

Verdsettelse av SAS AB

Master i økonomi og administrasjon
Spesialisering anvendt finans, vår 2019



Universitetet
i Stavanger

Andrea Azinovic og Helene Tangen Gundersen

Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger

Veileder: Siri Valseth



Universitetet
i Stavanger

HANDELSHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: Verdsettelse av SAS AB

ENGELSK TITTEL: Valuation of SAS AB

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Siri Valseth

Kandidatnummer:

4055

.....

4012

.....

Navn:

Andrea Azinovic

.....

Helene Tangen Gundersen

.....

Sammendrag

Denne masterutredningen tar for seg en verdsettelse av det skandinaviske flyselskapet SAS AB, med det formål å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen. Utredningen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, og er dermed utført fra et investororientert perspektiv. På bakgrunn av formålet, er det formulert følgende problemstilling: *"Hva er verdien av SAS AB pr. 08.05.2019?"*.

Verdivurderingen er utført ved fundamental verdsettelsesteknikk, og komparativ verdsettelse i form av multipelvurdering som supplerende metode. Innledningsvis starter oppgaven med en presentasjon av flybransjen, samt en gjennomgang av SAS' historie og nåværende situasjon. Deretter gjennomfører vi en strategisk analyse av selskapets interne og eksterne forhold. Dette gjøres for å kartlegge deres styrker og svakheter, samt muligheter og trusler, noe som gir oss innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold.

En analyse av regnskapet blir så utført, hvor regnskapet for SAS omgrupperes og justeres. I tillegg gjennomføres det en forholdstallsanalyse, for å få bedre forståelse av den underliggende kredittrisikoen. Her får SAS en kredittrisikorating på BB+, hvilket tilsier at selskapets kredittrisiko er signifikant, og at de på lang sikt kan få problemer med å møte sine økonomiske forpliktelser som følge av den økonomiske utviklingen. Denne ratingen bidrar også til å finne avkastningskravet, som i vår oppgave er beregnet til å være 5,8%. Basert på gjennomførte analyser og egne forutsetninger, blir fremtidsregnskapet for SAS utarbeidet. I det påfølgende kapitlet fastsettes selskapets verdiestimat ved hjelp av fri kontantstrøm-metoden. Av dette fremkommer et verdiestimat på SAS' aksje på 25,57 SEK. Til sammenligning var aksjeprisen notert på Stockholm Børs til å være 18,09 SEK den 08.05.2019. Vår verdsettelse indikerer dermed at SAS AB er underpriset, noe som gir grunnlag for en kjøpsanbefaling.

For å undersøke hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i utvalgte variabler, gjennomføres det en sensitivitetsanalyse for å avdekke at små endringer i disse kan ha stor betydning for den estimerte aksjeprisen.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet av to økonomi- og administrasjonsstudenter ved Universitetet i Stavanger (UiS), som en avslutning på et toårig masterstudium innenfor spesialiseringen anvendt finans. Oppgaven er skrevet gjennom vårsemesteret 2019, og utgjør 30 av totalt 120 studiepoeng.

Med interesse for finans og regnskap, ble det tidlig besluttet å velge verdsettelse som tema for masteroppgaven. På denne måten kunne vi benytte oss av flere kunnskapsområder vi har tilegnet oss gjennom studiet. Arbeidet med denne oppgaven har vært svært lærerikt og spennende, samt til tider veldig krevende.

Ettersom store deler av oppgaven bygger på rammeverket fra kurset BUS440 *Regnskapsanalyse og verdsettelse*, ønsker vi å rette en takk til professor Kjell Henry Knivsflå for tilgang til forelesningsnotater. I tillegg vil vi takke vår veileder Siri Valseth for konstruktive tilbakemeldinger underveis og hennes tilgjengelighet gjennom prosessen.

Stavanger, 05. juni 2019

Andrea Azinovic

Helene Tangen Gundersen

Innhold

Sammendrag.....	3
Forord.....	4
Innholdsfortegnelse	5
1.0 Innledning.....	8
1.1 Oppgavevalg.....	8
1.2 Problemstilling.....	8
1.3 Avgrensning.....	9
1.4 Oppgavens struktur.....	10
2.0 Presentasjon av bransje og selskap.....	11
2.1 Presentasjon av bransjen.....	11
2.1.1 Flybransjen.....	11
2.2 Presentasjon av SAS.....	13
2.2.1 Historie.....	13
2.2.2 SAS i dag.....	15
2.2.3 Kostnadsfordeling.....	16
2.2.4 Aksjekursutvikling.....	17
2.2.5 Eierforhold.....	19
2.2.6 Konsernstruktur.....	20
2.2.7 Forretningsmodell.....	20
2.3 Komparative selskap.....	21
2.3.1 Norwegian Air Shuttle ASA.....	22
2.3.2 Deutsche Lufthansa AB.....	22
2.3.3 EasyJet.....	23
2.3.4 Oppsummering av nøkkeltall.....	23
3.0 Teori for verdsettelse.....	24
3.1 Fundamental verdsettelse.....	24
3.1.1 Egenkapitalmetoden.....	24
3.1.2 Selskapskapitalmetoden.....	25
3.2 Komparativ verdsettelse.....	26
3.2.1 Multiplikatormetoden.....	26
3.2.2 Substansverdimetoden.....	26
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	27
3.4 Valg av metode for verdsettelse.....	28
4.0 Strategisk analyse.....	29
4.1 Ekstern analyse.....	29
4.1.1 PESTEL.....	29
4.1.1.1 Politiske forhold.....	30
4.1.1.2 Økonomiske forhold.....	33
4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold.....	36
4.1.1.4 Teknologiske forhold.....	37
4.1.1.5 Samfunnsmessige forhold.....	37
4.1.1.6 Lovmessige forhold.....	39
4.1.1.7 Oppsummering av PESTEL.....	40
4.1.2 Porters fem krefter.....	41
4.1.2.1 Etableringstrusler fra nye aktører.....	42
4.1.2.2 Kundens forhandlingsstyrke.....	43

4.1.2.3	Trusler fra substitutter.....	44
4.1.2.4	Leverandørens forhandlingsstyrke.....	45
4.1.2.5	Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter.....	46
4.1.2.6	Oppsummering av Porters fem krefter.....	47
4.2	Intern analyse.....	48
4.2.1	VRIO.....	49
4.2.1.1	Star Alliance.....	49
4.2.1.2	SAS' merkenavn.....	51
4.2.1.3	Eierstruktur.....	52
4.2.1.4	Oppgradert flyflåte.....	53
4.2.1.5	Oppsummering av VRIO.....	53
4.3	Oppsummering strategisk analyse – SWOT.....	54
5.0	Regnskapsanalyse.....	56
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse.....	56
5.1.1	Analysenivå.....	57
5.1.2	Analyseperiode.....	57
5.1.3	Komparative selskap.....	57
5.2	Presentasjon av rapporterte tall.....	57
5.3	Omgruppering for analyse.....	61
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	61
5.3.2	Omgruppering av balansen.....	66
5.4	Analyse og justering av målefeil.....	68
5.5	Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	69
5.5.1	Tidsvektning.....	69
5.5.2	Verdivektning.....	69
6.0	Forholdstallsanalyse.....	70
6.1	Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko.....	70
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	70
6.1.2	Likviditetsgrad 2.....	72
6.1.3	Gjeldsdekningsgrad.....	73
6.1.4	Rentedekningsgrad.....	74
6.2	Soliditetsanalyse – langsiktig risiko.....	75
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	75
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	77
6.3	Oppsummering - Syntetisk rating.....	78
7.0	Avkastningskrav.....	81
7.1	Avkastningskravet til egenkapitalen.....	81
7.1.1	Risikofri rente.....	82
7.1.2	Beta.....	83
7.1.3	Markedets risikopremie.....	84
7.1.4	Illikviditetspremie.....	85
7.1.5	Beregning av avkastningskrav til egenkapital.....	85
7.2	Avkastningskrav til finansiell gjeld.....	85
7.3	Avkastningskrav til total kapitalen.....	86
8.0	Lønnsomhetsanalyse.....	88
8.1	Superrentabilitet – strategisk fordel.....	88
8.2	Driftsfordel.....	90
8.2.1	Bransjefordel, drift.....	90
8.2.2	Ressursfordel, drift.....	91
8.2.2.1	Marginfordel.....	92

8.2.2.2 Omløpsfordel.....	93
8.2.3 Gearingfordel, drift.....	94
8.3 Finansieringsfordel.....	95
8.4 Oppsummering strategisk fordel.....	96
9.0 Fremtidsregnskap.....	98
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	98
9.2 Analyse av historisk vekst.....	98
9.3 Valg av budsjetthorisont.....	99
9.4 Analyse og budsjettering.....	100
9.4.1 Driftsinntekter.....	100
9.4.1.1 Trafikkinntekter.....	100
9.4.1.2 Andre driftsinntekter.....	101
9.4.2 Driftskostnader.....	101
9.4.2.1 Lønnskostnader.....	101
9.4.2.2 Drivstoffkostnader.....	102
9.4.2.3 Leasingkostnader for fly.....	103
9.4.2.4 Andre driftskostnader.....	103
9.4.3 Andre kontantstrømelementer.....	104
9.4.3.1 Avskrivninger.....	104
9.4.3.2 Skatt.....	104
9.4.3.3 Investeringer/CAPEX.....	104
9.4.3.4 Arbeidskapital.....	105
9.4.3.5 Leasingrenter og endring i operasjonell leasing.....	105
9.5 Vekst etter budsjetthorisont.....	105
9.6 Fremtidsregnskapet.....	106
10.0 Fundamental verdsettelse.....	107
10.1 Selskapskapitalmetoden.....	107
10.2 Verdsettelse ved fri kontantstrømmodellen.....	109
10.3 Sensitivitetsanalyse.....	109
10.3.1 Driftsinntektsvekst.....	110
10.3.2 Vekstrate i terminalperiode og WACC.....	111
10.3.3 Lønnskostnader.....	113
10.4 Oppsummering.....	114
11.0 Komparativ verdsettelse.....	115
11.1 P/E.....	116
11.2 P/B.....	117
11.3 EV/EBIT.....	118
11.4 EV/SALES.....	119
11.5 EV/EBITDA.....	120
11.6 Oppsummering av komparativ verdsettelse.....	121
12.0 Konklusjon.....	123
12.1 Handlingsstrategi.....	123
Litteraturliste.....	125
Tabelloversikt.....	135
Figuroversikt.....	137
Vedlegg.....	138

1.0 Innledning

I dette kapittelet presenterer vi motivasjonen for oppgavevalg og valg av verdsettelsesobjekt. Videre følger problemstillingen vi ønsker svar på, samt oppgavens formål. Det redegjøres også for avgrensninger vi har foretatt, før vi til slutt gir en gjennomgang av oppgavens struktur, slik at leseren skal få bedre oversikt.

1.1 Oppgavevalg

Å skrive en masteroppgave er en stor jobb, og det er da flere faktorer som ligger bak valget av en slik oppgave. Det er naturligvis viktig å velge et tema en synes er interessant og spennende, kan litt om fra før, og samtidig vil lære mer om. I tillegg ønsket vi å finne et tema det finnes mye data og informasjon om, slik at man lettere kommer inn i stoffet og i gang med skrivingen. For oss var det også viktig å velge en oppgave der vi kunne bruke kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom både bachelor- og masterstudiet. På bakgrunn av dette, ble det tidlig avklart at vi ønsket verdsettelse som tema for oppgaven vår, ettersom vi kan kombinere kunnskap om emner som makroøkonomi, regnskap, strategi og finans.

Videre dukket spørsmålet knyttet til hvilket selskap vi skulle verdsette opp, og derfra hadde vi to krav; selskapet måtte være børsnotert, og det skulle være et selskap de fleste har kjennskap til. Samtidig var det også en fordel om det ikke var skrevet flere lignende oppgaver om selskapet tidligere. Valget landet på det skandinaviske flyselskapet Scandinavian Airlines AB (SAS), tidligere Scandinavian Airlines System, som pr. i dag er et av Skandinavias ledende flyselskap. Dette er et flyselskap vi begge har god erfaring med, og et godt forhold til, og som dermed ble et naturlig valg for vår oppgave.

1.2 Problemstilling

Denne masterutredningen tar for seg en verdivurdering av SAS AB, heretter SAS, med et formål om å estimere egenkapitalverdien til selskapet. I den forbindelse ønsker vi å svare på følgende problemstilling:

”Hva er verdien av SAS pr. 08.05.2019?”

Som sagt er målet med denne oppgaven å komme med et verdiestimat på egenkapitalen og den tilhørende aksjeprisen, samt å sammenligne dette estimatet med markedsverdien. For

børsnoterte selskap, som SAS, vil markedsverdien komme til uttrykk i børskurs, og er basert på antall aksjer i et selskap multiplisert med aksjekursen. Selv om denne verdien i mange selskaper stemmer godt med de underliggende verdiene og fremtidig forventede kontantstrømmer, kan markedsverdien i andre tilfeller være mye høyere eller mye lavere enn den reelle verdien av et selskap. Ved å sammenligne vårt verdiestimat med markedsverdien, kan vi på denne måten se om selskapet er overpriset, underpriset eller ”riktig” priset, noe som danner grunnlag for en handlingsstrategi. Det er også viktig å merke seg at verdsettelse er et ferskt produkt, der faktorene som avgjør et selskaps verdi, stadig er i endring. Derfor er det ønskelig å sette verdsettelsestidspunktet så nært innleveringsfrist som mulig. Dato for verdsettelsestidspunkt blir i vår oppgave satt til 08.05.2019.

1.3 Avgrensning

Ettersom det er en god del informasjon man kan gå gjennom i forbindelse med en slik oppgave, blir det nødvendig å foreta visse avgrensninger. Først og fremst er oppgaven kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon, som for eksempel kvartals- og årsrapporter, samt publikasjoner i media. Vi har altså ikke vært i kontakt med noen internt i selskapet ved utarbeidelsen av oppgaven. Dette valget er tatt på bakgrunn av at vi da sitter igjen med samme informasjon som en gjennomsnittlig investor. Ettersom selskapet alltid er i bevegelse, og det stadig vil dukke opp ny informasjon som påvirker vår verdsettelse av SAS, er det hensiktsmessig å sette en informasjonsgrense. Denne grensen settes til 08.05.2019, hvilket betyr at all informasjon som publiseres etter denne datoen, ikke vil bli tatt hensyn til i vår oppgave.

Verdsettelsen er gjort på konsernnivå, som vil si at vi tar utgangspunkt i konsernregnskapstallene til SAS. Videre er analyseperioden avgrenset fra år 2014 til og med 2018, og baserer seg følgelig på selskapets regnskapstall. Vi forutsetter at alle regnskapstallene pr. 31.10.2018 også er gjeldende på verdsettelsestidspunktet 08.05.2019. Med mindre annet er oppgitt, vises det til SAS, når vi i oppgaven refererer til ”selskapet”.

Når det kommer til den komparative bransjen, har vi valgt å avgrense denne til flyselskap som opererer i Europa, og som anses å være mest representative for den bransjen SAS opererer i. Dette ble Norwegian, Lufthansa og EasyJet, og vil bli nærmere forklart i kapittel 2.

Til slutt vil vi gjøre oppmerksom på at alle tall for både SAS og den komparative bransjen er oppgitt i SEK, dersom ikke noe annet er oppgitt. Dette valget tas på bakgrunn av at årsrapporter ol. er presentert i denne valutaen, samt at hovedkontoret til SAS er lokalisert i den svenske hovedstaden Stockholm.

1.4 Struktur

Oppgaven er bygd opp av 12 hovedkapitler. Avhandlingen starter med å presentere fakta om flybransjen og SAS, samt selskapene som utgjør den komparative bransjen, i kapittel 2. Videre følger kapittel 3, som omhandler relevant verdsettelsesteori og valg av metode.

I kapittel 4 foretas en strategisk analyse av SAS, som tar for seg interne og eksterne forhold som påvirker bransjen og selskapet. Det gjennomføres en PESTEL-analyse og en analyse av Porters fem konkurransekrefter under den eksterne analysen, mens vi i den interne analysen benytter oss av VRIO rammeverket. Resultatene oppsummeres i en SWOT-analyse.

I kapittel 5 gjennomføres en regnskapsanalyse, hvor vi omgrupperer og justerer SAS' regnskap. Det omgrupperte regnskapet blir i kapittel 6 brukt til å analysere selskapets likviditet og soliditet, som oppsummeres ved å gi selskapet en karakter på den underliggende kredittrisikoen. Avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen estimeres i kapittel 7. I kapittel 8 følger en analyse av SAS' lønnsomhet.

På bakgrunn av funn fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5 til kapittel 8, vil fremtidsregnskapet for SAS utarbeides i kapittel 9. Videre følger kapittel 10, hvor verdien av SAS' aksje estimeres. I dette kapittelet utfører vi også en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor sensitivt verdiesimatet er for endringer i driftsinntektsveksten, WACC, vekstraten i terminalperioden, samt lønnskostnadene.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, gjennomfører vi en komparativ multippelverdsettelse i kapittel 11. Til slutt er det foretatt en konklusjon, samt en handlingsstrategi for SAS i kapittel 12.

2.0 Presentasjon av bransje og selskap

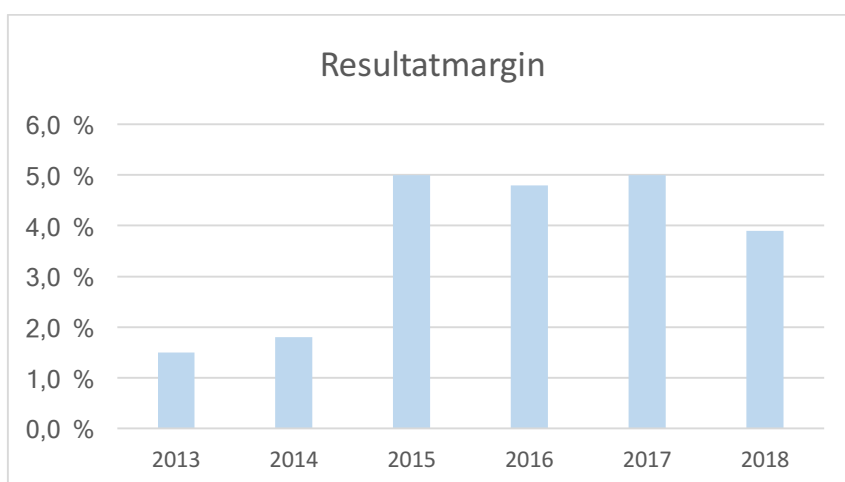
I følgende kapittel vil vi presentere bransjen og selskapet SAS, samt konkurrenter i bransjen.

2.1 Presentasjon av bransjen

En bransje kan defineres som en gruppe av virksomheter som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter til hverandre (Knivsfå, 2019o). SAS er Nordens største børsnoterte fly- og reisekonsern. Konsernet tilbyr flytransport, samt flyrelaterte tjenester, og opererer altså i flybransjen, en stor og global bransje, som vokser raskt (Johansen, 2018). Ettersom SAS hovedsakelig opererer i den europeiske flybransjen, er det denne det er størst fokus på.

2.1.1 Flybransjen

Flybransjen er en stor bransje og i 2018 reiste hele 4,3 milliarder passasjerer med fly, noe som er en økning på 6,3% sammenlignet med 2017 (IATA, 2019). Omsetningen i bransjen har økt de siste årene og i 2018 var omsetningen på rundt 821 milliarder USD. Lønnsomheten og marginen i bransjen er kjent for å være lav, som vil si at flyselskapene ikke sitter igjen med et stort resultat. Resultatmarginen globalt har vist seg å ha endret seg litt de siste årene. Man har gått fra en resultatmargin på 1,5% i 2013 til 3,9% i 2018, som resulterte i et nettoresultat på 32,3 milliarder USD (IATA, 2018a)



Figur 2.1: Global resultatmargin, IATA (2018a).

I følge den internasjonale luftfartssammenslutningen, IATA, viser resultatet fra 2018 en global økning i etterspørselen, målt i Revenue Passenger Kilometres (RPK), på 6,5%. Videre viser resultatene at tilbudet, målt i Aviable Seat Kilometres (ASK), også har økt med 6,1% og

kapasitetsutnyttelsen har økt til 81,9%, som er ny rekord (IATA, 2019). Bransjen har vært preget av en vekst som er høyere enn BNP-vekst, men har også vært preget av sterk konkurranse og prispress.

Ettersom økonomi og flybransjen har en sterk sammenheng, vil utviklingen i flybransjen følge konjunkturedringer i økonomien. Flytrafikken er kjent for å vokse i gode økonomiske tider, mens når økonomien er svak har flytrafikken en tendens til å flate ut eller reduseres (Avinor, 2018). Etterspørselen etter flyreiser og lønnsomheten i bransjen er derfor avhengig av konjunktorene.

Hvert år blir det gjennomført omtrent 4 milliarder flyreiser globalt, og av disse er rett over én milliard gjennomført i Europa. Flybransjen er også en viktig del av skandinavisk infrastruktur og de siste tiårene har flybransjen gjennomgått en stor utvikling. I regnskapsåret 2018 ble det gjennomført om lag 100 millioner reiser med fly til, fra og innen Skandinavia. Det vil si at skandinavere er blant de hyppigst reisende i verden (SAS, 2019a).

Det europeiske markedet blir sett på som et av de globale markedene som det er tøffest å konkurrere i. Ettersom de ulike globale markedene er forskjellige, vil det være mest relevant for oss å sammenligne SAS med flyselskap i det europeiske markedet, da det i hovedsak er her SAS opererer. De fleste konkurrentene til SAS er europeiske flyselskap, og derfor består også den komparative bransjen av europeiske flyselskap. Vår komparative bransje består av flyselskapene: Norwegian, Lufthansa og EasyJet¹. Disse vil bli presentert i delkapittel 2.3.

De ulike flyselskapene kan blant annet skilles ut ifra hvilken forretningsmodell de opererer med. Hovedsakelig skiller man mellom tradisjonelle fullservice selskaper som SAS og Lufthansa, og lavkostselskaper slik som Norwegian og EasyJet (Evjemo, u.å). Konkurransen i bransjen er for det meste mellom disse forretningsmodellene. Det som skiller flyselskapene er ytelsesgraden av service. Lavkostflyselskap er flyselskap som for det meste tilbyr flybilletter til en lavere pris, med mindre komfort og servicegrad (Jimmy, 2016). Fullkostselskaper tilbyr høyere servicegrad, som kan inkludere bagasje, mat og drikke, men som også har større rutenett

¹ Fullkostselskapet KLM ble også vurdert som et alternativ til komparativt selskap, men ble utelatt på bakgrunn av mangelfull regnskapsdata. I tillegg ønsket vi å ha en komparativ bransje bestående av to fullkost- og to lavkostselskaper.

enn lavkostselskaper. Ettersom disse selskapene tilbyr høyere grad av service, er de også mer kostbare og har en høyere billettpris.

Sammenlignet med resten av Europa er flyselskapsmarkedet i Skandinavia enormt stort i forhold til befolkningen. Dette er blant annet på grunn av Skandinavias økonomiske velstand, mange internasjonalt vellykkede bedrifter og geografi. Regionen har relativt lange avstander mellom småbyer og mye fjell der landmassene flere steder er omgitt av sjø. Dette har gjort at andre transportformer er tidkrevende og ineffektive. For å kunne tilby et større nettverk og høye frekvenser, krever et flyselskap en fleksibel driftsmodell bestående av fly av forskjellige størrelser, optimalisert for ulike typer trafikk. Skandinavia har i det siste også hatt en økende interesse som et fritidsmål for reisende fra andre deler av verden (SAS, 2019a).

Flybransjen er avhengig av flere faktorer, og det er flere ting som kan påvirke bransjen. Den er avhengig av flybensin som gjør at den er følsom for det globale oljemarkedet. Videre fører bransjens globale rekkevidde til at den også er følsom for endringer i det internasjonale politiske landskapet. Dette fordi dette raskt kan påvirke etterspørselen i markedet, samt mulighetene for flyturer mellom forskjellige land. De ulike flyselskapene er også avhengige av infrastrukturen som støttes, som for eksempel flyplasser og luftfartskontroll, slik at de kan optimalisere planlegging og rutetjenester (SAS, 2019a).

2.2 Presentasjon av SAS

I forrige delkapittel fikk vi oversikt over flybransjen og kunnskap om denne, og vi vil nå fortsette med en presentasjon av SAS. Vi vil med dette få et innblikk i elementer som historie og hvordan SAS er i dag, aksjekursutvikling, eierforhold og konsernstruktur.

2.2.1 Historie

SAS AB, også kalt SAS Group, men fremover kun referert til som SAS, er et børsnotert flyselskap med hovedkontor i Stockholm. SAS er et skandinavisk flyselskap som i 1946 ble grunnlagt som et samarbeid mellom Det Danske Luftfartsselskap (DDL), Det Norske Luftfartsselskap (DNL) og Svensk Interkontinental Lufttrafikk (SILA). Formålet med samarbeidet var å håndtere interkontinental trafikk til Skandinavia, og etter to år, i 1948, ble virksomheten også utvidet til å gjelde europeiske ruter. SAS-konsortiet som det fremgår i dag,

ble etablert i 1951. Den gang ble eierbalansen i selskapet delt i tre, med 2/7 norsk, 2/7 dansk og 3/7 svensk andel (Jarlslett & Tandberg 2018).

Ved å studere milepæler fra SAS' historie, kan vi på mange måter si at selskapet har vært først ute med flere hendelser. I 1954, var SAS verdens første flyselskap for å fly polarruten København til Los Angeles i rutetjenester. Ved sommeren to år senere, hadde frekvensen økt til tre turer per uke, og ruten ble svært populær blant flere gjennom slutten av 50-tallet (SAS, 2019b). Den første flyturen "rundt verden" ble tilbudt i 1957, da SAS innførte rute fra København til Tokyo, via Anchorage, en by som ligger i den amerikanske delstaten Alaska. I 1965 ble SAS også første flyselskap til å introdusere et elektronisk bestillingssystem, som dekket hele Europa (Tronstad, 2016). Lite visste de da, at dette skulle være starten på flere teknologiske innovasjoner.

Den første børsnoteringen fant sted i 1967, da den norske delen av SAS (Det Norske Luftfartsselskap, DNL) ble notert på Oslo Børs. Tilsvarende ble den svenske delen av SAS (Svensk Interkontinental Lufttrafikk, SILA) notert på Stockholm Børs i 1980, og Danske Luftfartsselskap A/S (DDL) ble notert på Københavns fondsbørs i 1920.

På grunn av finansielle vanskeligheter gjennom 1970 årene, slet SAS med å holde flytidene. Dette førte igjen til at færre valgte å fly med selskapet, noe som satte dem i en svak posisjon økonomisk. Da Jan Carlzon trådte inn som konsernsjef i 1981, skiftet selskapet fokus for å møte de reisendes behov. Dette ga en positiv utvikling i den økonomiske situasjonen, og allerede året etter, i 1982, ble SAS kåret til Europas mest punktlige flyselskap. I 1984 mottok i tillegg selskapet Air Transport World's utmerkelse "Årets flyselskap" for 1983 (SAS, 2019b).

SAS feiret 50 års jubileum i august 1996, og samme år endret morselskapet SAS navn til SAS Danmark A/S, SAS Norge ASA og Sverige AB. Som den første globale luftfartsalliansen, dannet SAS det globale Star Alliance-nettverket sammen med Air Canada, Lufthansa, Thai Airways International og United Airlines i mai 1997 (SAS, 2019b.). Dette kom som et resultat av økende konkurranse på 90-tallet, der hensikten var å samarbeide om blant annet billetter og bonusordninger.

Inntil juni 2001, var SAS-konsortiet eid av morselskapene SAS Norge ASA, Danmark A/S og SAS Sverige AB. Disse var børsnotert i Oslo, København og Stockholm, der halvparten av

aksjene i hvert selskap var eid av staten, mens den andre halvdel var eid av private aksjonærer (Forvaltningsdatabasen, u.å). For å blant annet være med på å konkurrere internasjonalt, ble det diskutert om å endre eierstrukturen i selskapet, mer spesifikt om eierstrukturen kunne erstattes med ett felles eierskap, og dermed organiseres som ett aksjeselskap; SAS AB (Samferdselsdepartementet, 2001). Det ble derfor etablert én enkelt SAS-aksje, noe som resulterte i et eierskap der den norske, danske og svenske stat henholdsvis eide 14,3%, 14,3% og 21,4% hver i det nye holdingselskapet. De resterende 50% ble eid av private interessenter, og i juli 2001 ble SAS notert på børs i Oslo, Stockholm og København. I 2002 blir også Widerøe et heleid datterselskap av SAS, noe de var frem til SAS solgte sine aksjer i datterselskapet i 2013 (Tandberg, 2018).

SAS har i nyere tid igjen slitt med økonomiske problemer, og derfor måttet foreta både omstruktureringer og nedbemanning. Som et resultat av at flyindustrien de siste årene har vært preget av hard konkurranse, prispress og høye drivstoffkostnader, ble strategien 4 Excellence Next Generation (4XNG) lansert i 2012, med fokus på å spare 3 milliarder SEK i effektivitetskostnader (SAS, 2013). Gjennomføringen av strategien skulle resultere i lavere kostnader, samt å styrke SAS' kundetilbud. Resultatene av 4XNG strategien var forventet å komme etter rundt 3 år, og siden 2015, har SAS gått med positivt resultat før skatt (SAS, 2019a).

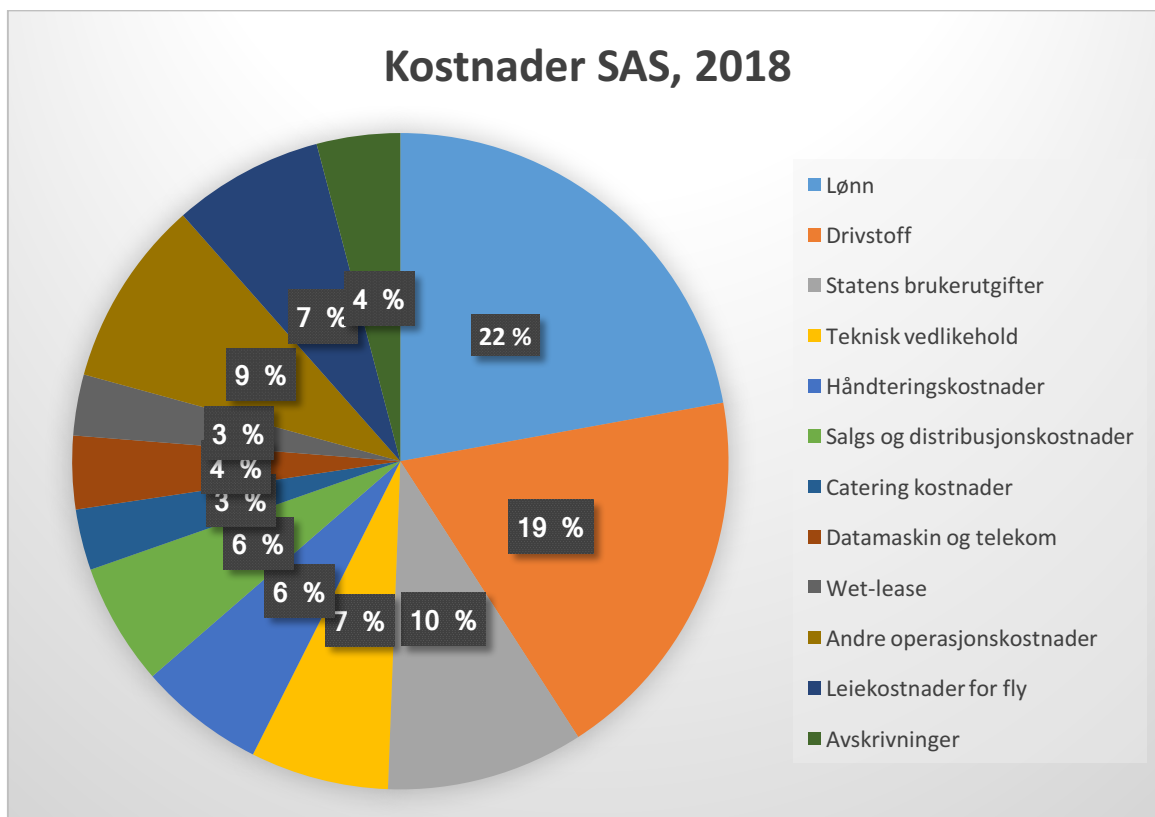
2.2.2 SAS i dag

Som sagt er SAS, pr. i dag, et av Skandinavias ledende flyselskap og tilbyr avganger til, fra og innenfor Skandinavia. I regnskapsåret 2017/2018 reiste mer enn 30,1 millioner passasjerer med selskapets 288 ruter mellom 125 destinasjoner i Europa, USA og Asia, og det ble håndtert omkring 800 daglige avganger (SAS, 2019a). Dette gjør SAS til det 10. største flyselskapet i Europa, like bak det ungarske flyselskapet Wizz Air (CAPA, 2019a). Regnskapsåret 2018 ga SAS det sterkeste resultatet på flere år, med 44 718 millioner SEK i omsetning, og et positivt resultat etter skatt på 1 589 millioner SEK. Videre var RPK i 2018 på 39 946 (i millioner km), og ASK var 52 781 (i millioner km). Kabinfaktoren, som blir brukt til å vurdere hvor effektivt en transportleverandør fyller seter og genererer prisinntekter, ligger i 2018 på 75,7%, noe som er en nedgang på 1,1% fra året 2017. Ettersom selskapet i løpet av regnskapsåret 2017/2018 la til 9 nye fly i flyflåten, bestod denne pr. 31. oktober 2018 av 157 fly, hvorav 110 av dem er leasede. I tillegg hadde selskapet 10146 ansatte, en nedgang på 1,7% fra året før, og kan forklares ved at selskapet ønsket å forbedre den operative effektiviteten (SAS, 2019a).

Selv om en positiv trend i etterspørselen de siste årene har ført til høyere avkastning og inntekter, har selskapet begynt å føle effekten av høye drivstoffpriser, som er ventet å fortsette i 2019. For å løse utfordringen med høye drivstoffpriser kombinert med svak svensk krone, ønsker SAS å jobbe med strategiske prioriteringer som blant annet omhandler å skape effektive og bærekraftige operasjonsplattformer. Ettersom nye fly er mer drivstoffeffektive og gir lavere utslipp, vil flåtefornyelse være nøkkelen til å nå disse strategiske målene. Det ble som sagt lagt til 9 nye fly i SAS' flåte i løpet av 2018, noe som gir flyflåten en lavere gjennomsnittlig alder (9,9 år) i 2018 sammenlignet med det foregående året (10,3 år i 2017). Videre ble det i april 2018 utstedt en ordre for 50 nye Airbus A320neo-fly, og vil på lang sikt gi SAS en enkeltflåte innen 2023. I tillegg til å skape en effektiv produksjonsplattform der flyene bruker 15-18% mindre drivstoff, vil en enkeltflåte også gi effekt på faktorer som vedlikehold og fleksibilitet til å bytte fly (SAS, 2019a).

2.2.3 Kostnadsfordeling

Under følger kostnadsfordelingen til SAS for 2018.



Figur 2.2 Kostnader SAS, 2018. Egen tilvirkning etter SAS (2019a).

I følge IATA utgjør rundt halvparten av bransjens driftskostnader lønn og flydrivstoff, og dette er svært utfordrende for flere flyselskap (Bryan, 2018). Videre er utgifter i forbindelse med personal vanligvis høyere i Europa og Nord-Amerika enn det drivstoff er. Denne trenden reflekteres i SAS' kostnadsstruktur, hvor det blir tydelig fra figuren over at det er to kostnadsposter som skiller seg ut; lønn til medarbeidere og flydrivstoff, som henholdsvis står for 22% og 19% av de totale driftskostnadene. I tillegg kan det nevnes at SAS også leaser en stor andel av flyene de besitter, gjennom operasjonell leasing (SAS, 2019a). På denne måten disponerer selskapet flyene i kontraktens løpetid (en periode på 8-12 år i følge SAS, 2019a) og påtar seg dermed ingen andre forpliktelser enn å betale den avtalte leiekostnaden.

2.2.4 Aksjekursutvikling

Vi har tidligere vært innom det faktum at én felles SAS-aksje ble innført i 2001, og vil derfor vise den historiske utviklingen i aksjekursen fra denne dato, frem til i dag. Figur 2.3 nedenfor viser SAS' aksjekursutvikling i perioden 09.07.2001 til 08.05.2019. Aksjekursen er følgelig presentert i svenske kroner.



Figur 2.3 Aksjekursutvikling SAS 09.07.2001 – 08.05.2019, (Nasdaq, 2019).

Da én felles SAS-aksje ble notert på børs i begynnelsen på juli 2001, lå den på rundt 230 SEK. Ved årsslutt 2001, var kursen 140 SEK. Selv om SAS' aksje, i likhet med flere andre europeiske flyselskap, hadde en negativ utvikling i løpet av året, hadde SAS den tredje beste

kursutviklingen blant de mest omsatte flyselskapsaksjene i 2001 (SAS, 2002). Den negative kursutviklingen kunne den gang forklares i generell nedgang i den globale økonomien, samt effekten av terrorangrepene 11. september.

Aksjekursen steg jevnt fra mars 2003 til midten av 2007, da den 5. juni 2007 nådde sitt toppunkt, med en kurs som viste nærmere 345 SEK. Den sterke utviklingen gjennom juli 2006 til juni 2007 skyldtes at markedet hadde stabilisert seg etter en periode med stigende drivstoffpriser og urolige aksjemarkeder (SAS, 2007). Av figuren 2.3 ovenfor, ser vi at i juli samme år, avtok kursen kraftig. Dette skyldtes faktorer som ekstremt høye oljepriser, nedgang i konjunktorene, finanskrisen, samt overkapasitet innen flyindustrien (SAS, 2009). SAS-aksjen har hatt en fallende trend siden juli 2007, og var lavest notert i juni 2012. Ettersom aksjekursen har vært svært varierende siden 2001, gir ikke overnevnte modell en god nok illustrasjon av kursens utvikling hva gjelder nyere tid. For å illustrere dette bedre, presenteres derfor figur 2.4, som viser utviklingen i SAS' aksjekurs i perioden 02.01.2012 til 08.05.2019.

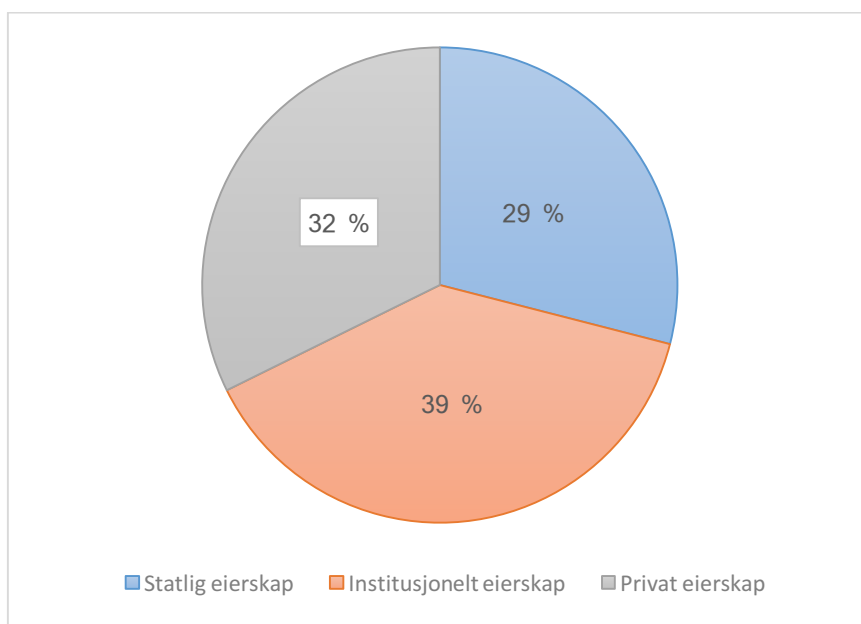


Figur 2.4 Aksjekursutvikling SAS 02.01.2012 – 08.05.2019, (Nasdaq, 2019).

Også i perioden 2012 til 2019, har kursen vært varierende. Kursen var på sitt laveste i juni 2012 med 5,1 SEK, og på sitt høyeste i januar 2016, med en kurs på rundt 28 SEK. Etter at SAS i 2012 lanserte den nye strategien 4XNG, ser vi at aksjekursen for 2013, jevnt over var stigende. Pr. 08.05.2019 er SAS' aksjekurs 18,09 SEK.

2.2.5 Eierforhold

Som tidligere nevnt, endret SAS-konsernet eierstrukturen i 2001. Selskapet ble da organisert som ett aksjeselskap; SAS AB, der den norske, danske og svenske stat henholdsvis eide 14,3%, 14,3% og 21,4% hver i det nye holdingselskapet. Den 27. juni 2018, kunngjorde norske myndigheter at de hadde solgt sine 37,8 millioner aksjer i SAS for rundt 597 millioner NOK til norske og utenlandske investorer (Nærings- og fiskeridepartementet, 2018). Bakgrunnen for salget skal ha vært at staten aldri skulle være en langsiktig eier av SAS, og ettersom selskapet de siste årene har gått med positivt resultat, var det et godt tidspunkt å selge aksjene sine på. Etter dette eier altså ikke den norske stat lenger noe aksjer i selskapet, og den nye eierstrukturen viser derfor 14,8% og 14,2% henholdsvis til den svenske og danske stat. De øvrige 71 prosentene eies av øvrige aksjonærer, som fordeles mellom institusjonelle eiere (38,7%) og private eiere (32,3%) (SAS, 2019a).

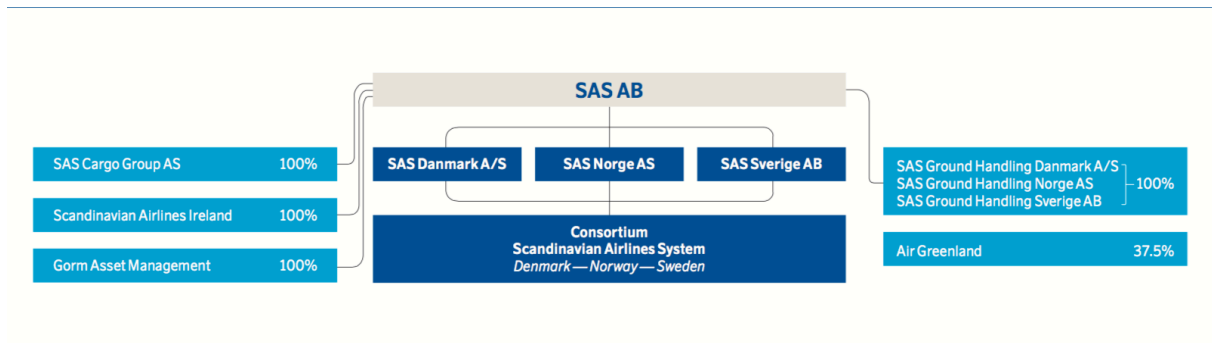


Figur 2.5 Grafisk illustrasjon av eierforhold, basert på SAS (2019a).

Pr. 31. oktober 2018, hadde SAS i overkant av 382,5 millioner aksjer utestående i markedet. Antall eiere utgjorde 61 259, noe som er en økning på 4% sammenlignet med foregående periode. Totalt sett, holdes 74% av aksjene i Skandinavia, med Sverige for 40%, Danmark 29% og Norge 5% (SAS, 2019a). Av de private eierne er Knut and Alice Wallenberg Foundation den største med 6,5% av aksjene, etterfulgt av BNY Mellon og State Street Bank & Trust, som begge utgjør 4,7% hver av aksjene. De resterende eierne innehar mindre enn 2 prosent eierskap (ibid.).

2.2.6 Konsernstruktur

SAS AB er morselskapet til SAS, men hovedaktiviteten er underlagt i Scandinavian Airlines System (SAS) konsortiet. Pr. 31.10.2018, er Scandinavian Airlines System og Scandinavian Airlines Ireland heleide datterselskap, mens eierandelen i det grønlandske flyselskapet Air Greenland er 37,5%. I tillegg innehar SAS også 100 prosent eierskap i SAS Ground Handling, SAS Cargo Group og Gorm Asset Management. Dette er gjengitt nedenfor, i figur 2.6.



Figur 2.6 Konsernstruktur 31.10.2018 (SAS, 2019a).

SAS Ground Handling er den ledende leverandøren av bakketjenester som innsjekk og bagasjehåndtering på de primære flyplassene i København, Oslo og Stockholm, hvor det overordnede målet er å forbedre kundeservice gjennom mer moderne prosesser for slike tjenester. Videre er SAS Cargo ansvarlig for frakt og last, der tjenestene er basert på lastekapasiteten til SAS' nettverk (SAS, 2019a).

2.2.7 Forretningsmodell

SAS er et fullservice selskap, også kalt nettverksselskap, som bygger på et nettverk med hyppige avganger til, fra og innenfor Skandinavia. Felles for betegnelsen nettverksselskap er at de tilbyr gjennomgående reiser fra A til B overalt i verden (Ottesen, 2019). Selskapet tilbyr flyreiser med høy grad av valgfrihet, som er designet for både forretningsreisende og fritidsreisende. Reiseklassene som tilbys er SAS Business, SAS Plus, SAS Go og SAS Go Light, og prisen på flyreisen avhenger av reiseklassen. SAS Go Light er et baseprodukt som kun inkluderer 1 stk håndbagasje. Videre inkluderer SAS Go én kolli på 23 kg og 1 stk håndbagasje á 8 kg til en konkurransedyktig pris. Et billett kjøp av typen SAS Plus eller SAS Business, vil i tillegg gi tilgang til fordeler som SAS Lounge, Fast Track, gratis refusjon samt mat og drikke ombord. Felles for alle reiseklasser er servering av kaffe/te (SAS, 2019c).

Som vi kort nevnte i delkapittel 2.2.1, er SAS grunnleggende medlem av Star Alliance. Som medlem av Star Alliance kan kundene opptjene EuroBonus-poeng som kan brukes på diverse fordeler, der poengene opptjenes ved at en flyr med SAS og/eller Star Alliance (SAS, 2019d). I hver av de overnevnte reiseklassene, er det mulig å opptjene slike bonuspoeng på flyreisene. Hvor mange poeng en får, avhenger av hvilken billettype som velges og hvor i verden en skal. Å reise med en SAS Plus billett vil gi flere bonuspoeng enn å reise med SAS Go, og følgelig vil det å reise til New York fra Stavanger gi flere bonuspoeng enn å reise til Bergen fra Stavanger, eksempelvis.

Kjernen i SAS' forretningsmodell er at den tilbyr flere destinasjoner og flere avganger enn noe annet nordisk flyselskap (SAS, 2019e). Effektivisering av prosesser og økt produktivitet har bidratt til at SAS har investert i flere nye destinasjoner, og på denne måten vært i stand til å møte etterspørselen fra kundene. Som vi har vært innom tidligere, er SAS i gang med å fornye flyflåten, og fortsetter derfor med å utvikle tjenester som gjør reisen enklere for sine kunder.

2.3 Komparative selskap

I følge Damodaran (2012 s. 462) er et sammenlignbart selskap, et selskap som har kontantstrømmer, vekst-potensiale og risiko som ligner selskapet som analyseres. I dette delkapittelet vil vi presentere selskapene i den komparative bransjen. Flybransjen er en stor bransje som består av flere aktører av ulike størrelser.

Når vi skulle velge komparative selskap, var det flere ting vi la vekt på. For det første var det viktig for oss at selskapene opererer innenfor samme geografiske område; Europa. Dette fordi vi har valgt å avgrense oppgaven til det europeiske flymarkedet, ettersom det hovedsakelig er her SAS opererer. De komparative selskapene vi har valgt vil derfor danne grunnlaget for bransjegjennomsnittet og dermed representere den europeiske flybransjen.

For det andre la vi vekt på at selskapene måtte være notert på børs og benytte seg av IFRS (International Financial Reporting Standards) regnskapsspråk, slik at det er enklere å sammenligne selskapene senere i analysen. Videre ønsket vi et godt sammenligningsgrunnlag og en komparativ bransje bestående av flyselskap med ulike forretningsmodeller. Vi har derfor valgt både lavkostselskaper og fullserviceselskaper som alle opererer i Europa. I tillegg la vi vekt på å inkludere selskap vi har litt kjennskap til fra før. På bakgrunn av dette har vi valgt Norwegian, Lufthansa og EasyJet som komparative selskap i vår analyse.

Ettersom Norwegian er den største konkurrenten til SAS i Norge og Skandinavia, ble det et naturlig valg å ha dem med som en av de komparative selskapene. Dette er, i motsetning til SAS, et lavkostselskap. Videre har vi valgt å inkludere det store og ledende fullserviceselskapet Lufthansa, samt det britiske lavprisselskapet EasyJet i den komparative bransjen. Dette er et utvalg flyselskap som vi anser å være representative for det markedet SAS opererer i.

2.3.1 Norwegian Air Shuttle ASA

Norwegian ble etablert i 1993, men begynte ikke å operere som et lavprisselskap med større fly før i 2002. I 2003 ble selskapet notert på Oslo Børs. Norwegian er et norsk flyselskap som i dag er det femte største lavprisselskapet i verden. Selskapet tilbyr flyreiser innenlands i Norge, men også flyreiser til utvalgte reisemål i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Asia, Karibia, Sør-Amerika, Canada og USA, og fraktet i 2018 over 37 millioner passasjerer (Norwegian, 2019a). Flåten består i dag av rundt 160 fly og er en av de yngste flåtene i verden med en gjennomsnittsalder på 3,7 år (Norwegian, 2019b).

Revenue passengers kilometres (RPK) og Available seat kilometres (ASK) ble i 2018 målt til henholdsvis 85 124 og 99 220 i millioner kilometer. Videre var målet på kapasitetsutnyttelsen, altså kabinfaktoren på 85,8% (Norwegian, 2019c).

2.3.2 Deutsche Lufthansa AB

Deutsche Lufthansa AB, heretter referert til som Lufthansa, er et tysk flyselskap som ble stiftet for første gang i 1926 og gjenopprettet i 1953 (Tandberg, 2015). Flyselskapet er et av verdens største målt i antall passasjerer, og i 2018 fløy i overkant av hele 142,3 millioner med selskapet (Lufthansa, 2019). Lufthansas hovedkontor ligger i den tyske byen Köln og selskapet har primære hubs på flyplassen i Frankfurt og München. Selskapet opererer med flyreiser både i Europa, Asia, Midtøsten, Nord-Amerika, Sør-Amerika og Afrika. Lufthansa er også medlem av Star Alliance, og var, sammen med SAS, en av grunnleggerne av alliansen i 1997.

Lufthansas flåte er en stor flåte bestående av smale og brede fly som er produsert av Airbus og Boeing (CAPA, 2019b). Flåten består i dag av 763 fly og har en gjennomsnittsalder på 11,9 år. Videre er RPK og ASK i 2018 målt til henholdsvis 284 561 og 340 489, begge i millioner kilometer, mens kabinfaktoren er 81,4 % (Lufthansa, 2019).

2.3.3 EasyJet

EasyJet er et britisk lavprisselskap som ble grunnlagt i 1995, med hovedkontor i London. Selskapet er i dag et av Europas største lavprisselskap, og driver innenlands og internasjonale rutetjenester på 979 ruter. Med 29 baser rundt om i Europa, opererer selskapet med flyreiser i Tyskland, Frankrike, Italia, Sveits, Spania, Portugal og Storbritannia (Easyjet, 2019). I 2018 hadde flyselskapet rundt 88,5 millioner passasjerer, noe som gjør det til det nest største lavprisselskapet i Europa etter antall passasjerer (CAPA, 2019a). Med stort fokus på forretningsreisende, har EasyJet utviklet flere nye ruter innad i Tyskland, og denne klassen står i dag for over 50% av passasjertallet på de tyske innenriksrutene (Easyjet, 2019). EasyJet opererer med en flyflåte bestående av totalt 315 fly fordelt på Airbus A319, Airbus A320 og Airbus A321. Flåtens gjennomsnittsalder er 7 år. Videre ble RPK og ASK målt til henholdsvis 98 522 (i millioner kilometer) og 104 800 (i millioner kilometer) i 2018. Deres kabinfaktor ligger på 92,9% (Easyjet, 2019).

2.3.4 Oppsummering av nøkkeltall

For å få en bedre oversikt over nøkkeltallene vi har presentert i de foregående delkapitlene, har vi laget en oppsummering i tabell 2.1. Med press på priser og kostnadsnivå, er luftfartsindustrien en konkurranseutsatt bransje, og kostnadsnivået for hvert enkelt flyselskap vil derfor spille en stor rolle for hvor konkurransedyktig selskapet er. CASK, som er enhetskostnad pr. ASK, er derfor inkludert i figuren, for å gi et bilde på hvordan SAS stiller seg i forhold til de komparative selskapene når det kommer til kostnader. Her ser vi at Lufthansa har den største enhetskostnaden pr. ASK, etterfulgt av SAS. Lavprisselskapene Norwegian og easyJet ligger noe under.

	ASK (i millioner km)	RPK (i millioner km)	Kabinfaktor (i prosent)	Passasjerer (i millioner)	Fly i flåten	CASK (i SEK)
SAS	52 781	39 946	75,5%	30,1	157	0,634
Norwegian	99 220	85 124	85,5%	37	160	0,431
Lufthansa	340 489	284 561	81,4%	142,3	763	0,751
EasyJet	104 800	98 522	92,9%	88,5	315	0,501

Tabell 2.1 Oppsummering av nøkkeltall fra 2018, basert på SAS, (2019a), Norwegian, (2019d), Lufthansa (2019), EasyJet, (2019).

3.0 Teori for verdsettelse

Det finnes mange ulike verdsettelsesmetoder for å verdsette et selskap og det er vanlig å skille mellom tre hovedmetoder: *fundamental* verdsettelse, *komparativ* verdsettelse og *opsjonsbasert* verdsettelse (Knivsflå, 2019a). I dette kapitlet vil vi presentere de ulike metodene, og deretter legge frem vårt valg av metode som vi ønsker å bruke i vurderingen av SAS.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en grunnleggende verdsettelsesmetode, som baserer seg på analyse av selskapets fundamentale forhold. I denne verdsettelsesmetoden tar man i bruk strategisk regnskapsanalyse, og utarbeidelse av fremtidsregnskap, for å komme frem til en fundamental verdi på selskapet (Knivsflå, 2019a)

Fundamental verdsettelse baserer seg på fremtidige kontantstrømmer et selskap kan forvente å produsere, og metoden går ut på å estimere fremtidige kontantstrømmer for selskapet i ønsket antall år. Deretter regner man nåverdien av disse kontantstrømmene ved hjelp av et avkastningskrav. Selskapets verdi vil da være nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + Avkastningskrav)^t}$$

Innenfor fundamental verdsettelse er det vanlig å skille mellom to metoder å utføre verdsettelsen på: *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Begge modellene kan igjen deles inn i flere underliggende modeller, men ved konsistent bruk vil alle fundamentale verdsettelsesmetoder gi samme verdiestimat (Knivsflå, 2019a)

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Denne metoden kan brukes av selskap som har en relativ stabil egenkapital. Dette fordi man kun tar hensyn til kostnaden av egenkapitalen, og tar ikke hensyn til kostnaden på gjelden til selskapet. I denne modellen finner man den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE) og neddiskonterer kontantstrømmen til egenkapitalen ved hjelp av dens avkastningskrav, som gjerne er funnet ved hjelp av CAPM (Damodaran, 2012, s. 13). Dersom kapitalstrukturen i

selskapet endrer seg, vil avkastningskravet til egenkapitalen bli påvirket og metoden blir mer komplisert å bruke.

3.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er den mest brukte modellen, der man finner den frie kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF). Denne metoden tar for seg både kostnaden til egenkapitalen, men også kostnaden til gjelden i selskapet, som sammen danner vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC. Man finner verdien av selskapet ved at de forventede kontantstrømmene blir neddiskontert med et veid avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) og deretter blir netto finansiell gjeld trukket ifra (Damodaran, 2012, s.13-14). Ettersom mange selskap i dag er finansiert med gjeld, vil selskapskapitalmodellen gi et bedre og mer korrekt bilde av verdien på selskapet. Modellen bruker resultat før avskrivninger, EBITDA, som et estimat på den frie kontantstrømmen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 40), og tabell 3.1 illustrerer en modell over hvilke poster som inngår i kontantstrømmen etter selskapskapitalmetoden.

Selskapskapitalmetoden	
	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBIDTAR
-	Leasingkostnader
=	EBIDITA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt på EBIT
=	Driftsresultat etter skatt
+	Avskrivninger
+	Leasingrenter
-	Investeringer/CAPEX
+/-	Endring arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm

Tabell 3.1 Selskapskapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2011, s. 41).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en markedsbasert tilnærming, der verdien av selskapet estimeres basert på sammenlignbare selskapers omsetningsverdi i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Her må man skaffe priser fra lignende selskaper i samme bransje, som er av forholdsvis samme størrelse og har noenlunde lik lønnsomhet, vekst og risiko. Videre må man justere for forskjeller mellom selskapet og de sammenlignbare selskapene. Denne verdivurderingen gir et estimat på hvor mye selskapet er verdt og kan selges for i dag. Metoden blir sett på som en enkel metode, men har en forutsetning om at det er mulig å finne komparative selskap i samme bransje (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Man kan skille mellom to hovedmetoder innenfor komparativ verdsettelse; *multiplikatormetoden* og *substansverdimetoden*.

3.2.1 Multiplikatormetoden

I multiplikatormetoden verdsettes selskapet ved å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper i samme bransje. Metoden baserer seg på multippelvurderinger og det finnes flere forskjellige varianter. De mest brukte multiplikatorene i praksis er blant annet:

- P/E (markedsverdi egenkapital/fortjeneste)
- P/B (markedsverdi EK/bokført verdi EK)
- EV/Salg ((markedsverdi EK +netto rentebærende gjeld)/salg)
- EV/EBIT ((markedsverdi EK +netto rentebærende gjeld)/driftsresultat)

Hvilke multipler som blir brukt, avhenger mellom ulike bransjer, og multiplene har både fordeler og ulemper. De ulike multiplene som finnes måler forskjellige aspekter i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Når en verdsetter ved hjelp av multipler, tar man utgangspunkt i et tall i resultatet eller i balansen, og multipliserer med en multiplikator. Her blir nåverdien av fremtidige kontantstrømmer estimert på en indirekte måte, og man finner verdien av selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 151).

3.2.2 Substansverdimetoden

Ved bruk av substansverdimetoden for verdsettelse ser man på hvor mye selskapets eiendeler er verdt og kan selges for i markedet i dag. Denne metoden forutsetter at både eiendeler og gjeld kan identifiseres og har en salgs- eller markedsverdi som er mulig å observere eller kan estimeres ved sammenligning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). For å finne verdien av selskapet ved bruk av denne metoden må man først finne markedsverdien av selskapets

eiendeler, og deretter trekke fra selskapets nettogjeld. Da vil man komme frem til verdien på egenkapitalen til selskapet.

Ved verdsettelse av tradisjonelle eiendeler vil denne metoden være lite hensiktsmessig å bruke. Dette fordi metoden sannsynligvis vil undervurdere verdiene på grunn av at selskapene har immaterielle eiendeler, som ikke kan selges åpent på markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 242). Dette kan være eiendeler der verdien ligger i ansattes kompetanse, arbeidsrutiner osv. I følge Kaldestad og Møller (2016, s. 243) fungerer metoden derfor best om det finnes et aktivt marked for selskapets eiendeler, når eiendelenes verdi er uavhengig av virksomheten og der eiendelen har en lav rentabilitet. Substansverdimetoden er derfor godt egnet å bruke i bransjer som eiendom, shipping og investering, da eiendelene her omsettes mellom forskjellige aktører.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Den tredje hovedmetoden for verdsettelse er opsjonsbasert verdsettelse, som kan bli sett på som en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse. En opsjon gir en rett, men ikke plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel til en gitt pris i fremtiden (Knivsflå, 2019p). Tilsvarende kan et selskap ha en rett, men ikke noe plikt, til å gjøre en bestemt type investering. Opsjonsbasert verdsettelse tar for seg denne fleksibiliteten, som ofte kan bli undervurdert i en tradisjonell fundamental verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016, s. 258). Metoden går ut på separat verdsettelse av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Realopsjonene i selskapet kan være verdien av mulighet til å utsette, utvide eller avslutte et prosjekt. Gjennom denne type verdsettelse blir verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner regnet ut følgende:

$$\text{Verdi} = \text{statisk verdi} + \text{verdi av særlig fleksibilitet}$$

Der verdien altså er lik den statiske verdien, som er basert på fundamental verdsettelse uten opsjoner, pluss verdien som blir funnet ved hjelp av opsjonsprising (Knivsflå, 2019a).

De fleste selskap opererer i en type virksomhet der realopsjoner vil oppstå, men det er flere utfordringer knyttet til bruk av denne metoden i praksis. Opsjonsbasert verdsettelse vil derfor være relevant for selskaper som driver i markeder der satsingen enten blir en suksess eller en fiasko. Dette kan for eksempel være tradisjonelle handelsselskaper, produsenter av vanlige

forbruksvarer eller mindre selskap innen farmasi og bioteknologi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 265).

3.4 Valg av metode for verdsettelse

Som presentert ovenfor finnes det mange ulike verdsettelsesmetoder, alt i fra helt enkle modeller til mer kompliserte, og det finnes fordeler og ulemper med hver av dem. Når en skal velge hvilken verdsettelsesmetode en skal bruke er det flere ting man må vurdere. Hvilken verdsettelsesmetode som er best er avhengig av selskapet en skal verdsette. I følge Knivsflå (2019a) avhenger verdsettelsesmetodevalg av flere faktorer, spesielt: bransje, fortsatt drift eller avvikling, faser i livssyklusen og tilgang på informasjon.

Bransjen SAS opererer i er, som sagt tidligere, flybransjen, og det finnes flere ulike selskap man kan sammenligne med her. Videre har SAS vært børsnotert siden 2001, hvilket betyr at man også har enkel tilgang på informasjon, blant annet fra deres årsrapporter. Hvis vi i tillegg antar fortsatt drift fremover, kan dette tyde på at selskapet er i en moden vekstfase i livssyklusen. I følge Knivsflå (2019a), kan det gjennomføres fundamental verdsettelse for selskaper som befinner seg i enten en vekst- eller moden fase, gjennom estimering av fremtidig kontantstrøm som er basert på historisk data. Det finnes også mye tilgjengelig regnskapsinformasjon om andre selskap i flybransjen, noe som gjør at komparativ verdsettelse kan være interessant å se nærmere på i tillegg til den fundamentale verdivurderingen.

Når vi skal verdsette SAS vil vi derfor i hovedsak benytte oss av selskapskapitalmetoden som hører til under fundamental verdsettelse, og supplere med komparativ verdsettelse for å komme frem til et samlet og mer pålitelig verdiestimat. I den komparative verdsettelsen anses multiplikatormetoden som mest relevant, da vi kan se om den estimerte verdien av selskapet er rimelig, sammenlignet med andre selskap i bransjen. Utover informasjonen som fremkommer av dette kapitlet, vil verdsettelse ved bruk av selskapskapitalmetoden og multiplikatormetoden bli nærmere utredet for i henholdsvis kapittel 10 og kapittel 11.

Når man tar i bruk fundamental verdsettelse er det vanlig å gå gjennom følgende fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og bruk/handling av verdiestimat (Knivsflå, 2019b). Dette forklares nærmere innledningsvis i de respektive kapitlene.

4.0 Strategisk analyse

Dette kapittelet tar for seg en strategisk analyse av SAS, med den hensikt å kartlegge selskapets strategiske posisjon i markedet. Dette gjøres for å få bedre forståelse av den kvantitative regnskapsanalysen, i tillegg til å danne grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet (Sander, 2017). Analysens overordnede mål er å gi innsikt om selskapets underliggende økonomiske forhold.

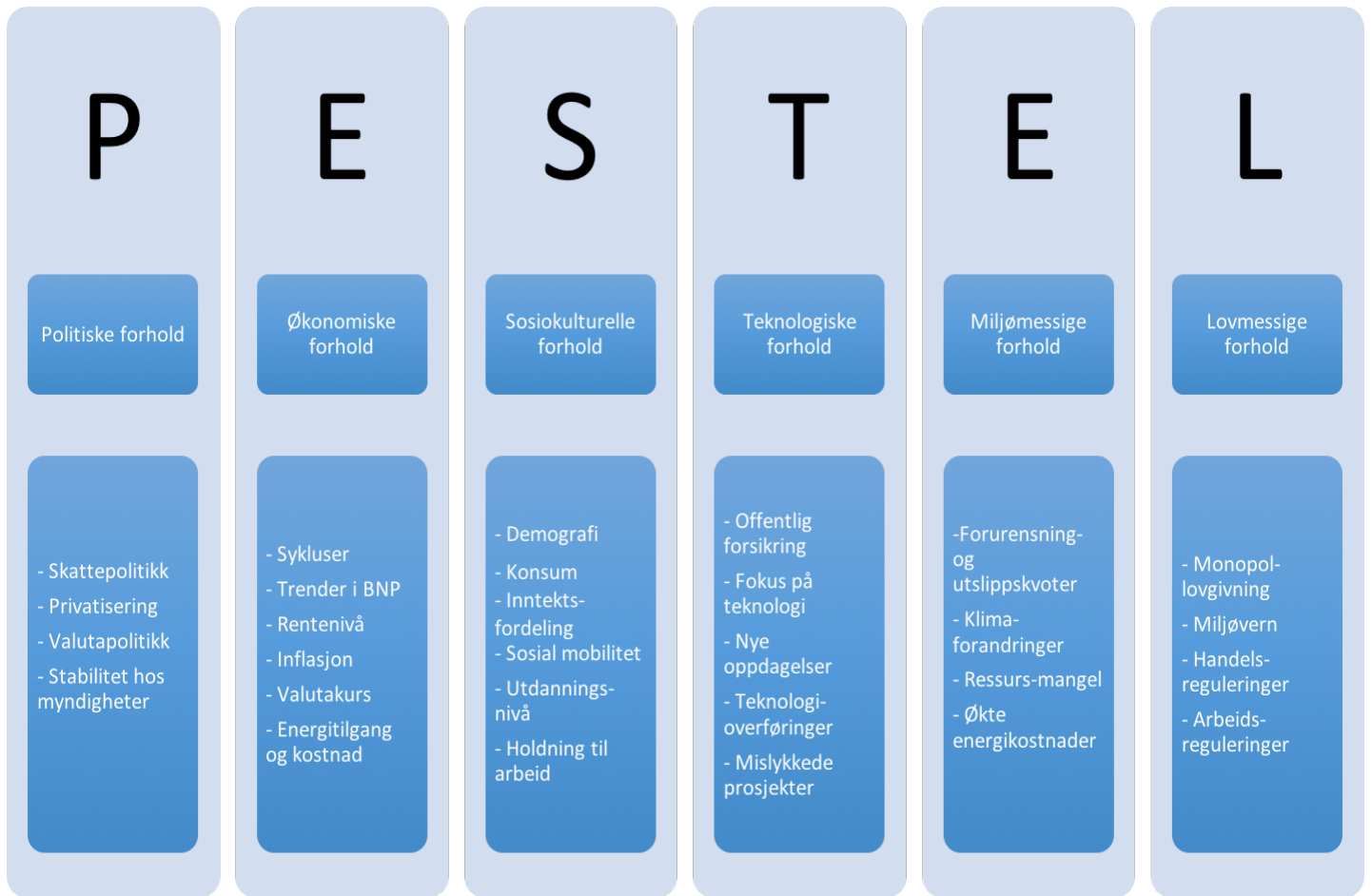
Rammeverket for en strategisk analyse som er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, deles inn i ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursbasert analyse (Knivsflå, 2019b). Vi deler derfor den strategiske analysen inn i to deler. Den første delen består av PESTEL og Michael Porters fem konkurransekrefter, som til sammen utgjør den eksterne analysen. Del nummer to er en intern analyse, som skal vurdere selskapsspesifikke forhold gjennom en VRIO-analyse. Avslutningsvis vil vi benytte oss av en SWOT-analyse for å oppsummere den eksterne og interne analysen.

4.1 Ekstern analyse

I følge Gilje (2004), definerer den eksterne analysen hvilke hovedutfordringer bedriften må ta hensyn til i sin strategi, og har som formål å forstå hvilke trusler og muligheter som utvikler seg i bransjens omgivelser. Basert på en PESTEL-analyse, undersøker vi hvordan eksterne makroøkonomiske faktorer påvirker både SAS og luftfartsindustrien. Porters fem krefter utgjør en mikroanalyse som gir oversikt over konkurransen innad i bransjen. Dette er to rammeverk som gir god oversikt over hvilke eksterne faktorer som påvirker SAS' strategiske posisjon.

4.1.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er et nyttig verktøy for å få innsikt i makroøkonomiske forhold som virker inn på bransjens omgivelser, og er basert på forhold som har effekt på virksomheten og dens verdiskapning (Roos, Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2014, s. 85). PESTEL-analysen tar utgangspunkt i seks forhold; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold. Figur 4.1 illustrerer PESTEL, samt hvilke forklaringspunkter som kan inngå i en analyse av disse forholdene.



Figur 4.1 PESTEL, egen tilvirkning etter Roos et al., (2014, s. 84).

Figur 4.1 gir oversikt over sentrale faktorer innenfor hvert forhold som kan påvirke en bransje, men den gir ikke en fullstendig liste. Med andre ord kan det være faktorer utenom disse som kan forklares, samt at enkelte faktorer vil være mindre eller mer viktige enn andre, alt ettersom hvilken bransje som analyseres. Alle punktene i den overnevnte figuren vil derfor ikke være relevante for vår bransje, men videre i analysen har vi inkludert det vi mener er flybransjens viktigste drivere for endring, da disse har størst effekt på bransjens strategiske posisjon (Johnson, Scholes, Wittington, Angwin, & Regnèr, 2017, s. 48).

4.1.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold fremhever rollen staten innehar, og dreier seg om offentlige beslutninger som kan påvirke bransjen og selskapene (Johnson et al., 2017, s. 35). Statens rolle viser til at den trer frem som økonomisk aktør, eksempelvis som kunde, leverandør eller eier. Ettersom flybransjen har en global rekkevidde, vil den være følsom for internasjonale politiske endringer som kan påvirke etterspørselen og mulighetene for flyturer mellom ulike land. Vi anser derfor

politisk stabilitet som nøkkelfaktor i drøftingen av politiske forhold. I tillegg velger vi å se nærmere på faktorene statlig regulering og investering, samt skattepolitikk.

Politisk stabilitet

Som sagt gjør bransjens globale rekkevidde at den er sensitiv for endringer i internasjonal politikk. Aktuelle eksempel på faktorer som kan påvirke etterspørselen og mulighetene for flyturer mellom ulike land, er Brexit og handelskonflikten mellom Kina og USA (SAS, 2019a). Politisk usikkerhet rundt Brexit og internasjonale handelskonflikter, kan dempe veksten i verdensøkonomien.

Som nevnt er Brexit ett stort uromoment. Hovedproblematikken i Storbritannias uttrekning fra EU er at pr. 08.05.2019 er det ingen avtale mellom de to partene. Dette skaper en stor usikkerhet i alle sektorer og kan ha store konsekvenser for nasjonale og internasjonale selskap. Som følge av nedgang i økonomisk aktivitet har IATA estimert en reduksjon på 3-5% i antall britiske passasjerer allerede i 2020, og de fremtidige prognosene tilsier at ved en avtale skal antall passasjerer i 2035 ligge an til 309 millioner. Ved moderat ligger prognosen til 301 millioner passasjerer og ved en hard Brexit sier rapporten at tallet kan ligge så lavt som 290 millioner passasjerer (Pearce, 2017). Eurostat sine statistikker viser at Storbritannia i 2017 hadde ca. 268 millioner reisende. Dette vil si at på et tidsperspektiv på rundt 18 år, vil antall reisende passasjerer kun øke med 22 millioner ved en hard Brexit. Til sammenligning har antall reisende fra 2007 til 2017 økt med over 47 millioner passasjerer (Eurostat, 2018). En slik reduksjon alene kan gi merkbare utslag i flybransjen, men de andre usikkerhetene i form av lovverk og prosedyrer er en vel så stor faktor for fremtiden. Innvirkningen med å ikke ha et felles lovverk og felles prosedyrer kan vanskeliggjøre all import og eksport til og fra Storbritannia, og i tillegg gi økte kostnader til flyselskapene med tanke på grensekontroller på flyplasser, økte dokumentasjonskrav og nye strukturelle endringer. Samlet sett vil Brexit påvirke lønnsomheten i den europeiske flybransjen negativt.

Statlig regulering og investering

Frem til tidlig på 1980 tallet var et stort antall flyselskaper statlig eide, der hovedårsaken var at statene anså flybransjen som for skjør til å takle konkurranse. Den gang ble det derfor fastslått at statlig eide flyselskaper var den beste måten å opprettholde vekst i bransjen på (Wensveen, 2011, s. 72). Siden 1980 årene har utviklingen i internasjonal flytrafikk gått i retning av mindre regulering, og i 1993 gjennomgikk den europeiske flybransjen en dereguleringsprosess, noe

som innebar at alle flyselskap i EU/EØS området fikk fri konkurranse på flygninger til og fra Norge (Tandberg & Engerengen, 2019). I tillegg har innføringen av privatisering i flybransjen endret hvordan markedet er organisert, og har ført til økt kapasitet på grunn av fremveksten av lavprisselskaper (Cento, 2009, s. 13).

I dag finnes det fortsatt statlig eide selskaper, og som sagt eier den svenske og danske stat rundt 30% av SAS (SAS, 2019a), som har hjulpet dem i nedgangstider. Gjennom hjelp til finansiering fra staten, kan selskapet overleve en lengre periode med tap enn hva privateide selskaper kan. Blant annet bidro den norske, svenske og danske stat til å sikre at SAS hadde tilstrekkelig likviditet til å kunne gjennomføre sin strategi 4XNG i 2012, etter at selskapet i flere år hadde gått med underskudd (Doksheim, 2012). SAS anses som et flyselskap som har potensiale til å drive lønnsomt, og på lang sikt kan slik finansieringsstøtte bidra til å øke lønnsomheten.

Utviklingen av flybransjen har blitt sterkt påvirket av staten, enten gjennom regulering eller statlige investeringer, og i følge IATA (2018b) vil dette forholdet trolig fortsette, til tross for at flere private aktører entrer markedet.

Skattepolitikk

Skatt og andre avgifter kan påvirke flybransjens lønnsomhet, og IATA (2016) hevder at økte skatter og avgifter i forbindelse med flyreiser vil påvirke bransjen negativt. I 2017 innførte den norske regjeringen en flyseteavgift tilsvarende 80 NOK, og i løpet av 2019 er det foreslått å øke denne satsen til 200 NOK på utenlandsreiser, mens avgiften senkes til 75 NOK for reiser innenlands (Fox, 2018). Også i Sverige ble det i 2018 innført en ”grønn passasjerflyskatt”, som et forsøk på å bekjempe klimaendringer ved å redusere etterspørselen etter flyreiser. IATA motsetter seg dette, og har anslått at denne skatten vil sette rundt 7500 arbeidsplasser i Sverige i fare, samt svekke Sveriges økonomiske konkurranse (IATA, 2017).

Skatter som legges til flybillettene, vil i gjennomsnitt gjøre billettprisene dyrere, noe som også kan føre til nedgang i passasjertall. Dette vil til slutt ha en negativ innvirkning på lønnsomheten. I tillegg mener administrerende direktør ved IATAs skatteavdeling, Charlotte Fantoli, at slike skatter har en generell negativ effekt på økonomien, da de øker kostnadene for reise og derfor påvirker etterspørselen, noe som til slutt vil gå utover den globale økonomien (IATA, 2016).

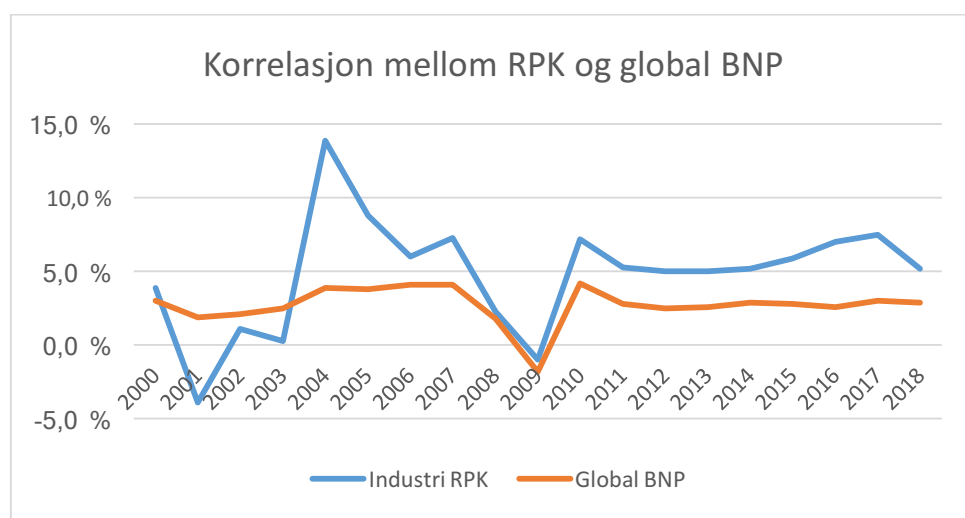
4.1.1.2 Økonomiske forhold

Makromiljøet får innflytelse fra makroøkonomiske faktorer som valutakurser, renter og vekst i bruttonasjonalprodukt (Johnson et al., 2017, s. 38). Det vil være viktig å analysere hvordan faktorene som påvirker flybransjen har utviklet seg over tid, for å forstå hvilken innflytelse de vil ha i fremtiden. Faktorene som blir omtalt i dette avsnittet er bruttonasjonalprodukt (BNP), rentenivå og oljepris. Dette er faktorer vi anser som viktige, og kan gi et godt bilde på hvordan selskaper vil operere og tilpasse seg fremover i tid.

Bruttonasjonalprodukt (BNP)

Økonomisk vekst har i følge Wensveen (2011, s. 30) stor påvirkningskraft på flymarkedet, da den påvirker etterspørselen av flyreiser. I perioder der økonomisk vekst gjenspeiler veksten i næringslivet, vil behovet for forretningsreiser øke. Videre vil folks inntekt generelt sett øke i perioder hvor den økonomiske veksten er høy, noe som fører til økt etterspørsel etter fritidsreiser. Enten det er forretnings- eller fritidsrelatert, vil det å ha råd til å reise kreve en sterk økonomi, noe som er reflektert ved god vekst i bruttonasjonalprodukt (BNP) (Wensveen, 2011, s. 31).

På grunn av den internasjonale eksponeringen påvirkes SAS og flere andre flyselskaper av den økonomiske utviklingen i verden. Flytrafikkvekst og BNP har derfor nær sammenheng, og det er klar korrelasjon mellom etterspørselen i flybransjen og trender for BNP (SAS, 2019a). Korrelasjonen mellom BNP og flytrafikkvekst, representert ved global økning i etterspørselen (RPK), illustreres i figur 4.2 på nedenfor.



Figur 4.2 Korrelasjon mellom RPK og global BNP. Egen tilvirkning etter IATA (2018c).

Slik det fremgår av figur 4.2, har flytrafikkveksten i de senere år vokst raskere enn trender for BNP. For 2019, anslår IATA at den globale trafikkveksten vil øke med 6%, mens global BNP er forventet å øke med 3,1% (IATA, 2018c). Ser en fremover i tid, og retter fokus på Europa, er det forventet jevn vekst både i BNP og i flytrafikken de neste 20 årene. Airbus GMF anslår at BNP-veksten, i snitt, vil øke med 1,8% hvert år, mens flytrafikkveksten vil øke med 3,3% årlig (Airbus, 2018).

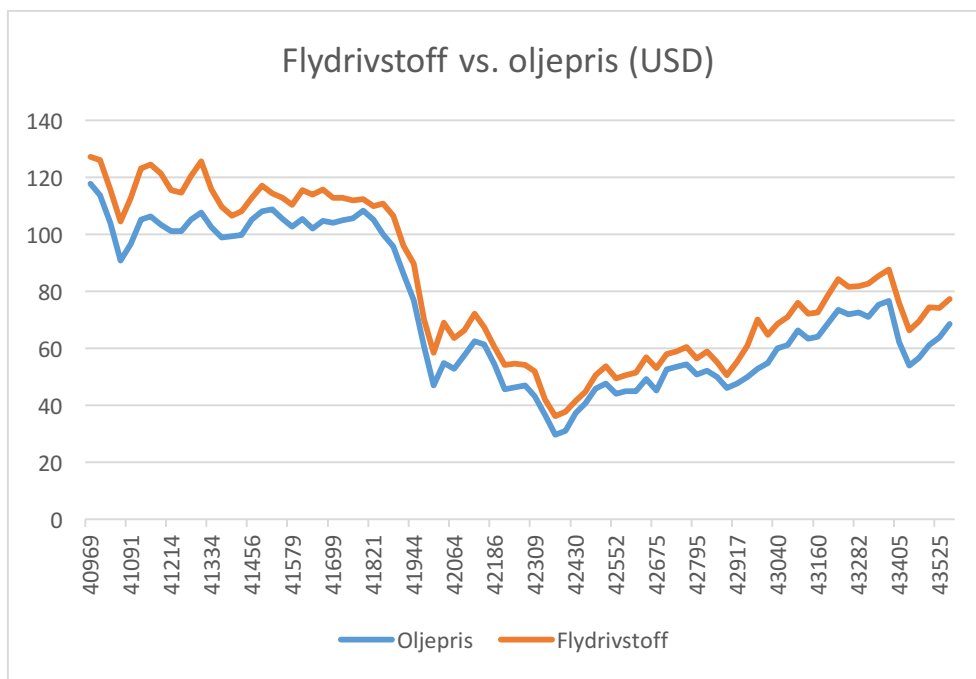
Rentenivå

Rentenivået er viktig fordi det påvirker økonomisk vekst. Lave renter oppmuntrer til investering og forretningsutvidelse, mens høye renter kan svekke den økonomiske aktiviteten, og på denne måten også dempe etterspørselen i flybransjen (Wensveen, 2011, s. 31). I tillegg vil lån være vanskeligere å betjene dersom rentene er høye, noe som kan gjøre finansieringen av flykjøp vanskeligere. På den andre siden, vil det ved lav rente være enklere å anskaffe fly, ettersom man har billig tilgang til kapital (Wensveen, 2011, s. 465).

I dag er rentenivået i Europa svært lavt, og slik har det holdt seg i flere år. Til tross for små justeringer i rentenivået mot slutten av 2018, er det forventet at rentenivået skal holde seg langt under 5% også de neste 20 årene (Elliott, 2018).

Oljepris

I 2018 utgjorde flydrivstoff 19% av SAS' totale kostnader (SAS, 2019a), og i løpet av 2019, forventer IATA (2018d) at drivstoff vil utgjøre 24,2% av gjennomsnittlige driftskostnader i flybransjen. Det er naturlig å forvente at oljepris og pris på flydrivstoff henger tett sammen, og at med økende oljepriser vil også prisen på flydrivstoff øke, se figur 4.3 på neste side. Ettersom flybransjen er en bransje som er svært avhengig av drivstoff, vil den derfor være følsom for det globale oljemarkedet og endringer i oljeprisen (SAS, 2019a).



Figur 4.3 Pris på flydrivstoff sammenlignet med oljepris, tall i USD. Egen tilvirkning basert på tall fra IndexMundi (2019).

Som det fremgår av figuren over, steg oljeprisen fra rundt 30 USD fatet i januar 2016 til 76 USD fatet i november 2018. Prisen på flydrivstoff fulgte samme kurve. Lav oljepris vil føre til større inntjening for bransjen og reduserte billettpriser, noe som gjør at flyselskapene vil tiltrekke seg flere kunder (European Commission, 2017). På den andre siden, vil høye drivstoffpriser gjøre at flyselskapene ser seg nødt til å øke billettprisene, noe som igjen vil gå utover etterspørselen etter flyreiser. Pr. 30.04.2019, lå oljeprisen på 68 USD per fat (IndexMundi, 2019). Som sagt har oljeprisen steget jevnt fra våren 2014, og i tiden fremover kan høye oljepriser bli en utfordring for flybransjen dersom denne trenden fortsetter.

Vi har tidligere nevnt at SAS, i tillegg til flere andre flyselskaper, har begynt å merke effekten av høye drivstoffpriser. For å forberede seg på oljeprishopp, velger flere flyselskaper å kjøpe en stor del av forbruket frem i tid til en avtalt pris (Trumpy, 2019). SAS hedger derfor 40-80% av sitt drivstofforbruk for de neste 12 månedene, for å minimere risikoen for at drivstoffprisene øker (SAS, 2019a). På denne måten sikrer man seg drivstoff til en fast og avtalt pris, selv om oljeprisen skulle stige eller synke. Videre vil hedging være lønnsomt dersom oljeprisen stiger, og kan bli dyrt for flyselskapene dersom oljeprisen skulle falle.

4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

De sosiale forholdene av makromiljøet er de demografiske og kulturelle faktorene som kan påvirke etterspørselen i den aktuelle bransjen, samtidig som de kan forme kraften og effektiviteten til organisasjonene (Johnson et al., 2017, s. 39). De sosiokulturelle forholdene vil på lang sikt påvirkes av den menneskelige utviklingen.

Befolkningsvekst vil gi flere potensielle kunder, noe som vil være positivt for etterspørselen i bransjen. Likevel vil ikke dette gi noen umiddelbare effekter på kort sikt, ettersom disse kundene mest sannsynlig ikke vil entre markedet med det første. Derimot anses demografiske endringer å påvirke bransjens etterspørsel de kommende årene. Generasjonen født i tidsperioden 1946 til 1964, er foreløpig de mest aktive kundene, selv om utgifter i forbindelse med flyreiser i denne generasjonen er forventet å avta. I følge Boston Consulting Groups forskning, er generasjonen som er født mellom år 1980 til 1999, fremtiden for fly- og reiselivsbransjen. Utgifter til forretningsreiser med fly er her forventet å vokse med 50% innen 2020, og vil holde seg stabilt de neste 15 årene etter dette (Chandrappa, 2014). Dette vil være positivt for SAS, da forretningsreisende står for litt over en tredjedel av deres passasjerinntekter (SAS, 2019a)

Også når det gjelder fritidsreiser, er det forventet at fremtiden for flyreiser og turisme vil være definert av veksten i 1980 til 1999 generasjonen. Dette fordi deres etterspørsel etter minneverdige øyeblikk og aktiviteter over materielle varer, har skapt det som omtales som ”opplevelsesøkonomien” (Fromm, 2018). Etterspørselen etter å reise ut i verden, som i mange tilfeller vil være den ultimate opplevelsen, har økt som et resultat av dette, og er noe samtlige flyselskaper kommer til å merke effekten av. Videre kan flyselskapene, ved å tilegne seg kunnskap om de reisendes preferanser, lettere planlegge sine målgrupper, noe som gir dem mulighet til å kartlegge hvilket segment som kan bidra til å øke lønnsomheten. Likevel kan vi legge til, at den overnevnte generasjonen har et større fokus på klima og miljø, noe som kan bremse litt av etterspørselen på sikt. Dette går vi nærmere inn på under miljømessige forhold.

Som sagt tidligere, reiste i overkant av 4,3 milliarder med fly i løpet av 2018 (IATA, 2019). I løpet av de neste to tiårene anslår IATAs prognoser en årlig vekst i antall passasjerer på 3,5%, og viser til at dagens trender innen lufttransport tyder på at passasjerantallet kan dobles til rundt 8,2 milliarder i 2037 (IATA, 2018e). Dette vil være positivt for bransjens lønnsomhet.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Et annet viktig forhold innen makromiljøet, er teknologier som internett, nanoteknologi eller andre nyutviklinger (Johnson et al., 2017, s. 43). Stadig utvikling i teknologien gjør at graden av effektivitet blir høyere, og det å ligge i forkant med den nyeste teknologien kan gi store konkurransefortrinn.

Teknologisk utvikling har vært drivende for å forbedre flyselskapenes operasjonelle effektivitet. Gjennom å bruke avansert flymotorteknologi, IT-løsninger og mobilteknologi, har flyselskaper vært i stand til å redusere kostnader og forbedre driften (Cederholm, 2014). Som vi nevnte i kapittel 4.1.1.2, er drivstoff en stor kostnadspost for flyselskapene, og bransjen fokuserer hele tiden på å forbedre drivstoffeffektiviteten. Derfor anses utviklingen av nye, bedre og mer effektive fly å være den viktigste teknologiske utviklingen i luftfartsbransjen. I følge Boeing (2014a), vil nye fly, eksempelvis av typen Boeing 787 og Boeing 737MAX, redusere drivstofforbruket med tosifrede prosenter, sammenlignet med eldre fly. I tillegg vil bruken av ny motorteknologi redusere flyets operasjonelle støynivå med opptil 40%.

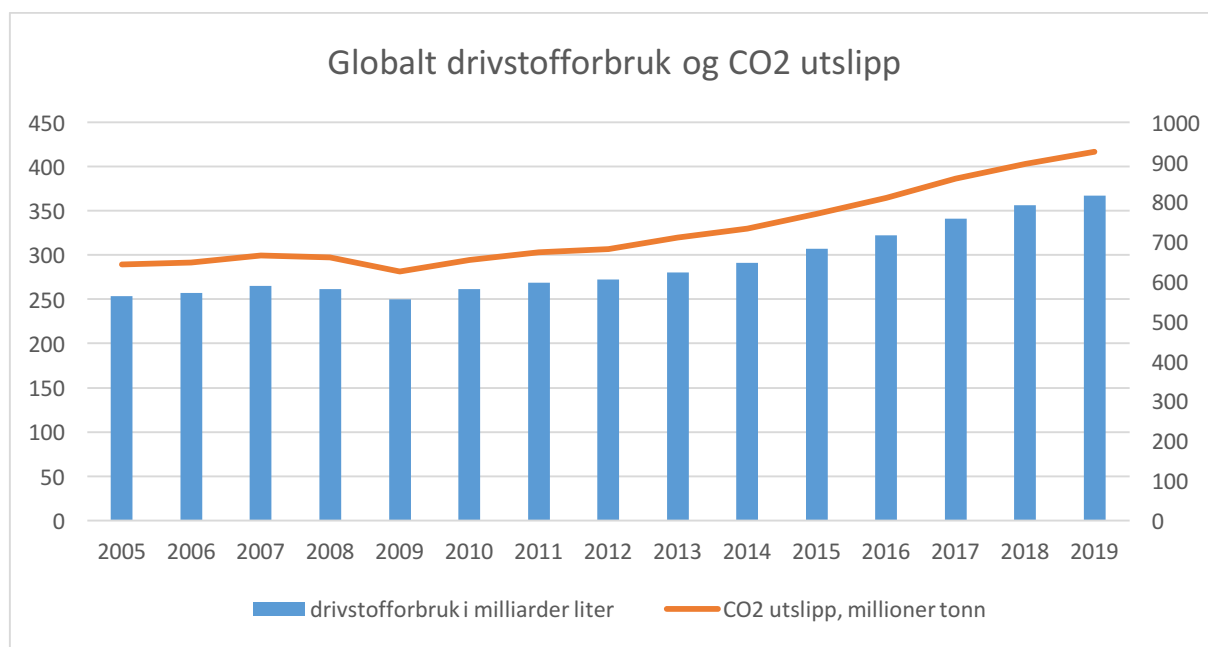
Ny teknologi innen flyindustrien har forbedret passasjerens reiseopplevelse, eksempelvis ved at det har vært fokus på å redusere trykk og støy, gjøre flyruter mer logiske og effektive, bedre løsninger for innsjekking og bestilling av billetter på nett, samt et forbedret underholdningstilbud ombord (Boeing 2014b). I tillegg vil fly som er mer drivstoff- og kostnadseffektive, på sikt kunne skape store kostnadsbesparelser for flyselskapene, og ha effekt på lønnsomheten.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold dreier seg om faktorer som forurensning, avfall og klimaendringer, og hvordan holdninger til dette vil kunne påvirke bransjen (Johnson et al., 2017, s. 44). Samfunnet har i dag et økt fokus på miljøet, derav global oppvarming, luftforurensning og bruk av fossile brensler. Mange bedrifter ønsker å fremstå som en ”grønn” bedrift, som tar dette seriøst, noe som kan lede dem i å bli mer miljøbevisste i den daglige driften.

Den globale luftfartsindustrien står for 2% av verdens totale CO₂ utslipp, og luftfart er ansvarlig for 12% av de totale utslippene fra transportbransjen (Atag, 2018). Fra figur 4.4 nedenfor, blir det tydelig at CO₂ utslippene vokser i samme takt som drivstofforbruket, og innen 2020, forventes det at det globale luftfartsutslippet vil være 70% høyere enn i 2005 (Arvaniatakis &

Hind, 2014). Ettersom flybransjen er underlagt en rekke miljømessige forskrifter, gir dette et konstant press for å kutte forurensningen. På bakgrunn av dette, avtalte bransjen i 2009 å forplikte seg til 1,5% årlig forbedring i drivstoffeffektiviteten frem til år 2020, samt en reduksjon på 50% i netto utslipp innen 2050, sammenlignet med 2005 (IATA, 2018f).



Figur 4.4 Utvikling i drivstofforbruk og CO₂ utslipp. Egen tilvirkning etter IATA (2018f).

I 2016 vedtok International Civil Aviation Organization (IACO) en global CO₂ utslipps- og reduksjonsordning for å takle CO₂ utslipp fra internasjonal luftfart. CORSIA, som denne ordningen blir kalt, setter grenser for CO₂ utslipp fra fly i forhold til størrelse og vekt, og er forventet å spare betydelige mengder CO₂ når den trer i kraft i 2020. Under CORSIA, må alle operatører overvåke, verifisere og rapportere sine utslipp på alle internasjonale flyvninger, samt at operatørene blir pålagt å kjøpe såkalte utslippsenheter for å kompensere for veksten i CO₂ utslippene (IATA, 2018f).

Et annet punkt som er verdt å nevne under miljømessige forhold, er folks holdninger til miljøet, og det å være miljøbevisste i det daglige livet. De siste månedene har det pågått en debatt om hvorvidt folk bør skamme seg over å reise med fly, av hensyn til miljøet. Av dette fremkommer ”flyskam” som et nytt begrep (Riekeles, 2019). Flere unge blir stadig mer miljøbevisste, og forsøker dermed å redusere egen forurensning, blant annet ved å velge bort fly til fordel for andre fremkomstmidler som for eksempel tog. Fenomenet er mest utbredt i Sverige, hvor undersøkelser fra WWFs klimabarometer for 2018, viser at 23% av innbyggerne valgte bort

flyreiser for å minske klimautslippene. I tillegg besluttet rundt 18% å reise med tog fremfor å fly (WWF, 2019). Trenden kan likevel se ut til å gjelde kun Sverige foreløpig, da antall passasjerer på internasjonale flyreiser økte med 4 prosent i 2018, selv om tilsvarende tall ble anslått til å reduseres med 3,2% (Ledel, 2019). Selv om fenomenet heller ikke er like utbredt i Norge (Knudsen, 2019), kan det diskuteres om hvorvidt oppmerksomheten rundt klimaholdninger vil øke i fremtiden, noe som også kan bidra til å redusere deler av etterspørselen etter flyreiser.

Flere forskere legger til grunn at løsningen på å redusere klimautslipp, ikke bør være at flere slutter å fly, men å heller fokusere på å utvikle teknologi som bidrar til reduserte utslipp (Dæhlen, 2018). Som nevnt i forrige delkapittel, vil nye fly bidra til å redusere drivstofforbruket sammenlignet med eldre fly, og det investeres derfor i stadig nyere og bedre fly for å oppnå dette. Flere flyselskap er også motiverte for å se på biodrivstoff som et alternativ for å drive sine fly, noe som vil være en god måte å redusere utslippene på (SIS International, 2018). SAS' flyflåte som ble fornyet med 9 nye Airbus A320neo fly i løpet av 2018, har 15-18% lavere drivstofforbruk sammenlignet med flyene de erstatter, der målet er å skape en enkeltflåte av disse flyene innen 2023 (SAS, 2019a). I følge IATA (2018f) vil flyselskapene investere 1,3 milliarder USD i nye fly det neste tiåret, der disse i gjennomsnitt er 20% mer drivstoffeffektive enn modellene de erstatter. I tillegg viser undersøkelser at flyselskaper kan redusere drivstoffkostnadene med rundt 225 dollar for hver tonn CO₂ de er i stand til å unngå (IATA, 2018h). Derfor vil flyselskaper som raskt oppgraderer flåten sin til nyere og mer effektive fly, oppnå en kostnadsfordel ovenfor andre konkurrenter som er i besittelse av eldre, og dermed mer drivstoffkrevende, fly.

4.1.1.6 Lovmessige forhold

Det siste elementet i PESTEL-analysen av makromiljøet refererer til lovmessige forhold. Disse dekker et bredt spekter av emner, og dreier seg om lovgivende og regulerende begrensninger eller endringer. Arbeids-, miljø- og forbrukerregulering, beskatning- og rapporteringskrav, samt monopollovgivning er eksempler på dette (Johnson et al., 2017, s. 45). SAS, og flybransjen generelt, er utsatt for ulike typer av regulerende beslutninger som kan påvirke operasjoner og økonomi både positivt og negativt.

I tillegg til reguleringer som omhandler utslippskvoter, slik vi diskuterte i forrige delkapittel, er reguleringer relatert til sikkerhet et viktig moment for bransjen. Som et overordnet mål har det

vært viktig å analysere trender for å identifisere sikkerhetsspørsmål før de oppstår i form av en hendelse eller ulykke. Etter terroraksjonene 11. september 2001, har det blitt økt fokus på sikkerhet ved flyplasser og i lufttrafikken. Flysikkerheten i bransjen har forbedret seg over flere år, og i dag er den statistisk sett svært høy (SAS, 2019a). Bestemmelser utarbeidet av luftfartsmyndighetene i USA (FAA) og EU (EASA) har blant annet ført til strengere sikkerhetskontroll og bagasjekontroll for både besetning og reisende, låste dører mellom cockpit og kabin, samt restriksjoner om væske (Berg, 2017). Endringer i sikkerhetsrutiner og reguleringer omkring dette kan være avgjørende for kostnadsnivået i bransjen.

Arbeidsforhold og arbeidskontrakter kan også være med å påvirke bransjen. I mange tilfeller kan forhold som dårlige arbeidsvilkår, lønnsreduksjoner og andre mindre gunstige ansettelseskontrakter for luftfartsarbeidere, føre til streik i luftfarttrafikken (European Parliament, 2016). Eksempelvis i fjor, da søreuropeiske flygeledere gikk ut i streik som følge av misnøye med lønn og arbeidstid, noe som resulterte i at ingen kunne fly over det området flygelederne kontrollerte (Ripegut, 2018). I slike tilfeller blir flere flyruter avstengt og forsinket, noe som rammer både reisende passasjerer og flyselskapene, da de må betale passasjerene kompensasjon for forsinkelsene (Airlines for Europe, 2018). Et annet eksempel, som er spesielt relevant, er den nylige SAS-streiken i april/mai. Her gikk pilotene ut i streik for å kreve bedre lønn, samt mer forutsigbarhet rundt arbeid og fritid, noe som resulterte i en 1-ukers storstreik med omkring 4000 innstilte avganger (Høgseth, Skaug & Haugen, 2019). Flere analytikere har undersøkt potensielle økonomiske effekter som følge av streiken, og kom frem til at en slik streik vil koste selskapet rundt 75 millioner til 100 millioner svenske kroner om dagen (Høgseth, 2019). En streik fører derfor til betydelige konsekvenser for virksomheten og dets kostnadsnivå.

4.1.1.7 Oppsummering av PESTEL

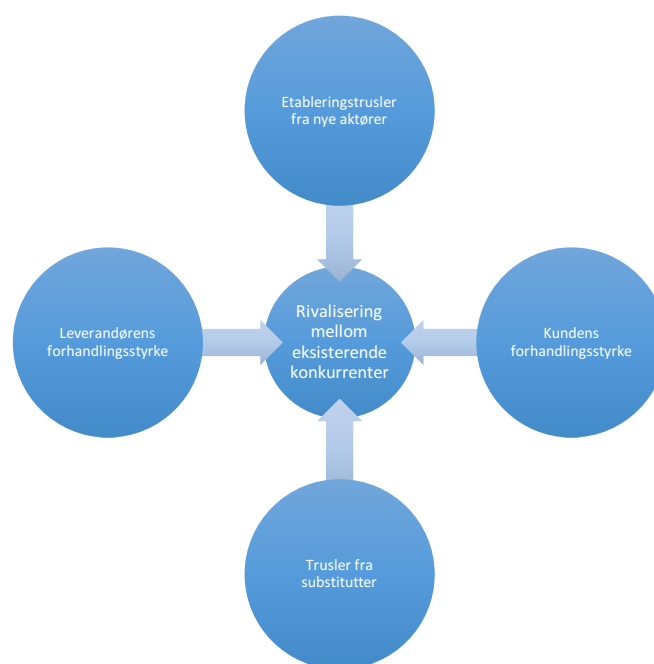
I den eksterne analysens første del, har vi diskutert bransjens makroomgivelser gjennom en PESTEL-analyse, hvor vi undersøkt faktorer vi mener har potensiale til å påvirke bransjen fremover.

Innen politiske forhold anses statlige investeringer i form av kapitalinnskudd til å bidra til positiv lønnsomhet, mens potensiell effekt av Brexit, samt innføring av flyskatter, vil trekke i motsatt retning. Økonomiske forhold som BNP vekst, lavt rentenivå og lave oljepriser bidrar til å øke bransjens lønnsomhet. Selv om det lave rentenivået er forventet å holde seg relativt

lavt de neste 20 årene, kan likevel en renteøkning og forventet økning oljeprisen bli utfordrende for bransjen. Under sosiokulturelle forhold kan demografiske endringer gi flere etterspørere, og dermed bidra positivt for lønnsomheten. Videre vil også teknologiske og miljømessige forhold kunne påvirke kostnadsnivået. Dette fordi utviklingen av mer drivstoff- og kostnadseffektive fly, på sikt kunne skape store kostnadsbesparelser for flyselskapene. I tillegg stilles det strengere miljøkrav i form av utslippskvoter, noe som tvinger selskapene til å oppgradere flåten sin med mer drivstoffeffektive fly. Som et siste element i PESTEL-analysen, så vi nærmere på lovmessige forhold, hvor vi kunne klargjøre at både sikkerhets- og arbeidsreguleringer fører til økt kostnadsnivå.

4.1.2 Porters fem krefter

Det neste steget i den eksterne analysen går ut på å analysere de fem grunnleggende kreftene i Michael E. Porters (2008) kjente modell. Modellen presenteres som en konkurrentanalyse som tar for seg en analyse av virksomhetens omgivelser på bransjenivå, og vil kunne si noe om selskapets strategiske posisjon i markedet. Rammeverket bygger på teorien om at konkurransefortrinn oppnås ved å posisjonere seg strategisk overfor fem konkurransekrefter; etableringstrusler fra nye aktører, kundens forhandlingsstyrke, trusler fra substitutter, leverandørens forhandlingsstyrke og rivalisering mellom eksisterende konkurrenter, se figur 4.5.



Figur 4.5 Porters fem krefter, egen tilvirkning etter Porter (2008).

4.1.2.1 Etableringstrusler fra nye aktører

Etableringstrusselen fra nye aktører henger mye sammen med konkurransesituasjonen i markedet. Er konkurransen i markedet høy, vil det være lite fristende å starte opp, og motsatt. En attraktiv bransje har derfor høye etableringsbarrierer som reduserer trusselen fra nye konkurrenter. I følge Johnson et al. (2017, s. 66), er etableringsbarrierer de faktorene som må overvinnes av nye aktører dersom de skal konkurrere i en bransje.

Det å etablere seg i en bransje kan være vanskelig, ettersom det finnes mange etableringshindre. Trusselen fra nye aktører er avhengig av nivået på disse etableringshindrene i bransjen. Det har blitt opprettet mange flyselskap de siste 40 til 50 årene. Etableringer skjer jevnlig, hovedsakelig gjennom eksisterende flyselskaper som utvider sine tjenester til nye markeder. Store etableringshindre vil være til fordel for allerede etablerte aktører, da dette hindrer at nye konkurrenter kommer inn i markedet.

Flybransjen er en bransje som er preget av lave marginer og blir sett på som bestående av store selskap med stordriftsfordeler. Stordriftsfordeler vil kunne være et etableringshinder ettersom de eksisterende selskapene vil kunne få lavere kostnader og andre fordeler, som kan være vanskelig for nye aktører å skaffe når en er ny i bransjen. Eksisterende selskap har ofte også tilegnet seg erfaring gjennom årene, utviklet en bred distribusjonskanal og har et stort nettverk. Videre er også merkevaren til etablerte flyselskap viktig, der kundene ofte har utviklet tillit til et flyselskap over tid, noe som igjen fører til høyere etableringshindre (Adamkasi, 2017).

I flybransjen krever ny etablering et stort kapitalbehov, ettersom investering i fly er knyttet til store kostnader i tillegg til at en må ansette erfarne piloter og kabinpersonell. Fly er generelt kostbare å kjøpe men også i drift, noe som begrenser antall nye potensielle konkurrenter og er et stort etableringshinder i bransjen. Videre har flybransjen strenge sikkerhets- og driftsregler som må følges for å kunne operere i markedet. Lisensavgiftene er høye og tilgang til flyplass er ikke lett tilgjengelig. Det er mange selskap i det europeiske markedet og de etablerte selskapene har allerede tilegnet seg flyplasser, noe som gjør det vanskelig for nye aktører å få plass (B2U, 2016).

Nye aktører trenger også distribusjonskanaler, noe som har blitt relativt enkelt nå til dags i forhold til tidligere. Utviklingen av internett gjør at det nå er mulig for flyselskapene å gjøre

flyreisene sine tilgjengelig gjennom ulike aggregeringstjenester, som momondo.no, finn.no osv., og dette vil kunne bidra til å redusere etableringshindrene.

Etableringstrusler fra nye aktører i flybransjen kan ut i fra dette sies å være lav, da etableringshindrene i bransjen kan ses på som høye. Det er lite sannsynlig for nye aktører på markedet, mens det derimot er en mye større risiko for at allerede etablerte flyselskap inntre i et nytt marked. Dette fordi disse selskapene har et godt utviklet rutenett, selskapene har gjerne opparbeidet seg en god soliditet og etableringsbarrierene vil ikke oppfattes som like høye.

4.1.2.2 Kundens forhandlingsstyrke

Kunden kan skape mer verdi ved å tvinge ned priser, kreve bedre kvalitet eller bedre service. På denne måten vil kostnadene øke, noe som igjen fører til reduksjon i lønnsomheten (Porter, 2008, s. 30). Videre er kundenes forhandlingsstyrke sannsynligvis høy når det eksisterer konsentrerte kundegrupper, lave byttekostnader ved standardiserte eller udifferensierte produkter, samt en trussel om at kundene kan bli konkurrenter i bransjen (Johnson et al., 2017, s. 68).

Innenfor flybransjen blir forhandlingsstyrken til kundene sett på som stigende. Opp gjennom årene har både antall flyselskap og konkurransen i markedet økt. Dette har videre ført til at også forhandlingsstyrken til kundene har steget. Kundenes forhandlingsstyrke drives av flere underliggende faktorer. Internett er blant annet en av disse faktorene. Salgskanaler, som nettsider har blitt mye mer konsentrert og muligheten til å bestille billetter på internett, samt kunne sammenligne flybilletter og priser fra forskjellige flyselskap via aggregeringstjenester har ført til at kundenes forhandlingsstyrke har økt.

Selv om flyselskapene har prøvd å differensiere seg fra hverandre ved å tilby ulik service og tjenester, blir flyreiser sett på som et standardisert og lite differensiert produkt. Dette har resultert i at selskapene har måtte konkurrere på pris i stedet. Hvis vi deler opp konsumentene i flymarkedet inn i forretningsreisende og fritidsreisende kan vi se noen forskjeller. Fritidsreisende blir sett på som en gruppe enkeltindivider som ofte har høy prissensitivitet og valg av flyselskap er derfor for det meste basert på pris. Denne gruppen av konsumenter har lav betalingsvilje for kortere reisetid og servicefunksjoner som ikke er relatert til billettflexibilitet. De kan også bli sett på som at de har lav forhandlingsstyrke, da de er mange og alle har ulike preferanser knyttet til reisen. Deres lojalitet mot bestemte flyselskaper er derfor relativ lav.

Videre har vi forretningsreisende, som har en lav prissensitivitet. Denne gruppen kan oppfattes som at de er mer opptatt av at det er hyppige avganger enn prisen. Disse konsumentene er hyppig reisende og motiveres av kundelojalitetsprogrammer. Flyselskaper har forsøkt å opprette høyere byttekostnader, spesielt gjennom lojalitets- og fordelsprogrammer, som har stor effekt for forretningsreisende. Her vil det lønne seg å være lojal fremfor å velge et annet flyselskap med billigere flybillett, ettersom en tjener bonuspoeng, som senere kan brukes på gratis reiser eller andre fordeler. For fritidsreisende har det vist seg å være lave byttekostnader forbundet med å fly med et annet selskap og lojalitetsprogrammene blir derfor mer hensiktsmessige for passasjerer som reiser mye.

Ut i fra dette kan man si at konsumentene, samlet som en gruppe, vil kunne ha en stor forhandlingsstyrke i forhold til å presse ned prisen, mens som enkeltindivider vil de ha liten makt (IATA, 2011a). Vi kommer dermed frem til at kundenes forhandlingsmakt er middels.

4.1.2.3 Trusler fra substitutter

Substitutter defineres som et produkt eller en tjeneste som dekker de samme behovene som et annet produkt eller tjeneste (Johnson et al., 2017, s. 66). Ofte er fokuset på konkurransen innad i bransjen så stort at en ser bort i fra truslene fra substitutter. Substituttene kan redusere etterspørselen etter et produkt eller en tjeneste, noe som vil kunne påvirke bransjens lønnsomhet.

Det finnes ulike substitutter for flyreiser, der noen er en større trussel enn andre. Substituttene vil kunne være andre former for transport som konsumentene kan velge for å komme seg til reisemålet. Dette kan være bil, buss, tog eller båt. De alternative transportmidlene kan dekke transportbehovet på enkelte strekninger, men på de fleste lengre distanser vil de ikke være en stor trussel, da de er tidkrevende i forhold til pris. Flyreiser er den raskeste formen for transport som man har tilgjengelig i dag og det er ingen annen transport som kan frakte mennesker rundt i hele verden med samme hastighet, fleksibilitet og pris. I innenriksmarkedet og generelt ved korte distanser, vil de ulike alternative transportmidlene kunne være en potensiell erstatning, men vi vil ikke anse buss, bil og båt som noe stor trussel, da reisetiden er mye lenger.

Høyhastighetstog eller såkalte lyntog derimot, kan bli sett på som den største trusselen for flyreiser i fremtiden. Utviklingen av lyntog har bidratt til raskere og billigere reiser med tog flere steder i Europa. I tillegg unngår man ventetid og rutiner i forbindelse med

sikkerhetskontroller og innsjekking. Denne fremveksten av lyntog har ført til økt konkurranse på korte distanser. Ettersom lyntogene i dag har et begrenset nettverk og tilbud vil flyreiser bli sett på som den raskeste og mest effektive måten å reise lange distanser på, inntil ny teknologi blir utviklet. I Skandinavia har vi generelt lite utbygging eller tilbud av lyntog. Om utbyggelsen av infrastrukturen fortsetter og tilbudet av lyntog blir større derimot, vil lyntog klart kunne bli en stor trussel. Satsing på lyntog vil likevel ta tid og man vil derfor ikke se på dette som en trussel på kort sikt, men på lang sikt derimot, vil en slik utbygging kunne bli en stor trussel for flybransjen.

Videre blir videokonferanseteknologi sett på som en substitutt for forretningsreisende, og kan fungere som en trussel. Videokonferanser gjør det mulig å ha møter selv om man befinner seg forskjellige steder. Økt bruk av videokonferanser vil kunne minske behovet for tradisjonelle møter og virksomheter vil kunne spare både tid og kostnader. Utvikling av bedre videokonferanseteknologi kan derfor føre til et fall i forretningsreiser.

Ut i fra dette kan man altså se at både høyhastighetstog og videokonferanseteknologi er substitutter og potensielle trusler for flybransjen. På grunn av tidsperspektivet med å utvikle lyntog, vil ikke dette ha noen stor effekt på bransjen pr. dags dato. Likevel vil som sagt økende bruk av videokonferanser bli en trussel. Samlet sett vurderer vi trusselen fra substitutter til å være middels.

4.1.2.4 Leverandørens forhandlingsstyrke

De som leverer det som skal til for å produsere produktet eller tjenesten kalles for en leverandør. Faktorene som øker leverandørens forhandlingsstyrke er omvendt enn det som gjelder kundens forhandlingsstyrke. Derfor vil forhold som konsentrerte leverandører, høye byttekostnader ved bytte av leverandør, differensierte produkter, samt trussel om at leverandørene kan bli konkurrenter i bransjen kunne øke leverandørens forhandlingsstyrke. (Johnson et al., 2017, s. 69).

Flybransjen er avhengig av flere leverandører, der de viktigste er flyprodusenter som leverer flyene og motorer, flyplassene som gir dem passasjerene, men også ulike servicetjenester og drivstoff som gjør flyvningene mulige. Det finnes svært få flyprodusenter i markedet og leverandørmarkedet for fly er altså høyt konsentrert. Vi har to dominerende produsenter, Airbus og Boeing, som kan bli sett på som at de har et duopol i markedet og leverer de fleste flyene.

De ulike flyselskapene i markedet er derfor avhengige av disse flyprodusentene, ettersom det er begrenset med tilbud. Airbus og Boeing får stadig flere ordre, og deres suksess fører til at forhandlingsstyrken er relativt høy.

I følge IATA er mange flyplasser lokale monopoler med begrenset konkurranse og det er lite oppføring av nye flyplasser. Dette gjør at hovedkontrollen av utnyttelse av markedets styrke skjer gjennom økonomisk regulering (IATA, 2011a). Videre er det begrenset av serviceselskaper som tilbyr ulike tjenester og service på flyplassene. Dette gjør at selskapene som eksisterer har en sterk forhandlingsmakt. Drivstoffprisen bestemmes ut i fra oljeprisen og er markedsstyrt, som gjør at denne i liten grad kan forhandles (Investing, 2017).

Ut i fra dette vurderer vi forhandlingsstyrken til leverandørene som relativt høy ettersom det ikke er mange leverandører i markedet. Leverandørene sitter med produkter eller tjenester flyselskapene trenger for å kunne fungere og drive i markedet og de har derfor mulighet til å presse prisene opp.

4.1.2.5 Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter

Femte og siste element i Porters fem konkurransekrefter er rivalisering mellom eksisterende konkurrenter. Konkurrerende rivaler er selskaper som tilbyr lignende produkter eller tjenester, som retter seg mot samme kundegruppe (Johnson et al., 2017, s. 65). Hvem som gjør det best i bransjen handler ofte om hvem som takler rivaliseringen best innad. I tillegg vil det selskapet som tiltrekker seg størst og flest kunder, i mange tilfeller være det selskapet som gjør det best.

Rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter kan foregå på flere måter, eksempelvis gjennom priskrig, serviceforbedringer eller produktlanseringer. Det er flere forhold som kan påvirke intensiteten av rivalisering i en bransje. Høy rivalisering vil kunne begrense lønnsomheten til en bransje (Porter, 2008).

Flybransjen har i dag en lav bransjevekst, men består av mange aktører som fører til konkurranse i markedet. Etter at de ulike lavkostselskapene etablerte seg på markedet har rivaliseringen blitt høyere. Etableringen og suksessen til lavkostselskapene har ført til økt konkurranse i markedet på flere ruter og med flere flyselskap.

Innenfor flybransjen er produktene og tjenestene som tilbys svært like på tvers av flyselskapene, og det er altså lite produktdifferensiering, som i følge Porter (2008) fører til høy rivalisering. Nye produktfunksjoner som oppstår blir raskt etterlignet blant flyselskapene som er etablert i bransjen. De siste årene har flyselskapene blitt mer og mer like, der de har begynt å ha mer fokus på lave billettpriser for å få flere kunder. Selskapene ønsker å oppnå lavest mulig enhetskostnad og det økende fokuset på kostnader har ført til mindre differensiering blant flyselskapene som igjen har ført til at byttekostnadene til kjøperne reduseres (Investing, 2017). Resultatet av dette har blitt stor konkurranse blant de eksisterende aktørene, spesielt med tanke på pris og service. Denne priskonkurransen i markedet øker konkurranseintensiteten.

Som nevnt tidligere er flybransjen preget av lav lønnsomhet. Det er høye, faste kostnader uavhengig av om flyene er fulle eller ikke, og de variable kostnadene pr. fly har økt de siste årene, ettersom drivstoffprisene har steget. Marginalkostnaden for å transportere flere passasjerer er lav, noe som også fører til økt priskonkurranse i markedet (IATA, 2011a). Dette bidrar til å øke rivaliseringen. Flybransjen er en bransje med høye avviklingshindre, som i følge Porter (2008) fører til at rivaliseringen er mer intens. Det er flere barrierer som begrenser flyselskapenes evne til å redusere flykapasiteten eller avvikle på bestemte ruter. Selskapene er tvunget til å ta et kapitaltap hvis de selger fly i en nedgangsperiode, og det vil derfor lønne seg å fortsette driften. Men også ”Bruk det eller mist det” regelen på de ulike flyplassene skaper hindringer for å avvikle ruter. Videre vil en reduksjon av flykapasiteten ved å bytte til mindre fly på bestemte forbindelser øke gjennomsnittlig kostnad pr. ASK (IATA, 2011a). Dermed kan man si at bransjen er preget av store utgangsbarrierer.

Vi vil ut i fra dette vurdere at rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter i flybransjen er høy, ettersom bransjen er preget av stor priskonkurranse, kamp om markedsandeler og lite differensiering. Dette vil også kunne presse lønnsomheten i bransjen ned.

4.1.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

I følge Johnson et al., (2017, s. 64) vil overdreven rivalisering mellom konkurrenter, høy forhandlingsstyrke hos kunder og leverandører, samt trussel fra substitutter og nye aktører bidra til svekket lønnsomhet. Med andre ord betyr dette at et selskap vil være mer attraktiv dersom den har lav eller svak tilstedeværelse av de fem konkurransekraftene.

I analysen av Porters fem krefter innenfor flybransjen kom vi frem til at trusselen fra nye aktører er lav ettersom bransjen er preget av høye etableringshindre, noe som gjør den lite attraktiv for nye etableringer. Videre kom vi frem til at forhandlingsmakten til kundene er middels i det europeiske markedet. Trussel fra substitutter ble vurdert til å være middels, da både høyhastighetstog og videokonferanser vil kunne redusere antall flyreisende, spesielt om utviklingen fortsetter. Når det gjelder forhandlingsmakten til leverandørene vil den være høy, da det er få flyprodusenter i markedet og flere flyplasser blir sett på som lokale monopoler. Rivaliseringen i flybransjen er høy og bransjen generelt er preget av lav lønnsomhet. Figur 4.6 nedenfor oppsummerer situasjonen i bransjen.

	Lav	Middels	Høy
Trussel fra nye aktører	X		
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Trussel fra substitutter		X	
Leverandørens forhandlingsmakt			X
Rivalisering mellom eksisterende konkurrenter			X

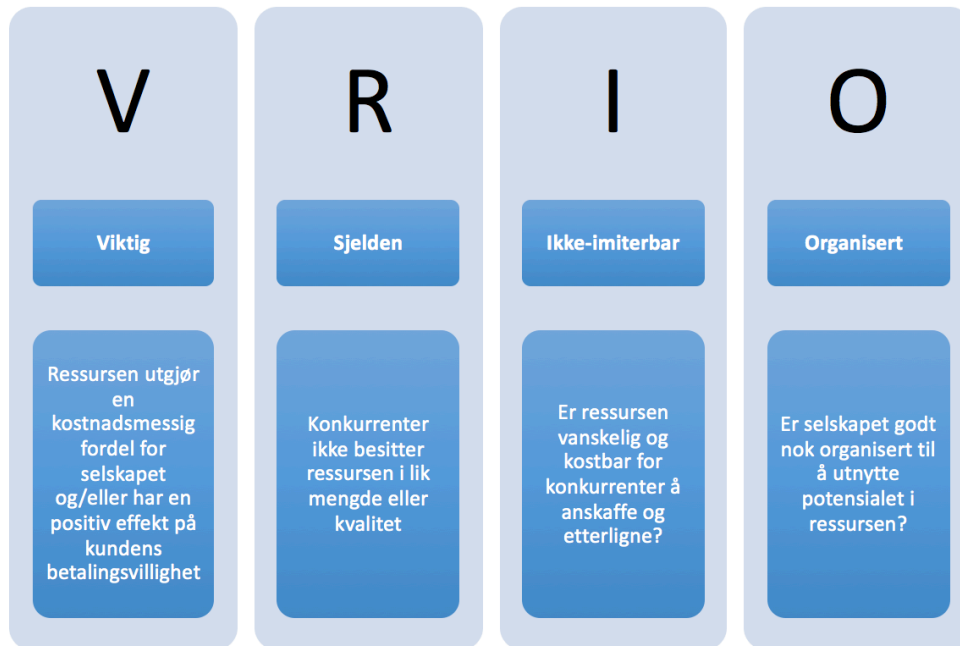
Figur 4.6 Oppsummering av Porters fem krefter

4.2 Intern analyse

Vi skal i dette kapitlet foreta en intern analyse av SAS, der vi skal analysere selskapets interne forhold gjennom VRIO-rammeverket. En intern analyse har som formål å kartlegge bedriftens sterke og svake sider, samt å identifisere de viktigste ressursene til en bedrift og hvordan disse virker sammen (Johnson et al., 2017, s. 101). Videre viser ressurser i denne sammenhengen til innsatsfaktorer som et selskap innehar, eller kan få tilgang til, som for eksempel varemerker, beliggenhet, kompetanse, størrelse og omdømme (Roos et al., 2014, s. 25). Det er her utført en VRIO-analyse for å kartlegge hvorvidt SAS er i besittelse av ressurser som kan skape varige konkurransefortrinn.

4.2.1 VRIO

VRIO har som formål å undersøke om selskapet besitter ressurser som kan gi varig konkurransefortrinn, og rammeverket anvender fire kriterier; sjelden, viktig, ikke-imiterbar og organisert (Johnson et al., 2017, s. 101). Disse fire kriteriene og deres definisjoner er presentert i figur 4.7. Videre vil en ressurs ha varig konkurransefortrinn dersom den innehar alle forholdene i denne figuren.



Figur 4.7 VRIO, egen tilvirkning etter Johnson et al., (2017, s. 101).

I VRIO-analysen har vi valgt å analysere de faktorene som vi mener kan skape varige konkurransefortrinn for SAS. Dette blir derfor Star Alliance, SAS' merkenavn, eierstruktur, samt deres oppgraderte flyflåte.

4.2.1.1 Star Alliance

Som vi har vært innom tidligere, er forretningsmodellen til SAS basert på et nettverkskonsept, og selskapet er et grunnleggende medlem av den globale luftfartsalliansen Star Alliance. Med over 18 800 daglige avganger til mer enn 1300 destinasjoner rundt om i verden (SAS, 2019a), gjør dette Star Alliance til den største globale flyselskapsalliansen, pr. dags dato. Som medlem av Star Alliance, tilbys et mer omfattende og attraktivt rutenettverk som kan selges under SAS. Dermed tillater det transport av reisende til globale destinasjoner som ikke er en del av SAS' egne ruter (SAS, 2010). I tillegg gis det reisende passasjerer som blir rammet av forsinkelser

eller kanselleringer, muligheter til å booke om billetten på neste tilgjengelige Star Alliance-flytur (SAS, 2019a).

Videre har medlemskapet i Star Alliance gjort SAS' lojalitetsprogram, Eurobonus, til Nordens største og mest attraktive bonusprogram, der bonuspoengene opptjenes ved å fly med SAS og/eller andre selskaper i Star Alliance (SAS, 2019d). På denne måten forsøkes det å skape lojale kunder som velger SAS når de skal ut å reise. Med rundt 5,6 millioner medlemmer (SAS, 2019a), representerer Eurobonus en verdifull kundebase som skiller dem fra konkurrentene. Frem til mai 2013, var det ikke mulig å opptjene slike poeng på innenlandsreiser (Mikalsen, 2013), men opphevelsen av dette forbudet har trolig styrket SAS i senere tid. Likevel har det fra januar 2019, blitt innført nye regler som omfatter at bonuspoeng som opptjenes i forbindelse med jobbreiser, er skattepliktige (Lorentzen, 2019). Innførelse av denne regelen kan gjøre at bonuspoeng ikke blir sett på som like verdifullt som tidligere og bonusprogrammene dermed mister sin verdi for jobbreisende.

I følge Doganis (2006, s. 88) kan slike globale allianser skape to fordeler. Ettersom alliansen gir flyselskapene mulighet til å utvide det eksisterende markedet gjennom den ekstra trafikken som genereres til og fra flyselskapspartnerne, kan inntektene økes. I tillegg skaper alliansen potensial for kostnadsreduksjon. Dette fordi høyere trafikkvolum generert av alliansen gir muligheter for å redusere enhetskostnader gjennom økte frekvenser, høyere passasjertetthet og bytte til større fly. IATA (2011b) hevder likevel at globale luftfartsallianser kan skape avvik i forhold til problemer med koordinering og kulturelle forskjeller, samt at kompleksiteten i slike nettverk har økt gjennom årene.

To av forbeholdene for at et selskap skal få varig konkurransefortrinn, er at ressursen er sjelden og viktig. Når det gjelder lojalitetsprogrammet Eurobonus, vil dette være enkelt å etterligne. Blant annet har lavprisselskapet Norwegian startet sitt eget bonusprogram, Norwegian Reward, der en kan tjene poeng på reiser, akkurat slik som SAS (Sørdal, 2013). Videre har allianser mellom flyselskapene på internasjonale markeder blitt en dominerende funksjon i flybransjen, og i dag finnes det tre hoved allianser som regjerer; Star Alliance, OneWorld og SkyTeam (Boon, 2018). Ettersom flere kunder krever en tjeneste som bringer dem fra A til B overalt i verden, og dette er umulig for ett selskap å levere alene, vil trolig flere flyselskap se verdien av å slå seg sammen i allianser. Vi anser derfor ikke Star Alliance som en sjelden kilde, og tror det vil komme flere allianser i fremtiden. Det er likevel grunn til å anse medlemskapet i Star

Alliance som viktig, da det i følge IATA (2011b) er bevist at eksisterende alliansebaserte forhold har gitt passasjerene betydelige forbrukerfordeler på sine reiser, både når det gjelder bedre service og lavere priser. Videre er selskapet forberedt på at ressursen skal utnyttes, og er derfor organisert. Johnson et al., (2017, s. 108) karakteriserer en ressurs som ikke er sjelden, men som innehar alle de andre kriteriene, som en konkurransemessig paritet. Samlet sett karakteriserer vi derfor Star Alliance som en konkurransedyktig paritet.

4.2.1.2 SAS' merkenavn

SAS er et av Skandinavias sterkeste og mest kjente merkevarer. Fra et Europeisk perspektiv, er SAS et nisjeflyselsskap med fokus på Skandinavia og har en sterk markedsposisjon med sitt omfattende nettverk (SAS, 2019a). De er dessuten en gammel aktør på markedet, noe som gjør at de fleste har en kjennskap til selskapet. SAS blir derfor foretrukket som et førstevalg for hyppige reisende, og i 2018 ble selskapet inkludert som ett av de 20 beste flyselsskapene over hele verden (Peterson, 2018). I flere år har SAS ligget på topp 10 lister over Europas mest punktligte flyselsskap, og ble i 2014 kåret til det nest mest punktligte flyselsskapet av alle globale flyselsskaper (Caron, 2015). Plasseringer som dette bidrar til et godt omdømme for selskapet.

Likevel har hendelser i foregående år vært skadelige for SAS. Blant annet kan deres økonomiske situasjon nevnes, da dette har gitt mye negativ medieoppmerksomhet. I tillegg gjorde flere streiker fra tidlig 2000-tallet at kundene valgte andre flyselsskap fremfor SAS, og i gjennom år 2005 og 2006, slo SAS ut med under 50% på målinger om kundetilfredshet i følge norske undersøkelser (Dahl, 2018). Siden den gang har selskapet bygget seg opp igjen, og slo i 2018 ut med 73,1% på målinger om kundetilfredshet og nærmere 87% på lojalitet (BI Handelshøyskolen, 2018). Begge resultatene er høyere enn konkurrenten Norwegians tall fra det foregående året. I følge undersøkelser, er halvparten av Norwegians passasjerer innom en skandinavisk flyplass på reisen, mens resten flyr til og fra flyplasser utenfor Skandinavia (Dahl, 2018). Dette gjør at SAS fortsatt er størst i Skandinavia, ettersom selskapet baserer seg på flyvninger til, fra eller mellom skandinaviske flyplasser.

Som et av de ledende flyselsskapene i Skandinavia, blir SAS sett på som et av regionens sterkeste og mest anerkjente merkevarer (Charlotte, 2016). Dette blir bekreftet gjennom en undersøkelse i Sverige, der SAS i 2017 ble kåret til den sterkeste merkevaren innen transportkategorien (SAS, 2018). På bakgrunn av dette, kan SAS' merkenavn anses å være verdiskapende, viktig og sjelden for både kunden og selskapet. Det vil heller ikke være enkelt å imitere på grunn av

kompleksiteten til interne koblinger som har blitt utviklet gjennom årene. Likevel kan den ikke anses å være organisert, da enkelte hendelser som streiker og tidligere negative økonomiske situasjoner, gjør at selskapet ikke er organisert på en måte som gjør dem kapable til å utnytte potensialet i ressursen. Dette kan på lang sikt skade merkenavnet. Det er derfor grunn til å karakterisere SAS' merkenavn som et midlertidig konkurransefortrinn, i tråd med rammeverket til Johnson et al., (2017, s. 108).

4.2.1.3 Eierstruktur

Som vi har snakket om i kapittel 2, er SAS et delvis statseid selskap. Dersom det skulle være behov for påfyll av kapital, står eierne til en viss grad klar med dette, og det kan virke som om eierstrukturen spiller en viktig rolle for selskapets overlevelse. Dette fordi SAS blant trolig ble reddet av den statlige støtten de fikk, under en nesten-konkurs i 2009 (E24, 2010). I tillegg kan det virke som at statlig investering kan øke lønnsomheten på sikt, slik vi nevnte i kapittel 4.1.1.1, under politiske forhold.

Likevel mener Doganis (2006, s. 227) at flertallet av statseide flyselskaper lider av "Distressed State Airline Syndrome", og sikter til at statlig eide selskaper ofte sliter med økonomiske vanskeligheter og underkapitalisering med store gjeldsforhold. I perioden 2000 til 2004, ble også flere statseide flyselskaper hardere rammet av kriser enn privateide flyselskap. Doganis (2006, s. 229) hevder at hovedårsaken til dette er at statens funksjon som økonomisk sikkerhetsnett er ugunstig på grunn av feil beslutningstaking og ineffektivitet. Det ligger dermed til grunn å tolke dette som at SAS hadde klart seg bedre om det var et privateid selskap. Den norske stat solgte i fjor seg ut av selskapet, på bakgrunn av en evaluering om at SAS de siste årene har klart seg bedre økonomisk sett. Flere mener også at selskapet hadde hatt godt av at den danske og svenske stat hadde gjort det samme, og at SAS' børsverdi ville vært høyere dersom selskapet ble gjort privat (E24, 2018).

Det finnes andre statlige flyselskap som er hel- eller deleide, og SAS' eierstruktur er dermed ikke en sjelden ressurs. Videre mener vi at viktigheten knyttet til SAS' statlige eierskap er tosidig. Dette fordi det i krisesituasjoner ser det ut til at selskapet har dratt nytte av den statlige støtten, mens i fremtiden kan privatisering av selskapet øke deres effektivitet. Totalt sett anses ikke eierstrukturen å være en konkurransedyktig fordel.

4.2.1.4 Oppgradert flyflåte

I løpet av de siste årene har SAS forenklet sin flyflåte betraktelig. Flåten består i dag av Boeing 737 Next Generation, Airbus A320-familien og Airbus A330/A340 (SAS, 2019a). Gjennomsnittsalderen på selskapets flyflåte er i dag 9,9 år, og vi så i kapittel 2.3, at gjennomsnittlig alder på Norwegian, Lufthansa og EasyJets flåter henholdsvis er 3,7 år, 11,9 år og 7 år. Til sammenligning viser statistikk at ut av 6500 kommersielle fly i Europa, var rundt 21% av flyene mindre enn 5 år gamle, mens 17% var 20 år eller mer. Videre var 30% av flyene 5 til 9 år gamle, 17% var 10 til 14 år, og 15% var 15 til 19 år gamle (Oliva, 2017). Vi kan derfor ikke karakterisere SAS' flyflåte som sjelden, sammenlignet med denne informasjonen.

Som sagt tidligere, har SAS utstedt en ordre på 50 nye Airbus A320neo fly, som gir dem en driftsmodell basert på markedets mest effektive fly. I tillegg ble det i løpet av første kvartal 2019, besluttet å utvide flåten ytterligere med tre nye Airbus A321LR fly, som er planlagt å bli satt i trafikk i løpet av 2020 (SAS, 2019g). I følge SAS (2019f), tilhører denne flytypen den nyeste generasjonen av fly, og gjør det mulig å øke antall direkte interkontinentale ruter fra Skandinavia, bedre forbindelser, samt kortere reisetider. Ressursen er derfor viktig for selskapet, fordi disse flyene er forventet å redusere drivstofforbruket med opp til 18% (SAS, 2019a) og kan derfor bidra til å redusere en stor kostnadspost. Flåtefornyelsen øker samlet kapital, noe som igjen øker lønnsomhetskravet.

Videre er ressursen organisert, og bidrar samtidig til å redusere selskapets kostnader gjennom å gå til anskaffelse av nyere, og mer drivstoffeffektive fly. Likevel vil den være enkel å imitere av andre konkurrenter i bransjen. På bakgrunn av at ressursen ikke er sjelden, ei heller ikke-imiterbar, anses ikke SAS' flyflåte å være et varig konkurransefortrinn.

4.2.1.5 Oppsummering VRIO

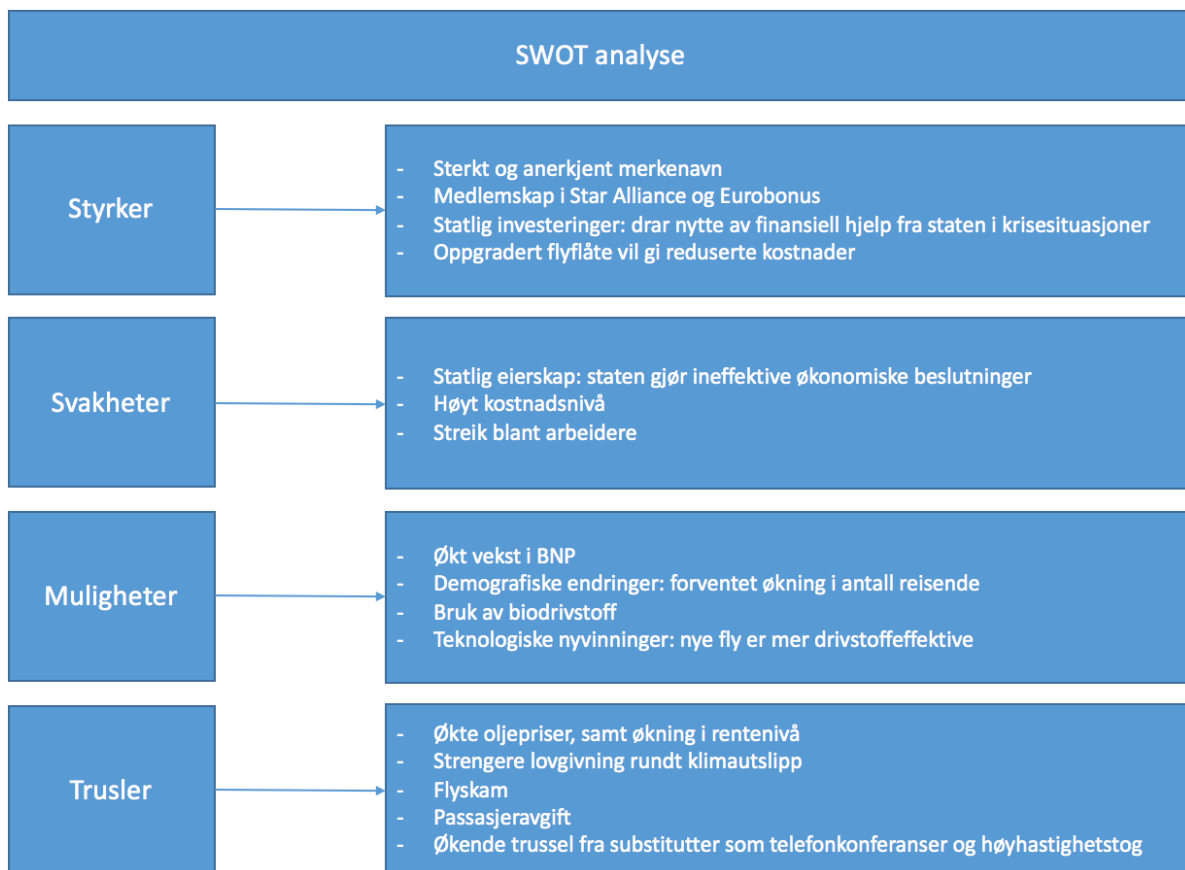
En oppsummering av drøftingen fra den interne analysen, er presentert i figur 4.8 nedenfor, i henhold til VRIO-rammeverket (Johnson et al., 2017, s. 108). Vi kom frem til at de to ressursene som har størst potensiale til å være konkurransefortrinn for SAS, er medlemskapet i Star Alliance samt SAS' merkenavn. Likevel gjør vi oppmerksom på at den interne analysen er basert på vår tolkning av de utvalgte ressursene, og at det også kan finnes andre momenter utenom disse som kunne blitt analysert.

	Viktig	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert
Star Alliance	X	-	X	X
Merkenavn	X	X	X	-
Eierstruktur	Delvis	-	-	X
Flyflåte	X	-	-	X

Figur 4.8 Oppsummering av VRIO analysen.

4.3 SWOT-analyse

Som en avslutning på den strategiske analysen, har vi valgt å benytte oss av en SWOT-analyse. Denne oppsummerer de eksterne og interne forholdene, og brukes for å finne selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler (Johnson et al., 2017, s. 115). Vi kan på mange måter si at SWOT-analysen blir et bindeledd mellom den eksterne (muligheter og trusler) og interne analysen (styrker og svakheter). Ved å gjennomføre en SWOT-analyse, får en kartlagt hva bedriften gjør på nåværende tidspunkt, i tillegg til at en ser fremover og prøver å forutsi hva som kan skje i fremtiden. SWOT analysen er presentert i helhet i figur 4.9 på neste side.



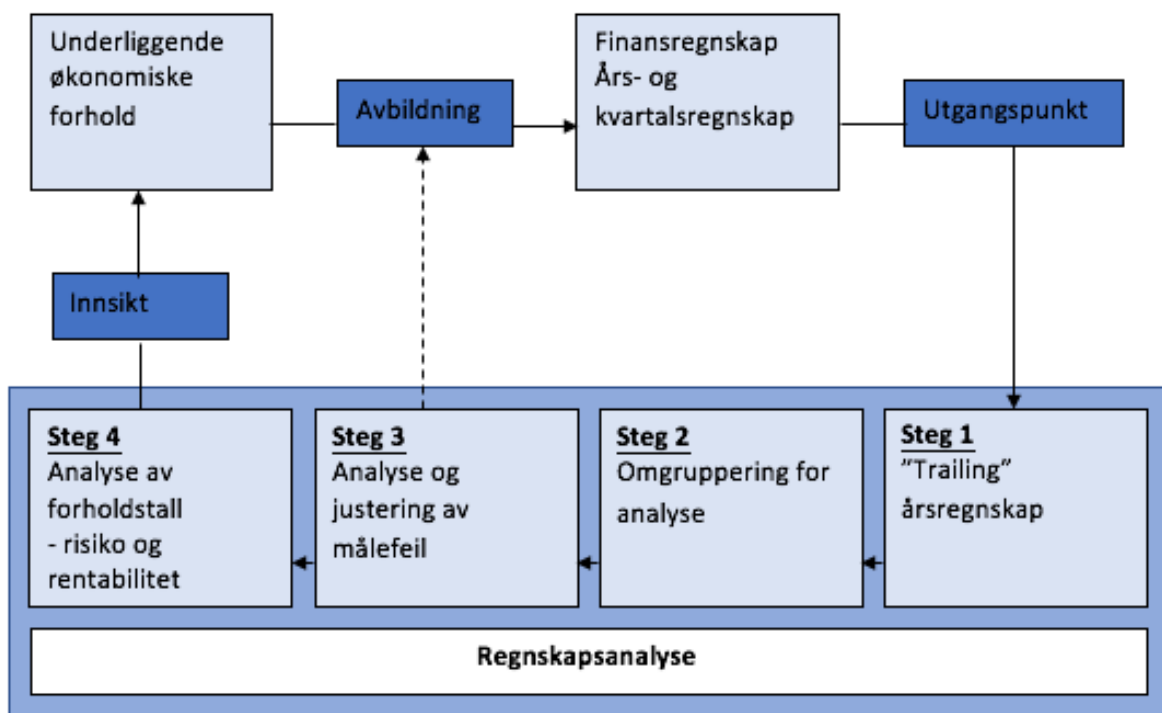
Figur 4.9 SWOT-analyse, oppsummering av eksterne og interne forhold ved SAS.

5.0 Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil vi ta for oss det andre steget innenfor fundamental verdsettelse, som er regnskapsanalyse. I følge Knivsflå (2019c) er regnskapsanalyse en kvalitativ analyse, som avdekker og klargjør underliggende økonomiske forhold ved et selskap. Gjennom å analysere rapporterte regnskapstall vil vi dermed kunne få innsikt i både risikoen og superrentabiliteten til SAS, og vi vil kunne få en bedre illustrasjon av selskapets utvikling, samt bedre forutsetninger for å estimere fremtidsregnskapet.

5.1 Rammeverk for analysen

I regnskapsanalysen er det flere steg man må gjennom, disse er presentert i figuren nedenfor.



Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2019c)

I figuren ser vi at rammeverket består av fire steg, der de første stegene omhandler bearbeiding av de rapporterte tallene for å gjøre de klar for analysen av forholdstallene. Her må vi blant annet omgruppere finansregnskapet for en investororientert analyse. Etter vi har utarbeidet trailing, omgruppering og justering av regnskapet, kan man foreta forholdstallsanalysen.

Før vi starter med selve analysen er det hensiktsmessig å bestemme analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.

5.1.1 Analysenivå

I følge Knivsflå (2019c) bør virksomheter som har svært ulike forretningsområder analyseres delt. Som vi så i kapittel 2.2.6 har SAS flere forretningsområder, der de fleste er knyttet til flyvirksomhet. Ettersom tilgangen på regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområdene er begrenset og vi anser forretningsområdene som nokså like, velger vi å analysere virksomheten samlet. Videre må man også bestemme om det samlede regnskapet skal analyseres på selskapsnivå eller konsernnivå. Vi har valgt å analysere SAS på konsernnivå og vil derfor analysere nøkkeltall for hele konsernet, ettersom dette vil fremme omfanget på selskapet bedre.

5.1.2 Analyseperiode

Før man utfører regnskapsanalysen må man også bestemme analyseperiodens lengde. For å bestemme denne må man vurdere om selskapet har vært stabilt over tid, eller om det har endra karakter. Dersom selskapet har vært stabilt i en lengre periode bør man velge en lang analyseperiode, mens om det har endret seg over tid, vil det være mer hensiktsmessig å ha en kort analyseperiode. Dette fordi eldre regnskapstall vil være lite representative for dagens selskap (Knivsflå, 2019c). SAS har operert i flybransjen i lang tid og er et selskap som har endret seg over tid, samt hatt en stor vekst og utvikling. Ut i fra dette har vi valgt en analyseperiode på fem år, som strekker seg fra regnskapsåret 2013/14 til og med 2017/18.

5.1.3 Komparative selskap

Videre trenger man noen komparative selskap i samme bransje, som SAS sine regnskapstall kan sammenlignes med. Ettersom det er svært mange flyselskap i den europeiske flybransjen, har vi valgt å kun plukke ut noen som vil representere denne bransjen. Som presentert i kapittel 2.3 har vi valgt Norwegian, Lufthansa og EasyJet som komparative selskap, ettersom dette er nære konkurrenter og opererer i samme geografiske områder. Den komparative bransjen består altså av både lavkostselskap og fullserviceselskap, for å fremstille bransjen på en god måte. Når man utfører regnskapsanalysen er det vanlig å sammenligne med bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet vil bli brukt som målestokk ved regnskapsanalysen, der SAS inngår i sammenligningsgrunnlaget, for å få et mer representativt snitt (Knivsflå, 2019c).

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Her vil vi presentere rapportene med regnskapstall som vil bli brukt i analysen. Tallene er hentet fra de offentliggjorte årsrapportene til SAS. I henhold til Knivsflå (2019c) bør de rapporterte

regnskapstallene på årsbasis oppsummeres og gjøres klar for regnskapsanalyse, gjennom å sette opp resultatregnskapet og balansen. Dette vil kunne danne grunnlaget for ytterligere bearbeiding. Ettersom regnskapsåret til SAS går fra 01.11 til 31.10, er den siste årsrapporten for 2017/18 publisert, og det vil ikke være nødvendig med trailing av regnskapet dette året. SAS offentliggjorde første kvartalsrapport for 2019 (november 2018- januar 2019) den 27.februar 2019, men denne regnskapsrapporten vil vi ikke inkludere i regnskapsanalysen. Under følger tabell 5.1, 5.2 og 5.3, som presenterer henholdsvis det rapporterte resultatregnskapet, balanseregnskapet for eiendelene og balanseregnskapet for egenkapital og gjeld for SAS i perioden 2013/14 til 2017/18, altså fem regnskapsår.

RESULTATREGNSKAP	2014	2015	2016	2017	2018
(Mill SEK)					
Inntekter	38006	39650	39459	42654	44718
Lønnskostnader	9181	9622	9105	9205	9441
Andre driftskostnader	25122	24558	24552	27489	28347
Leasingkostnader for fly	2127	2593	2840	3116	3156
EBITDA	1576	2877	2962	2844	3774
Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	1443	1466	1367	1635	1763
Inntekter fra tilknyttede selskaper	30	37	39	4	35
Inntekter fra salg av aksjer i tilknyttede selskaper	6	0	-7	-21	-4
Inntekter fra salg av fly og bygninger	-16	777	265	995	479
Driftsresultat (EBIT)	153	2225	1892	2187	2521
Inntekt fra verdipapirer	-43	-300	1	1	0
Finansielle inntekter	102	124	91	148	129
Finansielle kostnader	1130	632	553	611	609
Resultat før skatt (EBT)	-918	1417	1431	1725	2041
Skatt	-199	461	110	576	452
Årsresultat	-719	956	1321	1149	1589

Annet fullstendig resultat, etter skatt	-811	826	-1308	1233	-928
Totalresultat	-1530	1782	13	2382	661

Tabell 5.1 Rapporterte resultatregnskapstall for SAS, 2014-2018

BALANSEREGNSKAP	2014	2015	2016	2017	2018
(Mill SEK)					
Eiendeler					
Immatrielle eiendeler	1905	1798	1923	1581	1498
Varige eiendeler / anleggsmidler					
Eiendom og bygninger	243	560	527	549	500
Fly	7535	7095	8254	7900	8767
Reservedeler og ekstradeler	76	31	48	57	92
Service utstyr	85	101	93	88	73
Annet utstyr	128	137	105	95	102
Investeringer i fremtiden	71	190	33	16	48
Forskuddsbetalinger knyttet til varige anleggsmidler	763	1482	2135	1987	2658
	8901	9596	11195	10692	12240
Finansielle anleggsmidler					
Aksjer i tilknyttede selskaper	395	421	398	374	417
Andre verdipapirer	273	3	3	3	3
Pensjonsmidler, netto	3778	4368	2615	4871	4025
Utsatt skatt	1111	375	854	219	174
Andre langsiktige fordringer	1928	1951	2331	2512	2770
	7485	7118	6201	7979	7389
Sum anleggsmidler	18291	18512	19319	20252	21127
Omløpsmidler					
Varelager og ekstradeler	342	345	312	321	401
Forskuddsbetaling til leverandører	8	0	0	0	0
	350	345	312	321	401

Kortsiktige fordringer					
Kundefordringer	1067	1249	1406	1363	1219
Fordringer hos tilknyttede selskaper	0	2	1	2	1
Andre fordringer	1263	867	1193	931	866
Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter	937	1093	1153	850	829
Sum kortsiktige fordringer	3267	3211	3753	3146	2915
Kontanter og kontantekvivalenter					
Kortsiktige investeringer	3703	5151	6067	5932	4232
Kontant og bankinnskudd	3714	3047	2303	2904	5524
	7417	8198	8370	8836	9756
Sum omløpsmidler	11034	11754	12435	12303	13072
Sum eiendeler	29325	30266	31754	32555	34199

Tabell 5.2 Rapportert balanseregnskap (eiendeler) for SAS, 2014 til 2018

BALANSEREGNSKAP	2014	2015	2016	2017	2018
(Mill SEK)					
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital					
Aksjekapital	6754	6754	6776	6776	7732
Annen innskutt egenkapital	494	327	327	327	327
Overkurs	181	932	1251	1274	1261
Opptjent egenkapital og annen egenkapital	-2522	-1674	-2328	-319	-2052
Sum egenkapital	4907	6339	6026	8058	7268
Langsiktig gjeld					
Underordnede lån	1003	1104	1157	1067	1161
Obligasjonslån	2713	2184	2183	386	3040
Andre lån	4419	4807	4390	4088	3291
Utsatt skatt	0	0	0	361	359

Andre avsetninger	2088	1992	2089	3461	4044
Andre langsiktige forpliktelser	161	188	3	0	116
Sum langsiktig gjeld	10384	10275	9822	9363	12011
Kortsiktig gjeld					
Nåværende andel av langsiktig gjeld	2082	1264	1827	2868	2272
Kortsiktige lån	462	229	320	166	328
Forskuddsbetaling fra kunder	4	22	0	11	13
Leverandørgjeld	1499	1528	1755	1448	1675
Utsatt skatt	0	0	21	32	32
Uopptjent transportinntekter	4244	4482	5318	5064	5681
Kortsiktig del av andre avsetninger	709	479	457	1499	1028
Annen gjeld	679	964	872	712	582
Påløpte kostnader og forskuddsbetalt inntekt	4355	4684	5336	3334	3309
Sum kortsiktig gjeld	14034	13652	15906	15134	14920
Sum egenkapital og gjeld	29325	30266	31754	32555	34199

Tabell 5.3 Rapportert balanseregnskap (egenkapital og gjeld) for SAS, 2014 til 2018

5.3 Omgruppering for analyse

Ettersom de rapporterte regnskapstallene til SAS er ført etter IFRS, er oppstillingen kreditorientert. Før vi kan utføre analysen vår må vi derfor, gjennom gruppering, gjøre oppstillingene mer investororienterte. Det er vanlig å omgruppere regnskapet for å skreddersy regnskapsoppstillingene for analysen (Knivsflå, 2019d). Vi vil i de to følgende delkapitlene utføre omgruppering av resultatregnskapet og balansen.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet skjer i hovedsak gjennom følgende fire steg (Knivsflå, 2019d):

1. Identifisering av det fullstendige nettoresultatet
2. Fordeling av fullstendig resultat
3. Identifisering av normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnad på alle resultat

Videre vil vi gå gjennom disse fire stegene for å omgruppere det rapporterte resultatregnskapet til SAS, slik at vi får dette investororientert.

Steg 1: Identifisering av det fullstendige nettoresultatet

Første steg innebærer at vi skal finne det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Dette kan finnes ved å summere rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat og eventuell ”dirty surplus”. ”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet, der kostnader og inntekter er blitt ført direkte mot egenkapitalen. I prinsippet skal ”dirty surplus” være null om man følger IFRS, ettersom regnskapsspråket opererer med posten annet fullstendig resultat (Knivsflå, 2019d).

	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital 01.11	3226	4907	6339	6026	8058
Rapportert årsresultat	-719	956	1321	1149	1589
Annet fullstendig resultat	-811	826	-1308	1233	-928
"Dirty surplus"	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til EK	-1530	1782	13	2382	661
Transaksjoner med eiere	3211	-350	-326	-350	-1451
Egenkapital 31.10	4907	6339	6026	8058	7268

Tabell 5.4 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for SAS, 2014-2018

Steg 2: Fordeling av fullstendig resultat

Videre skal man i følge Knivsflå (2019d) fordele det fullstendige resultatet for å finne ut hvor verdiskapningen på egenkapitalen kommer fra. Fordelingen er før skatt og skal fordeles mellom drift og finans. Hvordan dette er gjort for SAS, presenteres i tabell 5.5 og 5.6.

DRIFT	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	37990	40427	39724	43649	45197
Driftskostnader	37873	38239	37864	41445	42707
Driftsresultat fra egen virksomhet	117	2188	1860	2204	2490

Resultat fra driftstilknyttede selskaper	30	37	39	4	35
Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	325	928	107	147	-160
Fullstendig driftsresultat før skatt	472	3153	2006	2355	2365

Tabell 5.5 Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen fra drift for SAS, 2014-2018

FINANS	2014	2015	2016	2017	2018
Finansinntekter	59	-176	92	149	129
Finanskostnader	1130	632	553	611	609
Finansresultat	1189	456	645	760	738
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	6	0	-7	-21	-4
Finansiell "dirty surplus"	-	-	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	-1136	-102	-1415	1086	-768
Fullstendig finansresultat før skatt	-2201	-910	-1883	603	-1252

Tabell 5.6 Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen fra finans for SAS, 2014-2018

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Det fullstendige resultatet kan deles opp i normalt og unormalt resultat, der det normale resultatet igjen deles opp i normale og unormale poster. Normale poster kan defineres som poster som er forventet å komme tilbake periode etter periode, og er altså relevante for fremtiden. Unormale poster defineres som poster som sjeldent kommer tilbake, og er lite relevante for fremtiden (Knivsflå, 2019d). Figuren nedenfor presenterer hvilke poster vi har klassifisert som normale og unormale i resultatregnskapet til SAS. Videre illustrerer tabell 5.7 og 5.8 normale og unormale drift- og finansposter.



Figur 5.2 Klassifisering av normale og unormale poster.

DRIFT	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Normale driftsrelaterte poster</i>					
Inntekter	38006	39650	39459	42654	44718
Lønnskostnader	9181	9622	9105	9205	9441
Andre driftskostnader	25122	24558	24552	27489	28347
Leasingkostnader for fly	2127	2593	2840	3116	3156
Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	1443	1466	1367	1635	1763
Normalt driftsresultat før skatt	133	1411	1595	1209	2011
<i>Unormale driftsrelaterte poster</i>					
Inntekter fra salg av fly og bygninger	-16	777	265	995	479
Driftsrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	325	928	107	147	-160
Unormalt driftsresultat før skatt	309	1705	372	1142	319

Tabell 5.7 Normale og unormale driftsposter for SAS, 2014-2018

FINANS	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Normale finansrelaterte poster</i>					
Finansielle inntekter	102	124	91	148	129
Finansielle kostnader	1130	632	553	611	609
Normalt finansresultat før skatt	-1028	-508	-462	-463	-480
<i>Unormale finansrelaterte poster</i>					
Inntekt fra verdipapirer	-43	-300	1	1	0
Inntekter fra tilknyttede selskaper	30	37	39	4	35
Inntekter fra salg av aksjer i tilknyttede selskaper	6	0	-7	-21	-4
Finansiell "dirty surplus"	-	-	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	-1136	-102	-1415	1086	-768
Unormalt finansresultat før skatt	-1143	-365	-1382	1070	-737

Tabell 5.8 Normale og unormale finansposter for SAS, 2014-2018

Steg 4: Fordeling av skattekostnad på alle resultat

Det siste steget en må gjennom er å fordele skattekostnaden på alle resultat, både finansresultatet og driftsresultatet. Vi tar utgangspunkt i selskapsskatten i Sverige som har vært 22% gjennom hele analyseperioden (KPMG, 2019). Finansinntektsskattesatsen beregnes med

en tommelfingerregel, som er 2/3 av selskapsskatten, mens driftsskattesatsen beregnes ut i fra følgende formel (Knivslå, 2019d):

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Fordelingen av skattekostnaden er presentert i tabell 5.9 og det omgrupperte resultatregnskapet følger som tabell 5.10.

	2014	2015	2016	2017	2018
Normal driftsskattekostnad	30,96	328,46	371,29	281,44	468,13
Skatt på finansinntekt	14,96	18,19	13,35	21,71	18,92
Skatt på finanskostnad	248,60	139,04	121,66	134,42	133,98
Skatt på unormalt driftsresultat	-3,73	216,66	29,90	314,41	106,88
Unormal skatt på normal drift	0,00	64,49	-191,89	100,16	-20,13
Skatt på unormalt finansresultat	-1,03	-38,57	4,84	-2,35	4,55
Unormal skattekostnad	8,44	10,82	4,18	-4,94	7,63
Rapportert skattekostnad	-199	461	110	576	452

Tabell 5.9 Fordeling av skattekostnad for SAS, 2014-2018

Omgruppert resultatregnskap	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	38006	39650	39459	42654	44718
Driftskostnader	37873	38239	37864	41445	42707
Driftsresultat	133	1411	1595	1209	2011
Driftsrelatert skatt	30,96	328,46	371,29	281,44	468,13
Netto driftsresultat	102,04	1082,54	1223,71	927,56	1542,87
Netto finansinntekt	87,04	105,81	77,65	126,29	110,08
Nettoresultat til sysselsatt kapital	189,08	1188,35	1301,36	1053,86	1652,95
Netto finanskostnad	881,4	492,96	431,34	476,58	475,02
Netto resultat til egenkapital	-692,32	695,39	870,02	577,28	1177,93
Unormalt netto driftsresultat	304,29	1413,03	529,82	732,38	224,62
Unormalt netto finansresultat	-1141,97	-326,42	-1386,84	1072,34	-741,54
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-1530,00	1782,00	13,00	2382,00	661,00

Tabell 5.10 Omgruppert resultatregnskap for SAS, 2014-2018

5.3.2 Omgruppering av balanse

For å få balanseregnskapet investororientert, bør den omgrupperes slik at man har et skille mellom drift og finans. I tillegg bør den rapporterte totalbalansen omgrupperes til en balanse som viser netto driftskapital. I følge Knivsflå (2019d) er det fire steg man går igjennom når man skal omgruppere balanseregnskapet:

1. Eventuelt avsatt utbytte flyttes fra gjeld til egenkapital
2. Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Omgruppere totalkapital til sysselsatt kapital
4. Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

I det følgende vil vi gå gjennom disse stegene for å omgruppere den rapporterte balansen til SAS, slik at denne blir investororientert.

Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte flyttes fra gjeld til egenkapital

Det første en må gjøre er å flytte eventuelt avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital. Dette gjøres fordi et investororientert perspektiv, ikke ser på avsatt utbytte som gjeld, men egenkapital som snart skal tilbakebetales til eierne (Knivsflå, 2019e). Ettersom regnskapet til SAS er ført etter IFRS, er det ikke noe avsatt utbytte ført som kortsiktig gjeld, og det er ikke nødvendig med noe omgruppering av utbytte.

Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen

I de offentlige årsrapportene til SAS er balanseregnskapet beregnet ut i fra eiendeler og gjeld. For å få en investororientert balanse må man videre omgrupper balansen slik at det er et klart fokus på drift og finansiering. I tabell 5.11 deles derfor både eiendelene og gjelden inn i driftsrelatert og finansiell (Knivsflå, 2019e). De driftsrelaterte eiendelene og den driftsrelaterte gjelden viser til inntekter og kostnader som er knyttet til driften av SAS. Dette er eksempelvis fly, utstyr, kundefordringer, leverandørgjeld, osv. Videre refererer de finansielle eiendelene og den finansielle gjelden til finansieringen av denne driften, som blant annet er kortsiktige investeringer, kontanter og bankinnskudd, underordnede lån, osv. Fullstendig omgruppert balanseregnskap for SAS er vedlagt som vedlegg 1, mens oversikt over hvilke poster i balanseregnskapet til SAS som vi har klassifisert som finansielle og driftsrelaterte finnes i vedlegg 2.

	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelaterte anleggsmidler	10806	11394	13118	12273	13738
Driftsrelaterte omløpsmidler	3617	3556	4065	3467	3316
Driftsrelaterte eiendeler	14423	14950	17183	15740	17054
Finansielle anleggsmidler	7485	7118	6201	7979	7389
Finansielle omløpsmidler	7417	8198	8370	8836	9756
Finansielle eiendeler	14902	15316	14571	16815	17145
Totale eiendeler	29325	30266	31754	32555	34199
Egenkapital	4907	6339	6026	8058	7268
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2088	1992	2089	3461	4044
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	10811	11195	12866	11356	11706
Driftsrelatert gjeld	12899	13187	14955	14817	15750
Langsiktig finansiell gjeld	8296	8283	7733	5902	7967
Kortsiktig finansiell gjeld	3223	2457	3040	3778	3214
Finansiell gjeld	11519	10740	10773	9680	11181
Totalkapital	29325	30266	31754	32555	34199

Tabell 5.11 Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for SAS, 2014-2018

Steg 3: Omgruppere totalkapital til sysselsatt kapital

Neste steg er å omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er sysselsatt av eierne og finansielle långivere, og kan regnes ut ved å summere egenkapital, minoritet og finansiell gjeld.

	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelaterte anleggsmidler	10806	11394	13118	12273	13738
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2088	1992	2089	3461	4044
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	8718	9402	11029	8812	9694
Driftsrelaterte omløpsmidler	3617	3556	4065	3467	3316
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	10811	11195	12866	11356	11706
Driftsrelatert arbeidskapital	-7194	-7639	-8801	-7889	-8390
Netto driftseiendeler	1524	1763	2228	923	1304
Finansielle eiendeler	14902	15316	14571	16815	17145
Sysselsatte eiendeler	16426	17079	16799	17738	18449

Egenkapital	4907	6339	6026	8058	7268
Finansiell gjeld	11519	10740	10773	9680	11181
Sysselsatt kapital	16426	17079	16799	17738	18449

Tabell 5.12 Omgruppert total kapital til sysselsatt kapital for SAS, 2014-2018

Steg 4: Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steget vi skal gjennom er å finne kapitalen som er investert i driften av SAS, ved å omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital finner man ved å summere egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2019e).

	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	8718	9402	11029	8812	9694
Driftsrelatert arbeidskapital	-7194	-7639	-8801	-7889	-8390
Netto driftseiendeler	1524	1763	2228	923	1304
Egenkapital	4907	6339	6026	8058	7268
Finansiell gjeld	11519	10740	10773	9680	11181
Finansielle eiendeler	14902	15316	14571	16815	17145
Netto finansiell gjeld	-3383	-4576	-3798	-7135	-5964
Netto driftskapital	1524	1763	2228	923	1304

Tabell 5.13 Omgruppert sysselsatt kapital til netto driftskapital for SAS, 2014-2018

5.4 Analyse og justering av målefeil

De rapporterte årsregnskapene kan inneholde målefeil, og derfor bør det omgrupperte regnskapet analyseres og justeres for målefeil. Målefeil finnes dersom det er et avvik mellom det rapporterte regnskapet og det virkelige regnskapet, og det skilles mellom tre ulike målefeil (Knivsflå, 2019f). Den første typen målefeil er et uttrykk for strategisk fordel, mens den andre typen er målefeil i God Regnskapsskikk (GRS). Tredje typen er målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring, som vil si at selskapet rapporterer noe annet enn det skal. Videre argumenterer Knivsflå (2019f) for at vi som eksterne analytikere har dårligere tilgang på informasjon om underliggende økonomiske forhold, enn de som fører og offentliggjør årsregnskapet i selskapet. Derfor vil justering av målefeil noen ganger være lite hensiktsmessig å utføre, da dette mest

sannsynlig vil føre til mer ”støy” i regnskapstallene. Ut i fra dette har vi derfor valgt å ikke utføre en analyse og justering av målefeil i regnskapet til SAS.

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte regnskapet er nå klart for forholdstallsanalyse, som vil bli utført i neste kapittel. Før vi starter forholdstallsanalysen er det noen punkter som må klargjøres.

5.5.1 Tidsvekting

Videre i analysen vil vi bruke et vektet snitt når vi ser på de historiske tallene for SAS, de fem siste årene. Tidsvektingen vi har velg for perioden 2014 til 2018 er som vist i tabell 5.14, der vi vektlegger de siste årene høyest:

SAS	2014	2015	2016	2017	2018
Tidsvekting	10%	20%	20%	25%	25%

Tabell 5.14 Tidsvekting for SAS, 2014-2018.

Tidsvektingen for den komparative bransjen vil være lik som for SAS.

5.5.2 Verdivekting

I forholdstallsanalysen vil vi sammenligne SAS med bransjegjennomsnittet, og må derfor omregne alle tallene til de komparative selskapene, slik at alle tall blir i SEK, ettersom det er denne valutaen SAS sine regnskap er ført med. Videre vil vi summere regnskapene til de ulike komparative selskapene, som da vil danner resultat- og balanseregnskapet for bransjen (Knivsflå, 2019g). Valutakursene vi bruker er hentet fra Sveriges Riksbank (2019a), der vi har tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig årlig kurs.

	2014	2015	2016	2017	2018
100 Norske kroner (NOK)	108,94	104,65	101,99	103,29	106,87
1 Euro (EUR)	9,09	9,35	9,47	9,63	10,25
1 Britisk pund (GBP)	11,29	12,89	11,56	10,98	11,59

Tabell 5.15 Valutakurser mot Svenske kroner, 2014-2018.

6.0 Forholdstallsanalyse

Dette kapitlet tar for seg en analyse av ulike forholdstall, med den hensikt å få en bedre forståelse av SAS' underliggende kredittrisiko. Rammeverket for en slik analyse omfatter å analysere selskapets kortsiktige og langsiktige risiko, henholdsvis gjennom likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. Til slutt blir resultatene oppsummert gjennom syntetisk rating, som vil si at selskapet får en karakter i henhold til den underliggende selskapsspesifikke risikoen (Knivsflå, 2019g). Vi gjør oppmerksom på at bransjegjennomsnittet er representert av samme komparative bransje som introdusert tidligere. Regnskapet for disse finnes i vedlegg 3 og 4.

6.1 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

Som det første steget i forholdstallsanalysen, skal vi fokusere på selskapets kortsiktige kredittrisiko gjennom en likviditetsanalyse. Likviditet viser selskapets evne til å møte de kortsiktige forpliktelsene (Damodaran, 2012, s. 48), og likviditetsanalysen benyttes følgelig for å vurdere i hvilken grad SAS har nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden. I analysen skal vi måle kortsiktig risiko gjennom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad, som alle er basert på omgrupperte regnskapstall fra kapittel 5.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og beregnes ved følgende formel:

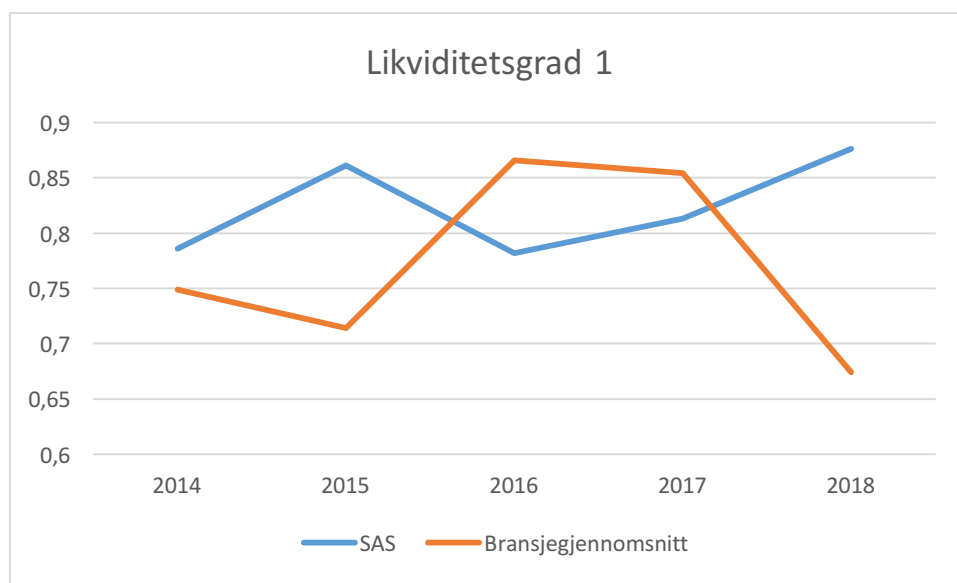
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En gammel tommelfingerregel sier at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, altså at omløpsmidlene er dobbelt så høye som den kortsiktige gjelden. (Knivsflå, 2019g). Videre kan en verdi mindre enn 1, tilsa at selskapet har problemer med å overholde gjeldsforpliktelsene sine, mens en **for** høy likviditetsgrad kan bety at selskapet har vanskeligheter med å redusere varelageret (Damodaran, 2012, s. 49). Likevel er likviditetsgraden relativt ”god” dersom den er større en bransjegjennomsnittet i den komparative bransjen (Knivsflå, 2019g), og vi velger derfor å se på SAS' likviditetsgrad i lys av bransjegjennomsnittet. Tabell 6.1 og tilhørende figur

6.1, oppsummerer likviditetsgrad 1 for SAS og den komparative bransjen i perioden 2014 til 2018.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	0,786	0,861	0,782	0,813	0,876	0,829
Bransjegjennomsnitt	0,749	0,714	0,866	0,854	0,674	0,773

Tabell 6.1 Likviditetsgrad 1 for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.1 Utvikling i likviditetsgrad 1 for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Som det fremkommer av tabell 6.1 og tilhørende figur 6.1, har SAS hatt en likviditetsgrad 1 på under 1 over analyseperioden, og innfrir dermed ikke kravet fra tommelfingerregelen om at likviditetsgrad 1 bør være over 2. En likviditetsgrad 1 på under 1 betyr at SAS' kortsiktige gjeld overstiger omløpsmidlene, noe som kan indikere likviditetsrisiko og at selskapet sliter med å overholde gjeldsforpliktelsene sine (Damodaran, 2012, s. 49). På den andre siden, overstiger SAS bransjens likviditetsgrad 1 i tre av årene, og ender opp med et tidsvektet snitt på 0,829, hvilket er høyere enn bransjens snitt på 0,773. Vi anser dermed likviditetsgraden som "god", da den er større enn bransjens (Knivsflå, 2019g).

6.1.2 Likviditetsgrad 2

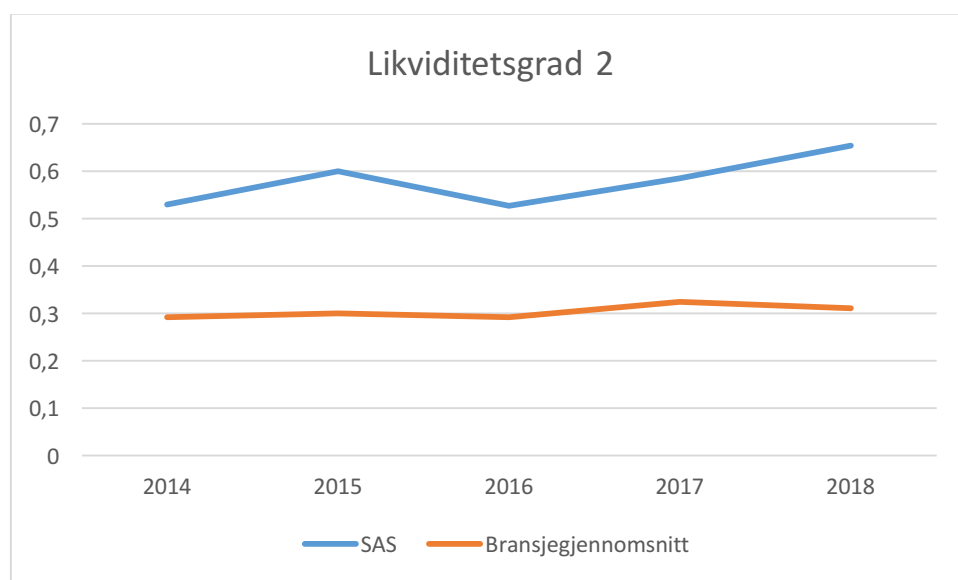
Likviditetsgrad 2 viser også til forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men her fjernes varelageret samt kundefordringer fra formelen. Dette gjør at vi sitter igjen med de mest likvide omløpsmidlene (Damodaran, 2012, s. 49). Likviditetsgrad 2 beregnes ved følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tommelfingerregelen sier at likviditetsgrad 2 bør være minimum 1 for at den skal anses som god (Knivsflå, 2019g), men også her bør bransjegjennomsnittet benyttes til sammenligning av SAS og den komparative bransjens likviditet. Tabell 6.2 og tilhørende figur 6.2, oppsummerer likviditetsgrad 2 for SAS og den komparative bransjen i perioden 2014 til 2018.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	0,529	0,600	0,526	0,584	0,654	0,588
Bransjegjennomsnitt	0,291	0,299	0,292	0,324	0,31	0,308

Tabell 6.2 Likviditetsgrad 2 for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.2 Utvikling i likviditetsgrad 2 for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Likviditetsgrad 2 viser lignende resultater som likviditetsgrad 1, det vil si at det kan foreligge kortsiktig likviditetsrisiko for SAS, da likviditetsgrad 2 ikke overstiger 1. SAS ligger likevel over bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden, og ender opp med et tidsvektet snitt på 0,588 sammenlignet med bransjens snitt på 0,308. Selskapet har økende likviditetsgrad 2 fra år 2016, hvilket er positivt. En ting som er viktig å merke seg, er at easyJet ikke har rapportert varelager, noe som vil kunne påvirke hele bransjegjennomsnittet.

6.1.3 Gjeldsdekningsgrad

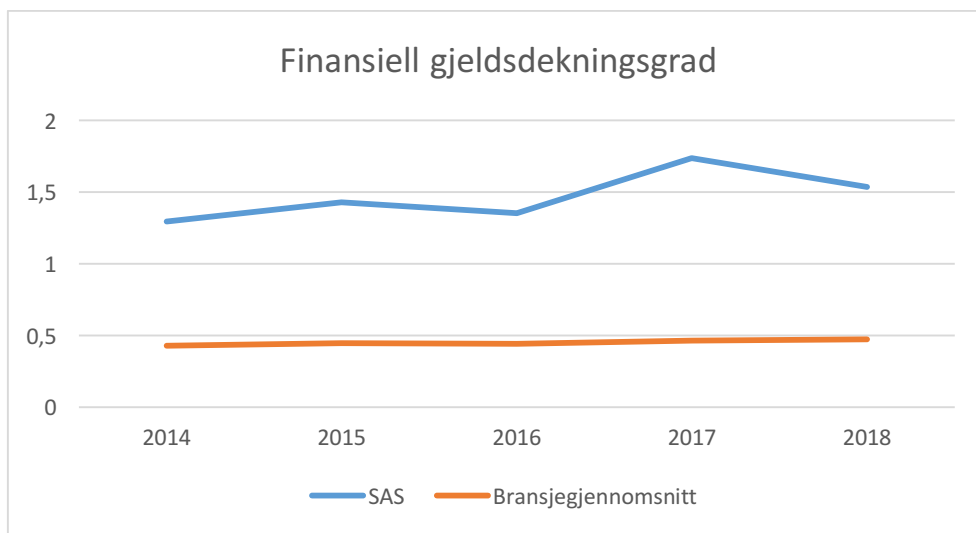
Evnen til å betjene gjeld kan vurderes ved hjelp av gjeldsdekningsgraden. Faren for likviditetskrise reduseres desto mer finansielle eiendeler selskapet besitter. Dersom finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1, tilsier dette at selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke opp finansiell gjeld. På den andre siden, kan en verdi under 1 indikere at selskapet kan få problemer med å betjene gjelden (Knivsflå, 2019g).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Under følger tabell 6.3 og tilhørende figur 6.3, som illustrerer den finansielle gjeldsdekningsgraden og utvikling i denne for SAS og bransjen.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	1,294	1,426	1,353	1,737	1,533	1,503
Bransjegjennomsnitt	0,429	0,445	0,441	0,464	0,471	0,454

Tabell 6.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.3 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Den finansielle gjeldsdekningsgraden for SAS har gjennom analyseperioden ligget på over 1, og kommer ut med et tidsvektet snitt på rundt 1,5. Dette vil tilsa at SAS har nok finansielle eiendeler til å dekke opp den finansielle gjelden. I tillegg anser vi SAS' forholdstall som relativt sterkt i forhold til bransjen, da bransjens tidsvektede snitt ligger på 0,454, hvilket er mye lavere.

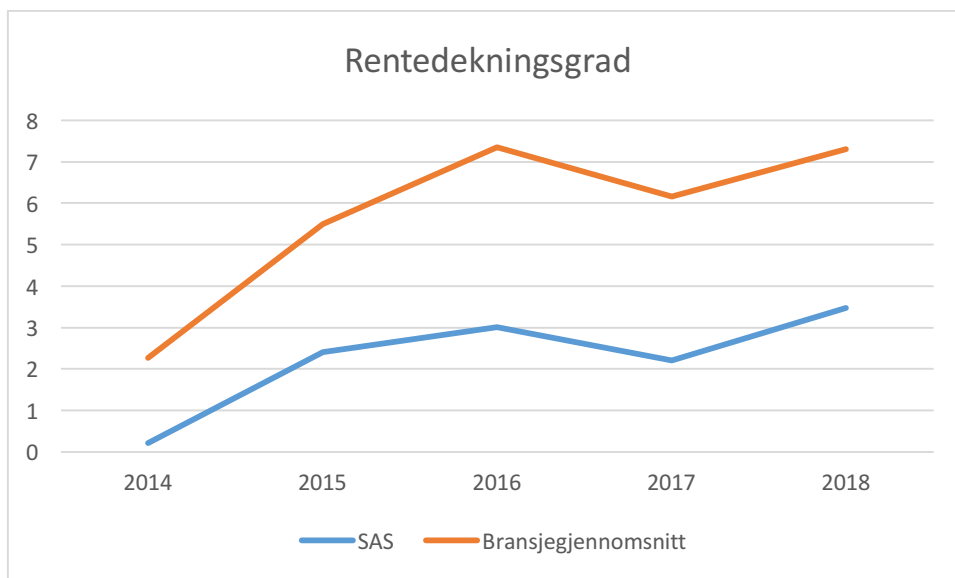
6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser til selskapets overskudd i forhold til renteforpliktelser, og uttrykker deres evne til å påta seg økte renteforpliktelser (Altinn, u.å). Med andre ord har selskapet større mulighet til å øke forpliktelsene sine ved høy rentedekningsgrad, enn ved lav. Videre beskriver rentedekningsgraden forholdet mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital dividert på netto finanskostnad (Knivsflå, 2019g), hvor formelen er som følger:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	0,215	2,411	3,017	2,211	3,480	2,530
Bransjegjennomsnitt	2,268	5,490	7,352	6,158	7,308	6,162

Tabell 6.4 Rentedekningsgrad for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.4 Utvikling i rentedekningsgrad for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Slik det fremgår av tabell 6.4 og tilhørende figur 6.4, har SAS' rentedekningsgrad beveget seg i samme kurve som bransjegjennomsnittet, dog på et lavere nivå. 2014 avviker fra de andre årene, og drar dermed ned det tidsvektede snittet til SAS til 2,530 sammenlignet med bransjens snitt på 6,162. I 2014 hadde selskapet svært lavt netto driftsresultat samt høyere finanskostnad sammenlignet med de andre årene i analyseperioden, noe som følgelig gjenspeiler seg ved lavere rentedekningsgrad. Det at bransjens snitt er høyere enn for SAS, vil i praksis si at bransjen har bedre evne til å betjene netto finanskostnader med nettoresultatet enn hva SAS har. I tillegg kan vi ikke anse forholdstallet som sterkt for SAS, da rentedekningsgraden bør være over 3 (Altinn, u.å).

6.2 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Vi skal nå se nærmere på selskapets langsiktige kredittrisiko gjennom en soliditetsanalyse. Soliditetsanalysen har som formål å vurdere om selskapet er finansiert på en måte som gjør at det klarer å stå i mot en lang periode med tap (Knivsflå, 2019g). Ettersom tap føres mot egenkapitalen, vil en analyse av selskapets egenkapitalprosent være nødvendig. I tillegg velger vi å se nærmere på netto driftsrentabilitet.

6.2.1 Egenkapitalprosent

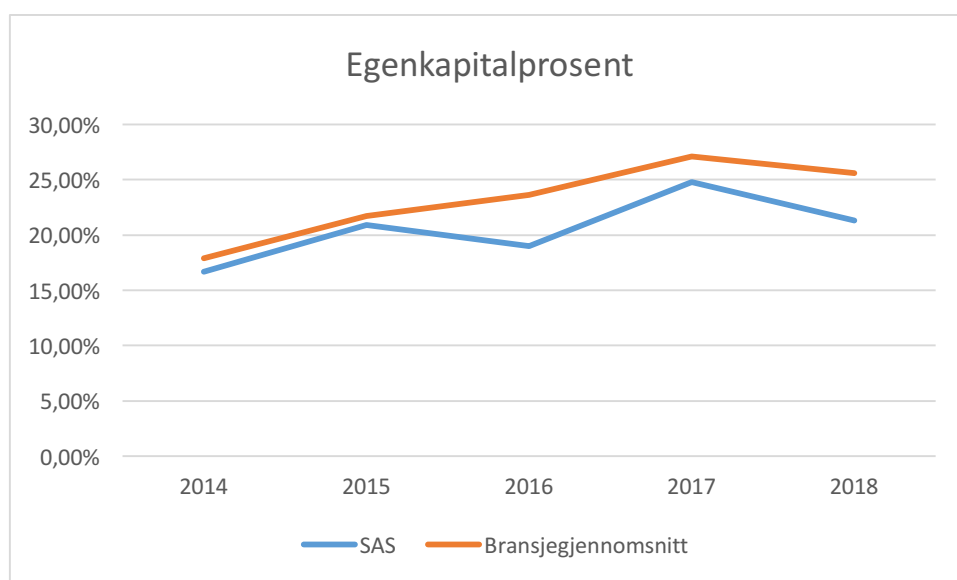
Egenkapitalprosenten viser forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Desto mer egenkapital i henhold til totalkapital, desto mer skjermet er selskapet til å tåle eventuelle tap (Knivsflå, 2019g). Derfor vil høy egenkapitalprosent være svært gunstig.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100$$

Under følger tabell 6.5 og tilhørende figur 6.5, som illustrerer egenkapitalprosenten og utvikling i denne for SAS og bransjen.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	16,7%	20,9%	19,0%	24,8%	21,3%	21,2%
Bransjegjennomsnitt	17,9%	21,7%	23,6%	27,1%	25,6%	24,0%

Tabell 6.5 Egenkapitalprosent for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.5 Utvikling i egenkapitalprosent for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Egenkapitalprosenten for bransjen har i analyseperioden vært stigende, fra 17,9% i 2014 til 25,6% i 2018, og de ender opp med en gjennomsnitts-prosent på 24%. SAS ligger noe under, og har et snitt på 21,2% over analyseperioden. Ettersom egenkapitalprosenten illustrerer hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, er det som sagt ønskelig at den er så høy som mulig, og helst høyere enn 30% (Altinn, u.å). Dette ser vi at verken SAS eller den komparative bransjen har oppnådd. Mens easyJet drar opp egenkapitalprosenten, og har et snitt på 47,4%, drar Norwegian ned mye av snittet med sine 6,9%. Tilsvarende tall for Lufthansa ligger på 20,1%, og er tilnærmet likt SAS.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

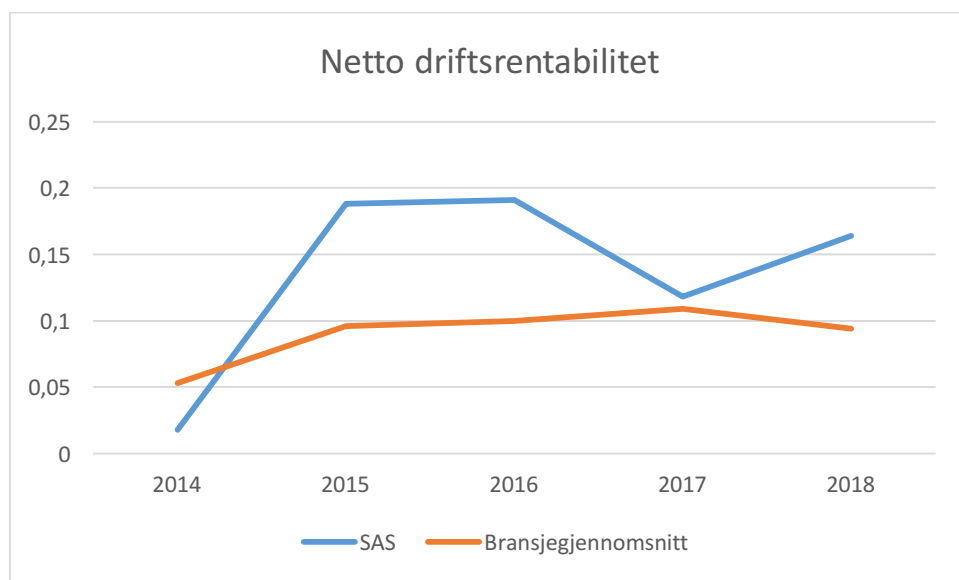
Netto driftsrentabilitet viser avkastningen til selskapets drift, og er et mål på selskapets lønnsomhet (Knivsflå, 2019j). Desto høyere avkastning, jo bedre er lønnsomheten. Ettersom egenkapitalen er en buffer mot tap, kan lav lønnsomhet over tid føre til at egenkapitalen reduseres, noe som igjen er negativt for selskapet. Formelen for utregning av netto driftsrentabilitet er som følger:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Videre følger tabell 6.6 og tilhørende figur 6.6, som illustrerer netto driftsrentabilitet for SAS og bransjen.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
SAS	0,018	0,188	0,191	0,118	0,164	0,148
Bransjegjennomsnitt	0,053	0,096	0,100	0,109	0,094	0,095

Tabell 6.6 Netto driftsrentabilitet for SAS og komparativ bransje 2014-2018.



Figur 6.6 Utvikling i netto driftsrentabilitet for SAS og komparativ bransje 2014-2018.

Netto driftsrentabilitet viser avkastningen til netto driftseiendelene (Knivsfå, 2019j). SAS har hatt en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjegjennomsnittet i alle år bortsett fra 2014, hvor SAS' tidsvektede snitt er 14,8% sammenlignet med bransjens 9,5%. Dette vil si at driftseiendelene har høyere avkastning i SAS enn den komparative bransjen, og det kan derfor argumenteres for at SAS har bedre lønnsomhet sammenlignet med bransjen. De lave verdiene for bransjegjennomsnittet drives mye av Norwegianians lave netto driftsresultat, som ved samtlige år har vært svake eller negative.

6.3 Syntetisk rating

Som en oppsummering på analysen av kortsiktig og langsiktig risiko, skal vi gjennomføre en syntetisk rating, hvor selskapet får en karakter på den samlede risikoen og samtidig viser sannsynligheten for konkurs et år frem i tid (Knivsfå, 2019g). For å gjennomføre dette, benytter vi oss av Standard & Poor sin karakterskala, som bygger på fire forholdstall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsfå, 2019g). Dette er altså forholdstall vi har beregnet tidligere i dette kapittelet. For å komme frem til en rating basert på disse forholdstallene, må vi sette en karakter på hvert enkelt forholdstall, der karakteren AAA er best resultat, og D er dårligst resultat. Dette vil også si at sannsynligheten for konkurs er lavere ved en AAA rating enn ved en D rating, se tabell 6.7.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Sannsynlighet for konkurs
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00%
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02%
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08%
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26%
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97%
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93%
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61%
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96%
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99%
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54%

Tabell 6.7 Syntetisk rating, basert på rammeverket fra Knivsfå (2019g)

Med utgangspunkt i tabell 6.7 ovenfor, har vi i tabell 6.8 og 6.9 beregnet den syntetiske ratingen henholdsvis for SAS og bransjen. For å avgjøre den totale ratingen for både SAS og bransjen, gir vi bokstavkarakterene egne tallverdier for å kunne omregne disse til en total karakter.

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	0,786	0,861	0,782	0,813	0,876	0,829
Rating	B	B	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	0,215	2,411	3,017	2,211	3,480	2,530
Rating	CCC+	BBB+	A	BBB+	A+	BBB+
Egenkapitalprosent	0,167	0,209	0,190	0,248	0,213	0,212
Rating	B-	B	B	BB-	B	B
Netto driftsrentabilitet	0,018	0,188	0,191	0,118	0,164	0,148
Rating	B-	A+	AA-	A-	A	A
Total rating	B-	BB+	BBB-	BB+	BB+	BB+

Tabell 6.8 Syntetisk rating for SAS, 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018	Tidsvektet snitt
Likviditetsgrad 1	0,749	0,714	0,866	0,854	0,674	0,773
Rating	B-	B-	B	B	CCC+	B
Rentedekningsgrad	2,268	5,490	7,352	6,158	7,308	6,162
Rating	A-	AA	AA+	AA	AA+	AA
Egenkapitalprosent	0,179	0,217	0,236	0,271	0,256	0,240
Rating	B	B	B+	BB	BB-	B+
Netto driftsrentabilitet	0,053	0,096	0,100	0,109	0,094	0,095
Rating	BB-	BBB	BBB+	BBB+	BBB	BBB
Total rating	BBB-	BB+	BBB-	BBB-	BB+	BB+

Tabell 6.9 Syntetisk rating komparativ bransje, 2014-2018

Som det fremgår av tabell 6.8, kommer vi frem til en tidsvektet gjennomsnittlig rating på BB+ for SAS. Denne ratingen tilsvarer en sannsynlighet for å gå konkurs innen ett år, på 0,97%, jf. tabell 6.7 (Knivsflå, 2019g). Konkurssannsynligheten er dermed liten, men ikke ubetydelig. Dette fordi selskaper med BB+ rating vil være mindre sårbare på kort sikt, men muligens står ovenfor større usikkerheter eller eksponering knyttet til ugunstige forretnings- og økonomiske forhold (S&P, 2018). Dette kan igjen føre til at de kan ha vanskeligheter med å møte sine

økonomiske forpliktelser på lang sikt. Vi ser at den totale ratingen over analyseperioden for det meste ligger en plass mellom B- og BBB-, med året 2014 som lavest ratet totalt sett, og år 2016 som best ratet.

I tabell 6.9 er den syntetiske ratingen for bransjen presentert. Også de har fått en gjennomsnittlig rating på BB+. SAS og bransjen ender dermed opp på samme syntetiske rating, hvilket kan bety at SAS ikke nødvendigvis har høyere kredittrisiko, sammenlignet med andre selskap i samme bransje. Det er ikke betydelige forskjeller i forholdstallene til bransjen sammenlignet med SAS, da de jevnt over ligger på noenlunde likt nivå. Likevel er rentedekningsgraden noe annerledes, hvor SAS får en gjennomsnittlig rating på BBB+, mens bransjen får AA. Som vi nevnte i kapittel 6.1.4, kan dette tyde på at bransjen har bedre evne til å betjene netto finanskostnader med nettoresultater enn hva SAS har.

7.0 Avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi beregne avkastningskravet til SAS' total kapital. Avkastningskravet viser til avkastningen en investor vil kreve som kompensasjon for risikoen de påtar seg, og reflekterer risikoen i å investere i dette selskapet fremfor andre investeringer (Knivsflå, 2019h). Videre kan avkastningskravet benyttes på to måter, både som målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for verdi. Fastsettelse av avkastningskravet vil være viktig, da det påvirker verdsettelsen av selskapet, og samtidig brukes til å vurdere selskapets lønnsomhet.

For å beregne selskapets total kapitalavkastningskrav (WACC), må vi først estimere avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til finansiell gjeld.

7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen er avkastningen en investor vil kreve på en egenkapitalinvestering i et selskap (Damodaran, 2012, s. 183). Den mest brukte modellen ved estimering av egenkapitalens avkastningskrav er kapitalverdimodellen (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005, s. 300). Kapitalverdimodellen bygger på forutsetningen om at kapitalmarkedene er perfekte og at investorene dermed har diversifisert bort usystematisk risiko (selskapsspesifikk risiko). I tillegg kan man inkludere en illikviditetspremie i modellen, som skal kompensere investorer for at det kan være vanskelig å komme seg ut av investeringen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 122). Formelen ser da ut som følger:

$$ekk = rf + \beta_{EK} * mrp + ilp_{EK}$$

Hvor:

Ekk = egenkapitalkrav

Rf = risikofri rente etter skatt

β_{EK} = egenkapitalbeta

mrp = markedets risikopremie

ilp_{EK} = illikviditetspremie

Vi går nå videre med å forklare hvert moment i den overnevnte formelen.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som avkastningen man kan kreve på en investering som er risikofri (Koller et al., 2005, s. 302). Koller et al., (2005, s. 302) hevder at hver kontantstrøm ideelt sett bør diskonteres ved hjelp av en statsobligasjon med samme løpetid. For å estimere den risikofrie renten, ser man derfor ofte på statlige obligasjoner, og da i samme valuta som selskapets kontantstrømmer. Videre legger flere praktikere til grunn å ta i bruk 10-årsrenten, fordi en lang rente varierer mindre enn en kort rente, og man får dermed et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011, s. 110). Dette støttes opp av Koller et al., (2005, s. 303), som sier at ved verdsettelse av selskaper, skal man ikke benytte kortsiktige obligasjoner for å estimere den risikofrie renten, fordi den kortsiktige obligasjonsrenten misligholder muligheten til å investere i langsiktige prosjekter. Nedenfor vises en oversikt over gjennomsnittrenten på både svenske og norske 10-årige statsobligasjoner de siste 5 årene.

	10-årig norsk statsobligasjon	10-årig svensk statsobligasjon
2014	2,52%	1,7175%
2015	1,57%	0,7207%
2016	1,33%	0,5307%
2017	1,64%	0,6541%
2018	1,88%	0,6528%

Tabell 7.1 Årsgjennomsnitt av daglige noteringer i Norge og Sverige (Norges Bank, 2019) (Sveriges Riksbank, 2019a)

Som vi ser fra tabellen, er det stor variasjon i den tiårige statsobligasjonsrenten i de forskjellige landene, der de norske statsobligasjonene jevnt over ligger på et høyere nivå enn de svenske. Som sagt ovenfor er det ønskelig å benytte seg av statsobligasjoner i samme land som selskapets kontantstrømmer presenteres i, og vi velger av den grunn å ta i bruk en 10-årig statsobligasjon, med utgangspunkt i Sveriges Riksbanks oversikt over svenske statsobligasjoner, som baserer seg på årsgjennomsnittet av daglige noteringer i årsperioden 2014 til 2018.

Pr. dags dato er renten i Sverige svært lav, og det har den vært de siste fire årene. Skulle vi brukt gjennomsnittet fra de fem siste årene, får vi en rente som tilsvarer 0,86% før skatt. Dersom en tar utgangspunkt i et ti års gjennomsnitt, får vi en rente på 1,92% før skatt. Vi føler dette er en mer representativ verdi, da det er sannsynlig at renten kommer til å øke fra dagens historisk lave rentenivåer. På bakgrunn av dette velger vi derfor å bruke gjennomsnittet fra de 10 siste

årene for en 10-årig svensk statsobligasjon. Som nevnt er dette en rente på 1,92%, noe som tilsvarer en rente på 1,5% etter skatt ($1,92\% \cdot (1-22\%)$). Skatteprosenten på 22% er selskapsskatten i Sverige, slik vi argumenterte for i kapittel 5.3.1.

7.1.2 Beta

Som sagt bygger kapitalverdimodellen på forutsetningen om at kapitalmarkedene er perfekte, og at investorene bare får betalt for å ta systematisk risiko (Knivsflå, 2019h). Et mål på den systematiske risikoen er beta, som viser hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 111). Ved å dele samvariasjonen mellom aksjen og aksjemarkedet på aksjemarkedets varians, får man aksjens betaverdi. Dersom aksjen er perfekt korrelert med markedet, får vi en betaverdi på 1, mens en beta høyere eller lavere enn dette kan bety at aksjen henholdsvis er mer eller mindre volatil, sammenlignet med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 111). Et selskaps betaverdi regnes ut ved følgende formel:

$$B_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

Hvor:

$\text{Cov}(r_i, r_m)$ = kovariansen mellom aksjen og markedet

I følge Koller et al., (2005, s. 312) kan ikke beta måles direkte, og vi må derfor estimere verdien. For børsnoterte selskap, som SAS, kan betaen estimeres på bakgrunn av historiske kursdata (Knivsflå, 2019h), og vi benytter oss derfor av en regresjonsanalyse som tar utgangspunkt i avkastningen til SAS' aksje sammenlignet med markedet, som i dette tilfellet representeres av den svenske hovedindeksen (OMXSPI). Videre hevder Koller et al., (2005, s. 313) at det minimum må brukes 60 observasjoner, altså 5 år med månedlige avkastninger. På bakgrunn av dette velger vi å basere utregningen på månedlige tall fra perioden april 2014 til april 2019, altså 60 observasjoner. Videre er kursene hentet fra Nasdaq (2019), og er lagt ved som vedlegg 5, sammen med resultatene fra regresjonsanalysen.

Regresjonsanalysen gir oss en gjennomsnittlig beta på 0,59, som betyr at dersom den svenske hovedindeksen (OMXSPI) stiger med ett prosent, vil SAS aksjen i gjennomsnitt stige med 0,59%. Likevel argumenterer Koller et al., (2005, s. 320) for, at på lang sikt, vil betaverdien bevege seg mot markedets beta, og at det derfor kan være hensiktsmessig å gjøre en Bloomberg-

justering, som skal normalisere estimatet.

$$\beta^* = \left(\frac{2}{3}\right) * 0,59 + \left(\frac{1}{3}\right) * 1,000 = 0,726$$

Fra Bloomberg-justeringen får vi en justert beta på 0,726. Betaverdien er dermed fortsatt under 1, hvilket betyr at selskapets aksje svinger mindre enn indeksen den er målt mot, og at aksjens utvikling har vært nesten 30% dårligere enn indeksen når markedet har gått opp (Morningstar, 2016). Videre kan en lav beta tilsa at aksjens markedsrelaterte risiko er lav.

I følge Damodaran (2012, s. 186), er det også mulig å bruke service-beta som fremkommer fra estimeringstjenester. Et eksempel på en slik tjeneste er Reuters, hvor SAS' betaverdi ligger på 1,67 (Reuters, 2019). Dette vil si at aksjen er mer volatil enn markedet og at aksjens markedsrelaterte risiko er høy (Morningstar, 2016). Vi antar at SAS' betaverdi ligger en plass mellom den Bloomberg-justerte betaen på 0,726, og Reuters' betaverdi på 1,67, og velger av den grunn å benytte oss av gjennomsnittet av disse. Av dette fremkommer en betaverdi på 1,2. Denne verdien kan igjen sammenlignes med Damodarans globale industribeta for industrien "Air Transport", som er basert på 18 selskaper, inkludert SAS, hvor gjennomsnittlig betaverdi er 1,02 (Damodaran, 2019). Vi anser derfor en beta på 1,2 som rimelig, og benytter oss av denne verdien videre i beregningen av avkastningskravet.

7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie viser til differansen mellom forventet avkastning i markedet og den risikofrie renten, og defineres følgelig som meravkastningen finansielle investorer forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117).

Kaldestad og Møller (2011, s. 117) presenterer tre ulike metoder for å estimere markedets risikopremie. Den første metoden går ut på å sammenligne avkastningen over tid på en markedsindeks med avkastningen på statsobligasjoner, altså å se på historisk risikopremie. En annen metode er å beregne en implisitt markedspremie basert på nåværende børs kurs, en metode som tar utgangspunkt i en vekstmodell som regner baklengs med hensyn til avkastningskravet. Den siste metoden som kan brukes er spørreundersøkelse blant investorer og akademikere, hvor de gir sitt syn på avkastningen i aksjemarkedet fremover.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i førstnevnte, historisk risikopremie. Denne metoden er i følge Kaldestad og Møller (2011, s. 121) den tradisjonelt mest anvendte metoden for estimering av markedets risikopremie. Dette er også en metode Knivsflå (2019h) benytter seg av, hvor han i sin estimering finner at gjennomsnittlig normalisert risikopremie etter skatt er 5,0%. Vi velger derfor å bruke en markedsrisikopremie på 5,0% for videre beregning av avkastningskravet.

7.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er det siste momentet i kapitalverdimodellen. Denne skal, som sagt tidligere, kompensere investorer for at det kan være vanskelig eller dyrt å komme seg ut av investeringen (Kaldestad & Møller, 2011, s. 122). Ettersom det ikke eksisterer teori om hvordan illikviditetspremier skal estimeres og fastsettes, må vi i følge Knivsflå (2019h) bruke skjønn. Illikviditetspremier gjelder i mange tilfeller aksjer som er mindre likvide og ikke lett omsettelige. For en aksje som er notert på børs i alle de skandinaviske landene, kan SAS anses både som likvid og omsettelig. Vi velger av den grunn å sette illikviditetspremien til 0, hvilket betyr at den ikke vil ha videre innvirkning i oppgaven.

7.1.5 Beregning av avkastningskrav til egenkapital

Vi har nå gjennomgått alle momentene som inngår i kapitalverdimodellen, og kan på bakgrunn av disse funnene beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Vi benytter oss av formelen som ble presentert innledningsvis i kapitlet, og får følgende avkastningskrav til egenkapitalen:

$$ekk = rf + \beta_{EK} * mrp = 1,50\% + 1,2 * 5\% = 7,5\%$$

Som vi avklarte i kapittel 7.1.4, ble illikviditetspremien satt til 0, og er derfor ikke inkludert i formelen ovenfor. Av disse funnene kommer SAS' egenkapitalkrav på 7,5%.

7.2 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Etter estimering av avkastningskravet til egenkapitalen, går vi videre med å estimere avkastningskravet til finansiell gjeld, som viser til selskapets lånekostnad. Det finansielle gjeldskravet baserer seg på risikofri rente etter skatt samt kredittrisikopremien, og regnes ut ved følgende formel:

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{risikofri rente}_{\text{etter skatt}} + \text{kredittrisikopremie}$$

Vi benytter samme risikofri rente som funnet under kapittel 7.1.1, da man i følge Kaldestad og Møller (2011, s. 123) bør benytte samme rente ved utregning av gjeldskrav som i kapitalverdimodellen. En risikofri rente etter skatt på 1,5% blir derfor benyttet. Videre skal man legge på en systematisk kostnad på lånerenten for å få kostnadsdekning (Knivsflå, 2019h). Denne kostnaden vises gjennom kredittrisikopremien, og er fastsatt basert på den syntetiske ratingen i kapittel 6.3, hvor vi fant at SAS i snitt hadde en kredittrating på BB+. Dette gir en kredittrisikopremie på 3,1%. Vi viser til vedlegg 6 for nærmere forklaring på kredittrisikopremien. På bakgrunn av dette har vi beregnet det finansielle gjeldskravet for SAS:

$$\begin{aligned} \text{Finansielt gjeldskrav} &= \text{risikofri rente}_{\text{etter skatt}} + \text{kredittrisikopremie} \\ &= 1,5\% + 3,1\% \\ &= 4,6\% \end{aligned}$$

Som det følger av formelen, er finansielt gjeldskrav her beregnet til å være 4,6%.

7.3 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen omtales ofte som WACC, og er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, der andelene er vektet basert på andelen av egenkapital og gjeld (Koller et al., 2005, s. 298). Ved beregning av totalkapitalens avkastningskrav, benyttes følgende formel:

$$WACC = k_e \frac{E}{E+D} + k_d \frac{D}{E+D}$$

Hvor:

E = markedsverdi på egenkapital

D = markedsverdi på gjeld

K_e = egenkapitalkrav

Vi har i de foregående delkapitlene estimert avkastningskravet til egenkapitalen og det finansielle gjeldskravet. Som det fremgår av formelen ovenfor og dens forklaring av komponentene, blir det nødvendig å beregne markedsverdien på egenkapitalen og markedsverdien på gjelden før vi kan estimere avkastningskravet til totalkapitalen. Ved å multiplisere antall utestående aksjer med aksjekursen, finner vi egenkapitalens markedsverdi. Pr. 31.10.2018, hadde SAS 382,5 millioner utestående aksjer (SAS, 2019a), og en aksjekurs på

20,68 SEK, som gir en markedsverdi på egenkapitalen på 7,91 milliarder SEK. Markedsverdien av selskapets gjeld kan være vanskeligere å observere, men i følge Kaldestad og Møller (2011, s. 138), gir netto rentebærende gjeld et godt estimat på gjeldens markedsverdi. Verdien av SAS' finansielle gjeld tilsvarer derfor 11,181 milliarder SEK pr. 31.10.2018, og sammen med egenkapitalens markedsverdi, gir dette en total kapital på 19,091 milliarder (E+D). Med denne informasjonen, kan vi nå beregne total kapitalens avkastningskrav, og vi benytter oss av formelen som ble presentert ovenfor.

$$WACC = 0,075 * \frac{7,91}{7,91 + 11,181} + 0,0460 * \frac{11,181}{7,91 + 11,181} = 0,058$$

Hvor	
0,075	K_e
$7,91/(7,91+11,181) = 0,4143$	$E/(E+D)$
0,046	K_d
$11,181/(7,91+11,181) = 0,5857$	$D/(E+D)$
0,058	WACC

Tabell 7.2 Estimering av WACC

Avkastningskravet til SAS' total kapital er beregnet til 5,8%. Dette vil bli brukt som sammenligning med rentabiliteten i kapittel 8, samt grunnlag for diskonteringsrenten i kapittel 10 for beregningene av fremtidig forventet kontantstrøm.

8.0 Lønnsomhetsanalyse

Det blir i dette kapittelet gjennomført en lønnsomhetsanalyse av SAS, for å undersøke om selskapet er økonomisk lønnsomt. En metode for å beregne selskapets lønnsomhet på, er å utføre en strategisk rentabilitetsanalyse (Knivsflå, 2019i), der rentabilitet er et forholdstall som uttrykker avkastningen til selskapets kapital, og gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet mellom selskaper og over tid. Innledningsvis i kapittel 7, forklarte vi at avkastningskravet kunne benyttes som målestokk for rentabilitet, og vi skal derfor se på forskjellen mellom egenkapitalrentabiliteten og avkastningskravet til egenkapitalen, for å kunne si noe om lønnsomheten til SAS, og avdekke hvorvidt de besitter en strategisk fordel, også kalt superrentabilitet (Knivsflå, 2019i). Videre dekomponeres den strategiske fordel inn i finansieringsfordel og driftsfordel, for å få en forståelse av hva som kan være kildene til den strategiske fordelen.

Vi benytter oss av det vektete snittet for SAS og bransjen som presentert i kapittel 5.5.1 *Tidsvekting*.

8.1 Superrentabilitet - strategisk fordel

Dersom avkastningen til egenkapitalrentabiliteten er større (mindre) enn avkastningskravet til egenkapitalen, foreligger det en strategisk fordel (ulempe) som presenteres i form av superrentabilitet (Knivsflå, 2019i). Følgende formel benyttes for å beregne dette:

$$\textit{Strategisk fordel, superrentabilitet} = \textit{Egenkapitalrentabilitet} - \textit{Egenkapitalkrav}$$

Som det første leddet i formelen, må egenkapitalrentabiliteten beregnes. Denne måler avkastningen på kapitalen som er investert i selskapet og regnes ut på følgende måte (Knivsflå, 2019j):

$$\textit{Egenkapitalrentabilitet} = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg$$

Av denne formelen får vi den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten til SAS, og er presentert i tabell 8.1.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16	
+	(Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16	
-	Netto finansiell gjeldsrente)	0,23	0,08	0,09	0,05	0,06	
*	Netto finansiell gjeldsgrad	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82	
=	Egenkapitalrentabilitet	0,17	0,11	0,13	0,06	0,08	0,10

Tabell 8.1 Egenkapitalrentabilitet for SAS, 2014-2018

Videre beregnes egenkapitalkravet for perioden ved følgende formel (Knivsflå, 2019j):

$$\text{Egenkapitalkrav} = ndk + (ndk - nfgk) * nfgg$$

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34	
+	(Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34	
-	Netto finansielt gjeldskrav)	-0,10	0,03	0,05	0,03	0,02	
*	Netto finansiell gjeldsgrad	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82	
=	Egenkapitalkrav	0,080	0,072	0,070	0,073	0,075	0,075

Tabell 8.2 Egenkapitalkravet for SAS, 2014-2018

På bakgrunn av resultatene i tabell 8.1, samt beregnet egenkapitalkrav fra tabell 8.2, kan vi beregne den strategiske fordel, i tabell 8.3.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Egenkapitalrentabilitet	0,17	0,11	0,13	0,06	0,08	
-	Egenkapitalkrav	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	
=	Strategisk fordel	0,09	0,04	0,06	-0,02	0,00	0,03

Tabell 8.3 Strategisk fordel for SAS, 2014-2018

Ut i fra tabellen 8.3 kan vi se at SAS har levert en høyere avkastning enn kravet i 2014, 2015 og 2016, som har ført til at selskapet har hatt en strategisk fordel disse årene. I 2017 har SAS levert en avkastning som er lavere enn kravet og dermed hatt en strategisk ulempe. Nivået har variert gjennom perioden og selskapet har et tidsvektet snitt på 3%, som indikerer at selskapet har vært lønnsomt og at investorene har oppnådd noe meravkastning på avkastningskravet.

8.2 Driftsfordel

I forrige delkapittel kom vi frem til at SAS hadde en strategisk fordel gjennom store deler av analyseperioden. For å få ytterligere innsikt i kildene til den strategiske fordel, foreslår Knivsflå (2019i) at den dekomponeres som en finansieringsfordel og en driftsfordel. Driftsfordelen består av en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel, og regnes ut ved følgende formel:

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (1 + \text{nfgg})$$

Den første delen (ndr-ndk) viser til driftens strategiske fordel, og er en ren driftsfordel, mens det siste leddet (1+nfgg) blir en skalering av den strategiske fordel, som kalles gearingfordel (Knivsflå, 2019j). Til informasjon er utgreningen av netto driftsrentabilitet, netto driftskrav, samt netto finansiell gjeldsgrad lagt ved som vedlegg 7. Fra dette får vi driftsfordelen til SAS, som presentert i tabell 8.4.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16	
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34	
*	1 + netto finansiell gjeldsgrad	0,31	0,28	0,37	0,11	0,18	
=	Driftsfordel	-0,14	0,00	0,03	-0,03	-0,03	-0,02

Tabell 8.4 Driftsfordel for SAS, 2014-2018

I tabellen ovenfor fremkommer det at SAS har en driftsfordel i 2016 og driftsulempe de resterende årene som tilsammen utgjør en negativ tidsvektet driftsfordel på 2%. Videre kan man se at netto driftskrav er blitt beregnet til å være utrolig høyt og urealistisk, som kan skyldes feil ved estimeringen av denne, og vil kunne påvirke lønnsomhetsanalysen videre. Som sagt består driftsfordelen av en bransjefordel, en ressursfordel og en gearingfordel, og vi skal derfor dekomponere denne ytterligere for å kunne si noe om hvilke faktorer som påvirker SAS' driftsulempe.

8.2.1 Bransjefordel, drift

Knivsflå (2019j) argumenterer for at bransjefordelen øker dersom bransjen har mange muligheter, eller minskes dersom den står ovenfor trusler i omgivelsene. På grunn av dette, henger bransjefordelen tett sammen med den eksterne strategiske analysen i kapittel 4.1.

Bransjefordelen illustrerer om bransjen har en rentabilitet som overstiger kravet, og kan finnes ved følgende formel:

$$\text{Bransjefordel} = \text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}$$

Netto driftsrentabilitet for bransjen er hentet fra kapittel 6.2.3, og siden det driften er tilnærmet lik for både bransjen og det valgte selskapet (Knivsflå, 2019j), brukes verdien til netto driftskrav for SAS, også for bransjen.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsrentabilitet bransje	0,05	0,10	0,10	0,11	0,09	
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34	
=	Bransjefordel	-0,42	-0,10	-0,01	-0,30	-0,24	-0,19

Tabell 8.5 Bransjefordel for SAS, 2014-2018

Ut i fra tabell 8.5 kan vi se at bransjen har hatt en varierende bransjeulempe alle årene og et negativt tidsvektet snitt på 19%, som viser til at flybransjen ikke er en lønnsom bransje, noe som var forventet. Oversikten viser at bransjen har hatt en rentabilitet som er lavere enn kravet. Netto driftsrentabilitet har vært nokså stabil gjennom hele perioden, mens netto driftskrav har variert. Som tidligere nevnt er det noe usikkerhet rundt netto driftskrav, da dette er urealistisk høyt, som dermed fører til usikkerhet rundt resultatet vi har fått ved bransjeulempen.

8.2.2 Ressursfordel, drift

Grunnlaget for ressursfordelen er basert på særegne interne ressurser i selskapet (Knivsflå, 2019j), og selskapet har en ressursfordel dersom selskapets netto driftsrentabilitet overstiger bransjens netto driftsrentabilitet. Ressursfordelen til SAS illustreres i tabell 8.6.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsrentabilitet, SAS	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16	
-	Netto driftsrentabilitet, bransje	0,05	0,10	0,10	0,11	0,09	
=	Ressursfordel	-0,03	0,09	0,09	0,01	0,07	0,05

Tabell 8.6 Ressursfordel for SAS, 2014-2018

Fra tabellen over kan vi se at SAS har hatt en ressursfordel alle årene, med unntak av det første året, der selskapet hadde en negativ ressursfordel på 3%. Netto driftsrentabiliteten til SAS har vært nokså stabil gjennom perioden, og har ligget over bransjen, hvis man ser bort i fra år 2014. Det tidsvektede snittet viser til en ressursfordel på 5%, som illustrerer at selskapet er mer lønnsomt i drift i forhold til bransjen og utnytter sine interne ressurser bedre. Vi kan dele ressursfordelen inn i en marginfordel og en omløpsfordel, gjennom en strategisk Du Pont analyse (Knivsflå, 2019j). Dette gjøres i 8.2.2.1 og 8.2.2.2.

8.2.2.1 Marginfordel

Marginfordelen avdekker om selskapet har lavere driftskostnader pr krone driftsinntekt enn bransjen, og er følgelig skapt av ressursavvik som gir kostnadsfordeler pr omsatt krone (Knivsflå, 2019j). Marginfordelen for SAS vises i tabell 8.7, og regnes ut ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_{\text{bransje}}) * \text{onde}$$

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsmargin, SAS	0,00	0,03	0,03	0,02	0,03	
-	Netto driftsmargin, bransje	0,03	0,05	0,06	0,06	0,05	
*	Omløpshastighet til netto driftseiendeler, SAS	6,66	7,03	6,20	5,56	4,81	
=	Marginfordel	-0,15	-0,14	-0,16	-0,21	-0,08	-0,15

Tabell 8.7 Marginfordel for SAS, 2014-2018

Av tabell 8.7 ser vi at SAS har hatt en marginulempe gjennom alle årene, med et negativt tidsvektet snitt på 15%. Dette skyldes at bransjen har hatt en høyere netto driftsmargin enn SAS i perioden. Det at SAS har en marginulempe, kan indikere at selskapet er mindre lønnsomt enn gjennomsnittet og tjener dermed mindre pr. omsatte krone. For å få bedre innsikt i marginulempen, utføres det en ”common size” analyse, som presentert nedenfor, i tabell 8.8. Analysen illustrerer hvilke kostnadsposter som utgjør de største marginene i regnskapet, og uttrykkes i prosent av driftsinntektene (Knivsflå, 2019j).

	2014	2015	2016	2017	2018	Tids- snitt	Bransje	Diff.	
	Driftsinnt.	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0,0%	
-	Lønnskostn.	24,16%	24,27%	23,07%	21,58%	21,11%	22,56%	19,24%	3,32%
-	Andre driftskostn.	71,70%%	68,48%	69,42%%	71,75%	70,45%%	70,30%%	69,28%	1,02%
-	Avskrivning	3,80%	3,70%	3,46%	3,83%	3,94%	3,75%	4,91%	-1,16%
-	Andre tap/gevinst	-	-	-	-	-	0,00%	0,04%	-0,04%
=	Driftsresultat	0,35%	3,56%	4,04%	2,83%	4,50%	3,39%	5,94%	-2,55%
-	Driftsrelatert skattekostn.	0,08%	0,83%	0,94%	0,66%	1,05%	0,79%	0,96%	-0,17%
=	Netto driftsresultat	0,27%	2,73%	3,10%	2,17%	3,45%	2,60%	5,02%	-2,42%

Tabell 8.8 "Common size" analyse for SAS og bransjen, 2014-2018

Common size analysen viser en sammenligning av SAS og bransjen, der det kommer frem noen små forskjeller. Til informasjon er leasingkostnader for SAS inkludert i posten "andre driftskostnader", da vi i resultatregnskapet til de komparative selskapene ikke har leasingkostnadene oppført som en egen post, og mener dermed at dette blir mer representativt i sammenligningen her. Fra tabellen kan vi se at de to største kostnadspostene, "lønnskostnader" og "andre driftskostnader", har en positiv differanse, som indikerer at SAS henholdsvis har 3,32% og 1,02% høyere kostnader enn bransjen. Videre er differansene som tilhører postene "avskrivning" og "andre tap/gevinst" negative, som er en fordel for SAS og indikerer at selskapet har lavere kostnader enn bransjen her. Tabellen viser også at selskapet har et lavere driftsresultat enn bransjen, som fører til at selskapet også har et lavere netto driftsresultat.

8.2.2.2 Omløpsfordel

Omløpsfordelen måler evnen selskapet har til å skape driftsinntekter pr. krone investert, og er et mål på selskapets effektivitet (Knivsflå, 2019g). På samme måte som marginfordelen, analyseres det også her relativt til bransjen. Tabell 8.9 viser omløpsfordelen til SAS, og er basert på følgende formel:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_{\text{bransje}}) * \text{ndm}_{\text{bransje}}$$

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Omløpshastighet til netto driftseiendeler, SAS	6,66	7,03	6,20	5,56	4,81	
-	Omløpshastighet til netto driftseiendeler, bransje	2,07	2,07	1,75	1,84	1,87	
*	Netto driftsmargin, bransje	0,03	0,05	0,06	0,06	0,05	
=	Omløpsfordel	0,12	0,23	0,25	0,22	0,15	0,20

Tabell 8.9 Omløpsfordel for SAS, 2014-2018

Som man kan se fra tabell 8.9 har SAS hatt en omløpsfordel hele analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 20%. Dette vil si at selskapet har mulighet til å oppnå høyere fortjeneste på netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen.

8.2.3 Gearingfordel, drift

Driftsfordelen kan, som tidligere nevnt, dekomponeres i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Vi har allerede gjennomgått de to første komponentene, og går videre til gearingfordelen, som er en skalering av den strategiske driftsfordelen. Gearingfordelen illustrerer hvilke goder som oppnås gjennom å finansiere driften med gjeld, og finnes ved å multiplisere differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav med netto finansiell gjeldsgrad (gearing) (Knivsflå, 2019j).

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{gearing}(\text{nf} \text{gg})$$

Av denne formelen får vi gearingfordelen i driften for SAS, som presenteres i tabell 8.10.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16	
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34	
*	Netto finansiell gjeldsgrad (gearing)	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82	
=	Gearingfordel	0,31	0,00	-0,05	0,26	0,14	0,12

Tabell 8.10 Gearingfordel for SAS, 2014-2018

Selskapets netto finansielle gjeldsgrad er negativ gjennom hele perioden, som vil si at driften er mer finansiert med finansielle eiendeler enn finansiell gjeld. Tabellen viser at SAS har en tidsvektet gearingfordel på 12%. I følge Knivsflå (2019j) vil en gearingfordel ikke skape noe verdi for eierne.

8.3 Finansieringsfordel

Neste steg i dekomponeringen av den strategiske fordelene, er å se på finansieringsfordelen. Dersom selskapet betaler en lånerente som er lavere enn gjeldskravet, vil en eventuell finansieringsfordel oppstå (Knivsflå, 2019i), og den kan finnes ved følgende formel:

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgg) * nfgg$$

En mer omfattende formel vil også inkludert en finansieringsfordel til minoritetsinteresser, men ettersom SAS ikke har andel minoritetsinteresser, blir ikke dette inkludert i videre beregninger. Vi gjør oppmerksom på at utregninger for netto finansielt gjeldskrav, netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad ligger ved som vedlegg 7. Finansieringsfordelen til SAS presenteres i tabell 8.11.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Netto finansielt gjeldskrav	-0,10	0,03	0,05	0,03	0,02	
-	Netto finansiell gjeldsrente	0,23	0,08	0,09	0,05	0,06	
*	Netto finansiell gjeldsgrad	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82	
=	Finansieringsfordel	0,23	0,04	0,03	0,02	0,04	0,05

Tabell 8.11 Finansieringsfordel for SAS, 2014-2018

Tabell 8.11 illustrerer at SAS har hatt en finansieringsfordel hele perioden. Tidssnittet er på 5%, noe som er svært høyt, ettersom vi forventet at finansieringsfordelen ville være minimal. Den uventede finansieringsfordelen kan gjerne skyldes at flykjøpene har gode lånevilkår. Dette er gjerne noe vi burde justert for i avkastningskravet, men ettersom dette ikke har blitt gjort, vil det foreligge en viss estimeringsusikkerhet og det er dermed ingen sikkerhet for at finansieringsfordelen kan ses på som representativ.

Videre er konkurransen i finansmarkedet er stor, og Knivsflå (2019i) argumenterer derfor for at som oftest er en finansieringsfordel svært liten, og at det er i sjeldne tilfeller det finansielle

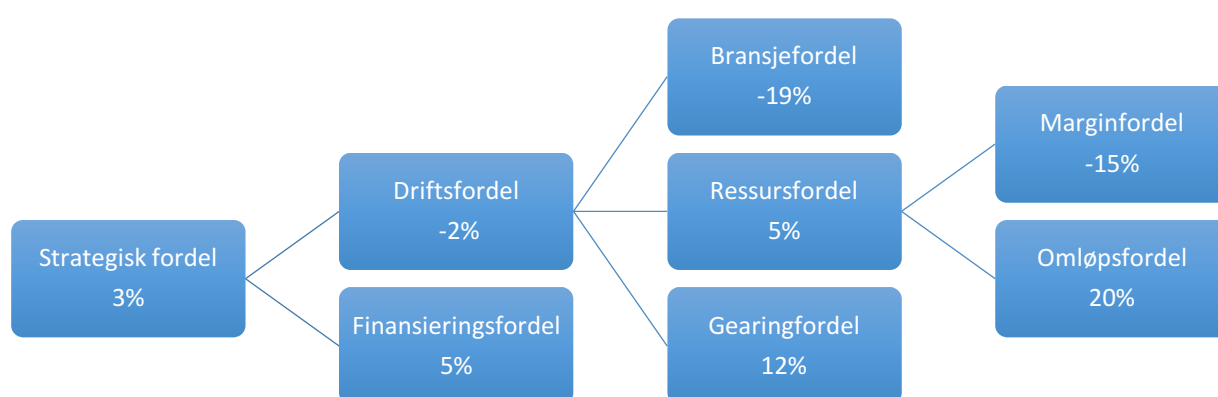
gjeldskravet overstiger den finansielle gjeldsrenten. På bakgrunn av dette er det, i motsetning til driftsfordelen, lite hensiktsmessig å dekomponere den finansielle fordelten ytterligere. I neste delkapittel kommer det derfor en oppsummering av funnene, samt en avslutning på lønnsomhetsanalysen.

8.4 Oppsummering strategisk fordel

Gjennom delkapitlene i dette kapittelet, har vi analysert SAS' strategiske fordel. For å få bedre oversikt, vises det til tabell 8.12 og figur 8.1, som oppsummerer funnene fra analysen.

		2014	2015	2016	2017	2018	Tidssnitt
	Bransjefordel	-0,42	-0,10	-0,01	-0,30	-0,24	-0,19
	<i>Marginalfordel</i>	-0,15	-0,14	-0,16	-0,21	-0,08	-0,15
+	<i>Omløpsfordel</i>	0,12	0,23	0,25	0,22	0,15	0,20
=	Ressursfordel	-0,03	0,09	0,09	0,01	0,07	0,05
+	Gearingfordel	0,31	0,00	-0,05	0,26	0,14	0,12
=	Driftsfordel	-0,14	0,00	0,03	-0,03	-0,03	-0,02
+	Finansieringsfordel	0,23	0,04	0,03	0,02	0,04	0,05
=	Strategisk fordel	0,09	0,04	0,06	-0,02	0,00	0,03

Tabell 8.12 Oppsummering av strategisk fordel, SAS 2014-2018



Figur 8.1 Oppsummering av strategisk fordel for SAS, gjennomsnittsverdier

Vi ser fra tabell 8.12, at SAS har hatt en strategisk fordel i 2014, 2015 og 2016. Videre viser figur 8.1 at SAS har en tidsvektet strategisk fordel på 3%. Dette tyder på at SAS er et lønnsomt selskap, og at de har generert en rentabilitet som overgår kravet. Ved dekomponeringen av den strategiske fordelen har vi fått et bedre innblikk i kildene til denne fordelen.

Driftsfordelen til selskapet er beregnet til å være -2%, og er påvirket av den negative bransjefordelen på 19%. Bransjefordelen var negativ hele perioden, som var som forventet fra den strategiske analysen, da det er stor konkurranse og lave marginer i flybransjen. Driftsulempen har blitt noe nedjustert ved at selskapet sitter på en ressursfordel og en gearingfordel på henholdsvis, 5% og 12%. Ressursfordelen indikerer at selskapet bruker de interne ressursene effektivt og består av en negativ marginfordel på 15% og en omløpsfordel på 20%. Marginulempen viser til at SAS er mindre lønnsomt enn det gjennomsnittlige selskapet i bransjen, og skyldes at selskapet har høyere kostnader sammenlignet med bransjen. Selskapet opererer som et fullserviceselskap og har dermed høyere kostnader enn lavkostselskapene i den komparative bransjen. Videre er omløpsfordelen et resultat av at selskapet har hatt effektive investeringer i forhold til bransjen generelt, der SAS har hatt en jevn vekst i flyflåten og passasjerer.

SAS har en tidsvektet finansieringsfordel på 5%, som har vært en fordel for selskapet og følgelig ført til at SAS har fått en strategisk fordel. Finansieringsfordelen indikerer at SAS har oppnådd en stor fordel i lånemarkedet, som teoretisk ikke skal være mulig. De gode lånevilkårene ved kjøp av fly har nok vært med på å skape denne fordelen, men selskapet vil slite med å beholde fordelen på sikt.

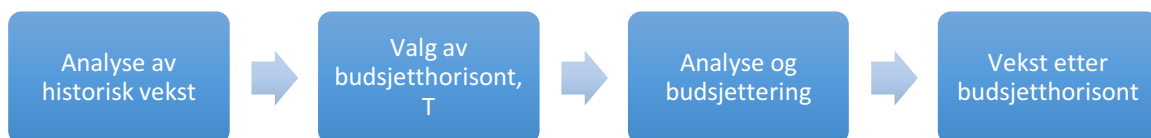
Avslutningsvis vil vi informere om at det kan være noe estimeringsusikkerhet ved beregningen av netto driftskrav og netto finansiell gjeldsrente, som kan ha påvirket resultatene i lønnsomhetsanalysen og som gjør analysen mindre troverdig.

9.0 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal vi utarbeide et fremtidsregnskap for SAS, på bakgrunn av informasjon fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5 til kapittel 8. Hensikten med fremtidsregnskapet er å lage prognoser for fremtidige kontantstrømmer, og vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av SAS. For å komme frem til kontantstrømmen, benytter vi oss av oppsettet som ble presentert i kapittel 3.1.2, jf. tabell 3.1.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen, og utarbeidelsen av fremtidsregnskapet omfatter som oftest fire faser, se figur 9.1 (Knivsflå, 2019k). Kort fortalt skal vi, som fremtidsregnskapets første steg, analysere selskapets historiske vekst. Deretter må vi velge budsjettthorisont i steg to, hvor budsjettthorisonen avgjøres på bakgrunn av hvor lang tid det vil ta før selskapet når ”steady state”. Videre må vi i steg tre, bestemme utviklingen for budsjettdriverne. Estimering av vekst etter budsjettthorisonen kommer som det fjerde steget. Avslutningsvis legges fremtidsregnskapet frem.



Figur 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet, etter Knivsflå (2019k).

9.2 Analyse av historisk vekst

Historisk vekst kan gi innsikt om fremtidig vekst, og Damodaran (2012, s. 271) argumenterer derfor for at den god metode for å estimere fremtidig vekst, er å se på selskapets historiske vekstrate. Som det første steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, skal vi derfor se på selskapets driftsinntektsvekst. For SAS, og flybransjen generelt, utgjør driftsinntektene store deler av resultatveksten, og derfor anses driftsinntektsveksten på mange måter som den grunnleggende budsjettdriveren, og avgjør størrelsen på selskapet i fremtiden (Knivsflå, 2019k). Driftsinntektsveksten for SAS og bransjen vises i tabell 9.1 og tilhørende figur 9.2, og er regnet ut ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Driftsinntektsvekst} = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

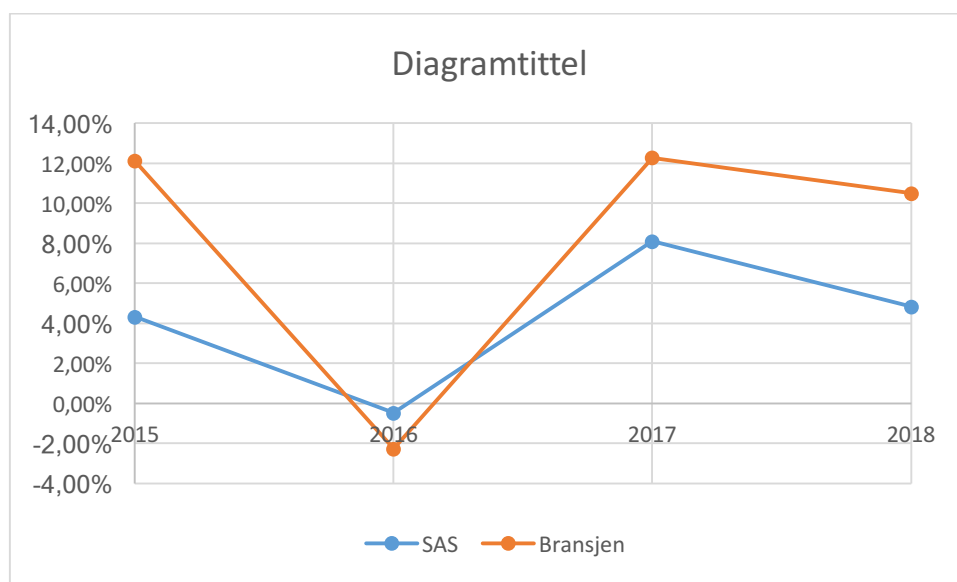
Hvor:

DI_t = Driftsinntekt i år

DI_{t-1} = Driftsinntekt i fjor

Tall i millioner	2015	2016	2017	2018	Gj.snitt
Driftsinntektsvekst for SAS	4,33%	-0,48%	8,10%	4,84%	4,19%
Driftsinntektsvekst for bransjen	12,11%	-2,28%	12,28%	10,49%	8,15%

Tabell 9.1 Driftsinntektsvekst for SAS og bransjen, 2014-2018



Figur 9.2 Driftsinntektsvekst for SAS og bransjen, 2014-2018

Fra figur 9.2 blir det tydelig at den historiske veksten jevnt over er høyere for bransjen enn for SAS. Mens SAS har hatt en gjennomsnittlig vekst i driftsinntektene på 4,19%, har driftsinntektene til bransjen i gjennomsnitt vokst med 8,15%. I tillegg er veksten for SAS i 2018 nesten halvparten av veksten fra året før.

9.3 Valg av budsjettthorison

Hvor lang tid det tar før budsjettdriverne kan anses å være konstante, omtales ofte som budsjettthorisonen (Knivsflå, 2019k). I en kontantstrømbasert modell anbefales det at budsjettthorisonen, T , strekkes frem til "steady state", som oppstår når veksten i selskapet er stabil (Kaldestad & Møller, 2011, s. 45). Knivsflå (2019k) argumenterer for at desto nærmere

virksomheten er ”steady state”, jo kortere trenger T å være. Valg av budsjett horisont avhenger derfor i stor grad av hvor i livssyklusen selskapet befinner seg.

I kapittel 3.4, diskuterte vi for at SAS anses til å være i en moden vekstfase i livssyklusen. Dette støttes opp av driftsinntektsvekst-analysen fra forrige delkapittel, hvor vi kunne se at SAS har hatt en gjennomsnittlig vekst i driftsinntektene på 4,19%, noe som er lavere sammenlignet med bransjens utvikling. Likevel vil det være noen år til selskapet befinner seg i ”steady state”, tror vi, og velger av den grunn en budsjett horisont på 7 år. Budsjett horisonten omfatter dermed år 2019 til 2025, hvor år 2025 er T. Videre inkluderes år 2026 for å få med effekten av konstant vekst i år T+1.

9.4 Analyse og budsjettering

Som sagt skal vi benytte oss av oppsettet som ble presentert i kapittel 3.1.2 for å komme frem til kontantstrømmen. I de kommende delkapitlene skal vi derfor bestemme utviklingen til de postene som inngår i den fremtidige kontantstrømmen, og tar utgangspunkt i en kombinasjon som omfatter to av Damodarans (2012, s. 271) metoder for estimering av fremtidig vekst. Den første metoden ser på selskapets historiske vekstrate, og estimerer fremtidig vekst ut i fra denne, mens den andre metoden går ut på å estimere veksten basert på selskapets fundamentale verdier.

9.4.1 Driftsinntekter

Selskapets driftsinntekter kommer i hovedsak fra trafikkinntekter, hvor disse i 2018 stod for 90,2% av selskapets totale inntekter (SAS, 2019a). Trafikkinntektene ser dermed ut til å være den store inntektsdriveren for selskapet, og hvordan disse utvikler seg vil ha stor innvirkning på kontantstrømmen. De resterende inntektene klassifiseres som ”andre driftsinntekter”. Videre vil vi estimere de fremtidige driftsinntektene i perioden 2019 til 2025.

9.4.1.1 Trafikkinntekter

For å kunne estimere de fremtidige trafikkinntektene vil vi ta i bruk Available Seat Kilometres (ASK) og Passenger revenue pr. ASK (PASK). Utviklingen og veksten i disse parametrene er presentert i vedlegg 8. I følge SAS sin årsrapport vil ASK øke med 2-3% i 2019, noe som også vi har tatt utgangspunkt i (SAS, 2019a). Ettersom PASK kun inkluderer trafikkinntekter kan vi multiplisere denne med ASK og dermed finne en estimert verdi på de totale trafikkinntektene. Tabellen nedenfor viser de estimerte trafikkinntektene for SAS i perioden 2019-2025.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Trafikkinntekter	41586	42884	44180	45514	46888	48304	49763

Tabell 9.2 Estimerte trafikkinntekter for SAS, 2019-2025.

9.4.1.2 Andre driftsinntekter

Videre vil vi estimere posten andre inntekter som består av de resterende driftsinntektene, og utgjør 9,8% av de totale driftsinntektene. Ettersom disse inntektene ikke er en så stor del av de totale inntektene og kan være vanskelige å estimere, har vi valgt å estimere posten ved å se på det historiske forholdet mellom andre driftsinntekter og ASK i perioden 2014-2018. Dette forholdet har vært rimelig stabilt og vi har derfor brukt gjennomsnittet fra andre driftsinntekter pr. ASK som utgangspunkt i estimeringen. Tabellen nedenfor viser de estimerte tallene.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Trafikkinntekter	4307	4393	4481	4571	4662	4755	4850

Tabell 9.3 Estimerte andre driftsinntekter for SAS, 2019-2025

9.4.2 Driftskostnader

På lik linje som med driftsinntektene, må vi estimere de fremtidige kostnadene for SAS. Vi så i kapittel 2.2.3, jf. figur 2.2, at SAS har to kostnadsposter som skiller seg ut; lønnskostnader og kostnader i forbindelse med flydrivstoff, der disse følgelig vil ha størst fokus. I tillegg estimerer vi fremtidige leasingkostnader for fly. De resterende postene står for mindre enn 10% hver av de totale kostnadene, og legges dermed til under ”andre driftskostnader”. Kostnader i forbindelse med den nylige SAS-streiken blir også omtalt under denne posten.

9.4.2.1 Lønnskostnader

Som tidligere nevnt stod lønnskostnader for 22% av SAS’ totale kostnader i 2018, og var dermed den største kostnadsposten for selskapet i fjor. Med en nylig streik, der pilotene fikk innfridd kravet om høyere lønn, ser det ikke ut til at denne posten kan reduseres med det første. Det vil være usikkert hvor mye streiken virker inn på selskapets kostnader, men det er anslått at lønnskostnadene vil øke med 3,5% årlig de neste tre årene (Hovland & Jordheim, 2019). Vi anser derfor en økning på 3,5% i lønnskostnadene frem mot år 2021 som rimelig. Videre har som sagt SAS lagt til flere fly i flåten sin, og fra kapittel 9.4.1 så vi at flåten skal fortsette å øke i årene fremover. Dette betyr flere fly å bemanne, som i utgangspunktet vil tilsi flere ansatte,

og dermed økte lønnskostnader. Fra og med år 2022, legger vi derfor til grunn en generell økning i lønnskostnader på 4% årlig. Sammenligner vi dette med historiske tall, som viser at lønnskostnadene i snitt har økt med 3% de siste 5 årene, anser vi dette som et godt estimat.

9.4.2.2 Drivstoffkostnader

Kostnader i forbindelse med flydrivstoff stod i 2018 for 19% av de totale driftskostnadene. Dette er en kostnadspost som vil være noe vanskelig å estimere utviklingen på, da den er sterkt korrelert med oljeprisen, slik vi diskuterte i kapittel 4.1.1.2, samt at forbruket vil være avhengig av ASK. Det naturlige valget for å estimere fremtidige drivstoffkostnader ville derfor vært å estimere kostnadene som en prosentandel av driftsinntektene, og justere i henhold til historiske og fremtidige estimer på forventet oljepris samt besparelser fra en ny og mer effektiv flyflåte. Etersom SAS hedger store deler av flydrivstoffet for å motvirke kortsiktige negative fluktasjoner, er dette noe som må tas til betraktning når de fremtidige flydrivstoffkostnadene skal estimeres. Ved å hedge drivstoff til en fast og avtalt pris, unngår selskapet de verste sjokkene fra eventuelle endringer i oljeprisen, samt å sikre forutsigbarhet i kontantstrømmene. Som nevnt under den strategiske analysen, vil dette være en stor fordel dersom det skjer en (forventet) økning i oljeprisen. Vi setter dermed bare en liten økning i oljeprisen på 0,1% til 0,3%, på bakgrunn av at SAS hedger store deler av sitt drivstoff til avtalt pris.

Det er planlagt å sette 50 nye Airbus 3320neo fly i kraft i løpet av perioden 2019 til 2023. Dette vil bidra til at drivstofforbruket reduseres med rundt 15%, som igjen reduserer flydrivstoffkostnadene (SAS, 2019a). For samme periode har vi estimert en økning i ASK på 2,5%, i tråd med SAS' egne utsikter for perioden. Årlig endring i oljeprisen samt kostnadsbesparelser fra nye fly blir trukket fra endring i ASK. Vi anslår at SAS oppdaterer sin flåte med 17% (rundt 9 fly) årlig, noe som gir årlig drivstoffkostnadsbesparelser på 2,13% frem til 2023 (17% oppgradert flyflåte * 10-15% drivstoffreduksjon). Estimerte drivstoffkostnader for budsjettperioden er som vist i tabell 9.4, og vi viser til vedlegg 9 for nærmere innsyn.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estimert drivstoffkostnad	8049	8095	8133	8179	8217	8272	8319

Tabell 9.4 Estimert drivstoffkostnad for SAS, 2019-2025, basert på selskapets egne utsikter, forventet ASK, økning i oljepris og kostnadsbesparelser fra nye fly.

9.4.2.3 Leasingkostnader for fly

SAS leaser en stor del av flyflåten sin, og i slutten av 2018 var 110 av 157 fly leasede. Ettersom selskapet leaser såpass mange fly er det også leasingkostnader knyttet til dette. Ved estimeringen av de fremtidige leasingkostnadene for fly har vi tatt utgangspunkt i SAS' egne forventninger om fremtidige leasingkostnader, og ser dette rimelig. Ut i fra SAS' årsrapport fra 2018 fremkommer følgende forventninger:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Estimert leasingkostnad	3343	3241	3050	2602	2336	1856	1570

Tabell 9.5 Estimert leasingkostnad for SAS, 2019-2025, basert på SAS' egne forventninger

Med utgangspunkt i disse tallene, samt de historiske tallene, kan vi se en fallende trend i leasingkostnadene i forhold til driftsinntektene, og vil basere oss på dette de følgende årene som ikke er blitt estimert i årsrapporten til SAS.

9.4.2.4 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader består av teknisk vedlikehold, salgskostnader, håndteringskostnader, cateringkostnader, datakostnader, avgifter til staten, samt andre operasjonelle kostnader, og utgjør de resterende 59% av selskapets totale kostnader. De individuelle postene som hører til under andre driftskostnader forventes å holdes på et likt nivå som de har gjort til nå. Videre er de estimert som prosentandel av driftsinntektene, og det er tatt utgangspunkt i det historiske gjennomsnittet i perioden 2014 til 2018. Det historiske gjennomsnittet av andre driftskostnader som en prosentandel av driftsinntektene er 45%. I 2018 var tilsvarende verdi 46%, og vi regner derfor med at andre driftskostnader frem mot år 2025, sakte kommer til å bevege seg mot gjennomsnittet på 45% av driftsinntektene.

Det kan også nevnes at SAS har som overordnet mål å kutte 3 milliarder SEK i driftskostnadene frem mot år 2020 (SAS, 2019a). Som diskutert under den strategiske analysen i kapittel 4, vil en streik føre til betydelige ekstrakostnader for selskapet, og SAS' mål om å kutte 3 milliarder SEK i løpet av de neste to årene kan derfor være vanskelig å oppnå. Dette fordi den nylige SAS-streiken er forventet å koste selskapet opp mot 600 millioner SEK (Hovland & Jordheim, 2019). Dersom selskapet i tillegg skal betale kompensasjon til de reisende, kan beløpet komme på over 1 milliard svenske kroner. Ettersom det er stor usikkerhet knyttet til hvor store utslag denne

streiken gir, forutsetter vi at dette er en engangskostnad som forløper i årets resultat, og ser følgelig bort i fra at dette påvirker andre år enn 2019. 600 millioner SEK legges derfor til som ekstra driftskostnader i år 2019. Totale andre driftskostnader er presentert i tabell 9.6. Se vedlegg 10 for nærmere forklaring.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Totale andre driftskostnader	21641	21605	22164	22738	23326	23929	24575

Tabell 9.6 Estimert totale andre driftskostnader for SAS, 2019-2025, som % av driftsinntekter

9.4.3 Andre kontantstrømelementer

9.4.3.1 Avskrivninger

For å estimere fremtidige avskrivninger, foreslår Koller et al., (2005, s. 242) at disse estimeres som en prosentvis andel av driftsinntektene, slik det er gjort for samtlige av de andre postene. For å estimere utviklingen i avskrivninger, tar vi dermed utgangspunkt i gjennomsnittlig prosentandel de siste fem årene, som viser at avskrivningene i prosent av driftsinntektene historisk sett har ligget på rundt 3,7%. Vi velger dermed å benytte oss av denne verdien i estimeringen av fremtidige avskrivninger. Utregninger i forbindelse med denne avgjørelsen er å finne i vedlegg 11.

9.4.3.2 Skatt

Skattenivået i Sverige har historisk sett ligget på 28% i 2003 til 22% i 2019 (KPMG, 2019). Det er ikke forventet endringer i skattesatsen i årene som kommer, og vi velger av den grunn å benytte oss av samme skattesats som har vært de siste 6 årene; 22%.

9.4.3.3 Investeringer/CAPEX

De fleste investeringene til SAS er knyttet til flyinvesteringer. Som tidligere nevnt kommer det ut i fra årsrapporten til SAS at selskapet har en bestilling på 50 nye Airbus A320neo-fly som skal leveres fra 2019 til 2023. Dette vil føre til større investeringsutgifter for selskapet fremover. Etersom vi ikke har all informasjon vi trenger angående pris på disse flyene, rabattordningene hos leverandøren, samt videre investeringsplaner, har vi valgt å forenkle estimeringen av investeringene i fremtiden. Vi har tatt utgangspunkt i å beregne historisk CAPEX ved å trekke fra avskrivninger fra endring i driftsrelaterte anleggsmidler, der vi videre har estimert fremtidig CAPEX ut i fra fremtidig vekst i flyflåten.

9.4.3.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital finnes ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidler. For å beregne den fremtidige endringen i arbeidskapital har vi tatt utgangspunkt i de historiske tallene for disse komponentene i forhold til driftsinntektene. De historiske tallene her har vist seg å være nokså stabile, der omløpsmidlene i gjennomsnitt er 30% av driftsinntektene og kortsiktig gjeld 36% av driftsinntektene. Vi har dermed brukt disse gjennomsnittlige forholdstallene for å estimere den fremtidige utviklingen i arbeidskapitalen.

9.4.3.5 Leasingrenter og endring i operasjonell leasing

Ulike endringer i leasingkostnader vil kunne påvirke kontantstrømmen. Dersom forpliktelsene øker vil man få en negativ effekt på kontantstrømmen, mens hvis disse reduseres, vil effekten være positiv. Videre har vi lagt til en kalkulatorisk rente på 4,115% som er hentet ut i fra SAS' årsrapport (SAS, 2019a). Med utgangspunkt i de estimerte verdiene av leasingkostnadene har vi utarbeidet endringer i leasingforpliktelser og leasingrenten.

9.5 Vekst etter budsjettthorison

Fra og med år 2025 vokser kontantstrømmene med en konstant vekstrate. Etter budsjettthorisonen, som i vår oppgave er satt til 7 år, må det derfor beregnes en terminalverdi. Terminalverdien skal fange opp all inntjening etter prognoseperioden, og kan regnes ut ved hjelp av Gordons vekstformel, forutsatt at kontantstrømmene er konstante (Kaldestad & Møller, 2011, s. 45):

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{t+1}}{(\text{avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})}$$

Formelen over gir verdien i terminalåret, og ettersom vekstfaktoren illustrerer selskapets evigvarende vekstrate, blir den dermed et viktig moment. Damodaran (2012, s. 306) argumenterer for at vekstfaktoren bør settes til å være mindre eller lik den generelle økonomiske veksten i landet selskapet opererer i. Kontantstrømmene etter 2025 kunne derfor være satt til å vokse med en konstant rate på 2,0%, i tråd med Sveriges Riksbanks inflasjonsmål (Sveriges Riksbank, 2019b). Likevel ser vi det hensiktsmessig å sette vekstraten lavere enn 2,0%, da dette i følge Damodaran (2012, s. 307) sikrer at vekstraten ikke overstiger den risikofrie renten. Vi har benyttet oss av en rente på 1,5% etter skatt i oppgaven, og setter dermed kontantstrømmene etter 2025 til å vokse med en konstant rate på 1,0%.

9.6 Fremtidsregnskap

Kontantstrøm til	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
totalkapitalen								(T)	(T+1)
Trafikkinntekter	40367	41586	42884	44180	45514	46888	48304	49763	50261
Andre driftsinntekter	4351	4307	4393	4481	4571	4662	4755	4850	4899
Driftsinntekter	44718	45893	47277	48660	50084	51550	53059	54613	55159
Lønnskostnader	9441	9771	10113	10467	10886	11322	11774	12245	12368
Drifstoffkostnader	7996	8049	8095	8133	8179	8217	8272	8319	8402
Andre kostnader	20351	21641	21605	22164	22738	23326	23929	24575	24821
Driftskostnader	37788	39461	39813	40764	41803	42865	43975	45139	45591
EBITAR	6930	6432	7464	7896	8281	8686	9084	9474	9569
Leasingkostnader	3156	3343	3241	3050	2602	2336	1856	1570	1586
EBITA	3774	3089	4223	4846	5679	6350	7228	7904	7983
Avskrivninger	1763	1698	1749	1800	1853	1907	1963	2021	2041
EBIT	2011	1391	2474	3046	3826	4442	5264	5883	5942
Skatt	442	306	544	670	842	977	1158	1294	1307
Avskrivninger	1763	1698	1749	1800	1853	1907	1963	2021	2041
Leasingrenter	130	138	133	126	107	96	76	65	65
Økning i arbeidskapital	983	-1112	-89	-89	-92	-95	-97	-100	-101
Investeringer/CAPEX	3228	3536	3824	3968	4318	4626	4972	5344	5398
Kontantstrøm til totalkapitalen	-750	496	77	423	719	937	1271	1430	1444

Tabell 9.7 Fremtidsregnskap for SAS, 2019-2026

10.0 Fundamental verdsettelse

Vi skal i dette kapitlet benytte oss av fundamental verdsettelse for å komme frem til et verdiesimat for egenkapitalen til SAS. Den fundamentale verdsettelsen bygger på fremtidsregnskapet fra forrige kapittel, som igjen bygger på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen. Vi gjør derfor oppmerksom på at verdiesimatet som fremkommer er basert på våre forutsetninger og analyser, hvilket betyr at estimatet kan avvike fra den virkelige børskursen. På bakgrunn av dette, vil vi avslutningsvis i kapitlet foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvordan endringer i diverse budsjett og- verdidrivere kan påvirke verdiesimatet. Videre brukes verdiesimatet til å vurdere om selskapet er overpriset, underpriset eller ”riktig” priset, noe som gir grunnlag for en handlingsstrategi som blir presentert under konklusjonen i kapittel 12.

Som forklart i kapittel 3.1, skilles det vanligvis mellom to hovedmetoder: *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Ettersom selskapskapitalmetoden er den vanligste og mest brukte metoden for verdsettelse, avklarte vi i kapittel 3.4 at det er denne vi skal benytte oss av når vi skal komme frem til et verdiesimat på egenkapitalen til SAS og den tilhørende aksjeprisen. Det finnes også andre metoder som kan benyttes ved verdsettelse, men ved konsistent bruk vil alle fundamentale verdsettelsesmetoder gi samme verdiesimat (Knivsflå, 2019l).

10.1 Selskapskapitalmetoden, fri kontantstrøm-modellen

Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsetting av egenkapitalen, ettersom verdien av egenkapitalen estimeres ved å finne selskapsverdien og deretter trekke fra gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2019l).

$$\text{Verdi EK} = \text{Nåverdi av estimerte kontantstrømmer} + \text{nåverdi av terminalverdi} \\ - \text{netto finansiell gjeld}$$

I formelen over utgjør de to første leddene (nåverdien av estimerte kontantstrømmer pluss nåverdien av terminalverdi), selskapsverdien. Det blir altså nødvendig å estimere selskapets frie kontantstrøm i budsjettperioden, samt verdien av gjenstående kontantstrømmer utover budsjettthorisonen, representert av terminalverdien. Som nevnt i delkapittel 9.5, kan terminalverdien estimeres ved å ta i bruk Gordons vekstformel. Videre neddiskonteres de forventede kontantstrømmene fra drift med enten netto driftskapitalkrav eller sysselsatt kapital,

hvilket betyr at det finnes to metoder som brukes for å finne verdien av selskapets egenkapital; *netto driftskapitalmetoden* og *sysselsatt kapitalmetoden*, som igjen kan deles opp i flere modeller. Knivsflå (2019l) argumenterer for at vanligste praksis er å benytte seg av førstnevnte metode, med fokus på fri kontantstrøm-modellen, og det er den vi velger å benytte oss. Dette gir følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_1)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \dots (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)} - NFG_0$$

Hvor:

VEK = Verdi EK FKD = Fri kontantstrøm fra drift NFG = Netto finansiell gjeld
 ndk = Netto driftskrav ndv = vekst i netto driftskrav

Som sagt, beregnes verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere fri kontantstrøm fra drift med netto driftskapitalkrav og trekke fra vekst i netto driftskapital i terminalleddet. For å få verdien på egenkapitalen må det også trekkes fra netto finansiell gjeld, og det forutsettes at denne er lik bokført finansiell gjeld (Knivsflå, 2019m). Videre kan netto driftskapitalkrav brukes som diskonteringsfaktor, men i praksis er det vanlig å operere med WACC som konstant netto driftskrav (Knivsflå, 2019m). Verdien av egenkapitalen beregnes derfor ut i fra følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + wacc)^T * (wacc - g)} - NFG_0$$

Hvor:

VEK = Verdi EK FKD = Fri kontantstrøm fra drift NFG = Netto finansiell gjeld
 Wacc = Avkastningskrav g = konstant vekstfaktor

Her neddiskonteres den frie kontantstrømmen fra drift med avkastningskravet, WACC, som vi i kapittel 7.3 estimerte til å være 5,8%. I formelens andre ledd, også referert til som terminalleddet, er terminalverdien i år 2026 estimert ved å neddiskontere kontantstrøm etter budsjettorisonten med differansen mellom WACC og konstant vekstfaktor. Dette er gjort ved hjelp av Gordons vekstformel, og det benyttes en vekstrate på 1,0%, som tidligere avklart i

kapittel 9.5. Resultatene fra verdsettelsen og verdiesestimater på SAS' aksje følger i det kommende delkapittelet.

10.2 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm-modellen

Nåverdien av kontantstrømmen fra drift blir 3877 millioner SEK, og nåverdien av terminalverdien er 19730 millioner SEK, når en diskonteringsrente, WACC, på 5,8% er brukt. Ved å legge sammen nåverdien av kontantstrømmen fra drift og nåverdien av terminalverdien, er selskapsverdien estimert til å være 23607 millioner SEK. Videre trekker vi fra netto finansiell gjeld, og får en egenkapitalverdi på 9780 millioner SEK. Gjennom å dele egenkapitalverdien på antall utestående aksjer, finner vi estimert verdi pr. aksje for SAS. Resultatene vises nedenfor i tabell 10.1.

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T)	2026 (T+1)
	Fri kontantstrøm fra drift	496	44	388	683	900	1233	1391	1405
/	Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,18	1,25	1,33	1,40	1,48	
=	Nåverdi av kontantstrøm	468	39	328	545	679	879	938	
	Sum nåverdi 2019 til T	3877							
	Terminalverdi								29277
+	Nåverdi av terminalverdi	19730							
=	Selskapsverdi	23607							
-	Netto finansiell gjeld	13827							
=	Verdi egenkapital	9780							
/	Antall aksjer utestående	382,5							
=	Estimert aksjeverdi	25,57							

Tabell 10.1 Utrekning av SAS' aksjeverdi pr. 08.05.19 ved fri kontantstrøm til drift-modellen

Resultatene som fremkommer av tabell 10.1 viser at estimert verdi pr. aksje for SAS er 25,57 SEK. Ettersom den noterte aksjekursen 08.05.2019 var 18,09 SEK, kan det tyde på at aksjen er noe underpriset i markedet. Det er stor usikkerhet knyttet til verdiesestimering, noe vi vil gå nærmere inn på i det kommende delkapittelet.

10.3 Sensitivitetsanalyse

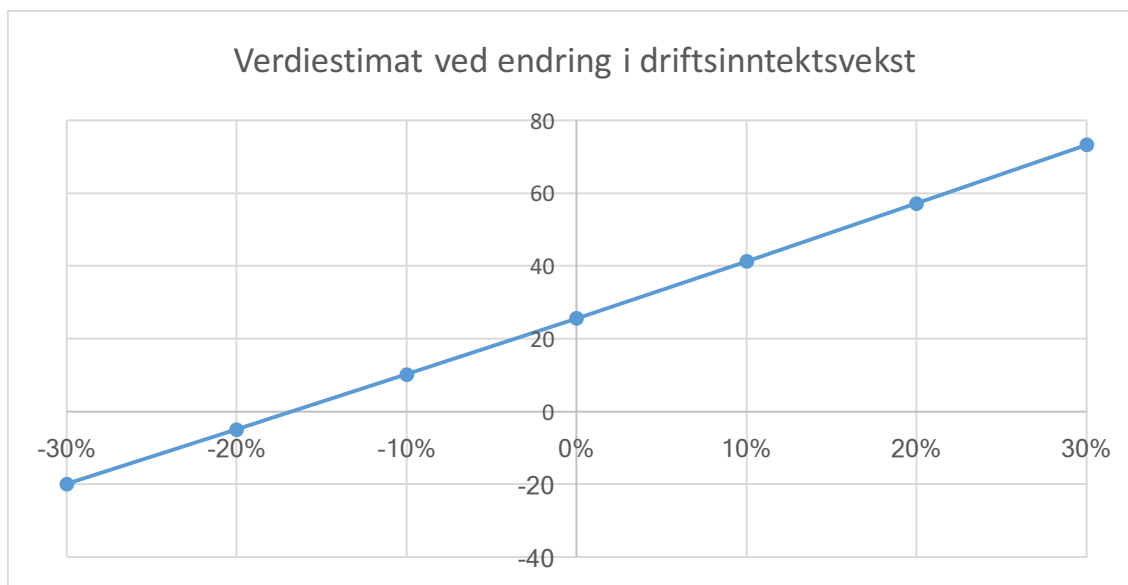
Som vi sa innledningsvis, er verdsettelsen basert på våre vurderinger og analyser. Dette betyr at det vil være usikkerhet knyttet til verdiesestimater, som egentlig er en forventet verdi basert på

forskjellige budsjett- og verdidrivere (Knivsflå, 2019n). Vi skal derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvordan ulike drivere kan påvirke verdiestimatet på 25,57 SEK, som vi fikk i forrige delkapittel.

Som sagt skal sensitivitetsanalysen se på usikkerheten i verdiestimatet ved å endre ulike budsjett- og verdidrivere, og illustrere hvordan endringer i disse vil påvirke verdiestimatet (Knivsflå, 2019n). I forbindelse med analysen, må det derfor foretas valg drivere (Kaldestad & Møller, 2011, s. 84). Vi har valgt å begrense dette utvalget til fem drivere som vi anser som mest relevante. På hvilken måte driften utvikler seg i fremtiden er vanligvis mest kritisk for verddivurderingen (Knivsflå, 2019n), og derfor anser vi driftsinntektsveksten til å være en viktig budsjett- og verdidriver. Videre anses endringer i vekstraten i terminalperioden som relevant, da denne vil ha betydning for estimering av terminalverdien. WACC er også en viktig del av verddivurderingen, da denne brukes som diskonteringsfaktor og vil følgelig ha stor innvirkning på verddivurderingen. I tillegg til de overnevnte driverne, skal vi analysere hvordan endringer i lønnskostnader kan endre verdiestimatet, da dette er den største kostnadsposten for SAS. Alle endringene er testet av deres påvirkning på verdiestimatet, og driverne justeres enkeltvis med et intervall på +/-30%, med mindre annet er oppgitt. Utrengninger i forbindelse med sensitivitetsanalysen er å finne i vedlegg 12.

10.3.1 Driftsinntektsvekst

Som sagt er driftsinntektsveksten en viktig budsjettdriver. Analyse av driftsinntektsveksten ble utført ved å endre veksten i driftsinntektene i intervallet -30% til 30%. Endringen ble deretter satt inn i fri kontantstrøm-modellen for å anslå et nytt verdiestimat basert på endringene. Figur 10.1 på neste side illustrerer effekten på verdiestimatet når driftsinntektsveksten endres.



Figur 10.1 Verdiestimat ved endring i driftsinntektsvekst

Figur 10.1 viser at dersom driftsinntektsveksten økes med 30%, vil verdiestimatet øke fra 25,57 SEK til 73,29 SEK. Om driftsinntektsveksten settes 10% lavere, fører dette til en reduksjon i verdiestimatet til 10,16 SEK. Med andre ord er selv en liten endring i driftsinntektsveksten av betydning for verdiestimatet. Totalt sett varierer verdiestimatet i intervallet -19,44 SEK til 73,29 SEK når driftsinntektsveksten endres med henholdsvis -30% og 30%.

10.3.2 Vekstrate i terminalperioden og WACC

Her vil vi undersøke hvordan den estimerte aksjeverdien reagerer på endringer i avkastningskravet, WACC, og vekstraten som ligger til grunn for beregning av terminalverdien. Det er naturlig å forvente at endringer i disse parameterne vil ha stor effekt på selskapets verdi.

Som nevnt vil vekstraten i terminalperioden være viktig for verdiestimatet, da terminalverdien utgjør en stor del av den totale verdien som oppnås fra fri kontantstrøm-modellen. Det antas derfor at små endringer i vekstraten kan gi store utslag på verdiestimatet. For ordens skyld, opererte vi med en vekstrate på 1,0%, som er noe lavere enn den forventede veksten i økonomien generelt. Videre har vi WACC, som brukes som diskonteringsrente for forventet fremtidig kontantstrøm. I tillegg benyttes den i beregningen av terminalverdens nåverdi, og har følgelig stor innvirkning på verdiestimatet. Også her, forventes det at selv små endringer i WACC kan påvirke verdien av selskapet.

Vekstraten i terminalperioden endres i intervallet 0,25% til 1,75%, på bakgrunn av at den ikke bør overstige den generelle veksten i økonomien der selskapet opererer (Damodaran, 2012, s. 307). WACC endres med en 30% økning/reduksjon, med utgangspunkt i estimert WACC på 5,8%, jf. kapittel 7.3. Av dette presenterer vi tabell 10.2, hvor vår estimerte aksjeverdi fra fri-kontantstrømmetoden er markert i grønt.

		Vekstrate i terminalperiode						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,0%	1,25%	1,50%	1,75%
W A C C	4,06%	35,46	37,64	40,16	43,08	46,52	50,64	55,64
	4,64%	30,33	31,89	33,66	35,67	37,98	40,65	43,79
	5,22%	26,34	27,60	28,89	30,35	31,98	33,84	35,96
	5,80%	23,38	24,27	25,26	25,57	27,55	28,90	30,41
	6,38%	20,94	21,64	22,41	23,24	24,16	25,18	26,30
	6,96%	18,94	19,50	20,11	20,77	21,49	22,27	23,13
	7,54%	17,28	17,74	18,23	18,76	19,33	19,95	20,63

Tabell 10.2 Sensitivitetsanalyse vekstrate og WACC

Tabell 10.2 illustrerer ulike aksjeverdier dersom WACC og/eller vekstraten endres. Dersom vi tar utgangspunkt i samme WACC som vi har estimert i kapittel 7.3, og endrer vekstraten ned til 0,25%, får vi et estimat som er 2,19 SEK lavere enn hva vi opprinnelig har estimert. Justerer vi vekstraten opp til 1,75%, får vi en endring i verdiestimatet på 4,84 SEK. Om vi derimot tar utgangspunkt i den opprinnelige vekstraten på 1,0%, og reduserer WACC til 4,06%, øker verdiestimatet med 17,51 SEK. Det kan derfor se ut som at verdiestimatet er mer sensitiv for endringer i WACC kontra vekstraten.

Vi ser også tydelig at aksjeprisen er svært sensitiv når både avkastningskravet og vekstraten endres fra sine opprinnelige verdier samtidig, ettersom verdiestimatet blir lavere desto høyere WACC og lavere vekstrate som brukes. Eksempelvis reduseres verdiestimatet til 17,28 SEK når WACC økes med 30%, og vekstraten settes til 0,25%. Ved motsatt tilfelle øker estimert aksjepris til 55,64SEK når det benyttes en vekstrate på 1,75% og en WACC på 4,06%. Som sagt var markedsprisen den 08.05.2019 på 18,09 SEK. Dersom vi bare tar utgangspunkt i tabellen over, og skulle fått tilnærmet markedspris i vår analyse, blir det nødvendig med en

WACC på 7,54% og en vekst på rundt 0,75%. Basert på våre analyser, virker ikke dette realistisk.

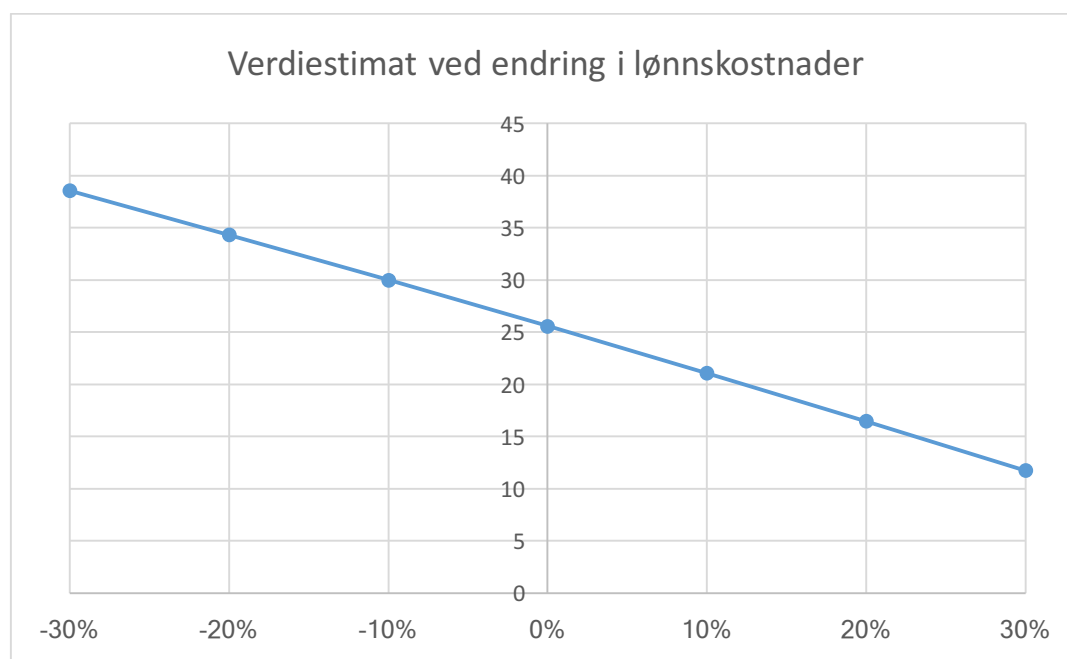
10.3.3 Lønnskostnader

Vi skal også undersøke hva som skjer med verdiestimatet om vi endrer veksten i selskapets største kostnadspost; lønnskostnader. Vi henviser til kapittel 9.4.2.1, hvor vi satte følgende vekst i lønnskostnader for budsjettperioden:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Økning i lønnskostnader	3,5%	3,5%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Tabell 10.3 Økning i lønnskostnader, 2019-2025.

Ved å justere veksten i lønnskostnadene opp/ned med 30%, får vi følgende endringer i verdiestimatet som vist i figur 10.2 nedenfor.



Figur 10.2 Verdiestimat ved endring i lønnskostnader

Figur 10.2 illustrerer at verdiestimatet faller desto større lønnskostnadene er. Dersom veksten i lønnskostnader justeres opp med 30%, reduseres verdiestimatet fra sin opprinnelige verdi på 25,57 SEK, til 11,76 SEK. Motsatt vil en 30% reduksjon i lønnskostnadsveksten øke

verdiestimatet med nærmere 13 SEK. Likevel kan vi si at endringer i denne posten er av mindre betydning, sammenlignet med de øvrige parameterne vi har analysert tidligere i dette kapitlet.

10.4 Oppsummering av fundamental verdsettelse og sensitivitetsanalyse

I dette kapitlet har vi kommet frem til en verdiestimat for SAS' aksje pr. 08.05.2019. Ved hjelp av fri kontantstrøm-modellen estimerte vi denne til å være 25,57 SEK. Ettersom estimatet som fremkommer er basert på våre analyser og forutsetninger, er det stor usikkerhet knyttet til det endelige resultatet. På bakgrunn av dette, utførte vi en sensitivitetsanalyse for å tydeliggjøre at små endringer i forutsetningene vil kunne ha påvirkning på den estimerte aksjekursen. Driftsinntektsveksten ble endret med et intervall på $\pm 30\%$ økning, og vi kunne avklare at selv en endring på 10% hadde stor betydning for verdiestimatet. Videre undersøkte vi WACC og vekstraten i terminalperioden, hvor vi fant at WACC var den faktoren som ga størst utslag, og at aksjeprisen ble betraktelig høyere desto lavere avkastningskravet var. Verdiestimatet var også sensitiv for endringer i vekstfaktoren, men ikke i like stor grad som avkastningskravet. Til slutt endret vi veksten for selskapets største kostnadspost; lønnskostnader, og konkluderte med at endringer her ikke hadde like stor påvirkning på estimatet som først antatt.

11.0 Komparativ verdsettelse

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen i forrige kapittel, ønsker vi å gjennomføre en komparativ verdsettelse, for å undersøke om estimatet vi fikk er rimelig. Dette kapittelet har derfor som hensikt å verdsette SAS basert på hvordan sammenlignbare selskaper er priset av markedet.

Som nevnt i kapittel 3.2, er komparativ verdsettelse basert på en sammenligning av priser i henhold til tilsvarende virksomheter, og det skilles i hovedsak mellom to metoder; *multiplikatormetoden* og *substansverdimetoden* (Kaldestad & Møller, 2016, s. 243). Sistnevnte er mest vanlig i bransjer der verdien på komparative eiendeler er enkelt å finne, som for eksempel innen eiendom eller shipping. På bakgrunn av dette valgte vi å kun benytte oss av førstnevnte metode; multiplikatormetoden, som er den vanligste verdivurderingsmetoden innen komparativ verdsettelse, og tar i bruk multiplene P/E, P/B, EV/EBIT, EV/SALES og EV/EBIDTA. På samme måte som ved den fundamentale verdsettelsen, skilles det mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, hvor multiplene P/E og P/B hører til under egenkapitalmetoden, mens EV/EBIT, EV/EBIDTA og EV/SALES tilhører selskapsmetoden (Knivsflå, 2019o).

Når en vurderer verdien ved hjelp av multipler, tar vi utgangspunkt i et tall fra enten resultatoppstillingen eller balansen, og multipliserer dette med en faktor (Kaldestad & Møller, 2011, s. 151). Denne faktoren må alltid være positiv, noe som vil si at dersom SAS hadde hatt negativ fortjeneste i ett av årene, kunne en ikke tatt i bruk fortjeneste-multiplikatorer som for eksempel P/E (Knivsflå, 2019o). Videre er den komparative multiplikatoren lik medianen eller gjennomsnittet til den komparative bransjen. For å gjennomføre den komparative verdsettelsen, må vi altså identifisere den komparative bransjen, og deres markedsverdier. Det vil bli tatt utgangspunkt i samme komparative bransje som tidligere, bestående av Norwegian, Lufthansa og easyJet, samt SAS, og vi kan dermed benytte oss av de omgrupperte regnskapstallene fra kapittel 5. Markedsverdien av egenkapitalen til den komparative bransjen, se tabell 11.1, er estimert på bakgrunn av aksjekurser fra Morningstar (2019) og valutakurser fra Sveriges Riksbank (2019a) den 08.05.2019, samt årsrapportene til hvert enkelt selskap. Dette er gjort fordi selskapenes årsrapporter presenteres i ulike valutakurser, og det blir nødvendig å omregne dette til svenske kroner (SEK). For nærmere innsyn vises det til vedlegg 13.

	SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet
Markedsverdi av EK, i SEK (mill)	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89

Tabell 11.1 Markedsverdien av egenkapitalen

11.1 P/E

Price-to-earnings er en multiplikator som viser til forholdet mellom selskapets markedsverdi av egenkapitalen og årsresultatet, og er den mest brukte multiplum i praksis. En fordel ved bruk av P/E multiplikatoren, er at dersom selskapet befinner seg i en stabil vekstfase, kan resultatet være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. På den andre siden ses det bort i fra sentrale faktorer som forskjell i risiko og kapitalbehov (Kaldestad & Møller, 2011, s. 157).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Dersom price-to-earnings multiplikatoren er høy, kan dette indikere en forventning om at resultat skal øke i fremtiden, og motsatt ved lav P/E. Vi estimerer verdien av SAS' aksje pr. 08.05.19 ved bruk av gjennomsnitt, da dette er den beste løsningen når man har tilgang til bransjetall (Kaldestad & Møller, 2011, s. 154).

	SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet	Gj.snitt
Markedsverdi av EK	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89	
/ Resultat etter skatt	1589	-1554,2	22509	4149	
= P/E	4,36	(-3,88)	4,37	12,50	<u>7,07</u>

P/E	Verdiestimat
Multiplikator	7,07
* Resultat etter skatt	1589
= Markedsverdi EK	11244,8
/ Aksjer	382,58
= Aksjekurs	29,39

Tabell 11.2 Verdiestimat av SAS' aksje pr. 08.05.2019, P/E

Som man kan se i tabellen ovenfor har vi beregnet SAS' P/E multiplikator til å være 4,36, mens bransjens gjennomsnitt ligger noe høyere, på 7,07. Den gjennomsnittlige multiplikatoren har vi

videre brukt for å estimere markedsverdien til SAS, samt for å estimere aksjekursen. Det er nødvendig å nevne at Norwegian har blitt trukket vekk i beregningen av bransjegjennomsnittet, da selskapet har en negativ P/E multiplikator, som gjør sammenligningen usikker og mindre troverdig. Ved beregningen av aksjekursen ved bruk av gjennomsnittlig P/E får vi en aksjekurs på 29,39 SEK, som er noe høyere enn forventet.

11.2 P/B

Price-to-book multiplikatoren gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning, og defineres som forholdet mellom markedsverdien av selskapets egenkapital og bokført verdi av selskapets egenkapital (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi av EK}}$$

Ved høy P/B-ratio, forventer markedet at det gitte selskapet vil være i stand til å skape merverdier på sine eiendeler, mens en P/B under 1 generelt kan indikere det motsatte (Kaldestad & Møller, 2011, s. 161). Også her, benyttes ujustert gjennomsnitt for verdiestimering av SAS' aksje.

		SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet	Gj.snitt
	Markedsverdi av EK	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89	
/	Bokført verdi av EK	7268,0	1803,1	91436,9	37771,8	
=	P/B	0,95	3,35	1,08	1,37	<u>1,68</u>

	P/B	Verdiestimat
	Multiplikator	1,68
*	Bokført verdi av EK	7268
=	Markedsverdi EK	12210,2
/	Aksjer	382,58
=	Aksjekurs	31,91

Tabell 11.3 Verdiestimat av SAS' aksje pr. 08.05.2019, P/B

Tabellen ovenfor viser P/B multiplikatoren for de ulike komparative selskapene, samt SAS. Ut i fra tabellen kan vi se at det kun er SAS som har en P/B på under 1, som vil kunne indikere at selskapet er underpriset, har en lav avkastning eller at selskapets eiendeler blir vurdert av

markedet som overvurdert. Videre kan vi se at alle de komparative selskapene har en høyere multiplikator. Ved bruk av bransjens P/B beregnes aksjekursen til å være 31,91 SEK, og markedsverdien på egenkapitalen til 12210,2 millioner SEK, noe som er en del høyere enn den gjeldende markedsverdien på Stockholm Børs.

11.3 EV/EBIT

EV/EBIT multiplikatoren sammenligner selskapenes underliggende drift, og kan defineres som forholdet mellom selskapsverdien og selskapets driftsresultat (Kaldestad & Møller, 2011, s. 160).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Selskapet er potensielt overpriset dersom EV/EBIT multiplikatoren er høy, men det muligens vil være underpriset ved lav EV/EBIT. Hva som er høyt og lavt kan være relativt, men analytikere og investorer anser generelt en verdi på under 10 som ”sunn” (Maverick, 2019).

	SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet	Gj.snitt	
	Markedsverdi av EK	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89	
+	Netto rentebærende gjeld	11181	43034,5	186693,5	23643,6	
=	EV	18101,87	49077,12	285097,8	75509,49	
/	Driftsresultat(EBIT)	2521	-4115,2	28700	5331,4	
=	EV/EBIT	7,18	(-11,92)	9,93	14,16	<u>10,42</u>

	EV/EBIT	Verdiestimat
	Multiplikator	10,42
*	EBIT	2521
=	EV	26277
-	Netto rentebærende gjeld	11181
=	Markedsverdi av EK	15096
/	Aksjer	382,58
=	Aksjekurs	39,46

Tabell 11.4 Verdiestimat av SAS' aksje pr. 08.05.2019, EV/EBIT

Fra tabell 11.4 kan vi se at SAS har en EV/EBIT multiplikator på 7,18, som da altså ligger under 10 og kan regnes som ”sunn”. Ettersom Norwegian igjen har en multiplikator som er negativ og som vill gjøre estimatet lite troverdig, velger vi å utelukke selskapet fra bransjegjennomsnittet ved beregning av gjennomsnittlig EV/EBIT. Likevel kommer vi frem til et verdiesimat som ligger på 39,46 SEK, og er en del høyere enn forventet kurs.

11.4 EV/Sales

EV/Sales multiplikatoren er forholdet mellom selskapsverdien og salg. Denne gjør det mulig å sammenligne selskaper som går med underskudd, samt kan multiplikatoren kunne fortelle noe om effektivitet eller hvilke potensiale som finnes. (Kaldestad og Møller, 2011, s.159)

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

		SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet	Gj.snitt
	Markedsverdi av EK	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89	
+	Netto rentebærende gjeld	11181	43034,5	186693,5	23643,6	
=	EV	18101,87	49077,12	285097,8	75509,49	
/	Salg	44718	43032	367401	68358	
=	EV/Sales	0,40	1,14	0,78	1,10	<u>0,86</u>

	EV/Sales	Verdiestimat
	Multiplikator	0,86
*	Salg	44718
=	EV	38457,5
-	Netto rentebærende gjeld	11181
=	Markedsverdi av EK	27276,5
/	Aksjer	382,58
=	Aksjekurs	71,29

Tabell 11.5 Verdiestimat av SAS' aksje pr. 08.05.2019, EV/Sales

I tabellen ovenfor kan vi se at det er store forskjeller på forholdstallene til de ulike selskapene. Denne multiplikatormetoden er i følge Kaldestad og Møller (2011, s. 160) en veldig grov

sammenligning, der man kan bomme stort om man sammenligner selskap som selger billige produkt med selskap som selger dyre produkter. Dette kan relateres til lavkost-og fullservice selskapene i analysen vår. Vi kan se at multiplikatorene til fullkostselskapene, SAS og Lufthansa, er en del lavere enn multiplikatoren til Norwegian og EasyJet, som resulterer i at sammenligningen blir usikker, samt som vi kan se at markedsverdien av egenkapitalen og aksjekursen er mye høyere enn forventet, og lite representativt.

11.5 EV/EBITDA

Denne multiplikatoren er en av de mest brukte i forbindelse med kjøp og salg av selskaper og gjør det mulig å sammenligne selskap med underskudd. EV/EBITDA er forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultat før avskrivninger. Ved å bruke denne metoden sammenlignes den underliggende driften på selskapene (Kaldestad og Møller, 2011, s 160).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivning}}$$

		SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet	Gj.snitt
	Markedsverdi av EK	6920,87	6042,62	98404,34	51865,89	
+	Netto rentebærende gjeld	11181	43034,5	186693,5	23643,6	
=	EV	18101,87	49077,12	285097,8	75509,59	
/	EBITDA	3774	-2333	51301	7812	
=	EV/EBITDA	4,79	(-21,0)	5,56	9,67	<u>6,67</u>

	EV/EBITDA	Verdiestimat
	Multiplikator	6,67
*	EBITDA	3774
=	EV	25185
-	Netto rentebærende gjeld	11181
=	Markedsverdi av EK	14004
/	Aksjer	382,58
=	Aksjekurs	36,60

Tabell 11.6 Verdiestimat av SAS' aksje pr. 08.05.2019, EV/EBITDA

Også i denne utregningen av bransjegjennomsnittet har vi valgt å ikke inkludere Norwegian, da deres forholdstall er i minus og ikke kan brukes. Videre ser vi at SAS igjen har det laveste forholdstallet i forhold til de andre selskapene, som vil føre til at bruk av bransjegjennomsnittet i beregningen av verdiestimatet fører til høyere verdier av egenkapital og aksjekurs sammenlignet med gjeldende verdier på Stockholm børs. Verdiestimatet ved bruk av EV/EBITDA er beregnet til å være 36,60 SEK, som teoretisk betyr at aksjen er underpriset på børs.

11.6 Oppsummering av komparativ verdsettelse

I denne verdsettelsen har vi sett at resultatene er sterkt avhengige av hvilke multipler man tar utgangspunkt i. I delkapitlene 11.1 til 11.5, har vi estimert verdien av SAS' aksje gjennom fem ulike multipler, og en oppsummering av funnene vises i tabell 11.7. Som tidligere nevnt har Norwegian blitt utelatt i bransjegjennomsnittet ved beregning av P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA, ettersom selskapet har et negativt resultat som påvirker disse forholdstallene til å bli negative. De negative forholdstallene ville ført til misledende verdsettelse ved sammenligning mellom selskapene.

	P/E	P/B	EV/EBIT	EV/Sales	EV/EBITDA	Gj.snitt
Verdiestimat	29,39	31,91	39,46	71,29	36,60	34,34

Tabell 11.7 Oppsummering av verdiestimat for SAS

EV/SALES er utelatt fra beregningen av gjennomsnittet i tabell 11.7, ettersom det er et såpass stort avvik, og resultatet er vurdert til å være lite representativt. I tabellen kan vi se at den komparative verdsettelsen ved bruk av ulike multiplikatormodeller gir et gjennomsnittlig verdiestimat på 34,34 SEK, som er en del høyere enn gjeldende verdi på Stockholm Børs og verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 10. Gjeldende aksjekurs på Stockholm børs på verdsettelsestidspunktet 08.05.2019 var 18,09 SEK. Ut i fra dette kan vi altså se at aksjen omsettes en del lavere sammenlignet med de komparative selskapene.

Vi har valgt å ikke vektlegge resultatene vi fikk ved bruk av de ulike multiplikatormodellene ettersom disse er avhengig av hvilke selskaper som er inkludert i den komparative bransjen, slik at sluttresultatet blir lite relevant for vår verdsettelse av SAS. Vi synes resultatene vi fikk i

den fundamentale verdsettelsen er mer representative, da den verdsettelsen er litt mer detaljert, og velger dermed å holde på verdiestimatet på 25,57 SEK pr. aksje.

12.0 Konklusjon

Formålet med masteroppgaven vår var å få svar på problemstillingen ”Hva er verdien av SAS AB pr. 08.05.2019?”. I den sammenheng benyttet vi oss av rammeverket for fundamental verdsettelse, samt en komparativ verdsettelse som supplement.

Gjennom den fundamentale verdsettelsen, ved bruk av fri kontantstrøm til drift, kom vi frem til at verdien av egenkapitalen til SAS pr. 08.05.2019 er 9780 millioner SEK, som tilsvarer et verdiestimat på 25,57 SEK pr. aksje. I sensitivitetsanalysen så vi at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen, og det er dermed vanskelig å si at denne verdien er den riktige verdien på selskapet. Børskursen på verdsettelsestidspunktet er på 18,09 SEK pr. aksje, som viser til at vårt verdiestimat er 41% høyere, og verdsettelsen vår indikerer altså at SAS er underpriset i markedet.

Videre utførte vi også en komparativ verdsettelse i form av multippelvurdering, der vi sammenlignet SAS med den valgte komparative bransjen. Dette ble gjort for å kunne se om verdiestimatene fra de to verdsettelsesteknikkene samsvarte. Gjennom denne verdsettelsen fikk vi se at de ulike multiplikatormodellene ga oss flere ulike og varierende verdiestimat, med et gjennomsnittlig verdiestimat på 34,34 SEK pr. aksje. Vi kom frem til at denne metoden er upresis og mindre pålitelig enn den fundamentale verdsettelsen, og valgte dermed å se bort i fra resultatene vi fikk ved bruk av komparativ verdsettelse.

Det endelige verdiestimatet vårt er dermed 25,57 SEK pr. aksje.

12.1 Handlingsstrategi

I vår verdsettelse av SAS finnes det stor usikkerhet knyttet til ulike beregninger, og dermed også rundt verdiestimatet vårt. Vi har likevel valgt å foreslå en handlingsstrategi for SAS aksjen, der vi estimerer handlingsstrategien vår på bakgrunn av stor usikkerhet, og med et holdintervall på +/- 15% av børskursen. Aksjen er notert på Stockholm Børs til 18,09 SEK pr. 08.05.2019. Dette gir oss en hold anbefaling dersom verdiestimatet vårt ligger i intervallet [15,38, 20,80]. Med utgangspunkt i dette intervallet vil det være lurt å kjøpe dersom verdiestimatet er høyere enn den øvre grensen på 20,80 SEK, mens dersom verdiestimatet er lavere enn 15,38 SEK vil det anbefales salg. Vårt verdiestimat ligger som sagt på 25,57 SEK,

og er dermed høyere enn den øvre grensen. Dette indikerer at SAS er underpriset på børs og det er anbefalt å kjøpe aksjen på bakgrunn av vår handlingsstrategi.

SELG	HOLD	KJØP
< 15,38 SEK	15,38 SEK – 20,80 SEK	> 20,80 SEK

Figur 12.1 Handlingsstrategi for SAS

Litteraturliste

- Adamkasi. (2017, 20.07). Porter five forces analysis of KLM. Hentet 23.03.2019, fra <https://www.porteranalysis.com/porter-five-forces-analysis-of-klm/>
- Airbus. (2018). *Global Network Forecast 2018-2037*. Boeing Commercial Airplanes. Hentet 15.03.2019, fra <https://www.airbus.com/content/dam/corporate-topics/publications/media-day/GMF-2018-2037.pdf>
- Airlines for Europe. (2018). Air Traffic Control strikes are destroying air traffic and economies across Europe. Hentet 20.04.2019, fra <https://a4e.eu/air-traffic-control-atc-strikes-are-destroying-air-traffic-and-economies-across-europe/>
- Arvanitakis, A., & Hind, P. (2014, November). *Designing a market-based measure for international aviation emissions*. FNI Climate Perspectives 14. Hentet 12.03.2019, fra <https://www.fni.no/getfile.php/132212-1470209738/Filer/Publikasjoner/FNI-Climate-Policy-Perspectives-14.pdf>
- Atag. (2018, Oktober). *Facts and figures*. Atag: Air transport action group. Hentet 12.03.2019, fra <https://www.atag.org/facts-figures.html>
- Avinor. (2018, oktober). Avinor og norsk luftfart 2018. Hentet 01.04.2019, fra https://avinor.no/globalassets/konsern/om-oss/rapporter/avinor-og-norsk-luftfart-2018_v3.pdf
- Berg, J.K. (2017, 04.10). Flysikkerhet. *Store norske leksikon*. Hentet 03.03.2019, fra <https://snl.no/flysikkerhet>
- BI Handelshøyskolen. (2018). Forskning: Norsk kundebarometer 2018. Hentet 20.03.2019, fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/tidligere-resultater/resultater-2018/>
- Boeing. (2014a). *Environment Report: cleaner products*. The Boeing Company. Hentet 13.03.2019, fra http://www.boeing.com/aboutus/environment/environment_report_14/2.1_cleaner_products.html
- Boeing. (2014b). *Environment Report: new technology*. The Boeing Company. Hentet 14.03.2019, fra http://www.boeing.com/aboutus/environment/environment_report_14/2.2_new_technology.html
- Boon, T. (2018, 20.10). The 3 major Airline Alliances: Star Alliance, OneWorld and SkyTeam – why are they good?. Hentet 01.03.2019, fra <https://simpleflying.com/the-3-major-airline-alliances-star-alliance-oneworld-and-skyteam-why-are-they-good/>
- Bryan, V. (2018, 14.02). Higher wages, fuel prices turn up cost pressure on airlines. *Reuters*. Hentet 04.03.2019, fra <https://www.reuters.com/article/us-airlines-wages-inflation-analysis/higher-wages-fuel-prices-turn-up-cost-pressure-on-airlines-idUSKCN1FY292>

- B2U. (2016, 03.08). Porter's five forces. *Business-to-you*. Hentet 24.03.2019, fra <https://www.business-to-you.com/porters-five-forces/>
- CAPA. (2019a, 04.02). *Europe airline groups ranking: Lufthansa group still at the top*. CAPA: Centre for Aviation. Hentet 19.02.2019, fra <https://centreforaviation.com/analysis/reports/europe-airline-groups-2018-ranking-lufthansa-group-still-at-the-top-456098>
- CAPA. (2019b). *Lufthansa*. CAPA: Centre for Aviation. Hentet 22.02.2019, fra <https://centreforaviation.com/data/profiles/airlines/lufthansa-lh>
- Caron, P.A. (2015, 18.03). World's most on-time airlines and airports in 2014. Hentet 23.02.2019, fra <https://www.refundmyticket.net/blog/2015/03/18/worlds-most-on-time-airlines-and-airports-in-2014/>
- Cederholm, T. (2014, 03.09). Must know: The role of technology in the airline industry. Hentet 24.02.2019, fra <https://marketrealist.com/2014/09/must-know-the-role-of-technology-in-the-airline-industry/>
- Chandrappa, T. (2014, 05.09). Why social and demographic factors influence air travel demand. Hentet 26.02.2019, fra https://finance.yahoo.com/news/why-social-demographic-factors-influence-130023280.html?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&gucere_referrer_sig=AQAAAHL7gydkJXIYeYiEWV2IPS3RSGs50J2cxq0_pcZowTzc-2ulzccBg_4Gw9RCZfCt7nsEl0TJs_UzFP6lltBOYKvYW9fyfgYS6lbzfVx9e1tWIXkd4k4hteGFMINNVg4H16Vw_I8la7aLMlGSAidJHHTmXqswdi3cgRxu3YAb5APn
- Charlotte. (2016). Scandinavian Airlines "bold" new brand. *Airline staffrates*. Hentet 20.03.2019, fra <https://www.airlinestaffrates.com/scandinavian-airlines-bold-new-brand/>
- Dahl, C.A. (2018, 17.01). Norwegian er større enn SAS, men samtidig minst likt. *Aftenposten*. Hentet 02.03.2019, fra https://www.aftenposten.no/okonomi/i/WLqj2j/Norwegian-er-storre-enn-SAS_-men-samtidig-minst-lik
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd Edition). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2019, Januar). Total betas by sector – for computing private company costs of equity. Hentet 05.05.2019, fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html
- Doganis, R. (2006). *The Airline Business*. (2nd Edition). London and New York: Taylor & Francis Group. Hentet 01.03.2019, fra <https://meishka.files.wordpress.com/2011/12/the-airline-business-2006.pdf>
- Doskheim, T. (2012, 12.11). Giske vil hjelpe SAS etter ny kriseplan. *Dagbladet*. Hentet 20.03.2019, fra <https://www.dagbladet.no/nyheter/giske-vil-hjelpe-sas-etter-ny-kriseplan/63031052>

- Dæhlen, M. (2018, 17.07). Nordmenn vill ikke slutte å fly, selv om vi vet det skader miljøet. *Forskning*. Hentet 02.05.2019, fra <https://forskning.no/transport-luftfart/nordmenn-vil-ikke-slutte-a-fly-selv-om-vi-vet-det-skader-miljoet/1190622>
- Easyjet. (2019). *Annual report and accounts 2018*. Hentet 29.01.2019, fra http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/results-centre/2018/2018-annual-report-and-accounts.pdf?fbclid=IwAR3ehNEeii_3_0a4psBNYPd4eWcOe8WTVzEUhQGibE9PRu4H3pAH7z8yaeY
- Elliot, L. (2018, 09.08). Interest rates will stay low for 20 years, says Bank of England expert. *The Guardian*. Hentet 16.03.2019, fra <https://www.theguardian.com/business/2018/aug/09/interest-rates-will-stay-low-for-20-years-bank-of-england-expert>
- European Commission. (2017). *Annual Analyses of the EU Air Transport Market 2016*. Croydon: Mott MacDonald. Hentet 22.02.2019, fra https://ec.europa.eu/transport/sites/transport/files/2016_eu_air_transport_industry_analyses_report.pdf
- European Parliament. (2016, april). Employment and working conditions in EU civil aviation. Hentet 23.02.2019, fra [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/580915/EPRS_BRI\(2016\)580915_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/580915/EPRS_BRI(2016)580915_EN.pdf)
- Eurostat. (2018, 17.08). Air transport of passengers. Hentet 20.03.2019, fra <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=ttr00012&plugin=1>
- Evjemo, T.E. (udatert). Luftfart. *Internasjonalisering og transportsikkerhet*. Hentet 26.02.2019, fra <https://www.sintef.no/projectweb/transportsikkerhet/luftfart/>
- E24. (2010, 11.02). SAS kunne gått konkurs. *E24*. Hentet 19.03.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/sas-kunne-gaatt-konkurs/3511660>
- E24. (2018, 27.06). Kommentator: Håper Sverige og Danmark følger Norge. *E24*. Hentet 29.03.2019, fra <https://e24.no/boers-og-finans/sas/kommentator-haaper-sverige-og-danmark-gjoer-som-norge-og-selger-seg-ut-av-sas/24380213>
- Finansleksikon. (udatert). Egenkapitalrentabilitet. Hentet 24.04.2019, fra <http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/Egenkapitalrentabilitet.html>
- S&P Global (2018, 31.10). S&P Global ratings definitions. Hentet 02.05.2019, fra https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Forvaltningsdatabasen. (udatert). SAS Norge ASA. *NSD, forvaltningsdatabasen*. Hentet 02.02.2019, fra <https://nsd.no/polsys/data/forvaltning/enhet/8812/endringshistorie>
- Fox, P. (2018, 08.10). Statsbudsjettet 2019 – Foreslår endringer i flyseteavgiften. Hentet 13.03.2019, fra <https://peterfox.no/2018/10/08/statssbudsjettet-2019-flyseteavgiften/>

Fromm, J. (2018, 05.09). Transitioning travel to the millennial market. *Forbes*. Hentet 25.02.2019, fra <https://www.forbes.com/sites/jefffromm/2018/09/05/transitioning-travel-to-the-millennial-market/#3d03c3f43219>

Gilje, J.H. (2004). Ekstern analyse. (Forelesning 30.08). [Lysarkpresentasjon] Hentet 20.03.2019, fra home.bi.no/fgl99012/strategiskledelse/EksternAccenture.ppt

Hovland, K.M., & Jordheim, H. (2019, 03.05.2019). Analysesjef frykter SAS må betale milliarder i erstatning etter streiken. *E24*. Hentet 05.05.2019, fra <https://e24.no/boers-og-finans/sas/analysesjef-frykter-sas-maa-betale-milliarder-i-erstatning-etter-streiken/24614375>

Høgseth, M.H. (2019, 25.04). Analytiker: Streiken kan koste SAS 75 millioner kroner hver dag. *E24*. Hentet 05.05.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/analytiker-pilotstreik-kan-koste-sas-hele-overskuddet-paa-to-uker/24609316>

Høgseth, M.H., Skaug, O.M., & Haugen, A. (2019, 26.04). Dette krever SAS-pilotene. *E24*. Hentet 05.05.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/sas/dette-krever-sas-pilotene/24610008>

IATA. (2011a, 12.02.). *Vision 2050*. IATA. Hentet 02.05.2019, fra https://www.iata.org/pressroom/facts_figures/Documents/vision-2050.pdf?fbclid=IwAR1KjO3QtPtn_uwYAEaY2YWWTxcDJiQOvLkDHeGRJM_HWbd0g_wakddH7i_4

IATA. (2011b). *IATA economic briefing, the economic benefits generated by alliances and joint ventures*. Hentet 05.02.2019, fra https://www.iata.org/publications/economics/Reports/Economics%20of%20JVs_Jan2012L.pdf

IATA. (2016, 31.05). *Airline taxation is taxing economies*. Hentet 08.03.2019, fra <https://airlines.iata.org/analysis/airline-taxation-is-taxing-economies>

IATA. (2017, 02.03). *Swedish aviation tax to cost 7500 jobs, conflicts with global carbon agreement*. Hentet 12.03.2019, fra <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2017-03-02-01.aspx>

IATA. (2018a, desember). *Industry statistics: fact sheet*. Hentet 12.02.2019, fra https://www.iata.org/pressroom/facts_figures/fact_sheets/Documents/fact-sheet-industry-facts.pdf?fbclid=IwAR3-5_LrqeUPQXc5OdK74h3HBPfody95wzphD9qocp2ZztnokaJvOqIJtw4

IATA. (2018b). *Future of the airline industry 2035*. Hentet <https://www.iata.org/policy/Documents/iata-future-airline-industry-pdf.pdf>

IATA. (2018c, desember). *Air passenger market analysis December 2018*. Hentet 05.02.2019, fra <https://www.iata.org/publications/economics/Reports/pax-monthly-analysis/passenger-analysis-dec-2018.pdf>

IATA. (2018d). *Economic performance of the airline industry*. Hentet 07.02.2019, fra <https://www.iata.org/publications/economics/Reports/Industry-Econ-Performance/IATA-Economic-Performance-of-the-Industry-end-year-2018-report.pdf>

- IATA. (2018e, 24.10). *IATA forecast predicts 8,2 billion air travelers in 2037*. Hentet 12.03.2019, fra <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2018-10-24-02.aspx>
- IATA. (2018f). *Fact sheet: Climate change & CORSIA*. Hentet 12.03.2019, fra https://www.iata.org/pressroom/facts_figures/fact_sheets/Documents/fact-sheet-climate-change.pdf
- IATA. (2018g, desember). *Industry statistics, December 2018*. Hentet 11.03.2019, fra <https://www.iata.org/publications/economics/Reports/Industry-Econ-Performance/Airline-Industry-Economic-Performance-December-18-Datatables.pdf>
- IATA. (2018h, juni). *Reducing aviation's carbon footprint*. Hentet 12.03.2019, fra <https://www.iata.org/publications/tracker/june-2018/Pages/corsia.aspx>
- IATA. (2019, 07.02). *Healthy passenger demand continues in 2018 with another record load factor*. Hentet 12.02.19, fra https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2019-02-07-01.aspx?fbclid=IwAR1cSbfvwzvX3OMf0wE57HjL3PIZ4y5cEUQQRKfw_2Cg7zCkvb22pCjI42Q
- IndexMundi. (2019, Mai). *Crude oil vs. Jet Fuel price*. Hentet 08.05.2019, fra <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil-brent&months=120&commodity=jet-fuel>
- Investing. (2017, 28.01). *Analyse: Norwegian Air Shuttle – klar for avgang?*. Hentet 02.04.2019, fra <https://investing24h.com/2017/01/28/analyse-norwegian-air-shuttle-nas-klar-avgang/3/>
- Jarlslett, Y. & Tandberg, E. (2018, 03.08). SAS. *Store norske leksikon*. Hentet 13.02.2019, fra <https://snl.no/SAS>
- Jimmy. (2016, 09.08). *Defining the Low Cost Carrier*. [Blogginlegg]. Hentet 16.02.2019, fra <http://www.drd4sevenr.com/?p=2688>
- Johansen, K.M. (2018, oktober). SAS med 17 nye ruter i sommerprogrammet 2019. Hentet 02.02.2019, fra <https://news.cision.com/no/sas/r/sas-med-17-nye-ruter-i-sommerprogrammet-2019,c2636972>
- Johnson, G., Angwin, D., Regner, P., Whittington, R., Scholes, K., (2017). *Exploring Strategy*. (11th edition). London: Pearson Education Ltd.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Fagbokforlaget
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (2. Utgave). Bergen: Fagbokforlaget
- Knivsflå, K.H. (2019a). *Verdivurdering med rekneskapsanalyse*. (Forelesning 01). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 21.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2001%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019b). Strategi, rekneskap og verdi. (Forelesning 02). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 21.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2002%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019c). Rekneskapsanalyse, ramme og ”trailing”. (Forelesning 03). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 26.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2003%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019d). Omgruppering for analyse. (Forelesning 04). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 26.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2004%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019e). Omgruppering balanse og kontantstrøm. (Forelesning 05). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 26.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2005%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019f). Målefeil. (Forelesning 07). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 27.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2007%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019g). Kredittvurdering – syntetisk rating. (Forelesning 09). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 03.03.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2009%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019h). Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet. (Forelesning 10). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 03.03.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2010%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019i). Strategisk rentabilitetsanalyse. (Forelesning 11). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 03.03.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2011%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019j). Strategisk driftsanalyse. (Forelesning 12). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 06.03.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2012%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019k). Framtidsrekneskap. (Forelesning 14). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 09.04.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2014%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019l). Fundamental verdivurdering - Eiegenkapitalmetoden. (Forelesning 17). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 10.04.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2017%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K.H. (2019m). SK-metoden og verdikonvergens (Forelesning 18). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 10.04.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2018%20-%202019p.pdf>

- Knivsfå, K.H. (2019n). Uvisse i verdiestimatet. (Forelesning 19). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 20.04.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2019%20-%202019p.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2019o). Komparativ verdivurdering. (Forelesning 23). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 22.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2023%20-%202019p.pdf>
- Knivsfå, K.H. (2019p). Opsjonsbasert verdivurdering. (Forelesning 24). [Lysarkpresentasjon]. Hentet 22.02.2019 fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2024%20-%202019p.pdf>
- Knudsen, C. (2019, 21.04). "Flyskam" sprer seg i Sverige- SAS vil ha fossilfrie fly innen 2045. *E24*. Hentet 02.05.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/sas/flyskam-sprer-seg-i-sverige-sas-vil-ha-fossilfrie-fly-innen-2045/24604704>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. (4th Edition). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- KPMG. (2019). Corporate tax rates table. Hentet 02.04.2019, fra <https://home.kpmg/vn/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>
- Ledel, J. (2019, 10.04). "Flight shame" has Swedes rethinking air travel. Hentet 02.05.2019, fra <https://phys.org/news/2019-04-flight-shame-swedes-rethinking-air.html>
- Lorentzen, M. (2019, 17.01). SAS lanserer rapporteringsløsning for bonuspoeng-skatten. *E24*. Hentet 19.03.2019, fra <https://e24.no/privat/sas-lanserer-rapporteringsloesning-for-bonuspoeng-skatten/24542236>
- Lufthansa. (2019). *Annual report 2018*. Hentet 29.01.2019, fra https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2018-e.pdf?fbclid=IwAR2cVt85Y2MxthNvcEhS_UvSwT43d9EpqOZg-YaT8WP5TP1YC1GxJBJG0YA
- Maverick, J.B. (2019, 02.02). What is considered a healthy EV/EBIT?. *Investopedia*. Hentet 25.04.2019, fra <https://www.investopedia.com/ask/answers/072715/what-considered-healthy-evebit.asp>
- Mikalsen, K. (2013, 16.05). Regjeringen gir etter, bonuspoeng igjen tillatt i Norge. *Aftenposten*. Hentet 19.02.2019, fra https://www.aftenposten.no/okonomi/i/g709k/Regjeringen-gir-etter_-bonuspoeng-igjen-tillatt-i-Norge
- Morningstar. (2016) Ordliste: Beta. Hentet 05.05.2019, fra <http://www.morningstar.no/no/glossary/102622/beta.aspx>
- Morningstar. (2019, 08.05). *Morningstar*. Hentet 08.05.2019, fra <http://www.morningstar.no/no/>

- Nasdaq. (2019, 08.05). *Nasdaq OMX Nordic*. Hentet 08.05.2019, fra <http://www.nasdaqomxnordic.com>
- Nilsen, A.A. (2019, 28.04). Fem dager med kansellerte fly kan koste SAS en halv milliard. *E24*. Hentet 05.05.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/sas/fem-dager-med-kansellerte-fly-kan-koste-sas-en-halv-milliard/24611217>
- Norges Bank. (2019). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt av daglige noteringer. Hentet 07.04.2019, fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norwegian. (2019a). *Om oss: om selskapet*. Hentet 02.02.2019, fra <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/>
- Norwegian. (2019b). *Om oss: vår historie*. Hentet 02.02.2019, fra <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>
- Norwegian. (2019c). *Traffic figures December 2018*. Hentet 02.02.2019, fra <https://www.norwegian.no/globalassets/documents/traffic-figures/traffic-figures-december-2018.pdf>
- Norwegian. (2019d). *Annual report 2018*. Hentet 29.01.2019, fra <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/investor-relations/reports-and-presentations/>
- NTB. (2019, 03.05). SAS-streiken er over. *Abcnyheter*. Hentet 05.05.2019, fra <https://www.abcnyheter.no/nyheter/norge/2019/05/03/195574636/sas-streiken-er-over>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2018, 27.06). *Staten har solgt seg ut av SAS*. Hentet 15.02.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/staten-har-solgt-seg-ut-av-sas/id2606104/>
- Oliva, A.D. (2017, 09.12). How old is the EU's commercial aircraft fleet?. *Euronews*. Hentet 02.03.2019, fra <https://www.euronews.com/2017/12/09/how-old-is-the-eu-s-commercial-aircraft-fleet->
- Ottesen, G. (2019, 03.01). Bruken av infrastrukturen for lufttransport. *Nasjonal digital læringsarena*. Hentet 13.03.2019, fra <https://ndla.no/subjects/subject:36/topic:1:101241/resource:1:101291>
- Pearce, B. (2017, 24.02). The potential impact of Brexit on air travel in the UK. *Airport review*. Hentet 20.03.2019, fra <https://www.internationalairportreview.com/article/31378/impact-brexit-air-travel-uk/>
- Peterson, B. (2018, 09.10). The best international airlines: 2018 readers' choice awards. Hentet 25.02.2019, fra <https://www.cntraveler.com/galleries/2015-10-07/top-international-airlines-readers-choice-awards>
- Reuters. (2019, 23.04). SAS AB. *Reuters*. Hentet 05.05.2019, fra <https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/SAS.ST>

- Riekeles, H. (2019,05.03). Bør du føle flyskam?. *Civita*. Hentet 02.05.2019, fra <https://www.civita.no/2019/03/05/bor-du-fole-flyskam>
- Ripegut, H. (2018, 28.06). Streik i Sør-Europa kan gi tidenes kaossommer i luften. *Nettavisen*. Hentet 24.03.2019, fra <https://www.nettavisen.no/na24/streik-i-sor-europa-kan-gi-tidenes-kaossommer-i-luften/3423505449.html>
- Roos, G., Krogh, G.v., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi: en innføring*. (6.utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Samferdselsdepartementet. (2001). Endring av aksjestrukturen i SAS. (Meld. St.prp. nr. 72, 2000-2001). Hentet 15.02.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stprp-nr-72-2000-2001-/id204677/sec1>
- Sander, K. (2017, 04.05). Strategisk analyse. Hentet 24.03.2019, fra <https://estudie.no/strategisk-analyse/>
- SAS. (2002, 13.03). *SAS Annual report January 2001-December 2001*. Stockholm. Hentet 22.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2001/>
- SAS. (2007, 15.03). *SAS Annual report January 2006-December 2006*. Stockholm. Hentet 22.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2006/>
- SAS. (2009, 12.03). *SAS Annual report January 2008-December 2008*. Stockholm. Hentet 22.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2008/>
- SAS. (2010, 15.03). *SAS Annual report January 2009-December 2009*. Stockholm. Hentet 16.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2009/>
- SAS. (2013, 15.02). *SAS Annual report November 2011-October 2012*. Stockholm. Hentet 20.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2012/>
- SAS. (2018, 30.01). *SAS Annual report November 2016-October 2017*. Stockholm. Hentet 22.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2016-2017/>
- SAS. (2019a, 30.01). *SAS Annual report November 2017-October 2018*. Stockholm. Hentet 16.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-fiscal-year-2018/>
- SAS. (2019b). *History milestones*. Hentet 25.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/history-milestones/>
- SAS. (2019c). *Reiseklasser for alle typer reiser*. Hentet 25.01.2019, fra <https://www.sas.no/fly-med-oss/reiseklasser/>
- SAS. (2019d). *SAS Eurobonus, slik opptjener du poeng*. Hentet 27.01.2019, fra <https://www.sas.no/eurobonus/opptjene-poeng/>
- SAS. (2019e). *Business model*. Hentet 25.01.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/business-model/>

SAS. (2019f, 23.01). *SAS utvider flåten med A321LR for nye langdistanseruter*. Hentet 01.02.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-utvider-flaten-med-a321lr-for-nye-langdistanseruter/>

SAS. (2019g, 27.02). *SAS Interim report Q1 2019*. Stockholm. Hentet 01.03.2019, fra <https://www.sasgroup.net/en/event/sas-interim-report-q1-2019/>

SIS international. (udatert). *Airline sustainability market research*. Hentet 19.04.2019, fra <https://www.sisinternational.com/biofuels-in-the-airline-industry/>

Sveriges Riksbank. (2019a). *Räntor & valutakurser*. Hentet 07.04.2019, fra <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/?g130-SEKEURPMI=on&g130-SEKGBPMI=on&g130-SEKNOKPMI=on&from=2014-01-02&to=2019-01-02&f=Year&c=cAverage&s=Comma>

Sveriges Riksbank. (2019b). *Inflasjonen just nu*. Hentet 19.04.2019, fra <https://www.riksbank.se/sv/penningpolitik/inflationsmalet/inflationen-just-nu/>

Sørdal, K. (2013, 15.09). *SAS Eorubonus vs Norwegian Reward*. *Dagbladet*. Hentet 20.02.2019, fra <https://www.dinside.no/reise/sas-eurobonus-vs-norwegian-reward/61261806>

Tandberg, E. (2015, 19.11). *Lufthansa*. *Store norske leksikon*. Hentet 16.02.2019, fra <https://snl.no/Lufthansa>

Tandberg, E. (2018, 16.11). *Widerøe*. *Store norske leksikon*. Hentet 13.02.2019, fra <https://snl.no/Widerøe>

Tandberg, E. & Engerengen, L. (2019, 02.02). *Flygning*. *Store norske leksikon*. Hentet 13.02.2019, fra <https://snl.no/flygning>

Tronstad, Ø. (2016, 11.08). *The history of booking systems*. Scandinavian Traveler. Hentet 10.02.2019, fra <https://scandinaviantraveler.com/en/aviation/the-history-of-booking-systems>

Wensveen, J.G. (2011). *Air transportation: a management perspective*. (7th edition). Farnham, England: Ashgate.

WWF. (2019, 21.03). *WWFs Klimabarometer: Allt fler väljer bort flyg och kött- och kvinnorna går före*. (Pressemelding). Hentet 02.05.2019, fra <https://www.wwf.se/pressmeddelande/wwfs-klimatbarometer-allt-fler-valjer-bort-flyg-och-kott-och-kvinnorna-gar-fore-3241404/>

Tabelloversikt

Tabell 2.1 Oppsummering av nøkkeltall for 2018.....	23
Tabell 3.1 Selskapskapitalmetoden.....	25
Tabell 5.1 Rapporterte resultatregnskapstall for SAS, 2014-2018.....	59
Tabell 5.2 Rapportert balanseregnskap (eiendeler) for SAS, 2014-2018.....	60
Tabell 5.3 Rapportert balanseregnskap (egenkapital og gjeld) for SAS, 2014-2018.....	61
Tabell 5.4 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for SAS, 2014-2018.....	62
Tabell 5.5 Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen fra drift for SAS, 2014-2018.....	63
Tabell 5.6 Fordeling av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen fra finans for SAS, 2014-2018.....	63
Tabell 5.7 Normale og unormale driftsposter for SAS, 2014-2018.....	64
Tabell 5.8 Normale og unormale finansposter for SAS, 2014-2018.....	64
Tabell 5.9 Fordeling av skattekostnad for SAS, 2014-2018.....	65
Tabell 5.10 Omgruppert resultatregnskap for SAS, 2014-2018.....	65
Tabell 5.11 Omgruppert balanseregnskap fordelt på drift og finans for SAS, 2014-2018.....	67
Tabell 5.12 Omgruppert total kapital til sysselsatt kapital for SAS, 2014-2018.....	68
Tabell 5.13 Omgruppert sysselsatt kapital til netto driftskapital for SAS, 2014-2018.....	68
Tabell 5.14 Tidsvekting for SAS, 2014-2018.....	69
Tabell 5.15 Valutakurser mot svenske kroner, 2014-2018.....	69
Tabell 6.1 Likviditetsgrad 1 for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	71
Tabell 6.2 Likviditetsgrad 2 for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	72
Tabell 6.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	73
Tabell 6.4 Rentedekningsgrad for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	74
Tabell 6.5 Egenkapitalprosent for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	76
Tabell 6.6 Netto driftsrentabilitet for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	77
Tabell 6.7 Syntetisk rating.....	78
Tabell 6.8 Syntetisk rating for SAS, 2014-2018.....	79
Tabell 6.9 Syntetisk rating for komparativ bransje, 2014-2018.....	79
Tabell 7.1 Årsgjennomsnitt av daglige noteringer i Norge og Sverige.....	82
Tabell 7.2 Estimering av WACC.....	87
Tabell 8.1 Egenkapitalrentabilitet for SAS, 2014-2018.....	89
Tabell 8.2 Egenkapitalkrav for SAS, 2014-2018.....	89

Tabell 8.3 Strategisk fordel for SAS, 2014-2018.....	89
Tabell 8.4 Driftsfordel for SAS, 2014-2018.....	90
Tabell 8.5 Bransjefordel for SAS, 2014-2018.....	91
Tabell 8.6 Ressursfordel for SAS, 2014-2018.....	91
Tabell 8.7 Marginfordel for SAS, 2014-2018.....	92
Tabell 8.8 ”Common-size” analyse for SAS og bransjen, 2014-2018.....	93
Tabell 8.9 Omløpsfordel for SAS, 2014-2018.....	94
Tabell 8.10 Gearingfordel for SAS, 2014-2018.....	94
Tabell 8.11 Finansieringsfordel for SAS, 2014-2018.....	95
Tabell 8.12 Oppsummering av strategisk fordel for SAS, 2014-2018.....	96
Tabell 9.1 Driftsinntektsvekst for SAS og bransjen, 2014-2018.....	99
Tabell 9.2 Estimerte trafikkinntekter for SAS, 2019-2025.....	101
Tabell 9.3 Estimerte andre driftsinntekter for SAS, 2019-2025.....	101
Tabell 9.4 Estimert drivstoffkostnad for SAS, 2019-2025.....	102
Tabell 9.5 Estimert leasingkostnad for SAS, 2019-2025.....	103
Tabell 9.6 Estimert totale andre driftskostnader for SAS, 2019-2025.....	104
Tabell 9.7 Fremtidsregnskap for SAS, 2019-2026.....	106
Tabell 10.1 Utrekning av SAS’ aksjeverdi pr. 08.05.19 ved fri kontantstrøm til drift- modellen.....	109
Tabell 10.2 Sensitivitetsanalyse vekstrate og WACC.....	112
Tabell 10.3 Økning i lønnskostnader, 2019-2025.....	113
Tabell 11.1 Markedsverdien av egenkapitalen.....	116
Tabell 11.2 Verdiestimat av SAS’ aksje pr. 08.05.19, P/E.....	116
Tabell 11.3 Verdiestimat av SAS’ aksje pr. 08.05.19, P/B.....	117
Tabell 11.4 Verdiestimat av SAS’ aksje pr. 08.05.19, EV/EBIT.....	118
Tabell 11.5 Verdiestimat av SAS’ aksje pr. 08.05.19, EV/SALES.....	119
Tabell 11.6 Verdiestimat av SAS’ aksje pr. 08.05.19, EV/EBITDA.....	120
Tabell 11.7 Oppsummering av verdiestimat for SAS.....	121

Figuroversikt

Figur 2.1 Global resultatmargin.....	11
Figur 2.2 Kostnader SAS, 2018.....	16
Figur 2.3 Aksjekursutvikling SAS 09.07.2001- 08.05.2019.....	17
Figur 2.4 Aksjekursutvikling SAS 02.01.2012- 08.05.2019.....	18
Figur 2.5 Grafisk illustrasjon av eierforhold.....	19
Figur 2.6 Konsernstruktur 31.12.2018.....	20
Figur 4.1 PESTEL.....	30
Figur 4.2 Korrelasjon mellom RPK og global BNP.....	33
Figur 4.3 Pris på flydrivstoff sammenlignet med oljepris, tall i USD.....	35
Figur 4.4 Utvikling i drivstofforbruk og CO ₂ utslipp.....	38
Figur 4.5 Porters fem krefter.....	41
Figur 4.6 Oppsummering av Porters fem krefter.....	48
Figur 4.7 VRIO.....	49
Figur 4.8 Oppsummering av VRIO- analysen.....	54
Figur 4.9 SWOT- analyse, oppsummering av eksterne og interne forhold ved SAS.....	55
Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	56
Figur 5.2 Klassifisering av normale og unormale poster.....	63
Figur 6.1 Utvikling i likviditetsgrad 1 for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	71
Figur 6.2 Utvikling i likviditetsgrad 2 for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	72
Figur 6.3 Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	74
Figur 6.4 Utvikling i rentedekningsgrad for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	75
Figur 6.5 Utvikling i egenkapitalprosent for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	76
Figur 6.6 Utvikling i netto driftsrentabilitet for SAS og komparativ bransje, 2014-2018.....	77
Figur 8.1 Oppsummering av strategisk fordel for SAS, gjennomsnittsverdier.....	96
Figur 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet.....	98
Figur 9.2 Driftsinntektsvekst for SAS og bransjen, 2014-2018.....	99
Figur 10.1 Verdiestimat ved endring i driftsinntektsvekst.....	111
Figur 10.2 Verdiestimat ved endring i lønnskostnader.....	113
Figur 12.1 Handlingsstrategi for SAS.....	124

Vedlegg

Vedlegg 1 – Omgruppert balanseregnskap, SAS

(Tall i mill SEK)	2014	2015	2016	2017	2018
Immaterielle eiendeler	1905	1798	1923	1581	1498
Varige anleggsmidler					
Eiendom og bygninger	243	560	527	549	500
Fly	7535	7095	8254	7900	8767
Reservedeler og ekstradeler	76	31	48	57	92
Service utstyr	85	101	93	88	73
Annet utstyr	128	137	105	95	102
Investeringer i fremtiden	71	190	33	16	48
Forskuddsbetalinger knyttet til varige anleggsmidler	763	1482	2135	1987	2658
	8901	9596	11195	10692	12240
Driftsrelaterte anleggsmidler	10806	11394	13118	12273	13738
Omløpsmidler					
Varelager og ekstradeler	342	345	312	321	401
Forskuddsbetaling til leverandører	8	0	0	0	0
	350	345	312	321	401
Kortsiktige fordringer					
Kundefordringer	1067	1249	1406	1363	1219
Fordringer hos tilknyttede selskaper	0	2	1	2	1
Andre fordringer	1263	867	1193	931	866
Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter	937	1093	1153	850	829
	3267	3211	3753	3146	2915
Driftsrelaterte omløpsmidler	3617	3556	4065	3467	3316
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	14423	14950	17183	15740	17054
Finansielle anleggsmidler					
Aksjer i tilknyttede selskaper	395	421	398	374	417
Andre verdipapirer	273	3	3	3	3
Pensjonsmidler, netto	3778	4368	2615	4871	4025
Utsatt skatt	1111	375	854	219	174

Andre langsiktige fordringer	1928	1951	2331	2512	2770
Finansielle anleggsmidler	7485	7118	6201	7979	7389
Kontanter og kontantekvivalenter					
Kortsiktige investeringer	3703	5151	6067	5932	4232
Kontant og bankinnskudd	3714	3047	2303	2904	5524
Finansielle omløpsmidler	7417	8198	8370	8836	9756
FINANSIELLE EIENDELER	14902	15316	14571	16815	17145
TOTALE EIENDELER	29325	30266	31754	32555	34199
Egenkapital	4907	6339	6026	8058	7268
Andre avsetninger	2088	1992	2089	3461	4044
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2088	1992	2089	3461	4044
Kortsiktig gjeld					
Forskuddsbetaling fra kunder	4	22	0	11	13
Leverandørgjeld	1499	1528	1755	1448	1675
Uopptjent transportinntekter	4244	4482	5318	5064	5681
Kortsiktig del av andre avsetninger	709	479	457	1499	1028
Påløpte kostnader og forskuddsbetalt inntekt	4355	4684	5336	3334	3309
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	10811	11195	12866	11356	11706
DRIFTSRELATERT GJELD	12899	13187	14955	14817	15750
Langsiktig gjeld					
Underordnede lån	1003	1104	1157	1067	1161
Obligasjonslån	2713	2184	2183	386	3040
Andre lån	4419	4807	4390	4088	3291
Utsatt skatt	0	0	0	361	359
Andre langsiktige forpliktelser	161	188	3	0	116
Langsiktig finansiell gjeld	8296	8283	7733	5902	7967
Kortsiktig gjeld					
Nåværende andel av langsiktig gjeld	2082	1264	1827	2868	2272
Kortsiktige lån	462	229	320	166	328
Utsatt skatt	0	0	21	32	32

Annen gjeld	679	964	872	712	582
Kortsiktig finansiell gjeld	3223	2457	3040	3778	3214
FINANSIELL GJELD	11519	10740	10773	9680	11181
TOTALKAPITAL	29325	30266	31754	32555	34199

Vedlegg 2- Finansielle og driftsrelaterte poster

<p><u>Finansielle eiendeler:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansielle anleggsmidler: (aksjer i tilknyttede selskaper, andre verdipapirer, pensjonsmidler netto, utsatt skatt, andre langsiktige fordringer) - Kontanter og kontantekvivalenter: (kortsiktige investeringer, kontant og bankinnskudd) 	<p><u>Driftsrelaterte eiendeler:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Immaterielle eiendeler - Anleggsmidler: (eiendom og bygning, fly, reservedeler og ekstradeler, service utstyr og annet utstyr, investeringer i fremtiden, forskuddsbetalinger knyttet til varige anleggsmidler) - Omløpsmidler: (varelager og ekstradeler, forskuddsbetaling til leverandører) - Kortsiktige fordringer: (kundefordringer, fordringer hos tilknyttede selskaper, andre fordringer, forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter)
<p><u>Finansiell gjeld:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Langsiktig gjeld: (underordnede lån, obligasjonslån, andre lån, utsatt skatt, andre langsiktige forpliktelser) - Kortsiktig gjeld: (nåværende andel av langsiktig gjeld, kortsiktige lån, utsatt skatt, annen gjeld) 	<p><u>Driftsrelatert gjeld:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Langsiktig gjeld: (andre avsetninger) - Kortsiktig gjeld: (Forskuddsbetaling fra kunder, leverandørgjeld, uopptjent transportinntekter, kortsiktig del av andre avsetninger, påløpte kostnader og forskuddsbetalt inntekt)

--	--

Vedlegg 3 – Rapporterte regnskap, komparative selskap

RESULTATREGNSKAP					
NORWEGIAN (tall i mill SEK)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	21286,9	23529,0	26467,0	31966,5	43031,7
Andre driftsinntekter	0,0	8,0	106,0	0,0	0,0
Sum driftsinntekter	21286,9	23537,0	26573,0	31966,5	43031,7
<i>Driftskostnader</i>					
Driftskostnader	16733,3	16575,6	18383,0	24811,9	35228,6
Lønn og andre personalkostnader	3495,9	3593,4	4050,4	5491,2	7122,5
Avskrivning, amortisering og nedskrivning	815,0	1186,0	1321,6	2128,8	1782,2
Andre driftskostnader	1143,4	1321,9	1549,3	2049,0	1951,3
Andre tap/gevinst - netto	635,9	496,2	-588,0	-446,4	1062,4
Sum driftskostnader	22823,6	23173,0	24716,4	34034,4	47147,0
DRIFTSRESULTAT	-1536,6	363,9	1856,6	-2068,0	-4115,2
<i>Finansinntekter</i>					
Renteinntekter	56,3	77,6	44,5	73,6	125,6
Øvrige finansielle inntekter	-25,2	13,6	119,9	36,4	2430,1
Sum finansinntekter	31,1	91,2	164,3	110,1	2555,7
<i>Finanskostnader</i>					
Rentekostnader	329,7	484,9	699,6	990,2	1239,2
Sum finanskostnader	329,7	484,9	699,6	990,2	1239,2
Netto finansposter	-298,6	-393,7	-535,3	-880,1	1316,5
Resultat fra tilknyttede selskaper	62,8	108,3	217,0	301,5	137,3
Resultat før skatt	-1772,5	78,5	1538,3	-2646,5	-2661,4
Skattekostnad	-607,1	-179,1	380,8	-793,8	-1107,2

ÅRSRESULTAT	-1165,4	257,6	1157,6	-1852,7	-1554,2
Annet fullstendig resultat	450,7	487,3	-79,0	-92,3	-425,7
TOTALRESULTAT	-714,7	744,9	1078,6	-1945,0	-1979,9

BALANSEREGNSKA					
P NORWEGIAN (Tall					
i millioner SEK)	2014	2015	2016	2017	2018
Eiendeler					
Omløpsmidler					
Konter og lignende	2190,9	2568,3	2369,9	4172,7	2053,6
Kortsiktige investeringer				82,6	2192,8
Kundefordringer	2367,8	2669,3	3074,0	4500,9	7216,5
Varelager	90,3	109,0	104,5	105,2	178,8
Andre kortsiktige eiendeler			360,3	636,0	944,1
Sum omløpsmidler	4649,0	5346,6	5908,6	9497,5	12585,8
Anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	18504,3	25965,9	30698,7	32485,9	42861,6
Aksjer og andre investeringer					
Immaterielle eiendeler	225,3	216,3	202,2	208,0	226,9
Deferred Income taxes	565,3	621,2	246,3	1052,5	2857,5
Andre langsiktige eiendeler	792,4	955,1	1458,3	1710,7	1299,8
Sum anleggsmidler	20087,3	27758,5	32605,5	35457,1	47245,7
SUM EIENDELER	24736,3	33105,1	38514,1	44954,6	59831,5
Egenkapital og gjeld					
Kortsiktig gjeld					
Accounts Payable	968,4	816,9	1010,6	1812,7	2421,5
Utestående skatt	2,4	33,6	7,8	51,3	33,6
Kortsiktig gjeld	3623,1	3182,8	4863,7	4384,1	12086,0
Annen kortsiktig gjeld	5687,2	7198,8	7795,4	10689,2	14975,4
Sum kortsiktig gjeld	10281,1	11232,1	13677,5	16937,3	29516,4
Langsiktig gjeld					
Utsatt skattegjeld	185,0				656,7
Langsiktig gjeld	10839,8	17312,7	19078,3	22786,1	24077,9
Andre langsiktige forpliktelser	1133,6	1457,1	1628,7	3063,8	3758,8
Sum langsiktig gjeld	12158,4	18769,8	20707,0	25849,8	28493,5

SUM GJELD	22439,6	30001,9	34384,6	42787,1	58009,9
Aksjekapital					
Ordinære aksjer	3,8	3,7	3,7	3,7	4,8
Innskutt egenkapital	1191,3	1288,9	1256,1	1272,2	2871,3
Andre reserver	495,8	916,9	788,5	662,5	1081,2
Tilbakeholdt fortjeneste	510,8	794,9	1957,5	84,4	-2296,2
Minoritetsinteresser			11,0	12,7	18,5
Sum aksjonærenes egenkapital	2296,7	3103,2	4118,6	2154,7	1803,1

RESULTATREGNSKAP					
LUFTHANSA (Tall i mill SEK)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	221686,9	236760,7	233539,7	273482,4	288055,8
Andre driftsinntekter	51113,1	62962,9	66280,5	69143,4	79345,3
Endring i varebeholdning	1927,1	1898,1	899,7	1020,8	5442,8
Andre driftsinntekter	17752,8	26479,2	20682,5	21917,9	18634,5
Sum driftsinntekter	292479,8	328100,9	321402,3	365564,4	391478,3
<i>Driftskostnader</i>					
Kostnader for materiale og tjenester	157102,5	164934,0	162022,2	183095,2	191357,3
Personalkostnader	66675,2	75501,3	69642,4	78696,4	90312,8
Avskrivning, amortisering og nedskrivning	13744,1	16035,3	16752,4	19760,8	22601,3
Andre driftskostnader	47986,1	57091,1	52246,0	53648,7	58507,0
Sum driftskostnader	285507,8	313561,6	300663,0	335201,0	362778,3
DRIFTSRESULTAT	6972,0	14539,3	20739,3	30363,4	28700,0
<i>Finansinntekter</i>					
Renteinntekter	1227,2	1739,1	606,1	1714,1	697,0
Øvrige finansielle inntekter	1099,9	1131,4	805,0	1511,9	1783,5
Sum finansinntekter	2327,0	2870,5	1411,0	3226,1	2480,5
<i>Finanskostnader</i>					
Rentekostnader	3763,3	3328,6	2670,5	3592,0	2173,0
Andre finansielle kostnader	-3899,6	4862,0	1808,8	693,4	-471,5
Sum finanskostnader	7662,9	-1533,4	861,8	2898,6	2644,5
Netto finansposter	-5335,8	4403,9	549,3	327,4	-164,0

Resultat før skatt	1636,2	18943,1	21288,6	30690,8	28536,0
Skattekostnad	954,5	2842,4	4214,2	7598,1	6027,0
ÅRSRESULTAT	681,8	16100,7	17074,4	23092,7	22509,0
Annet fullstendig resultat	-17743,7	785,4	-2784,2	2484,5	-4940,5
Resultat tilknyttet minoritetsinteresser	-181,8	-224,4	-255,7	-327,4	-338,3
TOTALRESULTAT	-17243,7	16661,7	14034,5	25249,9	17230,3

BALANSEREGNSKAP					
LUFTHANSA (Tall i millioner SEK)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Eiendeler					
Omløpsmidler					
Kontanter og lignende	8662,8	10275,7	11894,3	13453,1	15375,0
Kortsiktige investeringer	16225,7	18643,9	25389,1	24566,1	17783,8
Kundefordringer	29124,4	29966,8	31364,6	38375,6	41123,0
Varelager	6363,0	7115,4	7727,5	8734,4	9922,0
Andre kortsiktige eiendeler	14589,5	17550,0	20152,2	21089,7	24999,8
Sum omløpsmidler	74965,2	83551,6	96527,7	106218,9	109203,5
Anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	152384,8	169721,2	176151,5	191656,3	216582,5
Aksjer og andre investeringer					
Immaterielle eiendeler	14425,8	15493,0	16449,4	17671,1	19403,3
Deferred Income taxes	13535,0	11220,0	13381,1	14666,5	21842,8
Andre langsiktige eiendeler	21697,8	23534,0	26070,9	19038,5	24651,3
Sum anleggsmidler	202043,4	219968,1	232052,9	243032,3	282479,8
SUM EIENDELER	277008,7	303519,7	328580,6	349251,2	391683,3
Egenkapital og gjeld					
Kortsiktig gjeld					
Accounts Payable	26751,9	27563,8	29044,5	33050,2	40098,0
Utestående skatt	2072,5	1271,6	3693,3	8069,9	8025,8
Kortsiktig gjeld	3354,2	10546,8	5558,9	3813,5	11213,5
Annen kortsiktig gjeld	67575,1	76903,8	65958,6	76780,0	106866,5
Sum kortsiktig gjeld	99753,7	116286,0	104255,2	121713,6	166203,8

Langsiktig gjeld					
Utsatt skattegjeld	2172,5	3235,1	4138,4	4323,9	5975,8
Langsiktig gjeld	21879,6	18213,8	22964,8	27792,2	19567,3
Andre langsiktige forpliktelser	116561,1	111134,1	129521,2	102992,9	101813,3
Sum langsiktig gjeld	140613,2	132583,0	156624,3	135108,9	127356,3
SUM GJELD	240366,9	248869,0	260879,6	256822,5	293560,0
Aksjekapital					
Ordinære aksjer	10771,7	11117,2	11364,0	11613,8	12474,3
Innskutt egenkapital					
Andre reserver	13553,2	11865,2	24006,5	17179,9	15662,0
Tilbakeholdt fortjeneste	11744,3	30948,5	31487,8	62643,2	68859,5
Minoritetsinteresser	572,7	720,0	842,8	991,9	1127,5
Sum aksjonærenes egenkapital	36069,1	53930,8	66858,2	91436,9	96995,8
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	277008,7	303519,7	328580,6	349251,2	391683,3

RESULTATREGNSKAP					
EASYJET (Tall i mill SEK)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Driftsinntekter</i>					
Salgsinntekter	50376,0	59500,2	53025,7	54438,8	54333,9
Andre driftsinntekter	733,9	902,3	947,9	977,2	14023,9
Sum driftsinntekter	51109,8	60402,5	53973,6	55416,1	68357,8
<i>Driftskostnader</i>					
Driftskostnader	40452,1	46197,8	42841,4	44567,8	53708,1
Avskrivning, amortisering og nedskrivning	1332,2	1778,8	1953,6	2141,1	2480,3
Andre driftskostnader	2766,1	3557,6	3421,8	4271,2	6838,1
Sum driftskostnader	44550,3	51534,2	48216,8	50980,1	63026,4
DRIFTSRESULTAT	6559,5	8868,3	5756,9	4435,9	5331,4
<i>Finansinntekter</i>					
Renteinntekter	124,2	116,0	115,6	109,8	173,9
Sum finansinntekter	124,2	116,0	115,6	109,8	173,9
<i>Finanskostnader</i>					
Rentekostnader	124,2	141,8	150,3	318,4	347,7

Sum finanskostnader	124,2	141,8	150,3	318,4	347,7
Netto finansposter	0,0	-25,8	-34,7	-208,6	-173,9
Resultat før skatt	6559,5	8842,5	5722,2	4227,3	5157,5
Skattekostnad	1479,0	1778,8	786,1	878,4	1008,3
ÅRSRESULTAT	5080,5	7063,7	4936,1	3348,9	4149,2
Annet fullstendig resultat	429,0	-2861,6	3040,3	153,7	3025,0
TOTALRESULTAT	5509,5	4202,1	7976,4	3502,6	7174,2

BALANSEREGNSKAP					
EASYJET (Tall i mill SEK)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Eiendeler					
Omløpsmidler					
Kontanter og lignende	4786,96	8378,5	8253,84	7806,78	11879,75
Kortsiktige investeringer	6333,69	3725,21	2947,8	6774,66	4033,32
Kundefordringer	654,82	747,62	658,92	999,18	1286,49
Varelager					
Andre kortsiktige eiendeler	2461,22	3634,98	4947,68	3458,7	5992,03
Sum omløpsmidler	14236,69	16486,31	16808,24	19039,32	23191,59
Anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	28699,18	37084,53	37593,12	38704,5	47982,6
Aksjer og andre investeringer					
Immaterielle eiendeler	5396,62	6341,88	5976,52	5973,12	6328,14
Deferred Income taxes					
Andre langsiktige eiendeler	2269,29	2320,2	3259,92	1844,64	3569,72
Sum anleggsmidler	36365,09	45746,61	46829,56	46522,26	57880,46
SUM EIENDELER	50601,78	62232,92	63637,8	65561,58	81072,05
Egenkapital og gjeld					
Kortsiktig gjeld					
Accounts Payable	1512,86	1301,89	1456,56	2206,98	3813,11
Utestående skatt	824,17	760,51	393,04	603,9	405,65
Kortsiktig gjeld	880,62	1134,32	971,04	0	0
Annen kortsiktig gjeld	12814,15	19592,8	15363,24	15525,72	19656,64
Sum kortsiktig gjeld	16031,8	22789,52	18183,88	18336,6	23875,4
Langsiktig gjeld					

Utsatt skattegjeld	2099,94	2268,64	2739,72	2734,02	4033,32
Langsiktig gjeld	3375,71	2938,92	6485,16	9552,6	10187,61
Andre langsiktige forpliktelser	4572,45	5246,23	4878,32	4172,4	5203,91
Sum langsiktig gjeld	10048,1	10453,79	14103,2	16459,02	19424,84
SUM GJELD	26079,9	33243,31	32287,08	34795,62	43300,24
Aksjekapital					
Ordinære aksjer	1219,32	1392,12	1248,48	1185,84	1251,72
Innskutt egenkapital	7428,82	8494,51	7618,04	7235,82	7637,81
Andre reserver	-180,64	-3067,82	289	428,22	3477
Tilbakeholdt fortjeneste	16054,38	22170,8	22195,2	21916,08	25405,28
Minoritetsinteresser					
Sum aksjonærenes egenkapital	24521,88	28989,61	31350,72	30765,96	37771,81
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	50601,78	62232,92	63637,8	65561,58	81072,05

Vedlegg 4 – Omgruppert balanseregnskap, komparative selskap

Norwegian (tall i mill SEK)	2014	2015	2016	2017	2018
EIENDELER					
Immaterielle eiendeler	225,3	216,3	202,2	208,0	226,9
Varige anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	18504,3	25965,9	30698,7	32485,9	42861,6
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	18729,6	26182,2	30900,9	32693,9	43088,5
Omløpsmidler					
Kundefordringer	2367,8	2669,3	3074,0	4500,9	7216,5
Varelager	90,3	109,0	104,5	105,2	178,8
Andre kortsiktige eiendeler	0,0	0,0	360,3	636,0	944,1
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	2458,1	2778,3	3538,7	5242,1	8339,4
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	21187,7	28960,5	34439,6	37936,1	51427,9

Finansielle anleggsmidler					
Aksjer og andre investeringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred Income taxes	565,3	621,2	246,3	1052,5	2857,5
Andre langsiktige eiendeler	792,4	955,1	1458,3	1710,7	1299,8
Sum finansielle anleggsmidler	1357,7	1576,3	1704,6	2763,2	4157,2
Finansielle omløpsmidler					
Konter og lignende	2190,9	2568,3	2369,9	4172,7	2053,6
Kortsiktige investeringer	0,0	0,0	0,0	82,6	2192,8
Sum finansielle omløpsmidler	2190,9	2568,3	2369,9	4255,3	4246,4
FINANSIELLE EIENDELER	3548,6	4144,6	4074,5	7018,5	8403,6
TOTALE EIENDELER	24736,3	33105,1	38514,1	44954,6	59831,5
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital	2296,7	3103,2	4118,6	2154,7	1803,1
Minoritet	0,0	0,0	11,0	12,7	18,5
Total egenkapital	2296,7	3103,2	4129,6	2167,4	1821,6
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld					
Annen kortsiktig gjeld	5687,2	7198,8	7795,4	10689,2	14975,4
DRIFTSRELATERT GJELD	5687,2	7198,7	7795,4	10689,1	14975,3
Langsiktig finansiell gjeld					
Utsatt skattegjeld	185,0	0,0	0,0	0,0	656,7
Langsiktig gjeld	10839,8	17312,7	19078,3	22786,1	24077,9
Andre langsiktige forpliktelser	1133,6	1457,1	1628,7	3063,8	3758,8
Sum langsiktig finansiell gjeld	12158,4	18769,8	20707,0	25849,8	28493,5
Kortsiktig finansiell gjeld					
Accounts Payable	968,4	816,9	1010,6	1812,7	2421,5
Utestående skatt	2,4	33,6	7,8	51,3	33,6
Kortsiktig gjeld	3623,1	3182,8	4863,7	4384,1	12086,0
Sum kortsiktig finansiell gjeld	4593,9	4033,4	5882,1	6248,1	14541,1
FINANSIELL GJELD	16752,4	22803,1	26589,1	32098,0	43034,5
TOTALKAPITAL	24736,3	33105,1	38514,1	44954,6	59831,5

Lufthansa (tall i mill SEK)	2014	2015	2016	2017	2018
EIENDELER					
Immatrielle eiendeler	14425,8	15493,0	16449,4	17671,1	19403,3
Varige anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	152384,8	169721,2	176151,5	191656,3	216582,5
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	166810,6	185214,2	192600,9	209327,3	235985,8
Omløpsmidler					
Kundefordringer	29124,4	29966,8	31364,6	38375,6	41123,0
Varelager	6363,0	7115,4	7727,5	8734,4	9922,0
Andre kortsiktige eiendeler	14589,5	17550,0	20152,2	21089,7	24999,8
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	50076,8	54632,1	59244,3	68199,7	76044,8
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	216887,4	239846,2	251845,2	277527,0	312030,5
Finansielle anleggsmidler					
Aksjer og andre investeringer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred Income taxes	13535,0	11220,0	13381,1	14666,5	21842,8
Andre langsiktige eiendeler	21697,8	23534,0	26070,9	19038,5	24651,3
Sum finansielle anleggsmidler	35232,8	34754,0	39452,0	33705,0	46494,0
Finansielle omløpsmidler					
Kontanter og lignende	8662,8	10275,7	11894,3	13453,1	15375,0
Kortsiktige investeringer	16225,7	18643,9	25389,1	24566,1	17783,8
Sum finansielle omløpsmidler	24888,4	28919,6	37283,4	38019,2	33158,8
FINANSIELLE EIENDELER	60121,3	63673,5	76735,4	71724,2	79652,8
TOTALE EIENDELER	277008,7	303519,7	328580,6	349251,2	391683,3
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital	36069,1	53930,8	66858,2	91436,9	96995,8
Minoritet	572,7	720,0	842,8	991,9	1127,5
Total egenkapital	36641,8	54650,8	67701,0	92428,7	98123,3
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0

Kortsiktig driftsrelatert gjeld					
Annen kortsiktig gjeld	67575,1	76903,8	65958,6	76780,0	106866,5
DRIFTSRELATERT GJELD	67575,06	76903,75	65958,55	76779,99	106866,5
Langsiktig finansiell gjeld					
Utsatt skattegjeld	2172,5	3235,1	4138,4	4323,9	5975,8
Langsiktig gjeld	21879,6	18213,8	22964,8	27792,2	19567,3
Andre langsiktige forpliktelser	116561,1	111134,1	129521,2	102992,9	101813,3
Sum langsiktig finansiell gjeld	140613,2	132583,0	156624,3	135108,9	127356,3
Kortsiktig finansiell gjeld					
Accounts Payable	26751,9	27563,8	29044,5	33050,2	40098,0
Utestående skatt	2072,5	1271,6	3693,3	8069,9	8025,8
Kortsiktig gjeld	3354,2	10546,8	5558,9	3813,5	11213,5
Sum kortsiktig finansiell gjeld	32178,6	39382,2	38296,7	44933,6	59337,3
FINANSIELL GJELD	172791,8	171965,2	194921,0	180042,5	186693,5
TOTALKAPITAL	277008,7	303519,7	328580,6	349251,2	391683,3

Easyjet (tall i mill SEK)	2014	2015	2016	2017	2018
EIENDELER					
Immatrielle eiendeler	5396,62	6341,88	5976,52	5973,12	6328,14
Varige anleggsmidler					
Annet enn eiendom, anlegg og utstyr	28699,18	37084,53	37593,12	38704,5	47982,6
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	34095,8	43426,41	43569,64	44677,62	54310,74
Omløpsmidler					
Kundefordringer	654,82	747,62	658,92	999,18	1286,49
Varelager	0	0	0	0	0
Andre kortsiktige eiendeler	2461,22	3634,98	4947,68	3458,7	5992,03
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	3116,04	4382,6	5606,6	4457,88	7278,52
DRIFTSRELATERTE EIENDELER	37211,84	47809,01	49176,24	49135,5	61589,26
Finansielle anleggsmidler					

Aksjer og andre investeringer	0	0	0	0	0
Deferred Income taxes	0	0	0	0	0
Andre langsiktige eiendeler	2269,29	2320,2	3259,92	1844,64	3569,72
Sum finansielle anleggsmidler	2269,29	2320,2	3259,92	1844,64	3569,72
Finansielle omløpsmidler					
Kontanter og lignende	4786,96	8378,5	8253,84	7806,78	11879,75
Kortsiktige investeringer	6333,69	3725,21	2947,8	6774,66	4033,32
Sum finansielle omløpsmidler	11120,65	12103,71	11201,64	14581,44	15913,07
FINANSIELLE EIENDELER	13389,94	14423,91	14461,56	16426,08	19482,79
TOTALE EIENDELER	50601,78	62232,92	63637,8	65561,58	81072,05
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital	24521,88	28989,61	31350,72	30765,96	37771,81
Minoritet	0	0	0	0	0
Total egenkapital	24521,88	28989,61	31350,72	30765,96	37771,81
Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld					
Annen kortsiktig gjeld	12814,15	19592,8	15363,24	15525,72	19656,64
DRIFTSRELATERT GJELD	12814,15	19592,8	15363,24	15525,72	19656,64
Langsiktig finansiell gjeld					
Utsatt skattegjeld	2099,94	2268,64	2739,72	2734,02	4033,32
Langsiktig gjeld	3375,71	2938,92	6485,16	9552,6	10187,61
Andre langsiktige forpliktelser	4572,45	5246,23	4878,32	4172,4	5203,91
Sum langsiktig finansiell gjeld	10048,1	10453,79	14103,2	16459,02	19424,84
Kortsiktig finansiell gjeld					
Accounts Payable	1512,86	1301,89	1456,56	2206,98	3813,11
Utestående skatt	824,17	760,51	393,04	603,9	405,65
Kortsiktig gjeld	880,62	1134,32	971,04	0	0
Sum kortsiktig finansiell gjeld	3217,65	3196,72	2820,64	2810,88	4218,76
FINANSIELL GJELD	13265,75	13650,51	16923,84	19269,9	23643,6
TOTALKAPITAL	50601,78	62232,92	63637,8	65561,58	81072,05

Vedlegg 5 - Regresjonsanalyse

Dato	Closing price SAS AB	Avkastning SAS	Closing price OMXSPI	Avkastning OMXSPI
apr.14	14,31		439,30	
mai.14	12,87	-0,10	447,82	0,02
jun.14	12,81	0,00	452,05	0,01
jul.14	12,75	0,00	451,41	0,00
aug.14	11,73	-0,08	441,91	-0,02
sep.14	12,20	0,04	448,36	0,01
okt.14	11,45	-0,06	429,18	-0,04
nov.14	12,69	0,11	459,98	0,07
des.14	15,68	0,24	467,63	0,02
jan.15	17,20	0,10	483,78	0,03
feb.15	17,74	0,03	529,87	0,10
mar.15	16,51	-0,07	542,01	0,02
apr.15	16,48	0,00	552,46	0,02
mai.15	15,77	-0,04	535,45	-0,03
jun.15	14,92	-0,05	522,43	-0,02
jul.15	15,45	0,04	522,64	0,00
aug.15	15,53	0,01	514,79	-0,02
sep.15	15,43	-0,01	485,34	-0,06
okt.15	16,02	0,04	493,74	0,02
nov.15	18,11	0,13	515,59	0,04
des.15	22,20	0,23	503,47	-0,02
jan.16	25,31	0,14	467,78	-0,07
feb.16	22,23	-0,12	462,09	-0,01
mar.16	22,57	0,02	483,85	0,05
apr.16	23,33	0,03	485,92	0,00
mai.16	22,47	-0,04	477,62	-0,02
jun.16	19,00	-0,15	471,02	-0,01
jul.16	16,94	-0,11	484,54	0,03
aug.16	17,75	0,05	501,37	0,03
sep.16	17,47	-0,02	512,69	0,02
okt.16	15,80	-0,10	518,08	0,01
nov.16	14,62	-0,07	511,24	-0,01
des.16	14,66	0,00	531,53	0,04
jan.17	14,03	-0,04	536,90	0,01
feb.17	14,97	0,07	554,70	0,03
mar.17	14,64	-0,02	559,54	0,01
apr.17	14,37	-0,02	566,02	0,01
mai.17	15,69	0,09	587,27	0,04
jun.17	17,60	0,12	590,29	0,01
jul.17	19,50	0,11	576,34	-0,02
aug.17	18,98	-0,03	558,29	-0,03
sep.17	23,40	0,23	567,57	0,02
okt.17	25,89	0,11	589,35	0,04
nov.17	25,28	-0,02	583,77	-0,01
des.17	23,87	-0,06	575,44	-0,01
jan.18	20,69	-0,13	585,63	0,02
feb.18	19,32	-0,07	564,67	-0,04

mar.18	20,48	0,06	564,31	0,00
apr.18	20,70	0,01	564,93	0,00
mai.18	21,63	0,04	584,17	0,03
jun.18	18,27	-0,16	575,93	-0,01
jul.18	16,96	-0,07	579,99	0,01
aug.18	17,43	0,03	602,60	0,04
sep.18	21,90	0,26	606,92	0,01
okt.18	20,16	-0,08	577,30	-0,05
nov.18	21,64	0,07	557,05	-0,04
des.18	20,83	-0,04	538,73	-0,03
jan.19	23,09	0,11	549,97	0,02
feb.19	24,03	0,04	581,88	0,06
mar.19	20,58	-0,14	590,55	0,01
apr.19	19,14	-0,07	612,23	0,04

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk

Multipel R	0,19342723
R-kvadrat	0,03741409
Justert R-kva	0,02081779
Standardfeil	0,09573921
Observasjon	60

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,02066348	0,02066348	2,25436243	0,13866323
Residualer	58	0,53162778	0,009166		
Totalt	59	0,55229125			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,00571502	0,01258815	0,4539999	0,65152327	-0,0194829	0,03091294	-0,0194829	0,03091294
X-variabel 1	0,59396495	0,39559332	1,50145344	0,13866323	-0,1979011	1,38583101	-0,1979011	1,38583101

Vedlegg 6 - Kredittisiko basert på syntetisk rating (Knivsfå, 2019h)

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang- tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214

D	0,276	0,004	0,280
---	-------	-------	-------

Vedlegg 7- Diverse utregninger til kapittel 8

	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Egenkapitalkrav	0,0797	0,0722	0,0704	0,0728	0,0747	0,0750
Finansielt gjeldskrav	0,06	0,03	0,02	0,03	0,03	0,05
Tidsvektning	0,10	0,20	0,20	0,25	0,25	

Netto finansielt gjeldskrav		2014	2015	2016	2017	2018
	Finansielt gjeldskrav	0,06	0,03	0,02	0,03	0,03
*	Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	-3,40	-2,35	-2,84	-1,36	-1,87
-	Finansielt eiendelskrav	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
*	Finansielle eiendeler/ netto finansiell gjeld	-4,40	-3,35	-3,84	-2,36	-2,87
=		-0,10	0,03	0,05	0,03	0,02

	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gjeld	11519,00	10740,00	10773,00	9680,00	11181,00
Netto finansiell gjeld	-3383,00	-4576,00	-3798,00	-7135,00	-5964,00

Netto driftskrav		2014	2015	2016	2017	2018
	Egenkapitalkrav	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07
*	Egenkapital/netto driftskapital	3,22	3,60	2,70	8,73	5,57
+	Netto finansielt gjeldskrav	-0,10	0,03	0,05	0,03	0,02
*	Netto finansiell gjeld/netto driftskapital	-2,22	-2,60	-1,70	-7,73	-4,57
=		0,47	0,19	0,11	0,41	0,34

	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	4907,00	6339,00	6026,00	8058,00	7268,00
Netto driftskapital	1524,00	1763,00	2228,00	923,00	1304,00

Kortsiktig driftsrelatert gjeld		2014	2015	2016	2017	2018
	Driftsrelatert gjeld	12899,00	13187,00	14955,00	14817,00	15750,00
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2088,00	1992,00	2089,00	3461,00	4044,00
=		10811,00	11195,00	12866,00	11356,00	11706,00

Netto finansiell gjeldsgrad		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto finansiell gjeld	-3383,00	-4576,00	-3798,00	-7135,00	-5964,00
/	Egenkapital	4907,00	6339,00	6026,00	8058,00	7268,00
=		-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82

Finansiell gjeldsrentabilitet		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto finanskostnad	881,40	492,96	431,34	476,58	475,02
/	Finansiell gjeld	11519,00	10740,00	10773,00	9680,00	11181,00
=		0,08	0,05	0,04	0,05	0,04

Finansiell eiendelsrentabilitet		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto finansinntekt	87,04	105,81	77,65	126,29	110,08
/	Finansielle eiendeler	14902,00	15316,00	14571,00	16815,00	17145,00
=		0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Netto finansiell gjeldsrente		2014	2015	2016	2017	2018
	Finansiell gjeldsrentabilitet	0,08	0,05	0,04	0,05	0,04
*	Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	-3,40	-2,35	-2,84	-1,36	-1,87
-	Finansiell eiendelsrentabilitet	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
*	Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	-4,40	-3,35	-3,84	-2,36	-2,87
=		0,23	0,08	0,09	0,05	0,06

Netto driftsrentabilitet		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsresultat	102,04	1082,54	1223,71	927,56	1542,87
/	Netto driftseiendeler	5700,00	5747,00	6406,00	7845,00	9392,00

=		0,02	0,19	0,19	0,12	0,16
---	--	------	------	------	------	------

Finansieringsfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto finansielt gjeldskrav	-0,10	0,03	0,05	0,03	0,02
-	Netto finansiell gjeldsrente	0,23	0,08	0,09	0,05	0,06
*	Netto finansiell gjeldsgrad	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82
=		0,23	0,04	0,03	0,02	0,04

Driftsfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34
*	1+ netto finansiell gjeldsgrad	0,31	0,28	0,37	0,11	0,18
=		-0,14	0,00	0,03	-0,03	-0,03

Bransjefordel drift		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsrentabilitet bransje	0,05	0,10	0,10	0,11	0,09
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34
=		-0,42	-0,10	-0,01	-0,30	-0,24

Ressursfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsrentabilitet SAS	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16
-	Netto driftsrentabilitet bransje	0,05	0,10	0,10	0,11	0,09
=		-0,03	0,09	0,09	0,01	0,07

Ressursfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Marginfordel	-0,15	-0,14	-0,16	-0,21	-0,08
+	Omløpsfordel	0,12	0,23	0,25	0,22	0,15
=		-0,03	0,09	0,09	0,01	0,07

Omløpsfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	onde SAS	6,66	7,03	6,20	5,56	4,81
-	onde bransje	2,07	2,07	1,75	1,84	1,87
*	ndm bransje	0,03	0,05	0,06	0,06	0,05
=		0,12	0,23	0,25	0,22	0,15

Omløp til netto driftseiendeler SAS		2014	2015	2016	2017	2018
	Driftsinntekter	37990,00	40427,00	39724,00	43649,00	45197,00
/	Netto driftseiendeler	5700,00	5747,00	6406,00	7845,00	9392,00
=		6,66	7,03	6,20	5,56	4,81

Omløp til netto driftseiendeler bransje		2014	2015	2016	2017	2018
	Driftsinntekter	100720,65	112922,59	110352,00	123900,24	136896,45
/	Netto driftseiendeler	48727,63	54666,86	63187,45	67362,16	73235,28
=		2,07	2,07	1,75	1,84	1,87

Marginfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsmargin	0,00	0,03	0,03	0,02	0,03
-	Netto driftsmargin bransje	0,03	0,05	0,06	0,06	0,05
*	onde SAS	6,66	7,03	6,20	5,56	4,81
=		-0,15	-0,14	-0,16	-0,21	-0,08

Netto driftsmargin SAS		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsresultat	102,04	1082,54	1223,71	927,56	1542,87
/	Driftsinntekter	37990,00	40427,00	39724,00	43649,00	45197,00
=		0,00	0,03	0,03	0,02	0,03

Netto driftsmargin bransjen		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsresultat	2537,47	5215,71	6257,21	7253,32	6807,53
/	Driftsinntekter	100720,65	112922,59	110352,00	123900,24	136896,45
=		0,03	0,05	0,06	0,06	0,05

Gearingfordel drift		2014	2015	2016	2017	2018
	Netto driftsrentabilitet	0,02	0,19	0,19	0,12	0,16
-	Netto driftskrav	0,47	0,19	0,11	0,41	0,34
*	Gearingfaktor	-0,69	-0,72	-0,63	-0,89	-0,82
=		0,31	0,00	-0,05	0,26	0,14

Strategisk fordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Finansieringsfordel	0,23	0,04	0,03	0,02	0,04
+	Driftsfordel	-0,14	0,00	0,03	-0,03	-0,03
=		0,09	0,04	0,06	-0,02	0,00

Superrentabilitet		2014	2015	2016	2017	2018
	Egenkapitalrentabilitet	0,17	0,11	0,13	0,06	0,08
-	Egenkapitalkravet	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07
=		0,09	0,04	0,06	-0,02	0,00

Driftsfordel		2014	2015	2016	2017	2018
	Bransjefordel drift	-0,42	-0,10	-0,01	-0,30	-0,24
+	Ressursfordel drift	-0,03	0,09	0,09	0,01	0,07
=	Strategisk fordel drift	-0,45	0,00	0,08	-0,29	-0,17
+	Gearing fordel drift	0,31	0,00	-0,05	0,26	0,14
=		-0,14	0,00	0,03	-0,03	-0,03

Vedlegg 8 – Utvikling og vekst i ASK og PASK

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ASK (mill)	45158	44288	48620	52217	52781	53837	54913	56012	57132	58274	59440	60629
RPK (mill)	34714	33780	36940	40078	39946							
PASK	0,751	0,803	0,734	0,737	0,765	0,772	0,780	0,788	0,796	0,804	0,812	0,820
Andre inntekter pr fly	0,091	0,092	0,077	0,080	0,082	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08

Vedlegg 9 – Estimert drivstoffkostnad

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Endring ASK		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Endring oljepris		0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,3%	0,2%
Besparelser fra nye fly		-2,13%	-2,13%	-2,13%	-2,13%	-2,13%	-2,13%	-2,13%
Endring i drivstoffkostnader		0,67%	0,57%	0,47%	0,57%	0,47%	0,67%	0,57%
Estimert drivstoffkostnad	7996	8049	8095	8133	8179	8217	8272	8319

Vedlegg 10 – Andre driftskostnader

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Totale driftskostnader i % av driftsinntekter	45,85%	45,7%	45,55%	45,4%	45,25%	45,1%	45%	45%
Totale andre driftskostnader	21641	21605	22164	22738	23326	23929	24575	25067

Vedlegg 11 – Avskrivninger som prosent av driftsinntekter, 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.snitt
Avskrivninger	1443	1466	1367	1635	1763	
Driftsinntekter	38006	39650	39459	42654	44718	
Prosentandel	3,8%	3,7%	3,5%	3,8%	3,9%	3,7%

Vedlegg 12 – Sensitivitetsanalyse, utregninger

Endring i driftsinntektsvekst, +/- 30%

I mill SEK	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (T+1)
-30%	45541	46473	47424	48396	49387	50399	51432	51947
-20%	45658	46276	47820	48939	50085	51258	52459	52983
-10%	45776	46980	48217	49487	50790	52129	53503	54038
0%	45893	47235	48617	50039	51504	53012	54564	55110
10%	46011	47491	49019	50596	52225	53907	55644	56200
20%	46128	47747	49423	51158	52955	54815	56742	57309
30%	46246	48004	49829	51724	53692	55736	57858	58436

Resultat av effekt på verdierestimatet ved endring i driftsinntekter

Endring driftsinntektsvekst	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
Verdiestimat (SEK)	-19,94	-5,01	10,16	25,57	41,23	57,13	73,29

Endring i lønnskostnader, +/- 30%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (T+1)
-30%	9672	9909	10152	10436	10279	11029	11338	11451
-20%	9705	9977	10256	10585	10923	11273	11634	11750
-10%	9738	10045	10362	10735	11121	11521	11936	12056
0%	9771	10113	10467	10886	11322	11774	12245	12368
10%	9804	10182	10574	11039	11525	12032	12561	12687

20%	9838	10251	10681	11194	11731	12294	12884	13013
30%	9871	10320	10789	11350	11940	12561	13215	13347

Resultat av effekt på verdiestimatet ved endring i lønnskostnader

Endring	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
lønnskostnader							
Verdiestimat (SEK)	38,55	34,31	29,99	25,57	21,06	16,46	11,76

Vedlegg 13- Markedsverdien av egenkapitalen

	SAS	Norwegian	Lufthansa	easyJet
Aksjekurs 08.05	18,09	40,47	19,47	1050,0
Valuta	SEK	NOK	EUR	GBX
Valutakurs 08.05	1	1,095397	10,7254	0,124905
Aksjekurs i SEK	18,09	44,33	208,82	131,15
Utestående aksjer	382,58 mill	136,31 mill	471,24 mill	395,47 mill
Markedsverdi av egenkapital i SEK	6920,87 mill	6042,62 mill	98404,34 mill	51865,89 mill