAS. Det foreligger ingen ekstra informasjon om innhold i regnskap eller noter. Det er ikke mulig å drøfte innholdet i denne posten uten tilgang til internregnskapet eller interne kilder.

Det antas at ASK driver Andre trafikkinntekter. ASK reflekterer kapasiteten til SAS og det er nærliggende å tenke at trafikkinntekter, uansett type, drives av trafikkapasitet.

I 2003 og 2004 var inntekten på denne posten på hhv. 0.096 SEK og 0.090 SEK per ASK. I perioden 2005-2012 var andre trafikkinntekter i snitt 0.042 SEK. Etter innføringen av 4Excellence har snittet vært 0.056 SEK per ASK og det er nærliggende å anta at posten også i fremtiden vil ligge på dette nivået.

Salg om bord

Salg om bord inneholder inntekter på alt av drikkevarer, mat og annet som selges til passasjerer på SAS sine flyvninger. Salgstallene antas å variere med antall betalende passasjerer og fremskrivningene følger derfor RPK. Fremskrivningssatsen er 0.0008 SEK per estimerte betalende passasjerkilometer.

Ground handling, teknisk vedlikehold, og terminal og ekspedering

Dette er inntekter knyttet til salg av tjenester som faller under en av disse tre kategoriene. Tjenestene kjøpes av andre flyselskaper som ikke har mannskap til å drifte nødvendige bakkjetjenester knyttet til flyvninger på de lokasjonene hvor de opererer.

Som nevnt tidligere er det antatt at SAS Ground Handling likevel selges tross avslaget i april. De totale inntektene fra det nye joint venture selskapet følger en sats på SEK 0.032 per ASK. SAS sine inntekter fra Ground Handling reduseres gradvis i forhold til eierskapsandel i det nye joint venture selskapet (ref del 2: 4XNG).

Tabell 15: Fremskrivninger av inntekter fra Ground Handling

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Totale inntekter joint venture	1 278	1 257	1 299	1 299	1 299	1 299	1 299
Eierskapsandel SAS	100 %	49 %	40 %	30 %	20 %	10 %	0 %
Inntektsandel SAS	1278	616	520	390	260	130	

Teknisk vedlikehold og terminal og ekspedering antas at begge poster følger ASK. Fremskrivningssatsene for disse postene er på hhv. SEK 0.005 og SEK 0.009 per ASK.

Salgsprovisjoner og avgifter

Disse inntektene oppstår ved salg av de andre inntektskildene og en fornuftig driver er samlet inntekter.

Inntektene fra salgsprovisjoner og avgifter har ligget på 2.28 % av totale inntekter (eksklusive seg selv) etter innføring av 4Ecellence og fremskrives med denne satsen.

Øvrige andre operasjonelle inntekter

I likhet med 'Andre trafikkinntekter' er også denne posten uspesifisert i finansregnskapet. De øvrige andre operasjonelle inntektene er ikke knyttet direkte til trafikk men andre operasjonelle aktiviteter. Snittinntekten på denne posten er SEK 2 451 125 000 etter innføring av 4Excellence og fremskrives med dette beløpet.

6.2.2 Estimering av fremtidige kostnader

Personalkostnader

Lønnskostnadene beveger seg i realiteten etter lønnsnivå og antall ansatte fordelt på forskjellige stillingsnivåer. Feriepenger, sykepenger og andre sosiale kostnader antas å følge lønnskostnadene siden både lønnskostnader og sosiale kostnader følger den ansatte.

Etter salget av Widerøe reduseres antall ansatte. Snitt lønnen for de ansatte i 2012 er brukt som sats for å fremskrive lønn og sosiale kostnader. I fremskrivningsperioden er det antatt

ingen omstrukturingskostnader og at snittlønnen nedjusteres 7.5 prosent³⁴. De estimerte lønnskostnadene presenteres i tabellene nedenfor.

Tabell 16: Fremskrivninger av lønnskostnader

I perioden 2012 – 2014/2015:

(I millioner SEK)	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Lønnskostnader	10 798	9 223	6 778	6 499
hvorav omstrukturingskostnader	827	-	-	-
lønn etter omstrukturingskostnader	9 971	9 223	6 778	6 499
Antall ansatte (reele tall)	14897	14897	10947	10497
Snitt lønn ansatte (reele tall)	669325	619126	619126	619126

I perioden 2015/2016 - 2019/2020:

(I millioner SEK)	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Lønnskostnader	6189	5880	5570	5261
hvorav omstrukturingskostnader	-	-	-	-
lønn etter omstrukturingskostnader	6 189	5 880	5 570	5 261
Antall ansatte (reele tall)	9997	9497	8997	8497
Snitt lønn ansatte (reele tall)	619126	619126	619126	619126

De nye kollektivavtalene partene kom til enighet med under forhandlingen i november 2012 inneholdt blant annet bestemmelser om endring i pensjonsordningene (ref del 2: 4XNG).

Ved å gå til en premiebasert pensjon vil de ansatte maksimalt opparbeide seg 5 prosent på inntekt mellom 2G og 5G, og maksimalt 8 prosent på inntekt mellom 6G og 12G³⁵. De ansatte opparbeider seg ingenting på inntekt over 12G. Satsen på 1G er per 2013 på SEK 56 600³⁷. For fremskrivningene av pensjonskostnader er det antatt at alle ansatte maksimerer opptjeningen.

Det er brukt én sats på 6.35 prosent av lønnskostnader i bestemmelsen av pensjonskostnaden. 55 prosent av gjennomsnittsinntekten til de ansatte befinner seg mellom 2G og 5G og de resterende 45 prosent mellom 6G og 12G. Utregningen er utført med formelen under.

³⁴ I de nye kollektivavtalene for flygende personell kan grunnlønnen maksimalt nedjusteres med 15 prosent. I og med at ikke alle ansatte er flygende personell er det antatt en 7.5 prosent reduksjon på totale lønnskostnader.

³⁵ <http://www.magma.no/regnskapsmessig-behandling-av-pensjonsordninger>

³⁶ G = grunnbeløpet i folketrygden. G tilsvare her det svenske inkomstbasbeløpet som brukes i pensjonsberegninger.

³⁷ <http://www.skatteverket.se>

Formel 11: Estimert sats for fremtidige pensjonskostnader

$$\text{Sats}_{(2G-5G)} \times \text{Vekt}_{(2G-5G)} + \text{Sats}_{(6G-12G)} \times \text{Vekt}_{(6G-12G)} = 5 \% \times 0.55 + 8 \% \times 0.45 = 6.35 \%$$

De sosiale kostnadene følger også lønnskostnader og har siden 4 Excellence strategien i snitt vært på 17.16 prosent av lønnskostnader.

De totale personalkostnader er oppsummert i tabellen under.

Tabell 17: Fremskrivning av totale personalkostnader

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Personalkostnader	11392	8371	8027	7645	7262	6880	6498
Lønnskostnader	9223	6778	6499	6189	5880	5570	5261
Sosialekostnader	1583	1163	1115	1062	1009	956	903
Pensjonskostnader	586	431	413	393	374	354	334

Salgskostnader

Disse kostnadene er kostnader knyttet til alt salg som generer inntekt. I likhet med salgspolisjoner og avgifter, knyttes denne posten til all inntekt eksklusive salgspolisjoner og avgifter. Etter 4Excellence har salgskostnader ligget på 5.73 prosent og fremskrives videre med denne satsen.

Flybensin

I dag bruker kommersielle fly bensin av type Jet A-1. Jet A-1 bensinen har en mye høyere selvantenningsstemperatur (210 Celsius) og lavere frysetemperatur (-47 Celsius) enn tradisjonell flybensin (avgas) og er en mye tryggere type bensin³⁸

Fremskrivning av flybensinkostnader er vanskelig siden energimarkedet er det mest volatile markedet. For å sikre seg mot store prisfluktasjoner sikrer SAS store deler (40 – 80 prosent) av antatt bensinforbruk med finansielle derivater som opsjoner og swapper. Per oktober 2012 har SAS sikret ca 50 prosent av estimert bensinforbruk i regnskapsåret 2012/2013.

SAS sine flybensinkostnader estimeres med utgangspunkt i gjennomsnittlig årlig bensinkostnad per fly. Etter hvert som SAS tar inn nyere fly med energibesparende motorer (se 4XNG) vil snittkostnaden justeres for energibesparelsen (15 prosent) for de respektive flyene. De estimerte bensinkostnadene presenteres i tabellene nedenfor. For detaljert kalkulering av bensinkostnadene henvises det til appendiks 1: Bensinkostnader.

³⁸ <http://www.statoilaviation.com>

Tabell 18: Fremskrivninger av bensinkostnader

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Bensinkostnader Totalt	8 473	9 686	10 013	9 979	9 885	9 826	9 757

Under fremskrivningene er det tatt utgangspunkt i påløpte priser for regnskapsåret 2012 og fremskrivningene tar ikke hensyn til endring i bensinpris. Det vil foretas en nærmere analyse av bensinkostnader med eventuelle prisendringer i sensitivitetsanalysen senere i oppgaven

Luftfartsavgifter

Luftfartsavgifter er avgifter som luftfartsmyndigheter i respektive land tar for bruk av lufthavner og luftrom. I Norge er det Avinor som eier og ivaretar flyplassene. Avgiftene innbetalt til Avinor går til drifting av flyplasser og ytelse av flyplasstjenester.

Vekt på fly, antall passasjerer i flyet, avreisested og destinasjon for reisen er faktorer som bestemmer størrelsen på avgiften.

SAS sine luftfartsavgifter vil altså variere med blant annet størrelse på fly, oppsatte ruter, antall passasjerer på flyvningen og antall flyvninger på de oppsatte rutene. Å estimere dette korrekt er en komplisert og tidkrevende jobb. Som en forenkling estimeres avgiftene ved å se på historiske kostnader per ASK. Her vil også tallene etter innføring av 4Excellence være de mest relevante å fremskrive med siden de reflekterer avgiftsnivået. Snittavgift per ASK er 0.1033 SEK, og luftfartsavgiftene fremskrives med denne satsen over hele perioden.

Cateringkostnader

Disse kostnadene oppstår fra salg om bord og ombordservering på flyvningene. I hovedsak innkjøp av mat og drikke som skal selges eller serveres.

Det antas at servering og innkjøp av varer for salg følger oppmøtte betalende passasjerer og ikke kapasitet. I likhet med inntektene fra salg om bord er derfor kostnadene knyttet til RPK.

De historiske kostnadene per RPK er 0.0292 SEK og cateringkostnader fremskrives med denne satsen.

Håndteringskostnader

Dette er kostnader knyttet til bakketjenester som faller under SAS Ground Handling ansvarsområde. Siden SAS har inngått intensjonsavtale med Swissport om gradvis overtagelse av SGH vil kostnadene reduseres gradvis ut perioden. De totale kostnadene for joint venture selskapet følger ASK med en sats på SEK 0.0418. SAS Groups kostnader justeres i forhold til eierandeler i det nye joint venture selskapet (ref. del 2: 4XNG).

Tabell 19: Fremskrivninger håndteringskostnader

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Totale kostnader joint venture	1 680	1 652	1 708	1 708	1 708	1 708	1 708
Eierskapsandel SAS	100 %	49 %	40 %	30 %	20 %	10 %	0 %
Kostnadsandel SAS	1 680	810	683	512	342	171	-

Teknisk vedlikehold flymaskin

Omfanget, og dermed kostnadene, av teknisk vedlikehold på flymaskiner kan variere betydelig fra ett år til ett annet. SAS har for eksempel i 2005 79 % høyere kostnader knyttet til vedlikehold enn året før. En grunn til variasjonene kan være at SAS opererer med såkalt A/B/C/D – sjekkrutine.³⁹ En A-sjekk er den minst omfattende og utføres på de mest vitale delene av flyet. D-sjekk er den mest omfattende der flyet plukkes helt fra hverandre og enhver skrue sjekkes for feil. A-sjekkene utføres en til to ganger i måneden, B og C sjeldnere og D-sjekkene foretas om regel 2 til 3 ganger i løpet av flyets levetid (hvert 5 år eller sjeldnere).

SAS innehar en bred flyflåte med en snittalder på 13.1 år hvor de eldste modellene har en snittalder på 23.1 år (MD – 80 serien) og noen modeller er helt nye. I forbindelse med 4XNG strategien skal gamle modeller fases ut og nye fly skal inn (se kapittel: 4XNG-Flyflåten).

Det er nærliggende å anta at deler og service på nye fly vil bli billigere enn de gamle flyene og at SAS derfor vil oppnå lavere vedlikeholdskostnader over tid. Men det er vanskelig å estimere hvor mye reduksjonen i vedlikeholdskostnadene vil bli pga. usikkerhet i vedlikeholds frekvenser og tilhørende kostnad. Jeg velger derfor å bruke ti års historisk snittkostnad per ASK på SEK 0.0572 fordi den fanger opp de store variasjonene i vedlikeholdskostnadene over tid.

³⁹ Flyprat Forum. Innlegg fra sastech. Oktober 2012. <http://forum.flyprat.no/showthread.php?t=109938>.

Generelt om vedlikeholdssjekk: <http://www.faa.gov>.

Sistnevnte kilde er basert på Amerikanske luftfartsmyndigheter men i kombinasjon med innlegget i forumposten til Flyprat er det sterk grunn til å anta at lignende rutiner foretas av SAS.

Data og telekommunikasjon

Det er rimelig å tro at telekommunikasjonskostnadene har beveget seg etter, og står i forhold til, organisasjonsstruktur og antall ansatte. En reduksjon i telekommunikasjonskostnadene som står i samsvar med reduksjonen i antall ansatte er antatt. En reduksjon i arbeidstokken på 40 prosent over en tidsperiode tilsvarer derfor en reduksjon i telekostnadene på 40 prosent⁴⁰ over samme tidsperiode.

Datakostnadene derimot er antatt relativt faste og følger ingen driver fordi systemet blir brukt relativt uavhengig av den operasjonelle aktiviteten. Ved implementeringen av 4XNG vil datakostnadene halveres i løpet av de neste årene grunnet ny IT plattform og outsourcing (se del 2: 4XNG).

Problemet med fremskrivningen er at finansregnskapet ikke inneholder noe informasjon om hvor stor andel som er datakostnadene og hvor stor andel som er telekommunikasjonskostnader. Jeg velger å anta at telekostnadene utgjør 10 prosent av posten og at satsen for telekostnadene er snitt telekostnader per ansatt i 2012. Telekostnadene fremskrives dermed med antall ansatte. Halvparten av de resterende 90 prosentene som utgjør datakostnadene fjernes allerede i regnskapsåret 2012/13. De fremtidige tele- og datakostnadene er beregnet i tabellen under.

Tabell 20: Fremskrivninger data- og telekostnader

(I millioner SEK)	2012	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
Data og telekostnader	1 123	617	588	584	580	577	573	569
Datakostnader	1 010	505	505	505	505	505	505	505
Telekostnader	112	112	82	79	75	72	68	64
Antall ansatte(reele tall)	14 897	14 897	10 947	10 497	9 997	9 497	8 997	8 497
Telekostnad per ansatt(reele tall)	7 535	7 535	7 535	7 535	7 535	7 535	7 535	7 535

Øvrige driftskostnader

Øvrige driftskostnader er en relativt stor post som i SAS sitt årsregnskap ikke har noe beskrivelse. I Norwegian Air Shuttle ASA sine årsregnskap følger følgende beskrivelse av Øvrige driftskostnader: "Øvrige kostnader er relatert til systemer, markedsføring, back office,

⁴⁰ Ved gjennomføring av 4XNG reduseres arbeiderne fra drøye 15000 til 9000. Dette tilsvarer en reduksjon på 40 prosent.

konsulenter, og andre kostnader som ikke er direkte knyttet til fly eller ruter.” Det er rimelig å anta at denne beskrivelsen også gjelder for denne posten i SAS.

I perioden 2003 til 2012 har øvrige driftskostnader i snitt utgjort SEK 0.127 per ASK. Etter innføringen av 4Excellence har gjennomsnittet vært SEK 0.0971 per ASK. I forbindelse med sentralisering av administrasjon og outsourcing av kundeservice vil man antagelig få en kostnadsreduksjon i denne posten. Hvor mye reduksjon SAS vil oppnå er vanskelig å predikere. Jeg legger meg på et relativt konservativt estimat og fremskriver med den historiske satsen etter 4Excellence på 0.0971 per ASK.

Av- og nedskrivninger

Alle fremskrivninger av årlige avskrivninger er basert på snitt avskrivningsrate for hver linje etter 4Excellence. Selve avskrivningsbeløpet beregnes ved at hver inngående balansepost estimat multipliseres med den respektive avskrivningssatsen. Det antas ingen nedskrivninger. Resultatet er gitt i tabellene under.

Tabell 21: Fremskrivninger av avskrivninger

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Immaterielle eiendeler	53	51	50	49	47	46	45
Flymaskin	1 083	978	852	770	927	1 475	1 332
Reservemotorer og -deler	177	41	61	47	61	98	83
Verkstedinventar og servicedeler flymaskin	50	12	25	16	26	41	29
Annet inventar og kjøretøy	52	37	38	37	37	37	37
Bygninger og innredninger	44	39	24	21	18	16	14
Totale avskrivninger	1 458	1 158	1 052	942	1 118	1 715	1 542

Leasingkostnader flymaskiner

SAS sine leasing kontrakter på fly innebærer et forutsigbart kostnadsløp. De betaler en fast rate for de flyene de leaser avhengig av flytype og alder på flyet. En fremskrivning av leasing forpliktelser har blir foretatt av SAS og er gjengitt i tabellen nedenfor.

Tabell 22: Leasingkostnader per 31.10.12

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018 >
Leasingkostnader per 31.10.12	1 667	1 766	1 675	1 450	1 219	2 483

Kilde: SAS årsregnskap 2012. Note 34 side 72.

I forbindelse med 4XNG vil SAS lease 26 nye fly i løpet av regnskapsåret 2012/2013 og 2013/2014 (ref. del 2: 4XNG). Månedsprisene for leasing av Boeing 737-700, 737-800 og

Airbus A320 er hhv SEK 1 917 000, SEK 2 299 000 og SEK 1 981 000 per stykk^{41,42}. Fra og med 2012/2013 vil de årlige leasingkostnadene derfor øke med SEK 514 452 000, og fra og med 2013/2014 vil de øke med enda SEK 315 864 000 per år.

Det er antatt at SAS leasing forpliktelse for 2017/2018 er fordelt likt utover de tre siste årene i fremskrivningsperioden og de nye estimerte leasingkostnadene i fremskrivningsperioden presenteres i tabellen nedenfor.

Tabell 23: Leasingkostnader etter 4XNG

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Leasingkostnader per 2012	1 667	1 667	1 667	1 609	1 448	1 345	1 228
Nye leasingkostnader	514	866	866	866	866	866	866
Leasingkostnader	2 181	2 533	2 533	2 475	2 314	2 212	2 095

SAS sine nye leasing kontrakter antas å vare ut fremskrivningsperioden. For en detaljert utregning av leasing forpliktelsene henvises det til appendiks 2: Leasingkostnader etter 4XNG.

6.2.3 Resultat fremskrivning av NOPLAT

Frem til nå er de postene som inngår i NOPLAT fremskrevet. Ved å bruke det oppsettet for beregning av NOPLAT som ble gjennomgått i kapittelet om omgruppering av resultatrapporten kommer man frem til følgende resultater:

Tabell 24: Resultat fremskrivninger av NOPLAT

(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Inntekter	37 209	40 007	41 107	40 940	40 773	40 606	40 439
Personalkostnader	-11 392	-8 371	-8 027	-7 645	-7 262	-6 880	-6 498
Øvrige	-23 623	-25 994	-26 698	-26 006	-25 715	-25 465	-25 204
Leasing fly	-2 209	-2 486	-2 486	-2 427	-2 266	-2 164	-2 047
Avskrivninger	-1 458	-1 151	-1 054	-940	-1 118	-1 714	-1 542
EBITA	-1 472	2 006	2 842	3 922	4 411	4 383	5 148
Legg til: leasingkostnader fly	2 209	2 486	2 486	2 427	2 266	2 164	2 047
Trekk fra: syntetisk avskrivning	-1 790	-2 014	-2 014	-1 967	-1 836	-1 754	-1 659
Justert EBITA	-1 053	2 477	3 314	4 382	4 841	4 794	5 537
Skatt	-	545	729	964	1 065	1 055	1 218
NOPLAT	-1 053	1 932	2 585	3 418	3 776	3 739	4 319

⁴¹ Air Fleet Management. 16.04.2013. <http://afm.aero/data/industry-data-list-prices-and-lease-rates>

⁴² Vekslingskursen mellom USD og SEK er hentet den 16.04.2013. Riksbanken.se

Under fremskrivningene er det forutsatt ingen kostnad eller inntekt fra ikke – kjerneaktiviteter så de relevante postene for disse postene er ikke tatt med. NOPLAT ville uansett ikke blitt berørt uansett hvilke forutsetninger man hadde tatt om ikke – kjernedriftsposter. Dette fordi disse postene ville ha blitt trukket ut av EBITA ved justeringen av EBITA. Skatten er forutsatt å være 22 prosent over hele perioden (ref. del 3: PESTEL).

6.3 Fremskrivning av investert kapital

I dette kapitlet gjennomgås de komponentene og forhold som påvirker fremskrivningene av investert kapital. I slutten av kapitlet presenteres en tabell som viser resultatet av fremskrivningene av investert kapital.

Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er fremskrevet med en forutsetning om at 'dager av salget utestående' ikke forandrer seg. Deler og varelager følger kjernedriftskostnader siden disse er kjøpt inn for bruk og derfor knyttet til innkjøpspriser. Kundefordringer og likvide midler følger inntekter.

Leverandørgjeld følger kjernedriftskostnader fordi gjelden er knyttet til innkjøp og derfor innkjøpspriser. Annen ikke rentebærende gjeld følger inntekter.

Materielle - og Immaterielle eiendeler

De materielle eiendelene er fremskrevet slik at de i størst mulig grad gjenspeiler den virkeligheten SAS har lagt til grunn for i de kvalitative dataene (strategiplanene). Ved salget av Widerøe, som er forventet å skje i september 2013, vil eiendeler tilsvarende bokført verdi i 2012⁴³ trekkes ut fra den konsoliderte balansen. Verdien er trukket ut den 01.11.2013 (inngående balanse for regnskapsåret 2013/2014) for å forenkle og gi et mest mulig riktig økonomisk bilde⁴⁴.

Innkjøp av de nye A320 NEO flyene resulterer i en verdiøkning over 2015-2019 på SEK 18mrd, og verdiøkningen skjer i posten *Fly*. Kostnaden per fly er SEK 600 mill og verdiøkningen skjer proporsjonalt med innfasingen av de nye flyene. Postene *reservemotorer og reservedeler og verkstedinventar og serviceutstyr til fly* er tilknyttet flyaktivitet og dermed

⁴³ Bokført verdi på salgstidspunktet vil være forskjellig fra bokført verdi 31.12.2012 men det er antatt at verdiforskjellen ikke vil utgjøre vesentlige forskjeller.

⁴⁴ Ved å trekke ut Widerøes balanserte eiendeler rett før regnskapsårets slutt vil utgående balanse av investert kapital gi et uriktig bilde av den økonomiske situasjon i regnskapsåret 2012/2013, og ROIC vil få et BIAS.

knyttet til posten *Fly*. Disse følger *Fly* posten med satser på hhv. 11.77 prosent og 0.76 prosent som er snittsatsen etter 4excellence I tillegg vil salget av motorer som ble gjennomført tidlig i 2013 resulterer i en reduksjon i verdien for reservemotorer tilsvarende SEK 700 mill. i regnskapsåret 2012/2013.

SAS har som nevnt tidligere en kjøpsopsjon på enkelte bygninger de leier i Norge og Danmark. En innløsning av denne opsjonen er får ikke noen verdieffekt på balansen siden SAS selger eiendommen etter innløsning for å realisere gevinsten.

De resterende postene *Annet inventar og kjøretøy*, *Anlegg under utførelse* og *Forskudd materielle eiendeler* inngår ikke i noen strategiske planer for SAS og antas i det store løp å variere med inntjeningen og er derfor knyttet til inntekter med snittsatsene etter 4excellence med hhv. 0.31 prosent, 0.13 prosent og 0.41 prosent.

Det antas ingen nye oppkjøp av selskaper i nærmeste fremtid som skaper Goodwill. Ei heller andre aktiviteter som skaper immateriell verdi. De immaterielle verdiene avskrives derfor videre uten endringer.

Alle eiendelene avskrives årlig med de avskrivningsbeløpene funnet i forrige kapittel.

Kapitaliserte Leasingkostnader

De kapitaliserte leasing forpliktelsene balanseføres hvert år med den verdien som kommer frem ved å multiplisere neste års estimerte leasingkostnadene med multiplikatoren 7 (se kapittel 4.2.1: Omstrukturering av balansen).

Formel 12: Verdi av kapitalisert leasingkostnader

$$\text{Asset value}_{(t-1)} = \text{Rental expense}_{(t)} * \left(\frac{1}{rL + \frac{1}{\text{Asset life}}} \right), \text{ hvor } \frac{1}{rL + \frac{1}{\text{Asset life}}} = 7.$$

Kilde: Koller mfl

6.3.1 Resultat fremskrivning av investert kapital

Nå er også fremskrivningene av postene i investert kapital utført. Ved å bruke det oppsettet for beregning av investert kapital som ble gjennomgått i kapittelet om omgruppering av resultatrapporten kommer man frem til følgende resultater:

Tabell 25: Resultat fremskrivninger av investert kapital

(I millioner SEK)	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Deler og varelager	687	713	660	663	651	639	638	621
Kundefordringer	3 586	4 608	4 399	4 521	4 503	4 484	4 465	4 447
Likvide midler	2 789	3 627	3 462	3 559	3 544	3 529	3 515	3 500
Omløpsmidler	7 062	8 947	8 521	8 743	8 698	8 653	8 618	8 567
Leverandørgjeld	1 929	1 789	1 656	1 665	1 633	1 604	1 600	1 557
Ikke rentebærende kortsiktig gjeld	8 574	9 026	8 617	8 857	8 820	8 784	8 747	8 711
Kjerne driftsgjeld	10 503	10 815	10 272	10 522	10 453	10 388	10 348	10 268
Arbeidskapital	-3 441	-1 868	-1 752	-1 778	-1 756	-1 735	-1 730	-1 701
Materielle eiendeler	13 343	11 101	9 850	9 369	11 137	17 473	15 696	14 228
Kapitalisert leasing	15 270	17 733	17 733	17 324	16 198	15 481	14 662	14 662
Immatrielle eiendeler	1 922	1 869	1 818	1 768	1 719	1 672	1 626	1 581
+akkumulerte amortiseringer	1 362	1 415	1 466	1 516	1 565	1 612	1 658	1 703
Investert Kapital	28 456	30 250	29 115	28 198	28 863	34 503	31 913	30 473

SAS hadde i 2012 en negativ arbeidskapital på SEK 3.4 mrd. Fremskrivningene for regnskapsåret 2012/2013 viser at det negative gapet reduseres noe men trenden med betydelig negativ arbeidskapital fortsetter ut hele fremskrivningsperioden.

6.4 Estimering av kapitalkostnader og terminalverdi

Det siste to komponentet som må kalkuleres før fundamentalverdsettelsen er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) og terminalverdien.

6.4.1 Kapitalkostnader

Formelen for kalkulering av WACC er gitt nedenfor. Kapitalkostnader knyttet til de kapitaliserte leasing forpliktelsene er inkludert i WACC siden leasing forpliktelsene nå er balanseført som gjeldekivalent.

Formel 13: WACC

$$WACC = vD * rD + vE * rE + vL * rL$$

Hvor vD = rentebærende gjeld. rD = kapitalkostnad på gjeld etter skatt. vE = vekt egenkapital. rE = kapitalkostnad på egenkapital. vL = vekt kapitaliserte leasingkostnader. rL = kapitalkostnad kapitaliserte leasingkostnader.

Vider i dette kapittelet estimeres alle komponentene i WACC formelen. Det redegjøres for alle valg av estimater.

Kapitalvekter

For kapitalvektene er det langsiktige mål på egenkapital- og gjeldsandel som blir brukt. SAS konsernet har finansielle mål, og kapitalstruktur er ett av målene. Det blir oppgitt et langsiktig mål på egenkapitalandelen på 35 prosent og gjeldsandel på 65 prosent. Siden SAS Group har kapitaliserte leasing forpliktelser må disse målvektene justeres. Ved regnskapsårets slutt i 2012 utgjorde rentebærende gjeld og egenkapital til sammen 59 prosent. Etter justeringen skal forholdet mellom rentebærende gjeld og egenkapital være hhv. 65 prosent og 35 prosent men total sett skal de fortsatt utgjøre 59 prosent under forutsetning om at de kapitaliserte leasingkostnadene holder seg på 41 prosent av den totale kapitalen. De justerte langsiktige målene på all kapital er oppsummert i tabellen under.

Tabell 26: Kapitalvekter

	31.10.2012 Langsiktig mål	
Rentebærende gjeld	29,10 %	38,40 %
Kapitalisert leasing	41,00 %	41,00 %
Egenkapital	29,90 %	20,70 %
Totalt	100 %	100 %

Risikofri rente

Ved verdsettelse brukes som oftest obligasjoner utstedt av myndighetene som en tilnærming til den risikofrie renten. Staten er en relativt sikker tilbakebetaler og gjeldsbeta på statsobligasjonene er i normaltstand tilnærmet null. Den følger med andre ord ikke markedet og den ligger relativt fast.

Svensk 7 års statsobligasjon på 1,20 prosent (per 28.12.12) er brukt som risikofri rente. Grunnen er at SAS sitt hovedkontor ligger Sverige, årsrapporten rapporteres i svenske kroner og de kursene som brukes ved kalkuleringene av beta er svenske.

Gjeldskostnad

19. november 2012 reduserte Standard & Poor (S&P) kredittgraderingen til SAS fra B- til CCC+. Dette skjer fem dager før den siste av i alt åtte fagforeninger skriver under på den nye

kollektive avtalen som må til for at 4XNG planen kunne godkjennes av styret. S&P har for øvrig endret status fra negativ fremtidsutsikt til stabil i februar 2013. Implisitt sier dette at sannsynligheten for at SAS ikke greier å betjene lånene sine har økt noe. Investorenes krav til premie over den risikofrie renten var i utgangspunktet høyt siden en B- rating er av spekulativ grad⁴⁵. Konsekvensen ved nedgraderingen er at investorene i obligasjon – og gjeldsmarkedene krever en enda høyere avkastning på utlånene sine enn før.

Bestemmelsen av gjeldskostnaden er gjort ved å se på to forskjellige alternative metoder for estimering. Den ene metoden tar utgangspunkt i Damodaran sin forskning på data fra USA⁴⁶. Han har tatt utgangspunkt i alle graderte selskaper i USA og sett på sammenhengen mellom rentedekningsgrad og gjeldspremie over risikofri rente. SAS har en negativ rentedekningsgrad som resulterer i gradering D, som tilsvarer en premie på 12 prosent.

Den andre metoden går ut på å sammenligne gjeldsgradering og løpetid på SAS egen gjeld med den gjelden som ligger i markedet og bruke markedets avkastning til forfall (Yield to Maturity(YTM)) som gjeldskostnad. Informasjon er hentet fra Markit og data fra *Markit iBoxx EUR High Yield Indices* er brukt⁴⁷. Sammenligningsporteføljen har indeksnavnet *iBoxx EUR High Yield Fixed rate*⁴⁸. Denne porteføljen er en god tilnærming i forhold til fastrente, kredittgradering og maturitet på utestående gjeld. Avkastningen til forfall den 31.12.12 på denne porteføljen var 5.60 prosent. Dette tilsvarer en premie over risikofri rente på 4.40 prosent.

Det er stor differanse i risikopremien til Damodaran og Markits portefølje. En grunn er at Damodaran i hovedsak ser på rentedekningsgraden i forhold til EBIT når premien kategoriseres. SAS scorer dårlig på dette punktet men i realiteten gradering på både B- (Moody's) og CCC+ (S&P). Den reelle risikopremien vil derfor være lavere. En annen grunn er at Damodaran baserer seg på data fra USA og ikke Euromarkedet. SAS har ikke gjeld i USD.

⁴⁵ Skillet mellom investeringsgrad og spekulativ grad går ved BBB-. Investorer som investerer i selskaper med høy gradering som AAA krever en mindre avkastning enn selskaper med lavere gradering fordi sannsynligheten for at selskapet skal lykkes med tilbakebetalingen av gjeld er høyere. Graderingen settes på bakgrunn av en rekke nøkkeltall.

⁴⁶Aswath Damodaran. Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. 2013.

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>.

⁴⁷ <http://www.markit.com>

⁴⁸ Mer informasjon om porteføljen:

https://products.markit.com/indices/download/products/guides/Markit_iBoxx_EURHY_Guide.pdf

Konklusjonene på bakgrunn av dette er å bruke en likevektet premie fra Markits sammenlikningsportefølje og Damodaran som påslag på den risikofrie renten. Argumentet mot kun å bruke Markits premie er at porteføljen stort sett består av BB og B gradert gjeld⁴⁹, noe som gir for lavt premiepåslag.

Gjeldskostnaden etter skatt er beregnet til 6.93 prosent. Resultatet er oppsummert i tabellen under.

Tabell 27: Estimering av gjeldskostnad etter skatt

Per 31.12.2012	YTM	Premie
Markit High Yield Index	5,60 %	4,40 %
Damodaran	13,20 %	12,00 %
Gjennomsnitt premie		8,20 %
Risikofri rente		1,20 %
Skattesats		26,30 %
Gjeldskostnad etter skatt		6,93 %

Gjeldskostnaden ble funnet til å være 9.40 prosent før skatt. Dette er høyt men et resultat av lav gradering. I kapittel 5.1.2 fant jeg gjeldskostnaden til å være 9.69 prosent for 2012 og et snitt på 8.72 i perioden 2010 -2012.

Egenkapitalkostnad

Avkastningskravet til egenkapitalen er utledet fra *CAPM* (Capital Asset Pricing Model).

Formel 14: CAPM

$$R_i = r_f + \beta * RM$$

Hvor R_i = avkastningskravet til egenkapitalen, r_f = den risikofrie renten, β = egenkapitalbeta(systematisk risiko, mål på hvor mye aksjen varierer med markedet). RM = markedets risikopremie.

Grunnen til valg av CAPM fremfor andre tilbakeskuende modeller som flerfaktor modellen *Fama & French* eller fremadskuende modeller som *Dividende modellen* er:

1. Det er mange faktorer som kan være relevante å trekke inn i en flerfaktormodell for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, for eksempel renteutvikling, inflasjon og finansielle faktorer. Hvilke faktorer som skal trekkes inn og hvilke som skal holdes

⁴⁹ http://www.markit.com/assets/en/docs/factsheets/MKT_iBoxx_EUR_Liquid_High_Yield_Indices_factsheet.pdf

utenfor i SAS konsernets tilfelle er en komplisert oppgave. CAPM er en enklere modell, den baserer seg kun på markedet risikopremie. Den er mest brukt i praksis og den gir et godt estimat i forhold til kompleksiteten i modellen.

2. Bruken av fremadskuende modeller krever antagelser på fremtidige dividendeutbetalinger og vekst. I SAS konsernets tilfelle har det ikke vært utbetalt dividende siden år 2000. Dette sier noe om usikkerheten rundt dividendeutbetalingene i SAS Group. Denne metoden å estimere avkastningskrav til egenkapitalen er derfor valgt bort.

Markedets risikopremie

Den historiske gjennomsnittlige risikopremien på det svenske markedet per mars 2013 er vurdert til 6 prosent i PWC sin årlige risikopremiestudie.⁵⁰ Tilsvarende opererer Damadoran med en svensk risikopremie på 5.80 prosent.⁵¹ I denne oppgaven velger jeg å bruke en risikopremie på 6 prosent siden dette er det mest oppdaterte estimatet.

Estimering av Egenkapialbeta

Valget av beta er gjennomført ved å se på resultatene fra to regresjoner og bruken av industribeta. En gjennomgang av regresjonene kommer først. Deretter en gjennomgang av bruken av industribetaen.

Den første regresjonen er foretatt med månedlige avkastninger som strekker seg fem år tilbake i tid. Den andre er foretatt med ukentlige avkastninger som strekker seg tre år tilbake i tid.

MSCI World Indeks er valgt som markedsportefølje.⁵² Koller mfl. 2010 mener at denne porteføljen er den beste tilnærmingen til den uobserverbare teoretiske markedsporteføljen for analytikere utenfor USA. Dette fordi dette er den mest vell diversifiserte indeksen. De lokale indeksene som OSEAX (Oslo all share index), OMX (OMX Stockholm) eller OMX Nordic er ikke diversifiserte nok siden de er overvektet med en spesiell type industri (for eksempel er

⁵⁰ Riskpremiestudien. 2013. <http://www.pwc.se>

⁵¹ Damadoran. Country Default Spreads and Risk Premiums. Januar 2013. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

⁵² <http://www.msci.com>.

Oslo børst tungt påvirket av oljeindustrien). Konsekvensen er at SAS Groups systematiske risiko da måles for ensidig i forhold til den teoretiske «riktige» markedsporteføljen.

Formel 15: Regresjonslikningen

$$\Delta SAS = \alpha + \beta * \Delta MSCI World Indeks + u$$

Regresjonen er gjort i Excel etter OLS metoden. De relevante dataene som kom frem av regresjonene er oppsummert i tabellen nedenfor. Resultatene finnes i appendiks 3: regresjon.

Tabell 28: Resultat regresjon

	β	Bloomberg justert β	P- verdi	Nederste 95 %	Øverste 95 %	Justert R^2	α
Månedlige 5 år	0,958	0,972	0,012	0,219	1,698	0,093	-0,044
Ukentlige 3 år	1,536	1,359	<0,0001	1,105	1,967	0,269	-0,010

De to regresjonene viser betydelige forskjeller. Regresjonen med de ukentlige dataene gir en høyere R^2 som impliserer at avkastningen på markedsporteføljen (MSCI) forklarer 26.9 prosent av avkastningen til SAS i motsetning til de månedlige dataene hvor 9.3 prosent av avkastningene er forklart av markedsporteføljen. P- verdien er dessuten lavere for de ukentlige dataene. I tillegg er 95 prosent konfidensintervallet mye trangere ved bruk av de ukentlige avkastningene.

Det er også gjort en Bloomberg justering av betaene. Hensikten er i følge Koller mfl. 2010 å justere ekstreme observasjoner i regresjonen mot snittverdiene i regresjonen. Dette skal gi et riktigere estimat på den «virkelige» beta. Justeringslikningen er gitt i formelen under.

Formel 16: Bloomberg justering av beta

$$\beta_{Bloomberg} = 0.33 + 0.67 * \beta_{original}$$

Videre gjennomgås bruken av industribeta.

Damadoran har estimert industribeta på 1.04 og en tilhørende unlevered industribeta på 0.6 for den europeiske flybransjen.⁵³ Ved å ta utgangspunkt i unlevered industribeta og justere den for SAS konsernets kapitalstruktur vil man komme frem til SAS konsernets egenkapitalbeta. Fremgangsmåten er vist i formelen under. Industribetaen er estimert på

⁵³ Damadoran. 2013. <http://stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

bakgrunn av selskap med relativ lik operasjonell risiko. Etter gjeldsjusteringen skal egenkapitalbetaen være den teoretiske «riktige».

Formel 17: Gjeldsjustering av industribeta

$$\beta_{Egenkapital} = \beta_{FirmaIndustri} * (1 + Gjeldsgrad) - \beta_{Gjeld} * (Gjeldsgrad)$$

Kilde: Titman and Martin.

Gjeldsbetaen i formelen over er estimert ved å bruke CAPM. Markedsporteføljen inneholder alle verdipapirer, også gjeld, så CAPM er også gyldig til å finne gjeldskostnaden via markedsporteføljen og gjeldsbetaen. Tidligere i dette kapitlet ble gjeldskostnaden estimert så gjeldsbetaen finner man ved å omrokere CAPM og løse med hensyn på gjeldsbetaen.

Formel 18: Gjeldsbetaen

$$\beta_{Gjeld} = \frac{rg - rf}{RM}$$

Resultatet av beregningen av gjeldsbetaen og den gjeldsjusterte egenkapitalbetaen for SAS Group er gitt i tabellen under.

Formel 19: Gjeldsjustert industribeta

Egenkapitalbeta Industri	1,040
Firmabeta Industri	0,600
Gjeldsbeta SAS	1,370
Gjeldsgrad SAS	1,857
Egenkapitalbeta SAS	-0,825

Som man ser av tabellen er estimatet på egenkapitalbetaen negativt og ikke logisk siden dette gir et negativt avkastningskrav på egenkapitalen. Antagelig skjer dette fordi gjeldsbetaen er mye høyere enn industribetaen. Damadoran rensket vekk gjennomsnittsgjelden fra industrien ved kalkuleringen av unlevered industribeta, og ikke selskapene hver for seg. Dette impliserer kanskje at SAS konsernet er en ekstrem observasjon i utarbeidelsen av industribeta. Bruken av Damadorans industribeta er derfor ikke egnet for SAS Groups vedkommende i dette tilfellet.

Konklusjonen, på bakgrunnen av resultatene jeg kom frem til under regresjonen og bruk av industribeta, er å bruke den Bloomberg justerte betaen basert på 3 års ukentlige observasjoner. Denne betaen har lavest p-verdi, trangest konfidensintervall og høyest R^2 .

Kostnad på kapitalisert leasing

Tidligere i denne oppgaven ble EBITA og investert kapital justert for den kapitaliserte leasingkostnaden. WACC må derfor justeres siden det oppstår en rentekostnad på den kapitaliserte leasingen. Ved beregningen av leasing avskrivningene ble den implisitte renten trukket ut. Satsen på denne tilsvarte en 10 års AA – gradert obligasjon med rente 2.71 prosent. Denne satsen representerer den kapitaliserte leasing kostnaden og brukes i beregningen av WACC.

Kapitalkostnad SAS Group

Alle estimatene jeg har kommet frem til i dette kapittelet som er brukt for å kalkulere SAS Groups kapitalkostnad er oppsummert i tabellen under.

Tabell 29: Kapitalkostnader SAS Group

	Sats	Vekt
Risikofri rente (rf)	1,20 %	-
Egenkapitalbeta (β)	1,359	-
Risikopremie (RM)	6,00 %	-
Egenkapitalkostnad (rEK)	9,68 %	20,7 %
Kredittspread gjeld	8,20 %	-
Skattesats	26,30 %	
Gjeldskostnad etter skatt	6,93 %	38,4 %
Kapitalisert leasing etter skatt	2,71 %	41,0 %

Jeg henter tilbake formelen for beregningen av WACC som ble introdusert i starten av dette kapittelet og bruker dataen i tabellen over for å beregne SAS sin vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad.

Formel 20: Resultat WACC

$$WACC = 20.7\% * 9.68\% + 38.4\% * 6.93\% + 41\% * 2.71\% = 5.77 \%$$

SAS Groups estimerte vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad er beregnet til å være 5.77 prosent.

6.4.2 Terminalverdien

I estimeringen av terminalverdien har jeg brukt et estimat på ROIC på 5.80 prosent. Dette estimatet representerer det historiske gjennomsnittet i flyindustrien fra 1965 til 2007.⁵⁴ Jeg tar

⁵⁴ Koller m.fl. 2010. side 74.

en forutsetning om at SAS Group ikke genererer mer avkastning på investert kapital i all overskuelig fremtid enn det industrien i snitt har gjort. Terminalverdien blir da som følger:

Tabell 30: Terminalverdi

(I millioner SEK)	2018/2019
Investert kapital	30 473
ROIC	5,80 %
WACC	5,77 %
Økonomisk profitt	9,54
Terminalverdi	165,41

Av tabellen ser man at spreaden mellom ROIC og WACC er 0.03 prosent som tilsvarer en superprofitt på 9.54 mill. Den evige annuiteten på denne superprofitten er gitt ved terminalverdien og er verdt 165.41 millioner.

Del 7 Verdsettelsen

I denne delen blir det først gjort en fundamental verdsettelse basert på resultatene i del 4. Videre gjøres det en sensitivitetsanalyse. Resultatet av fundamental verdsettelsen bygger på strenge forutsetninger. Ved å løsne på disse forutsetningene ved hjelp av en sensitivitetsanalyse kan man få innsikt i hvordan, og i hvilken grad, aksjekursen reagerer på avvik fra de opprinnelige forutsetningene.

Til slutt i denne delen vurderer jeg SAS Groups likvidasjonsverdi for å se på hvorvidt det lønner seg med fortsatt drift eller ikke.

7.1 Fundamental verdsettelsen

I den fundamentale verdsettelsen estimeres først selskapsverdien til SAS Group. Dette utgjør som nevnt tidligere verdien av all kjernedriftsaktivitet og ikke – kjernedriftsaktivitet. Egenkapitalen beregnes deretter ved å trekk fra rentebærende gjeld, gjeldekvalenter og estimatavvikelsene.

7.1.1 Selskapsverdi

Verdsettelse av kjernedriftsaktiviteter

Verdien av kjerneaktiviteten kommer frem ved bruk av modellen presentert i kapittel 4.1.

I del 4 ble NOPLAT og investert kapital fremskrevet, og WACC ble estimert. I tabellen under presenteres de siste beregningene som er gjort for å komme frem til verdien av kjerneaktiviteten.

Tabell 31: Verdi kjernevirksomhet

(Tall i 1 000 000)	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Investert Kapital	30 250	30 250	29 115	28 198	28 863	34 503	31 913	30 473
ROIC		10,00 %	12,16 %	15,15 %	17,07 %	17,86 %	14,70 %	17,72 %
WACC		5,77 %	5,77 %	5,77 %	5,77 %	5,77 %	5,77 %	5,77 %
Economic profit		1 281	1 860	2 645	3 263	4 172	2 850	3 642
Terminalverdi								165
Diskonteringsfaktor		0,945	0,894	0,845	0,799	0,755	0,714	0,675
Nåverdi Økonomisk Profitt		1 211	1 663	2 235	2 607	3 152	2 035	2 571
Sum nåverdi økonomisk profitt	15 474							
Investert Kapital 2012	28 456							
Verdi kjernevirksomhet	43 931							

Av tabellen ser vi at utgående balanse på den investerte kapitalen i 2012 har en verdi på SEK 28 456 mill. Nåverdien av den økonomiske profitten er positiv, og verdien på kjernevirksomheten er SEK 43 931 mill.

Verdsettelse av Ikke- kjernedriftseiendeler

Ikke – kjernedriftseiendelene består som nevnt tidligere av de finansielle eiendelene inkludert netto pensjonseiendeler (ref. del 4: Omgruppering av rapportene).

Omarbeidingen av IAS19 og de nye kollektivavtalene gjør at verdien av pensjonsforpliktelsene må revalueres. Egentlig trer ikke den nye regnskapsregelen i kraft før påbegynt regnskapsår etter 1. Januar 2013, noe som tilsvarer en innføring i regnskapsåret 2013/2014 for SAS. For å gi et mest mulig riktig økonomisk bilde vurderes verdien av pensjonseiendelene og – gjeld med de nye bestemmelsene i 2012. Verdsettelse av pensjon er utført i tabellen under.

Tabell 32: Verdsettelse av pensjonseiendeler

Verdi eksisterende pensjonseiendeler	32 264
Ny verdi pensjonsforpliktelseer	14 000
Udekket pensjonsforpliktelse	1 851
Netto pensjonseiendeler	16 413
Skatt	26,30 %
Verdi netto pensjonseiendeler etter skatt	12 096

Etter at de udekkete pensjonsforpliktelsene er trukket fra sitter SAS igjen med netto pensjonseiendeler etter skatt på SEK 12 096 mill.⁵⁵

De andre finansielle eiendelene er verdsatt til SEK 2 195 mill. Verdiene knyttet til kapitalandeler i interesseforetak er antatt å være oppdatert med de siste markedsverdiene av egenkapital for den respektive selskapene. De øvrige finansielle eiendelene (andre verdipapirer, utsatt skattefordel og andre langsiktige fordringer) er også verdsatt til bokført verdi.

Total er alle ikke – kjernedriftseiendeler verdsatt til SEK 14 291 mill. Summen av verdien til kjernevirksomheten og ikke – kjernevirksomheten utgjør selskapsverdien til SAS som etter forutsetningene er på SEK 58 570 mill.

7.1.2 Verdsettelse av gjeld- & gjeldsekvivalenter

Gjeld og gjeldsekvivalentene inkluderer alle gjeldsposter som ikke er driftsgjeld. Driftsgjelden er som nevnt tidligere en variabel som inngår i investert kapital og skal derfor ikke trekkes fra igjen.

Bruk av markedsverdier på den rentebærende gjelden gir et riktigere økonomisk bilde enn bruk av bokførte verdier. Både gjeldsbrevet og de øvrige lånene med verdier på hhv SEK 978 mill. og SEK 5 621 mill. er oppgitt med virkelige verdier (som antas kun å være basert på markedsverdier) i SAS Groups noter. Obligasjonene er oppført med bokført verdi SEK 2 763mill. Beregnet markedsverdi er SEK 2 962 mill⁵⁶. Markedsverdien av disse er funnet ved å neddiskontere hovedstol og kupongene frem til forfall med tidligere beregnet gjeldskostnad på 9.4 prosent (ref. del 6: kapitalkostnad).

Alle langsiktige avsetninger, kortsiktige omstrukturingskostnader og den kapitaliserte leasingen er kategorisert som gjeldsekvivalenter.

I tabellen under er verdien av all gjeld og gjeldsekvivalenter oppsummert.

⁵⁵ De udekkete pensjonsforpliktelsene er forpliktelser det ikke er gjort fremtidige avsetninger til gjennom fond eller lignende. Disse pensjonsforpliktelsene må likevel trekkes fra pensjonseiendelene fordi de representerer en negativ verdi for selskapet.

⁵⁶ Se *Appendiks 4: Obligasjoner* for detaljer.

Tabell 33: Verdsettelse av gjeld og gjeldsekvivalenter

<i>Sum gjeld</i>	<i>11 505</i>
Obligasjoner	2 962
Gjeldsbrev	978
Øvrige lån	5 621
Øvrige gjeld	130
Kortfristig del av langsiktig	1 403
Kortsiktig rentebærende lån	411
<i>Sum gjeldsekvivalenter</i>	<i>18 407</i>
Langsiktig avsetninger	1 967
Omstruktureringkostnader	1 170
Kapitalisert leasing	15 270
Sum gjeld og gjeldsekvivalenter	29 912

7.1.3 Egenkapitalverdi

Etter gjelden er trukket fra og egenkapitalen er justert for estimatavvikelsen ender jeg opp med en egenkapitalverdi på SEK 20 410 mill. Verdsettelsen er oppsummert i tabellen under.

Tabell 34: Verdsettelse av egenkapital

Verdi kjernevirksomhet	43 931
Andre finansielle eiendeler	2 195
Netto pensjonseiendel etter skatt	12 096
Selskapsverdi	58 222
Trekk fra: Verdi av gjeld	11 505
Trekk fra: Verdi av Kapitalisert leasing	15 270
Trekk fra: Langsiktig avsetninger	1 967
Trekk fra: Omstruktureringkostnader	1 170
Trekk fra: Verdi av estimatavvikelsen	7 900
Verdi egenkapital	20 410
Verdi per aksje	62,04

Med SAS Group sine 329 000 000 utestående aksjer tilsvarende dette en kurs på SEK 62.04 per aksje.

7.2 Sensitivitetsanalysen

Sannsynligheten for at estimatene som ligger til grunn for verdsettelsen blir nøyaktig som forutsatt er heller lav enn høy. Det er hensiktsmessig å analysere effekten på egenkapitalverdien og lønnsomheten av å endre de variablene som ligger til grunn for verdifastsettelsen. For fremskrivningene er nøkkeldriverne og oljeprisen de mest hensiktsmessige variablene å analysere. I tillegg er det usikkerhet knyttet til verdien av WACC og terminalverdien, så en sensitivitets analyse av disse variablene er også gjort.

7.2.1 Sensitivitet nøkkeldriverne

Nøkkeldriverne ble funnet til å være ASK, loadfactor og Yield i kapittel 5.2. Forhold som pris, etterspørsel og kapasitet ligger bak disse driverne. Disse verdidriverne er ustabile fordi en eventuell etterspørselsvikt reduserer loadfactor og dermed RPK. Hvis SAS Group på en annen side ønsker å øke frekvensen sin på noen ruter på grunn av plutselige endringer i trend og etterspørsel vil effekten bli en økt ASK. Jeg velger derfor å se på endringer i aksjekursen ved å sette opp en ASK og loadfactor matrise med prosentvise endringer i fra basenivå som driver. Resultatet er gitt i figuren under, den øverste tabellen viser aksjekurser og den nederste tabellen viser prosentvis endring fra basekurs.

Tabell 35: ASK/Loadfactor matrise

ASK/Loadfactor	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
-4%	32,10	35,30	38,50	41,71	44,91	48,11	51,31	54,51	57,72
-3%	36,21	39,45	42,7	45,94	49,19	52,43	55,68	58,92	62,17
-2%	40,32	43,61	46,9	50,18	53,47	56,76	60,05	63,33	66,62
-1%	44,43	47,76	51,09	54,42	57,75	61,08	64,41	67,74	71,07
0%	48,54	51,91	55,29	58,66	62,04	65,41	68,78	72,15	75,52
1%	52,65	56,07	59,48	62,9	66,31	69,73	73,14	76,56	79,97
2%	56,76	60,22	63,68	67,14	70,59	74,05	77,51	80,97	84,42
3%	60,87	64,37	67,87	71,37	74,87	78,37	81,87	85,37	88,87
4%	64,98	68,52	72,07	75,61	79,15	82,70	86,24	89,78	93,32

ASK/Loadfactor	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
-4%	-48,3%	-43,1%	-37,9%	-32,8%	-27,6%	-22,5%	-17,3%	-12,1%	-7,0%
-3%	-41,6%	-36,4%	-31,2%	-26,0%	-20,7%	-15,5%	-10,3%	-5,0%	0,2%
-2%	-35,0%	-29,7%	-24,4%	-19,1%	-13,8%	-8,5%	-3,2%	2,1%	7,4%
-1%	-28,4%	-23,0%	-17,6%	-12,3%	-6,9%	-1,5%	3,8%	9,2%	14,6%
0%	-21,8%	-16,3%	-10,9%	-5,4%	0,0%	5,4%	10,9%	16,3%	21,7%
1%	-15,1%	-9,6%	-4,1%	1,4%	6,9%	12,4%	17,9%	23,4%	28,9%
2%	-8,5%	-2,9%	2,6%	8,2%	13,8%	19,4%	24,9%	30,5%	36,1%
3%	-1,9%	3,8%	9,4%	15,0%	20,7%	26,3%	32,0%	37,6%	43,2%
4%	4,7%	10,4%	16,2%	21,9%	27,6%	33,3%	39,0%	44,7%	50,4%

Som man ser av figuren er aksjekursen mer sensitiv for endringer i loadfactor enn ASK. En økning i loadfactor med 4 prosent, gitt alt annet likt, vil gi en teoretisk aksjekurs på SEK

79.15 som er 27.6 prosent økning fra basen. En økning i ASK med 4 prosent, gitt alt annet likt, gir tilsvarende en økning i kurs på 21.7 prosent.

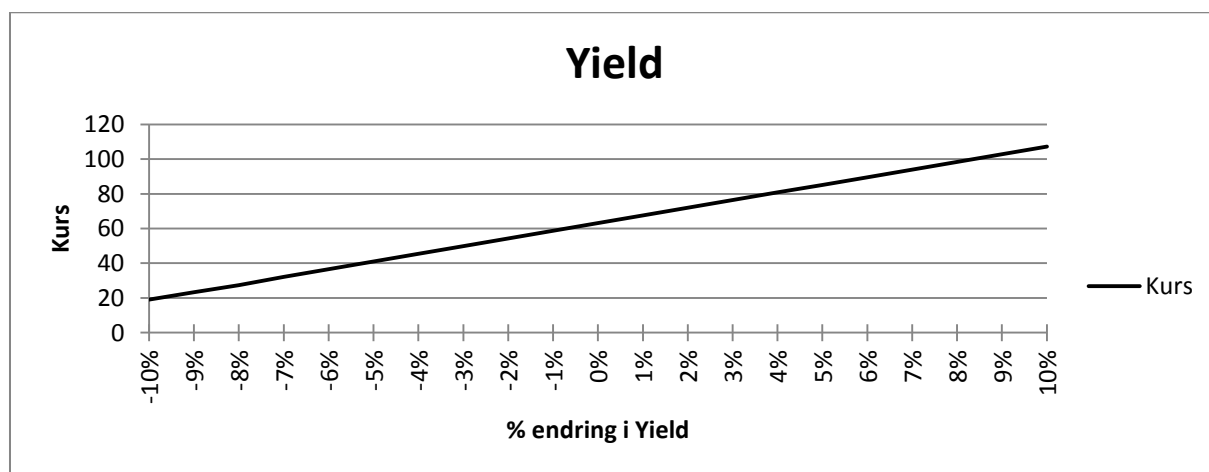
Det som er mer interessant er å se på er hvor stor variasjonen i ASK eller loadfactor kan være før nåverdien av den økonomiske profitten treffer breakeven. Løsningen på dette er funnet ved å bruke solverfunksjonen i Excel. Ved å sette target (nåverdi økonomisk profitt) til null og løse med hensyn på årlig prosentvis avvik fra opprinnelige ASK ble løsningen -13.94 prosent. Det vil si, alt annet likt, at en reduksjon i ASK over fremskrivningsperioden på 13.94 prosent vil gi null lønnsomhet over perioden.

Tilsvarende vil en reduksjon i loadfactor på ca. 10.98 prosent nå breakeven-nivået.

Yield

Alt annet likt tilsvarer en økning(reduksjon) i yielden en økning(reduksjon) i prisen. Figuren under viser sammenhengen mellom prosentvis endring i yielden og aksjekurs.

Figur 5: Sensitivitet Yield



For hvert prosentpoeng yielden faller(øker) så faller(øker) kursen med ca. 7 prosent. En 10 prosent reduksjon i yielden resulterer i en aksjekurs på SEK 17.98. Breakeven-nivået på økonomisk profitt for yielden er på ca. 10.67 prosent,

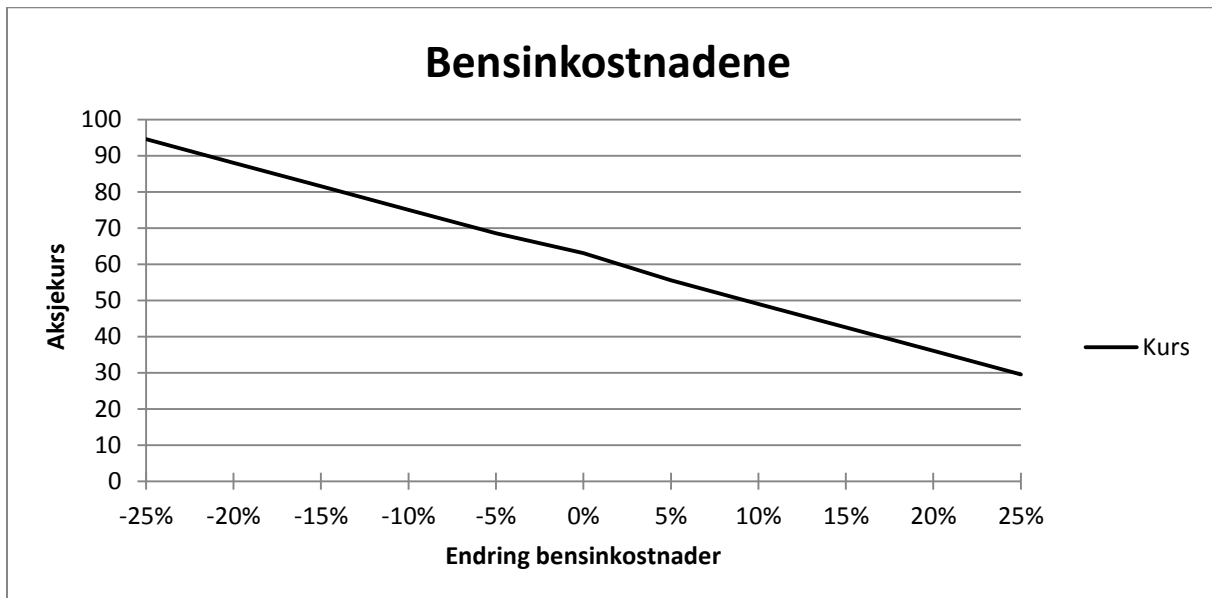
7.2.2 Sensitivitet bensinkostnadene

Oljeprisen er veldig volatil og de totale bensinkostnadene for et år avhenger mye av de løpende daglige markedsprisene. Norges Bank presenterer i pengepolitisk rapport av 1|13 terminpris for oljeprisen i 2015-16, terminprisen ligger på USD 97. For 2013 ligger det et vektet anslag (snitt spotpriser hittil og terminpriser ut året) på USD 110. Hvis SAS Group

låser inn prisen på all bensin med terminkontrakter tilsvarer dette en reduksjon i bensinkostnader med ca. 12 prosent hvis mengden forbruk holdes konstant.

Figuren under viser aksjekursen ved forskjellige nivåer av bensinkostnader.

Figur 6: Sensitivitet bensinkostnader



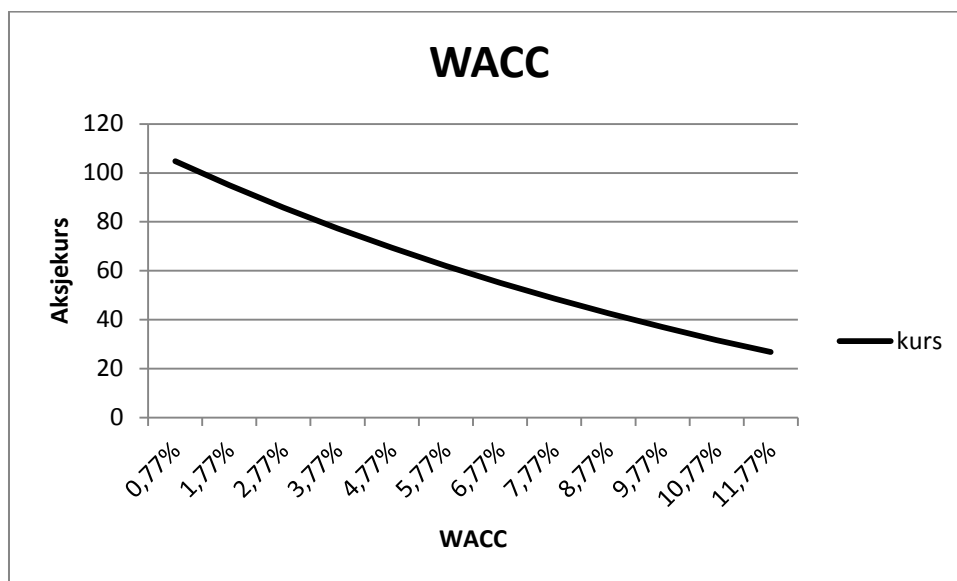
En 25 prosent reduksjon i bensinkostnadene resulterer i en aksjekurs på SEK 94.55. En 25 prosent økning i bensinkostnadene resulterer i kurs på SEK 29.54. Breakeven på økonomisk profitt ligger på 36.19 prosent økning i bensinkostnadene.

7.2.3 Sensitivitet WACC

Den vektete kapitalkostnaden til SAS Group er også en viktig variabel i verdsettelsen. Hvis SAS konsernet greier å øke lønnsomheten og rentedeckningsgraden slik at risikoen for mislighold av gjelden reduseres vil de etter hvert kunne øke kredittraten og få billiger lån i markedet.

Figuren under viser aksjekursen ved forskjellige nivåer av WACC i fremskrivningsperioden,

Figur 7: Sensitivitet WACC



Breakeven-nivået for den økonomiske profitten er ved en WACC på 14.43 prosent.

I likhet med de andre variablene er også variablene som ligger i bestemmelsen av WACC usikre. For å kartlegge hvordan, og i hvor stor grad, variablene påvirker WACC har jeg gjort en analyse ved å bruke Excel tillegget Tornado. Tornado er et mer avansert sensitivitetsanalyseverktøy og passer analysen av WACC godt. Ved å sette opp to ytterpunkter (maks og min) av mulige scenario for input i WACC, i tillegg til utgangspunktet, vil Tornado verktøyet finne hvordan, og i hvor stor grad, hver enkel variabel påvirker WACC.

I tabellen under er de to scenarioene representert ved lav og høy. Base er utgangspunktet for analysen og viser de opprinnelige verdiene av variablene som gir en WACC på 5.77 prosent.

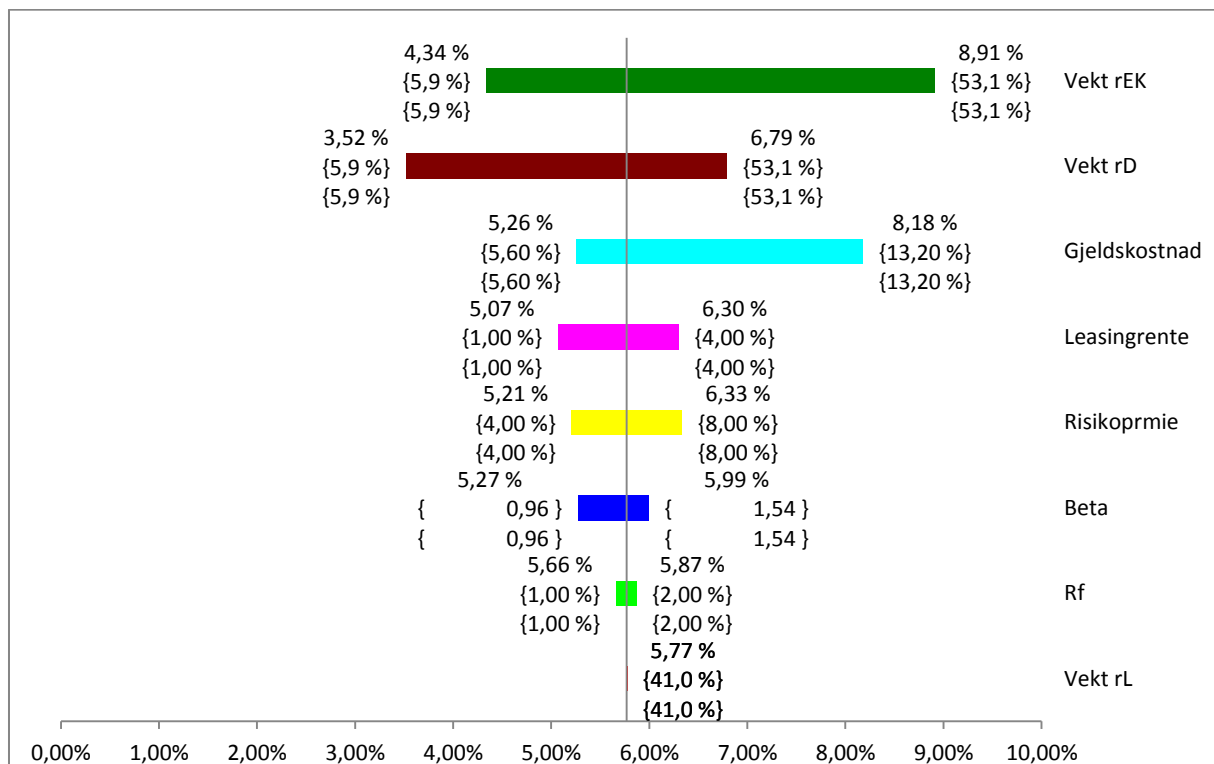
Tabell 36: Scenarioanalyse WACC

Parameter	Base	Lav	Høy
Gjeldskostnad	6,93 %	5,60 %	13,20 %
Vekt rD	38,4 %	53,10 %	5,90 %
Beta	1,36	0,958	1,536
Risikopremie	6,00 %	4 %	8 %
Rf	1,53 %	1 %	2 %
Vekt rEK	20,7 %	5,90 %	53,10 %
Leasingrente	2,71 %	1 %	4 %
Vekt rL	41,0 %	41 %	41 %
WACC	5,77 %	3,67 %	10,01 %

Gjeldskostnaden, beta, risikopremien, risikofri-rente og leasing-renten er satt til de laveste og høyeste verdiene som er innenfor fornuftighetens grenser. I regresjonen av beta fant jeg for

eksempel det laveste estimatet til å være 0.958 og det høyeste 1.536. For gjeldskostnaden fant jeg at ved kun å bruke premien på Markits High Yield Portfolio ville kostnaden være 5.6 prosent, ved kun å bruke Damodarans premie ville gjeldskostnadene vært 13.20 prosent. For vektene har jeg valgt å holde de kapitaliserte leasingkostnadene konstant og valgt å sette forholdet mellom gjeld og egenkapital til hhv. 90 prosent og 10 prosent i lav scenarier, og hhv. 10 prosent og 90 prosent i høy tilfellet. Og hvis alle ytterpunktene for variablene innfrir samtidig ser vi at WACC vil være 3.67 prosent i lav scenarier og 10.01 prosent i høy scenarier. Resultatet av Tornado analysen vises i figuren under.

Figur 8: Resultat Tornado analyse



Av figuren kan vi konkludere med at en økt andel egenkapital og høy gjeldskostnad er det som utgjør størst trussel for en økning i WACC. Øker egenkapital andelen til 53.1 prosent alt annet likt resulterer dette til en WACC på 8.91 prosent.

Breakeven- nivået for WACC er som nevnt tidligere på 14.43 prosent. WACC er i verst tenkelig scenario anslått til 10.01 prosent. Hvis alle de andre variablene forblir uendret betyr det at SAS konsernet vil oppnå lønnsomhet siden økonomisk profitt ikke når breakeven før WACC når 14.43 prosent. At de andre variablene vil forholde seg uendret er meget lite sannsynlig i den virkelige verden.

7.2.4 Sensitivitet terminalverdi

I terminalverdien er det to variabler som påvirker verdien, det er forventet ROIC og WACC etter fremskrivningsperioden. For å måle sensitiviteten har jeg satt opp en ROIC/WACC matrise lik ASK/loadfactor matrisen tidligere i kapittelet. Forskjellen er at her vises kursen ved en endring i prosentpoeng og ikke prosent.

Tabell 37: Sensitivitet terminalverdi

ROIC/WACC	-5 %	-4 %	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
-5 %	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25	127,09	137,94	148,78	159,62	170,47
-4 %	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25	127,09	137,94	148,78	159,64
-3 %	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25	127,09	137,94	148,78
-2 %	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25	127,09	137,94
-1 %	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25	127,09
0 %	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41	116,25
1 %	-3,02	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56	105,41
2 %	-13,86	-3,02	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72	94,56
3 %	-24,71	-13,86	-3,02	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88	83,72
4 %	-35,55	-24,71	-13,86	-3,02	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04	72,88
5 %	-46,39	-35,55	-24,71	-13,86	-3,02	7,82	18,66	29,51	40,35	51,19	62,04

Tabellen viser at kursene er identiske ved å bevege seg diagonalt nedover. Kursen blir den samme når endringen i prosentpoeng for ROIC og WACC er hhv. 5 prosent og 3 prosent og når endringen er hhv. 3 prosent og 1 prosent. Grunnen til dette er at når man beveger seg diagonalt er spreaden mellom ROIC og WACC konstant, og terminalverdien vil holde seg konstant som igjen resulterer i samme aksjekurs. En breakeven analyse av den økonomiske profitten med hensyn på spreaden viser at nullpunktet ligger ved en spread på ca. -4.34 prosentpoeng. Ved denne breakeven spreaden er terminalverdien ca. SEK -22 761 mill. Med andre ord, SAS Group vil være lønnsom i fremskrivningsperioden men alt som tjenes inn går til å dekke underskudd i all fremtid. Dette er en teoretisk situasjon, et selskap vil tvilsomt kunne fortsette driften i all evighet med en negativ spread.

7.2.5 Konklusjon sensitivitetsanalyse

Ut fra sensitivitetsanalysene finner vi de forskjellige verdidriverenes påvirkningskraft på aksjeverdien. Svakheter er at disse drivere varierer mer dynamisk i den virkelige verden og disse analysene blir for statiske. Forutsetninger om at for eksempel kun bensinkostnader

endrer seg og ingenting annet blir for lite virkelighetsnært. Men analysen gir innsikt og kan bidra med å gjøre SAS Group mer proaktiv på de områder som ligger til grunn for driverne.

Analysen bidrar også til å få en «magefølelse» på hvor store, eventuelt små, marginer SAS Group har å gå på i forhold til verdidriverne. For eksempel er et drastisk fall i loadfactor og økte bensinkostnader en meget uheldig kombinasjon for SAS Group.

7.3 Likvidasjonsverdi

Hvis eierne sitter igjen med mer verdi ved å stenge ned driften og selge unna alle eiendelene i selskapet enn å fortsette driften er det naturlig å foreta en likvidasjon av SAS konsernet.

I SAS Groups tilfelle er det rimelig å anta at markedet for eiendelene er likvid fordi det vil oppstå et etterspørselsoverskudd i markedet ved likvidasjon som andre aktører vil tjene på å dekke. I en reel situasjon vil markedsprisen på eiendelene avvike fra bokført verdi på grunn av blant annet høy eller lav etterspørsel etter eiendelene. SAS Group har ikke gitt noe informasjon om markedsverdier og det er tatt en forenkling om at bokført verdi tilsvarer markedsverdier.

I kapittel 7.1 fant jeg at nåverdien av økonomisk profitt representerer den verdien som skapes ved å fortsette drift. Jeg revaluerte også verdien av ikke – kjernedriftseiendelene og fant markedsverdien på gjelden. Likvidasjonsverdien kommer dermed frem ved å sette nåverdien av den økonomiske profitten til null. Resultatet blir som følger:

Tabell 38: Likvidasjonsverdi

Sum nåverdi økonomisk profitt	-
Investert Kapital 2012	28 456
Verdi kjernevirksomhet	28 456
Andre finansielle eiendeler	2 195
Netto pensjonseiendel etter skatt	12 096
Selskapsverdi	42 748
Trekk fra: Verdi av gjeld	11 505
Trekk fra: Verdi av Kapitalisert leasing	15 270
Trekk fra: Langsiktig avsetninger	1 967
Trekk fra: Omstrukturingskostnader	1 170
Trekk fra: Verdi av estimatavvikelsen	7 900
Verdi egenkapital	4 935
Verdi per aksje	15,00

Velger SAS Group å likvidere driften, selge unna alle eiendeler og nedbetale utestående gjeld så sitter aksjeeierne igjen med en egenkapital verdi på SEK 4.9 mrd. som tilsvarer en aksjekurs på nøyaktig SEK 15. I tilfellet med en forutsetning om fortsatt drift er egenkapitalverdien funnet til å være SEK 20.4 mrd., og aksjekursen SEK 62.

I følge de forutsetningene som er gitt er det mer verdier i fortsatt drift. En forenkling er å se på nåverdien av den økonomiske profitten. Så lenge nåverdien av den økonomiske profitten er positiv vil det lønne seg med fortsatt drift.

Del 8 Analyse og konklusjon

8.1 Er SAS bærekraftig?

Vil den nye strategien 4XNG redde SAS fra konkurs? Dette er forskningsspørsmålet som ble stilt innledningsvis og som jeg igjennom denne oppgaven har prøvd å få svar på.

Ved hjelp av de kvalitative dataene gitt ved strategien, historiske data og antagelser om fremtiden viser verdsettelsen at SAS Group greier å generere verdier etter kapitalkostnadene i fremtiden. Hvis 4XNG implementeres som planlagt viser fremskrivningene at superprofitten er positiv i alle år, og nåverdien er beregnet til SEK 15.5 mrd. Rent lønnsomt ser det ut som om SAS konsernet greier seg men et vesentlig problem er SAS konsernets fremtidige gjeldsforpliktelser. De midlene som SAS konsernet har oppnådd ved salg av eiendeler i forbindelse med 4XNG og verdier generert via drift må være nok til å kunne nedbetale gjeldsforpliktelsene. For å få svar på om SAS konsernet genererer nok profitt og likvider fort nok setter jeg opp en tabell som sammenligner superprofitten og resultatene av salg av eiendeler mot gjeldsavdragene over fremskrivningsperioden.

Tabell 39: Superprofitt vs. avdrag på gjeld

(I millioner SEK)	0 - 1 år	1-5 år	over 5 år
Finansiell gjeld netto	1 134	-6 631	-2 514
Superprofitt	1 280	14 789	3 642
Likvide midler fra salg	2 700	ukjent	ukjent
Netto midler til gode	5 114	8 158	1 128

SAS Group har i løpet av neste år og fem år frem i tid ca. SEK 6.6 mrd. i netto gjeldsforpliktelser. Etter fem år gjenstår 2.5 mrd. Ett år frem i tid har de en netto gjeldseiendel siden de finansielle eiendelene overstiger gjeldsavdragene. Fra og med år 1 er inntekt fra salg av likvide midler ukjent. Beløpet fra SAS Ground Handling er ukjent og avgjørelsen i forhold til det å selge de resterende 20 prosentene av Widerøe er ukjent. Uansett er den genererte profitten fra drift mer enn høy nok til å betale ned gjeldsforpliktelsene i årene fremover.

Hvis man innbiller seg at SAS konsernet ikke hadde tatt den negative utviklingen alvorlig ser man av tabellen at de fort hadde pådratt seg betalingsproblemer og gått konkurs. Uten implementering av 4XNG ville SAS antagelig fortsatt å pådra seg underskudd, underforstått null superprofitt, og null midler fra salg.

Ut i fra dette kan man si at strategien 4XNG redder SAS Group fra konkurs. Men jeg mener bildet på utviklingen er mer nyansert enn dette.

I sensitivitetsanalysen i kapittel 7.2 fant jeg at muligheten for at nåverdien av superprofitten i mer eller mindre grad blir utradert av høye bensinkostnader, fall i prisene eller fall i etterspørsel er til betydelig, men oppsiden av forholdene er også til stede og kan bidra til enda mer verdi.

Dessuten kan det oppstå flere negative ringvirkninger i forbindelse av implementeringen. For eksempel er de nye kollektivavtalene og pensjonsordningene ikke gunstig for arbeiderne og det kan oppstå arbeidstaker flukt fra SAS Group og mangel på ansatte kan sette begrensninger på driften. SAS stripper også ned servicetilbudet sitt for å spare kostnader, konsekvensen kan bli mindre fornøyde kunder og i verste fall kundeflukt mot konkurrentene.

Det skal sies at SAS Group har planlagt meget omfattende arbeid med å kutte kostnader og øke lønnsomheten. Endringen i pensjonsplanene og reduksjon i personalkostnadene er allerede blitt implementert og resultatene er i ferd med å vise seg. DN melder den 12.06.13 at 2.kvartals rapporten til SAS Group viser et mindre underskudd en ventet av analytikerne og at underskuddet bare er halvparten så stort som fjorårets.⁵⁷

Det er tre mulige utfall for SAS Group:

1. Likvidasjon
2. Oppkjøp
3. Videre drift

En likvidasjon av SAS konsernet må nødvendigvis innebære at verdien for aksjonærene er høyere enn ved videre drift. Eiendelene vil da stykkes opp og selges i markedet. Dette utfallet inntrer om markeds- og makroforholdene utvikler seg i retning av fallende billettpriser, lav etterspørsel og høye bensinkostnader. Markedsforholdene er likt for hele industrien men soliditeten til SAS konsernet er betydelig svekket og vil ikke ha den samme evnen, på kort sikt, til å hente seg inn igjen.

Om SAS konsernet ikke greier å oppnå lønnsomhet og videre drift ikke er et alternativ er et mulig utfall at eksisterende selskaper kjøper opp SAS Group og inkluderer driften inn under eget selskapet. Jeg mener dette er et mer sannsynlig utfall enn en likvidasjon. Et

⁵⁷ DN.no. 2013. 306 millioner i SAS underskudd men..<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2629113.ece>

oppkjøpsselskap kan ha ressurser til å skape synergieffekter av et eventuelt oppkjøp. Rent markedsmessig vil også dette være det mest naturlige utfallet siden det vil ligge et etterspørselsoverskudd som uansett vil utnyttes av et flyselskap. Et oppkjøp vil spare en for transaksjonskostnader som måtte oppstå ved opprettelse av fly og ande driftseiendeler som må fysisk flyttes til markedsområdene og settes i drift.

Om markeds- og makroforholdene forholder seg relativt stabilt og 4XNG gjennomføres etter planen mener jeg på bakgrunn av de analyser jeg har gjort at SAS Group har skiftet kurs bort fra konkurs og i retning bærekraft. Jeg mener at dette er det mest sannsynlige utfallet. Makroforholdene er i ferd med å stabilisere seg etter fler år med finanskriser (ref. del 3: ekstern analyse) og verdipotensialet ligger til rette i markedet.

8.2 Konklusjon

I denne masteroppgaven har jeg prøvd å få svar på om SAS fortsatt vil fortsette å fly i fremtiden.

Ut fra fremskrivningene jeg har gjort virker det som SAS konsernet kommer til å generere nok midler til å nedbetale fremtidig gjeld, underforstått at makro- og markedsforholdene forholder seg relativt stabilt. Sensitivitetsanalysen har ikke gitt meg noe eksakt margin på hvor mye negativ utvikling SAS Group tåler før all superprofitt er utradert men det virker som om fler faktorer må utvikle seg negativt, likt, for at konkurs skal være en reel trussel.

Ved bruk av fundamental analysen fant jeg den teoretiske aksjekursen til å være SEK 62.04. Denne kursen er mye høyere enn markedskursen som i snitt etter 01.01.2013 har vært priset til SEK 13.14. Ut fra mine analyser er aksjen sterkt undervurdert.

Jeg gjorde også en likvidasjonsanalyse av SAS Group. Verdien på aksjekursen fant jeg i dette tilfellet å være verdt SEK 15. Denne kursen gir indikasjoner på at markedet priser SAS Group til likvidasjonsverdi. Det virker med andre ord som om investorene i markedet ikke priser inn videre drift.

Ut fra analysene som er gjort virker det som om SAS konsernet unngår konkurs og at det ut ifra et investorperspektiv ligger mye verdier i selskapet. Men det skal nevnes at risikoen for at virkeligheten avviker for mye fra fremskrivningene, og utradering av superprofitten som konsekvens, er til stede.

Referanser

Bøker:

Løwendahl.B.R. og Wenstøp.F.E., 2010. Grunnbok i strategi. 3. Utgave. Oslo: Cappelen Damm AS.

Koller.T, Goedhart.M og Wessels,D.,2010. Valuation, measuring and managing the value of companies. 5th edition. New Jersey: John Wiley & sons.

Sørensen.O.,2009. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 3. Utgave. København: Gjellerup.

Titman.S. og Martin.J.D., 2011. Valuation, the art and science of corporate investment decisions. 2nd edition. US: Pearson education, Inc.

Gripsrud.G.,Olsson.U.H. og Silkoset.R., 2008. Metode og dataanalyse, med fokus på beslutning i bedrifter. Kristiansand: Høyskoleforlaget AS – Norwegian Academic Press.

Bodie.Z., Kane.A. og Marcus.A.J, 2009. Investments. 8th edition. New York: McGraw – Hill/Irwin

Årsrapporter og Publikasjoner:

SAS Group	Årsrapportene 2002 – 2012.
SAS Group	Hovedtrekk i 4XNG. 2012.
SAS Group	Media/analyst – presentation. Desember 12, 2012.
SAS Group	Now we begin our new journey 4Excellence. 2011.
Airbus	Airbus Global Market Forecast 2012 – 2031. 2012
Boeing	Boeing Current Market Outlook 2012 – 2031. 2012
Norges Bank	Pengepolitisk rapport 1 13. 2013
Norwegian ASA	Årsrapporten 2012.

Magma	Regnskapsmessig behandling av pensjonsordningene. Juni 2001.
PricewaterhouseCoopers	Riskpremiestudien. 2013.
Aswath Damodaran	Country Default Spreads and Risk Premiums. Januar 2013.
Widerøe	Årsrapportene 2010 – 2012.

Elektroniske kilder (lest i perioden 01.02.2013 – 16.06.2013):

Markit	http://www.markit.com
Aswath Damodaran	http://people.stern.nyu.edu/adamodar
Det Norske Stortinget	http://www.stortinget.no
Den Norske Regjeringen	http://www.regjeringen.no
SAS Group	http://www.sasgroup.net
Star Alliance	http://www.staralliance
Air fleet management	http://afm.aero
KPMG	http://www.kmpg.no
FlyNonstop	http://www.flynonstop.no
International Air Transport Association	http://www.iata.org
Skatteverket i Sverige	http://www.skatteverket.se
Den svenske riksbanken	http://www.riksbanken.se
Magma	http://www.magma.no
Statoil Aviation	http://www.statoilaviation.com
Flyprat Forum	http://forum.flyprat.no
Federal Aviation Administration	http://www.faa.gov
MSCI	http://www.msci.com

Widerøe

<http://www.wideroe.no>

Pressemeldinger:

SAS Group: 23.11.2012 “Danish Pilot Union members approve the new collective agreement”
03.05.2013 “SAS sells Widerøe to an investor group led by Torghatten”
07.03.2013 “SAS and Swissport International signed Letter of Intent: Swissport to take over SAS Ground Handling”

Avisartikler:

Dagens næringsliv: 25.01.2013 «SAS sliter med salget»
12.06.2013 «306 millioner i SAS - smell, men...»
E24.no: 11.03.2013 «SAS har dårlige kort for Widerøe salget»
06.04.2013 «SAS får lavere pris for bakkemannskapene»
CH-aviation: 29.05.2013 «SAS to retire its last MD82 in late October with festivities planned»

Appendiks

Appendiks 1: Bensinkostnadene

ÅR	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Bensinkostnader totalt	10 044	8 473	9 686	10 013	9 979	9 885	9 826	9 757
SAS								
År	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
NEO fly	-	-	-	-	4	15	22	30
Gamle fly snitt	149	125	148	153	149	138	131	123
Total	149	125	148	153	153	153	153	153
Bensinkostnad per fly SAS	65	79	79	79	78	77	77	76
Bensinkostnad gamle fly	9 752	8 181	9 686	10 013	9 752	9 032	8 574	8 050
Bensinkostnad NEO fly	-	-	-	-	228	854	1 252	1 707
Bensinkostnad	9 752	8 181	9 686	10 013	9 979	9 885	9 826	9 757
Widerøe								
ÅR	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Gamle fly	42	42	-	-	-	-	-	-
Totalt	42	42	-	-	-	-	-	-
Bensinkostnad per fly Widerøe	7	4						
Bensinkostnad gamle fly	292	292						
Bensinkostnad	292	292						

Appendiks 2: Leasingforpliktelser etter 4 Excellence Next Generation

Antall nye leases og leaserate ved 4XNG:

Type fly	Lease rate i SEK (kurs per 16.04)	2012/2013	2013/2014	Totalt
Boeing 737-700	1 917 000	5	5	10
Boeing 737-800	2 299 000	5	6	11
Airbus A320	1 981 000	11	3	14
Totalt		21	14	35

Ekstra leasingkostnader som oppstår ved 4XNG:

Modell	2012/2013	2013/2014
Boeing 737-700	115 020 000	115 020 000
Boeing 737-800	137 940 000	165 528 000
Airbus A320	261 492 000	71 316 000
Ekstra kostnad som påløper	514 452 000	351 864 000

De estimerte nye leasingkostnadene:

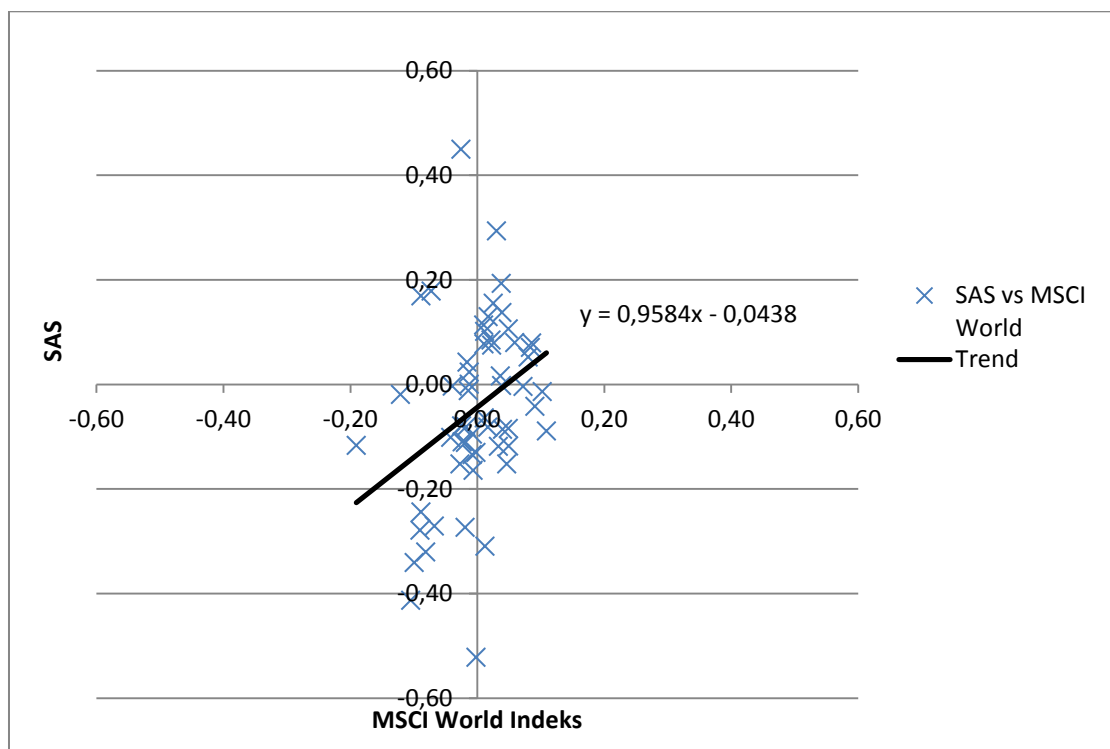
(I millioner SEK)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Leasingkostnader per 2012	1 667	1 667	1 667	1 609	1 448	1 345	1 228
Antall leasede fly	114	114	114	110	99	92	84
Estimerte nye leasingkostnader	2 181	2 533	2 533	2 475	2 314	2 212	2 095

Appendiks 3: Regresjonsresultater

Regresjon – 5år Månedlig

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,330425306
R-kvadrat	0,109180883
Justert R-kvadrat	0,092984172
Standardfeil	0,165770237
Observasjoner	57

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	-0,043814933	0,02195721	-1,995469077	0,050954417	-0,087818164	0,000188298
Avkastning MSCI USD	0,958392672	0,36913362	2,596329943	0,012061689	0,218632371	1,698152973

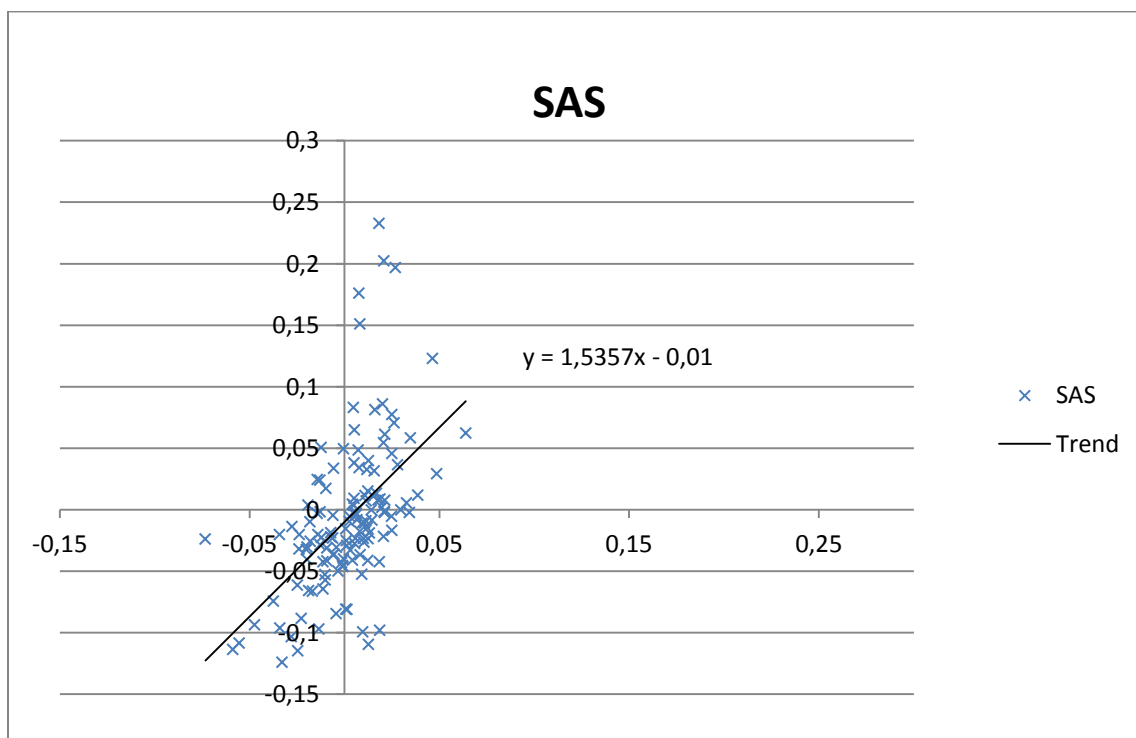


Regresjon – 3år Ukentlig

Regresjonsstatistikk	
Multippel R	0,524309945
R-kvadrat	0,274900918
Justert R-kvadrat	0,269365811
Standardfeil	0,052230627
Observasjoner	133

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%
Skjæringspunkt	-0,010040451	0,004548725	-2,207311347	0,029033334	-0,019038914	-0,001041989
MSCI Indeks	1,535749021	0,217919042	7,047337421	9,35E-11	1,10465318	1,966844863

(P- verdien til MSCI indeksen er gitt ved en vitenskapelig notifikasjon. Elleve tallet bak E betyr at kommaet flyttes elleve plasser til venstre. P- verdien er med andre ord ekstremt liten)



Appendiks 4: Markedsverdi obligasjoner

Opprinnelige markeds beløp	2012/2013	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	Nåverdi MEUR	Nåverdi MSEK
60 MEUR - kupponrente 14.7 %	8,82	8,82	8,82	68,82		70,21	605
75 MEUR - kupponrente 9.6 %	7,20	82,20				75,26	649
40 MEUR - kupponrente 12.3 %	4,92	4,92	4,92	4,92	44,92	44,47	383
1300 MSEK - kupponrente 10.5 %	136,5	1436,5				1325,02	1325
						SUM	2962

Kupongene og hovedstol er neddiskontert med selskapets estimerte gjeldssats på 9.4 prosent.