

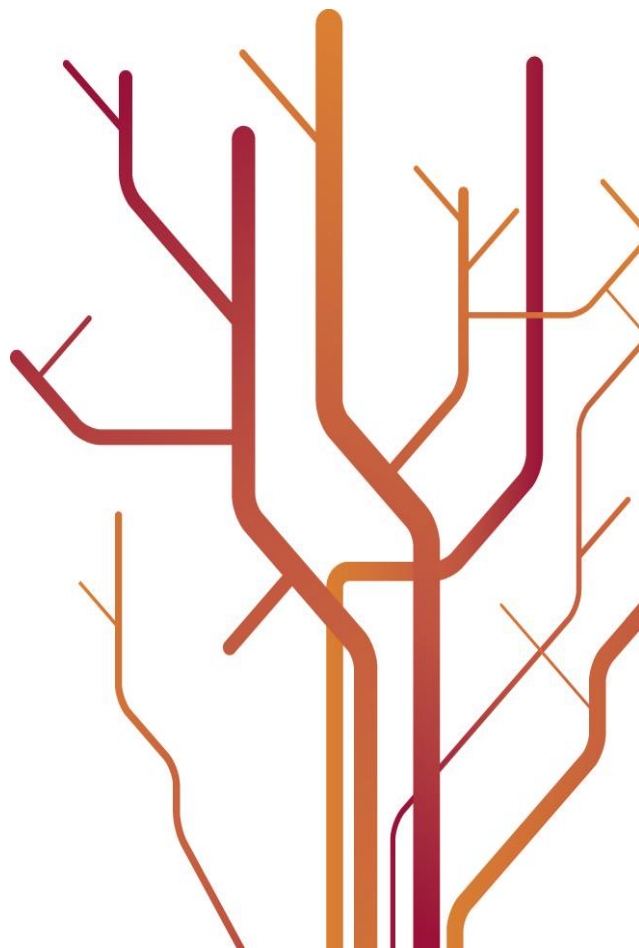
Verdivurdering av SAS AB



Erik Hatlen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon
- studieretning bedriftsøkonomi (30 stp)

August 2013



Forord

Denne oppgaven utgjør den avsluttende delen av mitt mastergradsstudium i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø. Arbeidet har vært spennende, lærerikt og til tider svært krevende.

Jeg vil takke min veileder professor Terje Vassdal for gode råd og innspill. Samtidig vil jeg takke mine foreldre, min samboer og min gode venn og skolekamerat gjennom 17 års skolegang, Alexander Skogås.

Tromsø, 13. august 2013.

Erik Hatlen

Sammendrag

Formålet med denne mastergradsavhandlingen har vært å beregne den teoretiske verdien på det børsnoterte selskapet SAS AB og på bakgrunn av denne gi en handlingsanbefaling på selskapets aksje. Forskningsspørsmålet for oppgaven er utledet som følger:

”Hva er verdien av SAS AB?”

SAS AB er inne i en fundamental omstillingsprosess hvor den nye strategien, 4XNG, ble presentert og påbegynt november 2012. Omstillingsprosessen innebærer blant annet en omfattende omstrukturering i organisasjonen og finansieringen, i tillegg til store kostnadskutt. Selskapet har også bestemt å selge flere av eiendelene i den hensikt å styrke egenkapitalen og bli et rendyrket flyselskap med fokus på kjernevirksomheten. 4XNG-strategien innebærer tiltak som vil ta opptil tre år å implementere, vi vil følgelig ikke se full effekt av strategien før utgangen av 2015. Selskapet er avhengig av en suksessfull implementering av 4XNG for videre drift.

Den omfattende omstillingsprosessen og hva den medbringer skaper store utfordringer for min fundamentale analyse. Analyseperiodens regnskaper og balanse i tillegg til selskapets drift i denne perioden vil bli preget av støy, noe som har gjort oppgaven svært utfordrende og tidskrevende.

Verdivurderingen er gjort innenfor rammeverket til en fundamental analyse. Første del av oppgaven innebærer en beskrivelse av selskapet og luftfartsbransjen. Deretter blir det redegjort for ulike verdsettelsesmetoder før det blir utredet for hvilket teoretisk fundament oppgaven skal benytte seg av.

Videre blir det gjennomført en strategisk analyse av selskapet. Den strategiske analysen identifiserer kritiske faktorer som er av avgjørende karakter for selskapets fremtidige lønnsomhet og vekst, gjennom å analysere de mikro- og makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet og bransjen. Analysen baseres på modellverktøyene Porters Five Forces, PESTEL og SWOT som også gjør det mulig å finne selskapets posisjon i markedet.

Neste steg i oppgaven er å foreta en regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen tar for seg de historiske regnskapstallene og omgrupperer regnskapet for å utføre en investororientert analyse. Videre gjennomføres en komparativ analyse som sammenligner SAS mot generelle krav og selskapets største konkurrenter. Resultatene fra analysene blir videre brukt til å prognostisere den fremtidige frie kontantstrømmen som blir diskontert med selskapets estimerte avkastningskrav på totalkapitalen.

Den fundamentale verdivurderingen etter totalkapitalmetoden kom fram til en egenkapitalverdi på 3 395 millioner SEK som gir et punkttestimat på 10,32 per aksje.

Avslutningsvis blir mitt verdiestimat rimelighetsvurdert gjennom relativ prising, scenarioanalyse og en sensitivitetsanalyse. Dette leder til diskusjon og konklusjon av resultatene og risiko forbundet med investeringen.

Nøkkelord: SAS AB, verdivurdering, strategisk analyse, regnskapsanalyse, fundamental analyse, luftfartsindustri, 4 Excellence Next Generation (4XNG).

Innholdsfortegnelse

| | |
|----------------------------------------------------|-------------|
| Forord | i |
| Sammendrag | ii |
| Innholdsfortegnelse | iv |
| Figuroversikt | viii |
| Tabelloversikt | ix |
| Begrepsavklaring | x |
| 1. Innledning | 1 |
| 1.1 Bakgrunn | 1 |
| 1.2 Problemstilling og formål | 1 |
| 1.3 Avgrensning av oppgaven | 2 |
| 1.4 Oppgavens struktur | 2 |
| 2. Bransje og selskapsbeskrivelse | 3 |
| 2.1 Bransjebeskrivelse | 3 |
| 2.1.1 Marked / Virksomhetsområde..... | 4 |
| 2.2 Selskapsbeskrivelse SAS AB | 6 |
| 2.2.1 Mål og strategi | 8 |
| 2.2.2 Framtidsutsikter | 9 |
| 3. Teoretisk fundament og metode | 10 |
| 3.1 Rammeverk..... | 10 |
| 3.2 Verdidrivere | 11 |
| 3.2.1 Weighted average cost of capital (WACC)..... | 11 |
| 3.2.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)..... | 12 |
| 3.2.3 ROIC / ROCE | 13 |
| 3.2.4 Vekst | 14 |
| 3.3 Verdsettelsesmetoder | 14 |
| 3.3.1 Balansebaserte metoder | 15 |
| 3.3.2 Inntjeningsbaserte modeller | 15 |
| 3.3.3. Kontantstrømbaserte metoder | 16 |
| 3.3.4 Dividendemodeller | 20 |
| 3.3.5 Resultatbaserte modeller | 20 |
| 3.3.6 Opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder..... | 23 |
| 3.3.7 Valg av verdsettelsesmetode | 23 |
| 4. Strategisk analyse | 25 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.1 Porters Five Forces | 25 |
| 4.1.1 Threat of new entrants | 26 |
| 4.1.2 Bargaining power of buyers..... | 27 |
| 4.1.3 Threat of substitute products or services. | 28 |
| 4.1.4 Bargaining power of suppliers. | 30 |
| 4.1.5. Rivalry among existing competitors. | 30 |
| 4.2 Bransjeanalyse - PESTEL | 33 |
| 4.2.1 Politiske faktorer..... | 33 |
| 4.2.2 Økonomiske faktorer | 34 |
| 4.2.3 Sosiale Faktorer | 41 |
| 4.2.4 Teknologiske faktorer | 42 |
| 4.2.5 Miljømessige faktorer | 42 |
| 4.2.6 Lovmessige faktorer..... | 43 |
| 4.3 Selskapsanalyse – SWOT | 44 |
| 4.3.1 Styrker..... | 44 |
| 4.3.2 Svakheter..... | 45 |
| 4.3.3 Muligheter..... | 46 |
| 4.3.4 Trusler..... | 46 |
| 5. Regnskapsanalyse..... | 50 |
| 5.1 Rammeverk / fokus for analysen. | 50 |
| 5.2 Analyseperiode | 51 |
| 5.2.1 Benchmark | 52 |
| 5.3 Presentasjon av årsregnskapet | 52 |
| 5.4 Presentasjon av balansen | 54 |
| 5.5 Omgruppering av regnskapet for investororientert analyse | 55 |
| 5.6 Nøkkeltallsanalyse..... | 68 |
| 5.6.1 Likviditet..... | 69 |
| 5.6.2 Finansiering / Kapitalstruktur / Soliditet..... | 70 |
| 5.6.3 Lønnsomhet..... | 73 |
| 5.7 Komparativ analyse | 76 |
| 6. Avkastningskrav (WACC) | 80 |
| 6.1 Kapitalverdimodellen – CAPM | 81 |
| 6.1.1 Risikofri rente | 81 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 6.1.2 Forventet avkastning i markedet og markedets risikopremie. | 83 |
| 6.1.3 Beta | 83 |
| 6.2 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. | 86 |
| 6.3 Kapitalkostnadsmodellen WACC..... | 86 |
| 6.3.1 Markedsverdi av total kapital, gjeldsandel og egenkapitalandel. | 87 |
| 6.3.2 Rentebærende gjeld og gjeldens kostnad / avkastningskrav gjeld..... | 88 |
| 6.3.3 Markedsverdi av egenkapital og egenkapitalens kostnad. | 89 |
| 6.3.4 Avkastningskravet (rentekostnaden) til den operasjonelle leasingen | 90 |
| 6.3.5 Fastsettelse av avkastningskravet til total kapitalen | 90 |
| 7. Fremtidsbudsjettering | 92 |
| 7.1 Driftsinntekter..... | 93 |
| 7.1.1 Passasjerinntekter:..... | 93 |
| 7.1.2 Andre operasjonelle inntekter | 94 |
| 7.2 Driftskostnader | 95 |
| 7.2.1 Lønnskostnader | 96 |
| 7.2.2 Andre driftskostnader..... | 97 |
| 7.2.3 Leasingkostnader | 98 |
| 7.2.4 Avskrivninger | 98 |
| 7.3 Budsjettert driftsresultat (EBIT), NOPLAT og driftsrelatert skattekostnad..... | 99 |
| 7.4 Presentasjon av fremtidsbudsjetterte finansposter og årsresultat | 99 |
| 7.5 Presentasjon av fremtidsbudsjettert balanseoppstilling | 100 |
| 7.5.1 Driftsrelatert Arbeidskapital | 100 |
| 8. Verdiberegning / Enterprise Value (EV) | 107 |
| 8.1 Diskontert fri kontantstrøm | 107 |
| 8.2 Terminalverdi | 108 |
| 8.2.1 Terminalverdiens evige vekstfaktor (Gordons formel)..... | 108 |
| 8.2.2 Finansiell gjeld og kapitalisert leasing..... | 108 |
| 8.2.3 Ikke-driftsmessige eiendeler | 109 |
| 8.3 Presentasjon, verdi per aksje med DCF-modellen..... | 109 |
| 8.4 Relativ prising. Komparativ verdsettelse..... | 110 |
| 8.4.1 Price/Earnings (P/E)..... | 110 |
| 8.4.2 Price/Book (P/B)..... | 110 |
| 9. Scenarioanalyse og sensitivitetsanalyse | 113 |

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 9.1 Sensitivitetsanalyse..... | 114 |
| 9.2 Oppsummering analyse av usikkerhet..... | 115 |
| 10. Diskusjon og konklusjon..... | 117 |
| 10.1 Teoretiske og praktiske utfordringer | 117 |
| 10.2 Strategisk posisjon og videre drift | 117 |
| Referanser | 120 |
| Vedlegg:..... | 127 |
| Vedlegg 1: Resultatregnskap i analyseperioden | 127 |
| Vedlegg 2: Balanse i analyseperioden..... | 128 |
| Vedlegg 3: Fullstendig omgruppert resultatregnskap og NOPLAT i analyseperioden:..... | 130 |
| Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert balanse..... | 131 |
| Vedlegg 5: Fullstendig fremtidsbudsjettet balanse..... | 133 |
| Vedlegg 6: Diskontert fri kontantstrøm..... | 134 |

Figuroversikt

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figur 1: The SAS Group's market shares for passengers (SAS Årsrapport 2012) | 5 |
| Figur 2: Share of capacity in the Nordic market, full-year 2012 (SAS Årsrapport 2012) | 5 |
| Figur 3: (Eierstruktur SAS AB) | 6 |
| Figur 4: SAS' konsernstruktur 2006 (SAS Årsrapport 2005) | 7 |
| Figur 5: SAS' konsernstruktur 2012 (SAS Group Company presentation 2013) | 7 |
| Figur 6: Egenkapital & Totalkapitalmetoden (Gjengitt etter Boye & Meyer, 2008) | 17 |
| Figur 7: The Five forces that shape industry competition (Porter, 2008). | 26 |
| Figur 8: European airlines labour cost as percentage of revenues: 2012 [31]. | 31 |
| Figur 9: Tiltak 4XNG (SAS Årsrapport 2012)..... | 32 |
| Figur 10: Geographic distribution of SAS passenger revenues, Jan-Oct 2012 (SAS Årsrapport 2012)..... | 33 |
| Figur 11: Makroøkonomiske nøkkeltall. Sverige (DNB Markets, [19])...... | 36 |
| Figur 12: Anslag for den økonomiske utviklingen i 2013 [43]...... | 37 |
| Figur 13: SAS Group, cost breakdown (SAS Årsrapport, 2012). | 38 |
| Figur 14: Prognose fremtidige oljepriser (International Energy Agency. 2011, 105). | 39 |
| Figur 15: Forecast indicators [24]. | 40 |
| Figur 16: Market developments [25]...... | 40 |
| Figur 17: SAS Group, revenue breakdown, January - October 2012 (SAS Årsrapport 2012) 93 | |
| Figur 18: SAS Group, cost breakdown, January-October 2012 (SAS Årsrapport 2012). | 96 |

Tabelloversikt

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabell 1: (Oversikt over nedleggelser og fusjoner den siste tiden: Ryanair kvartalsrapport Q4, 2012)..... | 3 |
| Tabell 2: Oppsummering strategisk analyse - strategisk posisjon. | 47 |
| Tabell 3: Konsolidert resultatregnskap. | 53 |
| Tabell 4: Konsolidert balanse SAS Group. | 54 |
| Tabell 5: Presentasjon av omgruppert resultatregnskap og NOPLAT. | 61 |
| Tabell 6: Konsolidert omgruppert balanse, netto driftskapital og sysselsatt kapital..... | 65 |
| Tabell 7: Likviditetsgrad 1 og 2. | 69 |
| Tabell 8: Egenkapitalandel SAS. | 70 |
| Tabell 9: Gjeldsgrad SAS..... | 71 |
| Tabell 10: Rentedekningsgrad SAS. | 72 |
| Tabell 11: Finansieringsgrad 1 SAS..... | 72 |
| Tabell 12: Arbeidskapital SAS..... | 73 |
| Tabell 13: Oppsummering finansiering og soliditet, SAS AB..... | 73 |
| Tabell 14: Nøkkeltall lønnsomhet. | 75 |
| Tabell 15: Komparativ analyse, nøkkeltall..... | 78 |
| Tabell 16: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer i Norge. Kilde [35] | 82 |
| Tabell 17: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer. Kilde [36] | 82 |
| Tabell 18: Regresjonsanalyse. | 85 |
| Tabell 19: Passasjerinntekter uten Widerøe. | 95 |
| Tabell 20: Prognostiserte driftsinntekter (EW = Etter salg av Widerøe). | 95 |
| Tabell 21: Reduksjon av kostnader ved salg av Widerøe. | 97 |
| Tabell 22: NOPLAT med benyttet USF..... | 99 |
| Tabell 23: Fremtidsbudsjettet finansposter og årsresultat..... | 99 |
| Tabell 24: CAPEX. | 104 |
| Tabell 25: Prognose av fremtidig fri kontantstrøm. | 104 |
| Tabell 26: Prognostisert balanse. | 105 |
| Tabell 27: Verdi per aksje med DCF-modellen. | 109 |
| Tabell 28: P/B multiplikator..... | 110 |
| Tabell 29: EV/EBITDA. | 111 |
| Tabell 30: Verdi EV/EBITDA. | 111 |
| Tabell 31: Szenarioanalyse, endring i NOPLAT. | 114 |
| Tabell 32: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og WACC..... | 115 |
| Tabell 33: Presentasjon av de ulike verdianslagene..... | 116 |

Begrepsavklaring

| | |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CAPM: | Capital Asset Pricing Model - Kapitalverdimodellen. |
| CASK: | Cost per available seat kilometer - Enhetskostnad per ledige sete kilometer. |
| DCF: | Discounted Cash-flow - Diskontert kontantstrøm. |
| EV: | Enterprise Value - Selskapsverdi. |
| EBIT: | Earnings before interest and taxes - Driftsresultat. |
| EBITA: | Earnings before interest, taxes and amortization - Driftsresultat pluss nedskrivninger. |
| EBITDA: | Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - Driftsresultat pluss avskrivninger og nedskrivninger. |
| EBITDAR: | Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rentals - Driftsresultat pluss avskrivninger, nedskrivninger og leasingrenter. |
| FCF: | Free Cash-flow - Fri kontantstrøm. |
| IFRS: | International Financial Reporting Standards. |
| NOPLAT: | Net Operating Profits Less Adjusted Taxes. |
| ROCE: | Return on Capital Employed - Avkastning på sysselsatt kapital. |
| ROIC: | Return on Invested Capital - Avkastning på investert kapital. |
| WACC: | Weighted Average Cost of Capital - Avkastningskravet til Totalkapitalen. |
| SEK: | Svenske kroner. |
| USD: | Amerikanske dollar. |
| 4XNG: | 4 Excellence Next Generation. |

1. Innledning

Innledningen inneholder en beskrivelse av min bakgrunn for valg av oppgave, problemstilling og spesifisering av studiets formål. Avslutningsvis presenterer jeg avgrensninger og en oversikt over oppgavens struktur.

1.1 Bakgrunn

Ideen om å skrive min masteravhandling innenfor verdsettelse kom relativt tidlig og ble påvirket av min interesse for børs og børsnoterte selskap. At valget falt på Scandinavian Airlines System (SAS AB) var et resultat av stor mediedekning om selskapets store utfordringer og hvordan deres nye strategi ble presentert som selskapets "last stand".

November 2012 ble selskapet enig med sine ansattes åtte fagforeninger fordelt på de tre skandinaviske landene om lønnskutt og en omfattende kostnadsreduksjon som et ledd i den nye strategien utformet av SAS: 4 Excellence Next Generation (4XNG) [1]. Strategien og kuttene den medførte ble framstilt som et nødvendig grep for at bedriften skulle kunne overleve. Denne enorme omstillingen kommer som en konsekvens av hard konkurranse fra Norwegian Air Shuttle ASA og andre konkurrenter med lavere kostnader [2]. Dette har ført til at SAS kontinuerlig har vært nødt til å kutte kostnader for å drive konkurransedyktig og kunne oppnå en lønnsom drift. SAS har gått med store underskudd de siste årene og det vil bli interessant å se hvilke effekter de nye tiltakene har på selskapets videre drift. Basert på en regnskapsanalyse og strategisk analyse vil jeg utarbeide et fremtidsbudsjett og følgelig utarbeide en kontantstrøm som viser om selskapet vil bli lønnsomt igjen.

De store endringene og omstillingen 4XNG-strategien medfører, skaper helt nye rammevilkår og forventninger til selskapets fremtidige utvikling og grunnlag for verdiskapning. På bakgrunn av dette vil SAS AB på nytt være et interessant forskningsobjekt for en verdivurdering. Det vil bli interessant å se hvordan min teoretiske verdi står i forhold til verdien som selskapet omsettes for på markedet.

1.2 Problemstilling og formål

Hovedformålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdivurdering av selskapet SAS AB, for å kunne gi en handelsstrategi i forhold til gjeldende markedspris på Oslo Børs.

Verdivurderingen skal være basert på sentrale verdivurderingsmetoder, og skal kunne svare på følgende problemstilling:

”Hva er verdien av SAS AB?”

Et eventuelt avvik på den estimerte verdien av SAS i forhold til prisen vil gi et grunnlag for å drøfte hvorfor verdiene avviker.

1.3 Avgrensning av oppgaven

Oppgaven er basert utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon som for eksempel årsrapporter, kvartalsrapporter, media og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Dette innebærer at jeg ikke har vært i kontakt med ansatte eller andre som kan inneha relevant informasjon markedet ikke kjenner til.

Analysen av ulike scenarioer og sensitivitet til verdianslaget mitt i Kapittel 9, er samtidig avgrenset til bare å analysere effekten av endringer i NOPLAT (Net operating Profit Less Adjusted Taxes), WACC (Weighted Average Cost of Capital) og vekstrate.

1.4 Oppgavens struktur

I det påfølgende kapittelet presenteres en utredning av selskapet og bransjen det operer i. I Kapittel 3 vil jeg ta for meg det teoretiske fundamentet oppgaven bygger på, før jeg i Kapittel 4 foretar en strategisk analyse av selskapet. Studiens regnskapsanalyse og komparative analyse følger av Kapittel 5. Analysene gjort i Kapittel 4 og 5 danner grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet i Kapittel 7.

I Kapittel 6 fastsettes avkastningskravet (WACC) ved hjelp av kapitalverdimodellen. I Kapittel 8 har jeg foretatt en verdiberegning av selskapet ved hjelp av totalkapitalmetoden før jeg i Kapittel 9 foretar en rimelighetsvurdering av basisanslaget mitt ved hjelp av en scenario- og sensitivitetsanalyse. I Kapittel 10 diskuteres oppgavens funn og resultater.

2. Bransje og selskapsbeskrivelse

Dette kapittelet skal gi en beskrivelse av luftfartsbransjen og dens utvikling samt aktuelle konkurrenter. Videre vil jeg gi en presentasjon av SAS AB, selskapets historie og virksomhetsområde. Samtidig presenteres selskapets nåværende situasjon i markedet og selskapets strategi og mål, før kapittelet avsluttes med SAS sine framtidsutsikter.

2.1 Bransjebeskrivelse

SAS driver i luftfartsbransjen. Dette er en verdensomspennende bransje, men i oppgaven vil det i hovedsak bli fokusert på det Europeiske luftmarkedet da det er i dette markedet SAS opererer. Luftfartsbransjen er kjent for å være en kapitalkrevende bransje med små marginer. Etter lavkostselskapenes ankomst i markedet har det blitt et økt kostnads- og prispress i bransjen. Dette har ført til lavere kostnader, lavere priser og lavere marginer for de som ikke klarer å omstille og effektivisere fort nok. Som et resultat av den økende konkurransen har det skjedd store endringer i luftfartsbransjen de siste årene. Det har vært en rekke konkurser og fusjoner, og konkurransen er blitt større da etablerte flyselskaper entrer allerede etablerte markeder. Dette viser Ryanair i sin kvartalsrapport (se tabell 1):

| Consolidation | | Closure | |
|----------------------|------------------------|----------------|---------------------|
| 2008 | ✓ AF/KLM & Alitalia | 2010 | Blue Wings |
| 2008 | ✓ Lufthansa - BMI | 2010 | Air Slovakia |
| 2009 | ✓ Lufthansa - Austrian | 2010 | Hamburg Int'l Airl. |
| 2010 | ✓ BA - Iberia | 2010 | Viking |
| 2011 | ✓ Ethiad - Air Berlin | 2012 Jan | Spanair |
| 2012 | ✓ IAG - BMI | 2012 Feb | Malev |
| 2012 | Turkish -LOT? | 2012 May | Cimber Sterling |
| 2012 | Lufthansa - TAP? | 2012 Sep? | BMI Baby |

Tabell 1: (Oversikt over nedleggelses og fusjoner den siste tiden: Ryanair kvartalsrapport Q4, 2012)

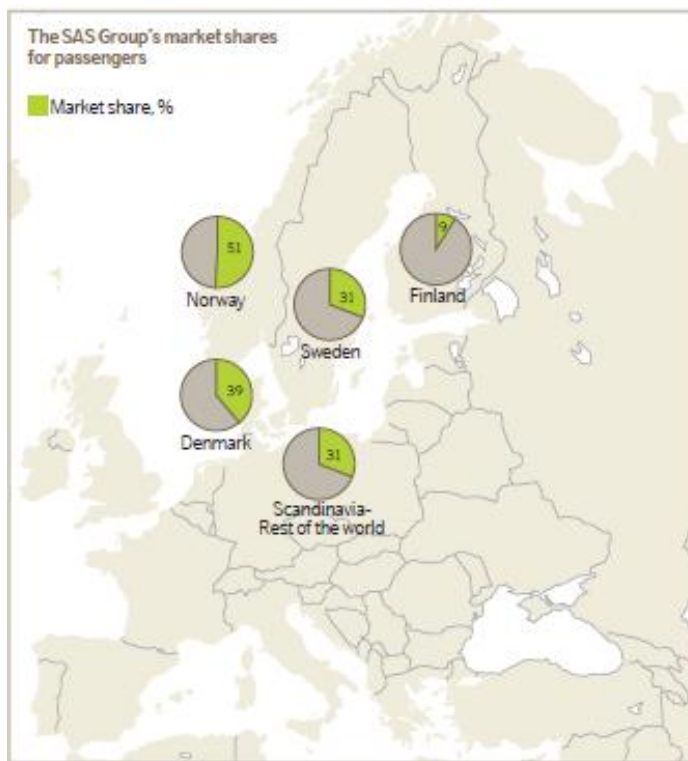
Som vi ser har store selskap som Spanair gått konkurs, mens noen av Europas største flyselskaper som Lufthansa og KLM har foretatt en eller flere fusjoner. Dette kan sees i sammenheng med den økende konkurransen som har kommet som et resultat av aggressiv priskonkurranse fra lavkostselskaper. Siden 2006 har lavkostselskaper økt antall reisende med 12 % årlig, mens fullservice flyselskap som SAS har vokst med kun 2 % årlig [3].

2.1.1 Marked / Virksomhetsområde

SAS markedsområder innenfor luftfart kan deles inn i flere segmenter. Nærmere 70 % av virksomheten stammer fra innenriks, intra-skandinaviske og Europeiske ruter og de siste 30 % kommer fra interkontinental virksomhet. Det forventes ingen signifikant endring i denne balansen og det viktigste for langsiktig profitt og aksjeholder verdi er derfor at SAS kan drive konkurransedyktig i det regionale markedet (SAS Årsrapport 2012).

Norden

SAS er Nordens største flyselskap når det måles i inntekt, antall passasjerer og antall flyavganger.



Figur 1: The SAS Group's market shares for passengers (SAS Årsrapport 2012)

Figur 2: Share of capacity in the Nordic market, full-year 2012 (SAS Årsrapport 2012)

Som vi ser ut i fra figur 1 og 2 har SAS dominerende markedsandeler i Norden, da spesielt Skandinavia. SAS markedsandel utgjør hele 51 % i Norge, mens den er 39 % i Danmark og 31 % i Sverige. Selskapet har med det den største passasjerandelen i det Nordiske markedet med 27-28 %. Dette er et marked som omsetter for mer enn 100 milliarder Svenske kroner, og er forventet å øke til 170 milliarder innen 2020 (SAS årsrapport 2012).

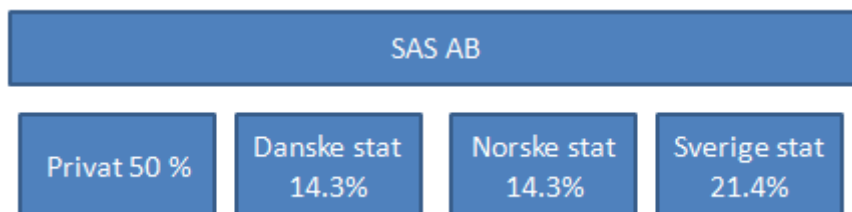
Skandinavia – interkontinental

SAS har en markedsandel på 31 % på interkontinentale flyvninger fra Skandinavia. Tidligere har dette vært et lønnsomt marked for SAS med liten konkurranse. Men som følge av en sterkere konkurranse i bransjen, spesielt fra lavprisaktører, har SAS måtte se inntektene og

markedsandelene falle betydelig de siste årene til fordel for selskaper som driver med lavere kostnader i samme segment. Nå har Norwegian som inntil 2013 kun fløy innenriks i Skandinavia og inter-Europeisk bestemt seg for å satse på interkontinentale flyvninger til både Asia og Amerika. Dette skaper enda større konkurranse ovenfor SAS på det interkontinentale markedet. SAS har svart med å bestille nye langdistansefly, fornye flyparken for å drive ned kostnadene.

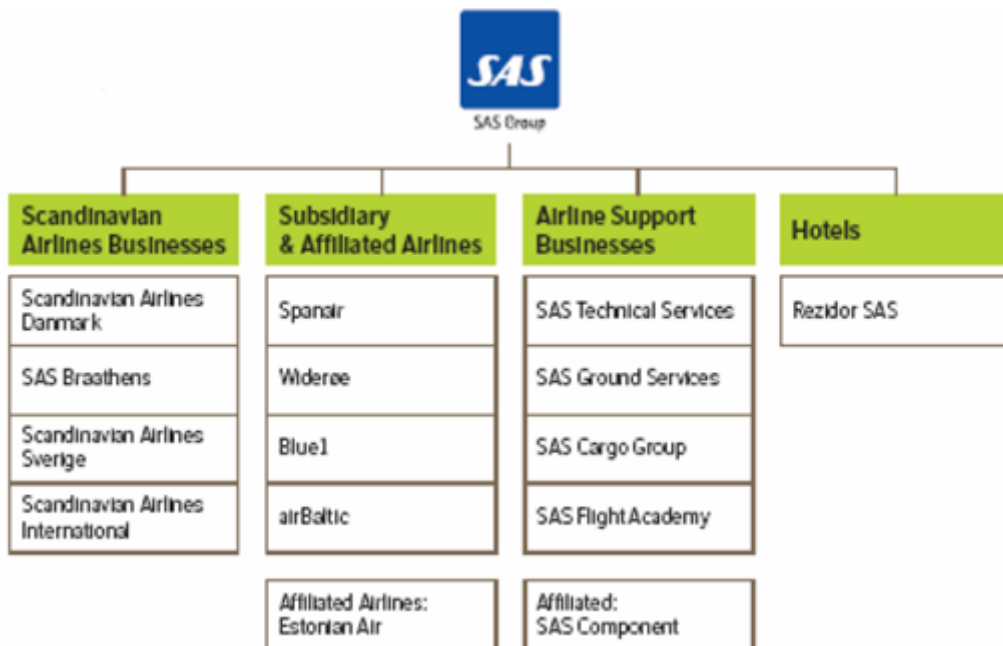
2.2 Selskapsbeskrivelse SAS AB

SAS har sin virksomhet innenfor passasjertrafikk og tilbyr reiser for både forretningsreisende og fritidsreisende. Selskapets fokuserer på passasjerstrøm hovedsakelig i Skandinavia og Nord-Europa, men flyr også interkontinentalt. SAS er et selskap som de fleste i Skandinavia har et forhold til ettersom det er Nordens største flyselskap målt i både inntekt, passasjerer og antall flyvninger. Slik har det vært helt siden SAS ble dannet etter en sammenslåing av det norske, svenske og danske luftfartsselskap til et konsortium i 1951[4]. Eierskapet ble fordelt mellom de nordiske landene med henholdsvis 3/7 til Sverige og 2/7 hver til Norge og Danmark, der 50 % av aksjekapitalen skulle være eid av staten. Aksjemajoriteten i selskapet har holdt seg statlig eid helt fram til den dag i dag. Eierstrukturen er illustrert i figur 3:



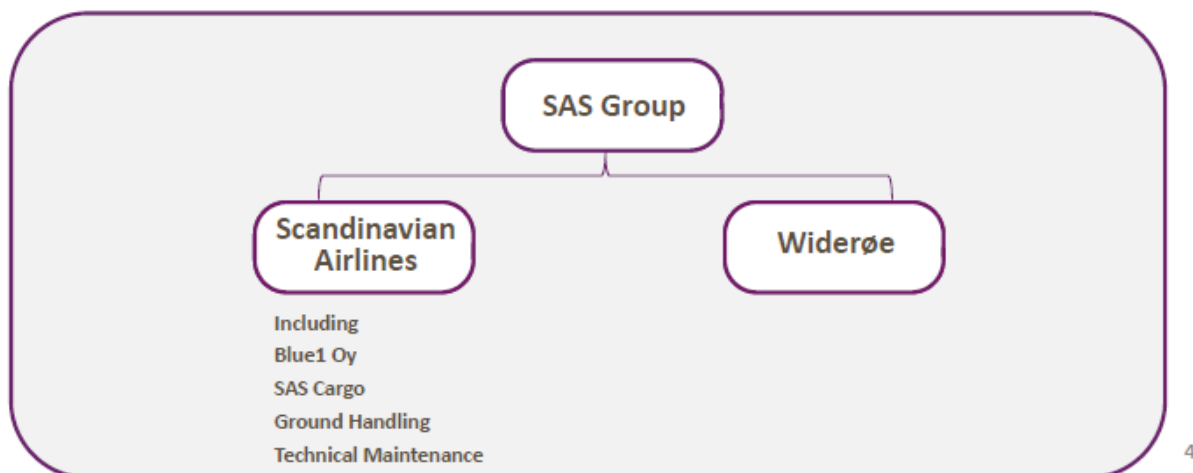
Figur 3: (Eierstruktur SAS AB)

SAS er med over 66 års levetid et selskap med lange og stolte tradisjoner. Tidligere har SAS vært et konsern som har drevet flere forskjellige enheter og virksomheter enn hva de bedriver med i dag. Figur 4 viser at SAS virksomhet tidligere har inkludert blant annet hoteldrift, en større støttevirksomhet for flyselskaper samt eierskap i flere tilknyttede flyselskaper enn hovedvirksomheten holder i dag:



Figur 4: SAS' konsernstruktur 2006 (SAS Årsrapport 2005)

SAS sin konsernstruktur er i dag helt annerledes da de har foretatt store strukturelle endringer. I 2006 solgte selskapet hele sin hotellvirksomhet og gjennomførte andre store omstruktureringer slik at selskapets struktur i dag er kraftig forenklet, som figur 5 illustrerer:



Figur 5: SAS' konsernstruktur 2012 (SAS Group Company presentation 2013)

SAS har i sin nye strategi, 4XNG, bestemt at selskapet skal videre forenkles og drives som en enkelt enhet SAS. Denne enheten skal driftes fra Stockholm. 4XNG igangsetter en rekke tiltak, blant annet integrasjon av Blue1 inn i SAS, Ground Handling skal selges for å øke fleksibiliteten, mens Widerøe skal selges for å øke egenkapitalen. Dette er noen av tiltakene

4XNG igangsetter for å forenkle strukturen i selskapet og dyrke SAS som en enkelt enhet. Tiltakene som igangsettes skal forbedre selskapets kostnadsnivå, redusere kompleksiteten og følgelig bedre fleksibiliteten, likviditeten samt styrke egenkapitalen. Selskapets ansatte skal være fordelt med 38 % i Sverige og 31 % i Norge og Danmark (SAS Årsrapport 2012).

2.2.1 Mål og strategi

Selskapets visjon og misjon er å bli ”verdsatt for excellence av alle interessenter”. Denne visjonen skal realiseres ved å tilby den beste verdien for tid og penger for Nordiske reisende uavhengig av meningen med deres reiser [5].

For å oppnå sine visjoner og mål har selskapet iverksatt strategien 4Excellence. Denne strategien innebærer at selskapet skal tilby å operere med excellence innenfor fire kategorier: kommersiell, salg, operasjonell og humankapital. Selskapet skal prioritere sikkerhet, punktlighet og bry seg om kundene [5].

Selskapet har i Årsrapporten for 2012 konkretisert målene de har innenfor hver av de fire kategoriene i 4XNG-strategien:

Commercial Excellence:

- Skal være førstevalget for Nordiske forretningsreisende.
- Sikre en betydelig andel av fritidsreisende
- Ha de mest fornøyde kundene i Skandinavia.

Operational Excellence:

- Minske enhetskostnadene med 3-5% hvert år.
- Redusere utslippene med 20%.

Sales Excellence:

- Robust vekst i volum.
- Andelen av inntekter fra Eurobonus medlemmer skal utgjøre ca 50 %.

People excellence:

- Trivsel blant ansatte skal være blant topp fem i hele den Nordiske transportsektoren.

2.2.2 Framtidsutsikter

SAS sine framtidsutsikter er svært preget av i hvilken grad de klarer suksessfullt å implementere 4XNG, og til hvilken grad dette gjør de konkurransedyktig. Selskapet er avhengig av å drive lønnsomt og generere overskudd og verdi for sine aksjonærer i løpet av nærmeste framtid. Det er begrenset hvor lenge aksjonærer er villig til å skyte inn kapital uten å få en positiv avkastning, og 4XNG er nå presentert som selskapets "last stand".

3. Teoretisk fundament og metode

Innledningsvis vil jeg beskrive rammeverket jeg har valgt å benytte i oppgaven min. Videre skal dette kapittelet gi en redegjørelse over de ulike verdsettelsesmetodene, metodenes respektive styrker og svakheter og hvor de egnes best til bruk. Før jeg redegjør for de ulike metodene vil jeg gi en oversikt over hvilke verdidrivere som generer verdien til et selskap, da det er verdidriverne som skaper grunnlag for selve verdsettelsen. Deretter oppsummeres de ulike metodene før jeg avslutter kapittelet med valg av verdsettelsesmetode for min oppgave.

3.1 Rammeverk

Å basere en verdivurdering utelukkende på en modell vil ikke være tilstrekkelig. Penman (2010) presenterer en komplett verdsettelsesmodell som jeg vil adaptere i min avhandling. Prosessen heter fundamental verdsettelse og prosessen er delt inn i følgende fem steg:

Kjenne bedriften

For å kunne verdivurdere bedriften er det nødvendig å ha en forståelse av bedriften og hvordan den operer. Kjennskapen innebærer kunnskap om bedriftens produkter, kunnskapsbasen, konkurransen, lovmessige begrensninger, ledelsen og hvordan bedriften utarbeider sin strategi på grunnlag av disse faktorene (Penman, 2010: 85)

Analysere informasjonen

Når man har tilegnet seg bakgrunnsinformasjon om bedriften er neste steg å verdivurdere strategien ved å analysere informasjonen om selskapet i dybden. Informasjonen kommer i mange ulike format, og informasjonen kan være både kvalitativ og kvantitativ. Det gjelder å sile ut den informasjonen som er relevant for å lage en representativ prognose (Penman, 2010: 85). En viktig kilde er ofte årsregnskapet og annen reliabel kvalitativ informasjon om selskapet.

Utarbeide prognose

I følge Penman (2010: 85) har utarbeidelse av en prognose to steg. Første steg består av å velge hvilken parameter som skal måle avkastningen og følgelig prognostisere framtidig avkastning. Prognosen er kjernen i en fundamental analyse da verdien av et selskap avhenger av framtidig fortjeneste.

Konvertere prognose til en verdivurdering

Etter å ha utarbeidet en framtidig prognose over flere år, blir disse prognosene gjort om til et tall som representerer selskapets verdi. Verdien må være diskontert til nåverdi og justert for risiko (Penman 2010: 86).

Investeringsbeslutningen

Femte og siste steg i Penmans rammeverk er å utføre/anbefale en investeringsbeslutning. Anbefalingen fremkommer ved å sammenligne selskapets verdi per aksje funnet i steg fire mot selskapets markedsverdi på børs. Hvis verdien av selskapet overstiger børsverdien vil dette utløse en kjøpsanbefaling, mens en lavere verdi vil utløse en salgsanbefaling. Er verdiene tilsvarende hverandre vil dette gi en "hold"-anbefaling.

3.2 Verdidrivere

I følge Koller et al. (2010: 17) skaper selskaper verdi ved å investere kapital for å skape en kontantstrøm som gir en avkastning på investert kapital/sysselsatt kapital (ROIC/ROCE) større enn den veide kapitalkostnaden (WACC), dette kombinert med vekst er hva som driver et selskaps verdi. *"Kjøper man en bedrift, kjøper man bedriftens fremtidige kontantoverskudd"* (Boye & Meyer 2008: 93), etter at kreditorene har fått sitt. Følgelig burde en verdsettelse baseres på framtidig kontantoverskudd.

I SAS kan antall passasjerer, kapasitetsutnyttelse og hvilken pris selskapet oppnår ved salg av billetter sees på som nøkkeldrivere for selskapets inntekter, og derfor også selskapets avkastning og videre vekst.

3.2.1 Weighted average cost of capital (WACC)

Den veide kapitalkostnaden er den avkastningen investorene forventer å få på sin investering i selskapet, og representerer dermed investorenes alternativkostnad til kapitalen (Koller, 2010: 235). Når man skal verdsette et selskap med bruk av totalkapitalmetoden blir WACC brukt som diskonteringsfaktor. Dette gjøres ved at man diskonterer selskapets frie kontantstrøm (FCF) med WACC (Koller, 2010: 235). FCF er kontantstrøm fra kjerneaktiviteten minus investering i ny kapital, noe som gir følgende formler:

$Netto\ investering\ (NI) = Sysselsatt\ kapital_{t+1} - Sysselsatt\ kapital_t$

$Fri\ kontantstrøm = NOPLAT - NI$

Formelen for WACC gjengitt av Koller et al. (2010: 236):

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Hvor:

D = Rentebærende gjeld

V = Eiendeler (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

T_m = Skattesats

k_d = Gjeldens kostnad

k_e = Egenkapitalens kostnad

Dersom man velger å benytte seg av WACC-formelen er man avhengig av at forholdet mellom selskapets rentebærende gjeld og markedsverdien av egenkapital er tilstrekkelig stabilt over det tidsrommet man ser på. Hvis dette forholdet varierer for mye, vil avkastningskravet som en baserer verdivurderingen på bli feil. I tilfeller hvor selskapet har varierende forhold mellom gjeld og egenkapital anbefaler Boye & Meyer (2008) at egenkapitalmetoden benyttes for verdivurdering. Koller et al. (2010: 121) anbefaler bruk av Adjusted Present Value modellen (APV). Denne vil det utredes for senere under kontantstrømbaserte modeller.

SAS har store leasingkostnader som må tas hensyn til, disse kostnadene gjør at estimeringen av WACC vil inkorporere avkastningskravet til kapitalisert leasing i WACC-modellen. Dette vil det bli utredet for i kapittel 6.

3.2.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

For å finne kapitalkostnaden må vi estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Den mest anerkjente modellen som benyttes til dette formålet er kapitalverdimodellen (CAPM – Capital

Asset Pricing Model). Andre kjente modeller for å beregne avkastningskravet er Fama-French trefaktor modell og Arbitrage Pricing Theory modellen (APT). Hovedforskjellen mellom de tre modellene er hvordan de definerer risiko. Fama-French definerer risiko som aksjens sensitivitet til tre porteføljer, inkludert aksjemarkedet, mens CAPM definerer risiko kun som aksjens sensitivitet til aksjemarkedet (Koller et al. (2010: 238-239).

Formelen til CAPM før skatt ser ut som følger (Bodie et al., 2011: 321)

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

Hvor:

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på underliggende investering, i dette tilfellet egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_i = Underliggendes sensitivitet relativt til markedet

$E(R_m)$ = Forventet avkastning i markedet

$E(R_m) - r_f$ = Markedets risikopremie

Forventet avkastning på egenkapitalen ($E(R_i)$) er bygd på tre faktorer: den risikofrie renten, markedets risikopremie og en risikojustering som reflekterer selskapets volatilitet i forhold til det gjennomsnittlige selskapet i markedet, også kjent som Beta (β) (Koller et al. 2010: 238). Beta er et mål for markedsrelaterte risiko. I gjennomsnitt er beta lik 1 for markedet. Beta ligger ofte mellom 0,5 – 2 da den sjeldent ligger under 0,5 eller over 2 (Dahl et al.1997: 5).

$E(R_m) - r_f$ viser markedets risikopremie og er følgelig den samme for alle selskaper. Det samme gjelder for risikofrie rente. Dermed er det kun beta som varierer mellom selskapene (Koller et al., 2010, 239). Det er derfor rimelig å anta at risikopåslaget for en bestemt aksje kan beregnes ved å multiplisere aksjens Beta (Boye & Meyer, 2008, 98). Beta avhenger i hovedsak av risiko tilknyttet aksjens forretnings og finansielle risiko, og beregnes ofte basert på aksjens historiske avkastningstall (Dahl et al. 1997: 7).

3.2.3 ROIC / ROCE

Som nevnt tidligere er avkastning på investert kapital (ROIC) en sentral del for verdiskapning. I følge Koller et al. (2010) er formelen for ROIC følgende:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Investert\ kapital}$$

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (NOPLAT) er overskuddet som genereres fra bedriftens kjernevirksomhet etter beregnet skatt. Investert kapital ses på som kapitalen investert i bedriftens kjerneaktiviteter for eksempel: anleggsmidler, eiendom og arbeidskapital (Koller et al. 2010: 40).

En annen måte som er blitt mer og mer vanlig, er avkastningen på sysselsatt kapital (ROCE). Bruk av ROCE fremfor ROIC er blitt populær som mål på rentabilitet fordi ROCE bedre eliminerer effekten av forskjeller i kapitalstruktur. Det er stor variasjon i hva som inngår i sysselsatt kapital, jeg har valgt å benytte meg av Gjesdal & Johnsen (1993: 63) sin formel:

$$ROCE = \frac{\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{total kapital} - \text{rentefri gjeld}}$$

3.2.4 Vekst

Vekst er som tidligere nevnt essensielt for verdiskapning og er en viktig verdidriver. Det er viktig å påpeke at vekst kun skaper verdi når avkastningen (ROIC) er større enn WACC (Koller et al. 2010: 81). Hvis man har en negativ ROIC vil vekst gjøre at bedriften taper mer penger. For selskaper med en lav ROIC vil det kunne være hensiktsmessig å fokusere på å øke ROIC fremfor vekst, mens selskaper med tilfredsstillende ROIC vil få en større verdiskapning ved å vokse. Det er viktig å finne den rette balansen mellom vekstrate og avkastning for å skape best mulig verdi (Koller et al., 2010).

3.3 Verdsettelsesmetoder

Det finnes mange ulike klassifiseringer av verdsettelsesmetoder. I følge Boye & Meyer (2008: 93-94) kan metodene klassifiseres i fire hovedgrupper: balansebaserte metoder, kontantstrømbaserte metoder, relativ prising og opsjonsprisingsmodeller. Dahl et al. (1997: 12-36) klassifiserer metodene inn i balansebaserte og inntjeningsbaserte modeller. De inntjeningsbaserte modellene kan videre deles inn i tre grupper: kontantstrømbaserte modeller, dividendemodeller og resultatbaserte modeller.

Jeg vil videre i kapitlet redegjøre for de forskjellige metodene som alle har til mål å estimere selskapets verdi. Verdien man kommer fram til vil variere avhengig av hvilken metode man velger å benytte. Det finnes ingen fasit for hvilken verdivurderingsmetode som er den beste. Dette kan variere fra selskap til selskap, men kontantstrømbaserte metoder blir av mange sett på som det beste alternativet.

3.3.1 Balansebaserte metoder

Ved bruk av balansebaserte verdsettelsesmetoder beregnes egenkapitalen som differansen mellom verdien av eiendelene og gjelden (Boye & Meyer, 2008: 93). De tre vanligste metodene innenfor balansebasert verdisseting er: matematisk verdi / bokført EK, substansverdi / verdijustert EK og likvidasjonsverdi (Dahl et al., 1997: 12).

I følge Boye & Meyer (2008: 94) er det ingen prinsipielle forskjeller mellom balansebasert verdiberegning der man bygger på markedsverdier, og en kontantstrømbasert verdiberegning. Grunnen til dette er at balansebaserte metoder slik som substansverdimetoden kun egner seg når det foreligger reell markedsverdi for eiendelene, og markedsverdien for eiendeler reflekterer eiendelenes forventede inntjening Boye & Meyer (2008: 94). Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av et selskaps egenkapital basert på aksje- og regnskapslovgivningen. De reelle og inntjeningsbaserte verdiene som kommer fram kan i mange tilfeller avvike sterkt fra bokført egenkapital, fordi aksje- og regnskapslovens regler er basert på forsiktighetsprinsippet, eller laveste verdis prinsipp (Dahl et al., 1997: 13).

Likvidasjonsverdi er den verdien eierne sitter igjen med om selskapet avvikles / likvideres. Jeg vil ikke gå mer detaljert inn på de balansebaserte metodene da de ikke vil brukes i denne oppgaven til å verdsette SAS AB.

3.3.2 Inntjeningsbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modeller baserer verdivurderingen på estimert framtidig inntjening, uavhengig av reelle verdier. Jeg vil videre utrede for de tre vanligste modellkategoriene:

- Kontantstrømbaserte modeller
- Dividendemodellen
- Resultatbaserte modeller

3.3.3. Kontantstrømbaserte metoder

Kontantstrømbaserte metoder er metoder hvor verdien av egenkapitalen blir beregnet på grunnlag av fremtidig forventet inntjening (Boye & Meyer, 2008: 93). Kontantstrømbaserte metoder er en anerkjent og praktisk metode Koller et al. (2010, 313) beskriver Discounted Cash Flow (DCF) analyse som den mest nøyaktige metoden for verdivurdering. Også Boye & Meyer (2008: 124) anbefaler bruk av metoden.

Det finnes mange kontantstrømbaserte metoder. Jeg vil presentere de fire mest brukte metodene: DCF (Discounted Cash Flow), EVA (Economic Value Added), NPV (Net Present Value) samt APV (Adjusted Present Value).

Diskontert kontantstrøm-modellen (DCF-model)

Investorer som investerer kapital i et selskap forventer en framtidig positiv kontanttilførsel, da det er de framtidige kontantoverskuddene selskapet generer som gir en bedrift verdi (Boye & Meyer, 2008: 124). Boye & Meyer (2008) forklarer at kontanttilførselen kan ha mange former. Den kan være åpen, for eksempel i form av utbytte og aksjesalg, eller de kan være kamouflert i form av eksempelvis frynsegoder og overførslar til andre selskaper.

Kontantstrømbaserte metoder diskonterer framtidige kontantstrømmer med WACC til dagens verdi. Kontantstrømmene er ofte basert på historiske data.

Det finnes to metoder modellen kan ta utgangspunkt i: egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. Begge metodene fører til identisk resultat hvis avkastningskravet til total kapitalen og egenkapitalen beregnes med samme faktor. Forskjellen er at total kapitalmetoden tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt og ser bort fra endring i rentebærende gjeld, mens egenkapitalmetoden søker å estimere kontantoverskuddet til egenkapitalen, det vil si resultat etter skatt (Boye & Meyer, 2008). Egenkapitalmetoden er vanskeligere å gjennomføre fordi det er en utfordring å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapitalen (Koller et al., 2010: 104). Dette støttes opp av flere, blant annet Boye & Meyer (2008: 141) som anbefaler bruk av total kapitalmetoden i de aller fleste tilfeller, med unntak for banker og livsforsikringsselskaper. Nedenfor er begge modellene illustrert i figur 6

| Egenkapitalmetoden | Totalkapitalmetoden |
|---------------------------------|----------------------------------------|
| Resultat etter skatt | Driftsresultat |
| +Avskrivninger | -Skatt av driftsresultatet |
| -Anleggsinvesteringer | +Avskrivninger og nedskrivninger |
| -Økning i omsetningshavengig OM | -Investeringer |
| +Økning i omsetningsavhengig KG | -Økning i OM |
| +Økning i rentebærende gjeld | +Økning i rentefri gjeld |
| =Kontanttilskudd til EK | =Kontanttilskudd i totalkapitalen (TK) |

Figur 6: Egenkapital & Totalkapitalmetoden (Gjengitt etter Boye & Meyer, 2008)

Figur 6 illustrerer hvordan de to forskjellige metodene beregner seg fram til kontanttilskudd til henholdsvis egenkapitalen og totalkapitalen. Fremgangsmåten ved bruk av DCF-metodene er at man tar utgangspunkt i de siste års regnskaper og utarbeider framtidbudsjetter for 5-15 år (Boye & Meyer, 2008: 144). Før vi kan utarbeide framtidbudsjetter krever en god analyse at man omgrupperer det historiske regnskapet. For å finne ROIC og FCF må man skille driftsrelaterte (kjerneaktiviteter) fra ikke-driftsrelaterte poster. Denne omgrupperingen gjør det mulig å finne driftsresultat justert for skatt (NOPLAT) og investert kapital (Koller et al., 2010: 108), noe som er nødvendige for å gjennomføre en verdsettelse basert på DCF-metodene.

Ut i fra framtidbudsjettene vil man kunne estimere kontanttilskuddet for inneværende og kommende år. Disse estimatene neddiskonteres til dagens verdi ved bruk av en diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktorene, som ofte er avkastningskravet, finner man for egenkapitalmetoden ved å bruke CAPM, som utredet for i kapittel 3.2.2. For å estimere avkastningskravet for totalkapitalen er det vanlig å bruke WACC. Etter å ha funnet verdien av budsjettperioden er neste steg å finne terminalverdien (TV).

Terminalverdien er verdien av de resterende kontantstrømmene etter budsjettperioden og kan i følge Titman og Martin (2008: 277) ofte overstige 50 % av verdien til et selskap. Kaldestad og Møller (2011) sier at det ikke er uvanlig at opptil 70 % av selskapets verdi ligger i terminalverdien. Den vanligste metoden for å finne terminalverdien er å benytte seg av Gordons konstant vekst formel. Formelen antar konstant vekst i overskuelig framtid og ser ut som følger (Titman & Martin 2008: 61):

$$PV(\text{present value/nåverdi}) = \left(\frac{C_1}{r - g} \right)$$

Hvor:

C_1 = kontantstrøm i periode 1

r = diskonteringsfaktor / avkastningskrav (WACC / CAPM)

g = vekstfaktor

For å finne Enterprise Value (EV) kan en dele DCF-modellen inn i to trinn. Det første trinnet består av å beregne nåverdien av fri kontantstrøm i prognoseperiodens år. Det andre trinnet benytter Gordons formel for evig vekstrate, og finner dermed verdien av selskapets forventede kontantstrømmer etter prognoseperioden. Dermed er det viktig å se på hva som er med å påvirke terminalverdien og hvilke usikkerhet som ligger i anslaget. Nedenfor vil de to trinnene presenteres og forklares.

$$TV \text{ totalkapital}_t = \frac{\text{Kontantoverskudd } TK_{t+1}}{(WACC - g)}$$

Ved å diskontere kontantoverskuddet til totalkapitalen første året etter prognoseperioden med WACC fratrukket den evige vekstraten finner man terminalverdien (Kaldestad & Møller, 2011).

Enterprise Value kan beregnes ut fra følgende formel (Penman, 2010):

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC)^t}$$

Ved å trekke fra den rentebærende gjelden i selskapet vil en ha estimert verdien av selskapets egenkapital.

Economic Value Added (EVA-metoden)

EVA, også kjent som superprofittmetoden, viser profitt utover avkastningskravet og er en alternativ måte å beregne verdien av egenkapitalen på. Ved å ta utgangspunkt i bokført verdi som tillegges nåverdien av framtidig superprofitter finner man verdien av egenkapitalen.

Årlig kontantstrøm til superprofitt defineres av Gjesdal & Johnsen (1999: 163) som:

Superprofitt = Resultat før rentekostnader - skatt - (WACC * sysselsatt kapital)

Superprofitten finner man ved å redusere de budsjetterte resultatene med kostnadene knyttet til egenkapitalen. Kostnadene knyttet til egenkapitalen finner man ved å multiplisere budsjettert bokført egenkapital med avkastningskravet. Formelen for EVA-metoden / superprofittmetoden blir som følger (Boye & Meyer, 2008: 134):

$$Verdi = Bokført verdi av EK + \sum \frac{Superprofitt}{(1 + k)^t}$$

Vi ser ut i fra formelen at en positiv superprofitt vil gi selskapet positiv verdi og skape en goodwill, mens verdien vil være lavere hvis man forventer en lavere avkastning av bokført egenkapital enn avkastningskravet (Boye & Meyer, 2008: 134).

Den største kritikken mot kontantstrømbaserte modeller er i følge Koller et al. (2010: 679) og Mun (2006: 65) den manglende evnen til å verdsette ledelsens fleksibilitet i beslutningstaking. Et annet problem er ved bruk av de tradisjonelle DFC-metodene er at hvert års kontantstrøm gir liten innsikt i selskapets økonomiske prestasjon. En avtakende kontantstrøm kan signalisere at selskapet presterer dårlig, eller at man investerer for fremtiden. Økonomisk profitt vil gi en innsikt i hvordan og når selskapet generer verdi (Koller et al., 2010: 117), noe som har gjort EVA metoden populær.

Adjusted Present Value (APV-metoden)

Ved bruk av de andre DCF-modellene blir framtidig kontantstrøm i all overskuelig framtid ofte diskontert med en konstant WACC. Dette er en riktig metode hvis kapitalstrukturen og risikoen ved å investere er stabil over tid (Titman & Martin, 2008: 276). Desto høyere belåningsgrad en bedrift har, desto større skattebesparelser vil bedriften oppnå fordi rentekostnader gir fratrukk på skatt. Dersom man benytter en konstant WACC for å verddivurdere et selskap som over tid vil endre sin belåningsgrad markant, vil dette føre til at man overvurderer den verdiøkningen slike skattebesparelser fører til (Koller et al., 2010: 121). I tilfeller hvor kapitalstrukturen endres betraktelig over tid anbefales det å bruke APV-metoden (Titman & Martin, 2008: 276). APV-modellen er som følger (Koller et al., 2010: 121)

Justert nåverdi = (selskapets verdi som om selskapet bare er finansiert av EK) + (nåverdi av skattebesparelser)

3.3.4 Dividendemodeller

I følge Boye & Meyer (2008: 114) er det ikke vanlig å benytte dividendemodeller for verdivurdering i Norge, men modellen er vanlig i USA der selskapene oftere har et større utdelingsforhold til sine aksjonærer.

SAS AB har ikke utdelt utbytte til sine aksjonærer de senere årene. Det forventes heller ikke at de skal gjøre det i den nærmeste framtid, dermed vurderer jeg metoden som ikke egnet for videre verdivurdering.

3.3.5 Resultatbaserte modeller

I resultatbaserte modeller forutsetter man at de resultater som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrømmer (Dahl et al., 1997: 29). Modellene er mindre nøyaktige enn de kontantstrømbaserte, men brukes fordi de er lett gjennomførbare. Nedenfor redegjøres det for forskjellige resultatbaserte modeller.

Relativ prising

I praksis beregnes ofte verdien av et selskap på grunnlag av en komparativ sammenligning med andre tilsvarende selskap der verdien er kjent. Årsaken til at verdien er kjent er fordi selskapene nettopp har vært omsatt eller er børsnoterte (Boye & Meyer, 2008: 157). Verdien av selskapene kan selvsagt ikke sammenlignes direkte, da det må korrigeres for forskjeller i inntjeningspotensial (Boye & Meyer, 2008: 157).

Relativ prising er en populær verdsettelsesmetode blant analytikere fordi metoden er rask og lite resursskrevende (Palepu & Healy, 2008: 300). I motsetning til en rekke andre modeller trenger ikke relativ prising en flerårig detaljert prognose på parametre som; vekst, lønnsomhet og kapitalkostnad (Palepu & Healy, 2008: 300).

Palepu & Healy (2008) forklarer videre at verdivurdering ved hjelp av relativ prising kan gjøres i tre steg, der første steg er å velge et mål på verdiskapning. En verdidriver er meget bredt definert og kan være eksempelvis: salg, kontantstrøm, bokført verdi, eller ikke-finansiell

størrelser som antall ansatte eller antall kunder (Boye & Meyer, 2008: 157). Følgelig estimeres prismultiplikatorer for sammenlignbare selskaper (Palepu & Healy, 2008: 300). Det er i følge Dahl et al. (1997) vanskelig å finne representative selskaper å sammenligne med da børsnoterte selskaper ofte er veldiversifiserte, og det er få bedrifter i bransjen. Den mest vanlige multiplikatoren er Price/Earning (P/E), men jeg vil også utrede kort for andre kjente multiplere som Pris/Bok (P/B) og EV/driftsresultat. Det siste steget innebærer å anvende multiplikatoren til det sammenlignbare selskapet på verdidriveren til det selskapet som er under analyse (Palepu & Healy, 2008: 300).

Price / Earnings

Som nevnt ovenfor er den mest brukte multiplikatoren P/E, hvor P står for verdien av egenkapital eller verdi av aksjekurs, mens E står for ordinært resultat eller ordinært resultat per aksje (Boye & Meyer, 2008: 157). Dette gir følgende formel

$$P/E = \text{verdien av egenkapitalen} / \text{ordinært resultat} = \text{aksjekurs} / \text{resultat per aksje}.$$

Verdiberegning basert på P/E tall er i følge Dahl et al. (1997: 35):

$$\text{Verdi} = (\text{Resultat før ekstraordinære poster} - \text{skatt}) * P/E\text{-faktor}.$$

En klar begrensning ved bruk av multiplikatorer til verdivurdering og komparativ analyse er hvilken informasjon som ligger til grunn. I følge Dahl et al. (1997: 34-35) er det en rekke faktorer som påvirker P/E-tallet, blant annet inflasjonsforventninger, realrentenivå, skatt, utbyttepolitikk, vekst og risiko. Det at selskaper i samme bransje blir forskjellig påvirket av en rekke faktorer gjør det vanskelig å finne relevante, sammenlignbare selskaper. Koller et al. (2010: 317) nevner ytterligere to mangler ved P/E multiplikatoren. For det første blir P/E påvirket av selskapets kapitalstruktur. En annen klar svakhet er hvordan inntekter og kostnader på ikke operasjonell drift, samt engangshendelser påvirker inntjening og følgelig gir et feilaktig bilde på verdiskapningen over tid. Koller et al. (2010) anbefaler på bakgrunn av svakhetene nevnt ovenfor EV / driftsresultat som multiplikator modell.

Price / Book

P/B er i følge Boye & Meyer (2008) en annen populær multiplikator. Børskurs sett i forhold til bokført egenkapital gir oss følgende formel:

$$P/B = \text{aksjekurs} / \text{bokført egenkapital}$$

Denne multippelen skiller seg fra andre multiplere da den ikke tar utgangspunkt i selskapets inntekter. Forholdstallet representerer avkastningen selskapet forventer i forhold til den regnskapsmessige verdien av selskapet, og dermed aksjonærenes avkastningskrav gitt at markedet er effisient.

EV / EBITA

EV/EBITA er blant mange sett på som den beste og mest anvendte multiplikator, noe som støttes opp av Koller et al. (2010) og Boye & Meyer (2008: 168-169). Når EV er i telleren må verdidriverne i nevneren være relatert til totalkapitalen, for eksempel EBITA (driftsresultat + av- og nedskrivninger) og er følgelig en totalkapitalmultiplikator. EBITA omfatter kun godtgjørelse til driften og finansielle investeringer blir holdt utenfor. Følgelig verdsettes bare driftsaktivitetene når verdsettelsen skjer på grunnlag av EBIT, EBITA eller EBITDA (Boye & Meyer 2008: 159).

Normalresultatmetoden

Ved bruk av normalresultatmetoden beregner man resultat i framtiden basert på de ressurser selskapet besitter i dag. Resultatpotensialet finner man ved å analysere de siste års historiske resultater og de nærmeste års budsjetter (Dahl et al. 1997: 29). På bakgrunn av denne analysen kommer man fram til et budsjettert normalresultat. Dette resultatet skal gi et realistisk anslag på hvilket resultat man kan forvente å generere i framtiden. De fremtidige resultatene man beregner skal vurderes med hensyn til eventuell vekst og skal diskonteres med et avkastningskrav. Dette avkastningskravet skal reflektere hvor mye investorene krever utover en risikofri rente for å kompensere for risiko, justert for inflasjon (Dahl et al 1997, 29).

Dahl et al. (1997) forklarer at metoden er mye brukt i praksis, men ut i fra det jeg ser er metoden per dags dato lite brukt i praksis og jeg vurderer den videre som lite egnet for min verdsettelse av SAS AB.

3.3.6 Opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder

Kontantstrømbaserte modeller er blitt kritisert for manglende evne til å ”inkorporere” verdien av fleksibilitet, og følgelig undervurderer verdien av et selskaps interne muligheter og prosjekter. Opsjonsbasert verdsettelse gjør det mulig å verdivurdere et selskaps fleksibilitet ved bruk av opsjonsprising. Metoden kan bli brukt som et supplement eller erstatte andre verdsettelsesmetoder som mangler evnen til å verdsette fleksibiliteten. Fleksibilitet omtales ofte som realopsjoner og defineres på følgende måte av Copeland & Antikarov, (2001:5):

”A real option is the right, but not the obligation, to take an action (e.g., deferring, expanding, contracting, or abandoning) at a predetermined cost called the exercise price, for a predetermined period of time – the life of the option.”

Fleksibilitet kan sees på som valgmulighetene blant forskjellige planer som ledere må ta i respons til framtidige prosjekter (Koller et al., 2010: 679). For selskaper hvor fleksibilitet er sentralt kan man benytte realopsjoner for verdivurdering. Eksempler på industrier hvor realopsjoner ofte benyttes som et verktøy for beslutningstaking er i følge Mun (2006: 33-34) blant annet luftfartsnæringen, olje & gass, data og bioteknologi. Realopsjoner er vanskelig å verdivurdere ved bruk av tradisjonelle verdsettelsesmetoder, og man prøver derfor å håndtere dette problemet ved bruk av opsjonsprisingsteori (Hull, 2012: 765).

Mun (2006) påpeker at luftfartsnæringen er en industri som benytter seg av realopsjoner som et verktøy for beslutningstaking. Slik jeg ser det er opsjonsbasert verdsettelse i luftfartsnæringen bedre egnet for selskaper som driver med produksjon, forskning og produktutvikling enn et kommersielt flyselskap som SAS. For et selskap som produserer fly er det store kostnader forbundet med produktutvikling og produksjon, dette utløser mulighet for bruk av realopsjoner til å verdsette blant annet muligheter for å velge å produsere eller forlate prosjekter som kan ha en kritisk påvirkning av verdien på et selskap.

3.3.7 Valg av verdsettelsesmetode

Den omfattende omstillingen samt endringen av selskapets struktur som den nye strategien 4XNG bringer, gjør verdsettelsen av SAS til en kompleks prosess for en kompleks bedrift. Det finnes ingen fasit for hvilken metode som best egner seg for verdivurdering av et selskap.

Jeg har på bakgrunn av min utredning av de forskjellige verdsettelsesmetodene ovenfor kommet fram til at jeg vil benytte meg av totalkapitalmetoden. Da jeg tror denne metoden vil være det beste alternativet for en verdivurdering av SAS AB. Jeg vil også bruke relativ prising ved: EV/EBITDA og P/B for å kvalitetssikre min verdsettelse. Dette vil det videre utredes for i kapittel 8.4.

4. Strategisk analyse

En strategisk analyse er en sentral del i en verdsettelses prosess da et selskaps strategiske posisjon har stor betydning for dets verdi. Den strategiske analysen skal kartlegge hvilke makro- og mikroøkonomiske faktorer som påvirker SAS AB og dets omgivelser, samt hvilke faktorer som bidrar til å skape verdier gjennom lønnsomhet og vekst. Analysen skal se på hvordan selskapets interne og eksterne forhold påvirker selskapets strategiske posisjon i markedet. Resultatene fra den strategiske analysen supplerer tallmaterialet og gir verdsettelsen større dybde og innsyn, noe som fører til en mer nøyaktig og relevant verddivurdering.

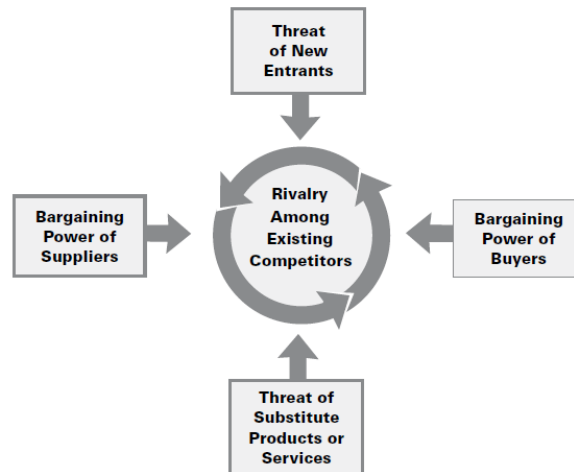
Analysen er en grunnpilar sammen med regnskapsanalysen for utarbeidelsen av framtidsbudsjetteringen og dermed også selve verdiberegningen. Oppgavens strategiske analyse er basert på 3 ulike modeller:

- Porters Five Forces
- PESTEL (Political, Economic, Social, Technological, Environmental, Legal)
- SWOT (Strength, Weaknesses, Opportunities, Threats)

I den eksterne analysen vil jeg bruke Porters five forces og PESTEL-analyse for å få innsyn i konkurransesituasjonen som er i luftfartsbransjen, samt hvilken strategisk posisjon SAS har i markedet. Deretter vil jeg benytte meg av en SWOT-analyse som gir et oversiktlig bilde på hvordan de interne og eksterne forholdene påvirker SAS. Modellene vil bli presentert i sine respektive delkapitler før en kort oppsummering av den strategiske analysen vil avslutte kapitlet.

4.1 Porters Five Forces

Ved å analysere de fem grunnleggende kreftene som Michaels E. Porter (2008) presenterer i sin velkjente modell vil man kunne måle konkurranseintensiteten i bedriftens industri og følgelig kunne si noe om bedriftens strategiske posisjon i markedet.



Figur 7: The Five forces that shape industry competition (Porter, 2008).

De fem nevnte konkurransekraftene består av trusselen fra nye inntrengere, forhandlingsmakt til kunder, trusselen fra substitutter og forhandlingsmakt til leverandører. Alle disse bidrar til å definere rivaliseringen innad i bransjen (Porter, 2008). Jeg vil nå redegjøre for hver av de fem konkurransekraftene før jeg kort oppsummerer hvordan disse påvirker SAS sin konkurransesituasjon i luftfartsnæringen.

4.1.1 Threat of new entrants

Trusselen for nye inntrengere avhenger av hvor høy inngangsbarrierene er og hvordan eksisterende aktører reagerer på nye aktører (Porter, 2008: 26). I luftfartsindustrien er inngangsbarrierene høy som følge av at det er en svært kapitalkrevende bransje. Andre barrierer som kan hindre konkurrenter å entre markedet er offentlige reguleringer og manglende flyplasskapasitet. Med manglende flyplasskapasitet menes mangel på ledige avgangstider (slots). Dette er et reelt problem da kapasiteten på flere flyplasser i Europa allerede er sprengt og videre vekst i flytrafikk vil bringe en enda hardere kamp om slots [6].

Tidligere har luftfartsindustrien vært en bransje preget av offentlige restriksjoner og regulering. De senere årene har industrien blitt kraftig nedregulert og det er ikke lenger like mange politiske vedtak som hindrer markedstilgang og dermed øker konkurransen i Europa. Dette har gjort slik at konkurransen fra nye lavprisselskaper har fått blomstre[7].

Politiske reguleringer har fortsatt en stor effekt på luftfartsbransjen, noe SAS blant annet har fått merke gjennom restriksjoner på bonuspoeng ved innenriksflyvninger i Norge. EFTA

Surveillance Authority (ESA) mener restriksjonene på Eurobonus bryter med EEAs regler. Det norske konkurransetilsynet fremmet et forslag om en del løsning hvor de åpnet for å heve restriksjonene på tre store innenriks ruter, men dette ble avslått av den norske regjeringen (SAS årsrapport 2012). Den 16. mai 2013 bestemte regjeringen seg for å oppheve forbudet mot bonuspoeng på innenlandske reiser [8].

Siden flybransjen har såpass høye inngangsbarrierer vil trusselen fra etablering av et nytt flyselskap ansees som lav. Følgelig tror jeg den største trusselen SAS står ovenfor er at allerede etablerte flyselskaper vil prøve å etablere seg i markeder hvor SAS opererer, da spesielt fra lavprisselskapene. En slik etablering vil gi økt konkurranse i et allerede konkurransepreget marked. Et godt eksempel som forsterker bildet av trusselen fra eksisterende konkurrenter er Ryanairs uttalelse om at de vil fly innenriks i Norge [9]. På grunn av kapasitetsmangel har Ryanair problemer med å få tilgang på avgangstid på ruter mellom: Oslo-Bergen, Oslo-Trondheim og Oslo-Stavanger. Dette er ruter som blir sett på som blant de mest lukrative i Europa. Andre store lavkostselskaper som vil kunne entre det norske og skandinaviske flymarkedet er Easyjet. Det britiske flyselskapet Easyjet startet i mai 2013 å fly fra Norge og ser etter videre ekspansjon og vekst [10]. Dette er i samsvar med bransjebeskrivelsen tidligere hvor det ble utredet for at det blir færre selskaper, men allerede eksisterende selskaper prøve å entre nye markeder.

4.1.2 Bargaining power of buyers.

Kundenes forhandlingsmakt avhenger av i hvilken grad de har makt ovenfor leverandører. Forhandlingsposisjonen til en kunde er sterk under følgende forhold (Roos et al., 2005: 112):

- Kundegruppene er konsentrert eller kjøper store volum
- Produktene er standardiserte eller udifferensierte
- Kunden har full tilgang på informasjon
- Produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp
- Kunden kan tenkes å integrere bakover (vertikal integrasjon).
- Produktet har liten betydning for kvaliteten på kundens varer eller tjenester

Kundegruppene som handler flybilletter er lite konsentrert og kjøper i små volum, med unntak av enkelte store bedrifter/statlige organisasjoner som handler i større volum og kan utføre et visst press i forhandlinger.

Produktene er relativt standardiserte og uddifferensierte i bransjen. På grunn av internett som en dominerende salgskanal er det lett for kundene å innhente informasjon selv til enhver tid. Det er derfor liten sannsynlighet for at kundene foretar vertikal integrasjon. Produktet kan ha en viss betydning for kvaliteten for kunden, spesielt for bedriftsreisende og turoperatører.

SAS opererer i en konkurranseutsatt bransje der de merker en stadig større konkurranse etter lavprisselskapenes inntog i Europa. Dette skaper en stor tilbudsside og presser ned prisene i markedet. Flyreiser, spesielt på korte innenriksstrekninger, har etter lavprisselskapenes vekst blitt et mer homogent produkt, noe som gjør det vanskeligere å differensiere seg og følgelig presser prisene. Dette gir kjøperne stor makt ovenfor SAS ettersom de har flere selskaper å velge mellom som alle selger relativt homogene produkter.

SAS ønsker å differensiere seg fra lavprisselskapene for å unngå direkte priskrig. Dette gjør de ved å produktifferensiere seg via service, rask og punktlig reisetid samt forskjellige billettstandard. Lavprisselskapene på den annen side har kun en felles standard for alle. I 4XNG-strategien står det også spesifikt at SAS skal ha et attraktivt bedrifts- og lojalitetsprogram.

SAS sitt lojalitetsprogram, Eurobonus, er Skandinaviens største med 2,94 millioner medlemmer (SAS Årsrapport 2012). Dette skaper et konkurransefortrinn i form av mulig kundelojalitet ovenfor SAS, og er et produkt som hjelper SAS å unngå direkte konkurranse med lavprisselskaper. Dette gir SAS muligheten til å oppnå en høyere pris da et slikt belønningssystem vil skape byttekostnader for forbrukerne. Nå som forbudet mot Eurobonus på innenlands reiser er opphevet, vil SAS kunne skape enda større byttekostnader ovenfor forbrukerne.

Oppsummert er kundenes forhandlingsmakt som gruppe stor i forhold til å presse prisen, men som enkeltindivider har kundene imidlertid liten forhandlingsmakt.

4.1.3 Threat of substitute products or services.

Porter (2008: 31) definerer substitutter som produkter som kan utføre den samme eller en lignende funksjon på en annen måte. Substitutter er noe som påvirker bransjens lønnsomhet og pris. Nære substitutter vil sette begrensninger på bransjens prisnivå. Luftfartsnæringen er

transport, i hovedsak transport av mennesker. Det nærmeste luftfartsnæringen kommer substitutter for transport av mennesker er tog, buss/bil og båt. Det er ikke mulig for buss å komme ned på en reisetid som er i nærheten av flytid. Jeg anser derfor ikke buss som et substitutt som kan true eller erstatte betydelige markedsandeler for luftbransjen.

SAS hovedmarkeder som utredet for tidligere er; innenriks i Skandinavia, intraskandinavia og reiser i Europa fra deres tre hoved huber i Skandinavia. Disse flyvningene er for det meste over land, og en båtreise vil enten ta veldig lang tid eller være fraværende som substitutt. Det finnes noen strekninger hvor båt vil kunne fungere som et substitutt for fly, men jeg anser trusselen fra båt som et alternativ til SAS sine flyvninger som liten.

Tog er uten tvil den største trusselen for fly. Lyntog som transportmiddel har etablert seg, og det bygges ut et større rute-nettverk i Europa. EU vil tredoble sitt lyntognett innen 2030 [11]. En slik utbygging og eventuell videre trend vil potensielt kunne revolusjonere luftfartsbransjen og ha store følger for aktører i flybransjen som opererer i Europa. Den aggressive lyntogutbyggingen kommer som et resultat av godene som et mer effektivt tog transport system vil gi. Et stort og velfungerende lyntognettverk vil gi mange goder da det reduserer avstandsure, men ikke minst vil det redusere klimautslipp vesentlig [12].

”Fra et klimasympunkt er det ikke tvil om at høyhastighetstog kommer veldig mye bedre ut enn fly”, professor Karl Georg Høyer ved Høgskolen i Oslo [11].

Tidligere i oppgaven nevnte jeg noen innenriksruter i Norge som blir sett på som blant de mest attraktive rutene i hele Europa. En utredning fra Deutsche Bahn viser at en reise fra Oslo til Bergen, Haugesund og Stavanger kan få en reisetid på to og en halv time, selv med 8-10 stopp underveis. Ved slike reisetider viser all erfaring at folk foretrekker lyntog framfor fly [11]. Dette er også lyntogene i Spania er et godt eksempel på. Over halvparten av all persontransport mellom hovedstaden Madrid og Barcelona skjer i dag med tog, og effekten av togsatsningen er enorm, både for reisemønster, næringsliv og for togbyene sin økonomi [13]. Et høyhastighetsnettverk som kobler 80 % av den norske befolkningen, vil kunne revolusjonere persontransport og luftfartsindustrien.

Med slike offensive mål om utbygging av lyntognettverket kan man ikke overse tog som et effektivt og farlig substitutt for SAS sine flyvninger, spesielt i Europa hvor SAS opererer. En

slik satsning på tog vil imidlertid ta tid, og jeg ser dermed ikke på dette som en reell trussel på kort sikt. På lengre sikt vil en slik utbygging i realiteten kunne utøve en stor trussel.

4.1.4 Bargaining power of suppliers.

Forhold som påvirker leverandørens forhandlingsmakt er blant annet antall leverandører, antall kunder, leverandørers muligheter for integrasjon, substitutter i bransjen samt viktigheten av leverandørens produkt som innsatsfaktor (Roos et al., 2005: 113).

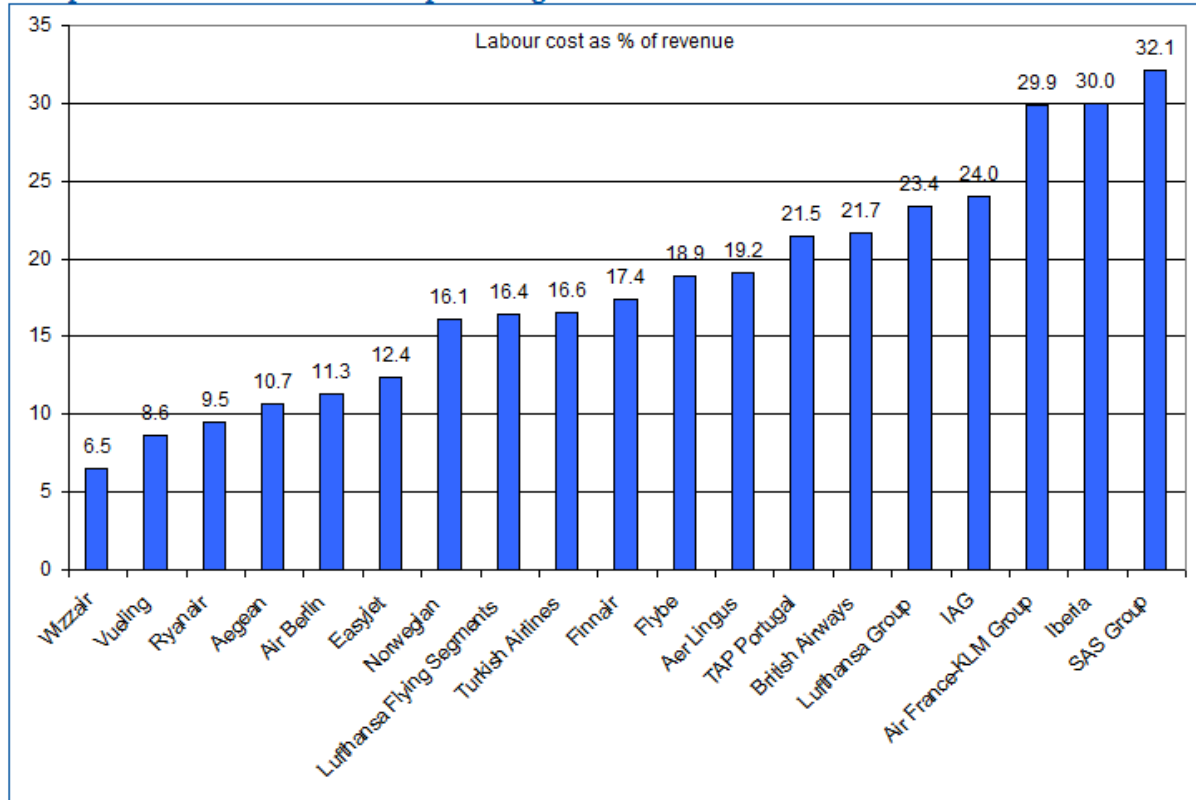
For SAS er forholdet til leverandører av fly viktig. SAS har en flyflåte der flyene enten er eid av SAS eller leaset. Leverandørens forhandlingsmakt er ansett å være relativt sterk da det er få, men store bedrifter som produserer fly. SAS konkurrer på lik linje med andre flyselskap slik at makten til leverandørene ikke ansees å påvirke SAS sin konkurransekraft, og vektlegges følgelig ikke videre.

4.1.5 Rivalry among existing competitors.

Som tidligere utredet kan man grovt dele SAS virksomhet inn i Norden og Skandinavia-interkontinental.

Figur 2 viser at SAS er det største flyselskapet i Norden, mens den største konkurrenten er Norwegian Air Shuttle. Luftfartsindustrien er en konkurranseutsatt industri med press på pris og kostnadsnivå. Kostnadsnivået i forhold til konkurrenter er en helt avgjørende faktor for å være konkurransedyktig i luftfartsnæringen. I bransjen måles ofte kostnadseffektivitet i setekilometer også kjent som CASK (enhetskostnader). SAS sin enhetskostnad var i perioden januar-oktober 2012 på 0,81 øre/km, mens Norwegians enhetskostnader var 0,45 i 2011 (Milne & Parker, 2012; [14]), og Ryanairs enhetskostnader var 0,28 2010 [15]. Som vi ser av figur 8 har SAS en stor kostnadsulempe både når det gjelder CASK og lønnskostnader.

European airlines labour cost as a percentage of revenues: 2012*




Figur 8: European airlines labour cost as percentage of revenues: 2012 [31].

SAS har i sin årsrapport identifisert tre hovedutfordringer som må løses for å lykkes og for å kunne drive konkurransedyktig. Disse er:

1. Kutte kostnader og øke fleksibilitet
2. Bedre likviditeten
3. Bedre egenkapitalen.

4XNG-strategien skal løse disse utfordringene gjennom en rekke tiltak. Disse framkommer av figur 9:

| Measures | Main objective | | |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------|----------------------|
| | Cost | Flexibility | Liquidity/ Equity |
| New collective agreements for flight crew | ✓ | ✓ | |
| Outsourcing of Ground Handling, customer service and certain administrative functions | | ✓ | ✓ |
| Centralization of administration, staff cuts and market-based remuneration | ✓ | | |
| New pension agreements with defined-contribution pensions | ✓ | | ✓ |
| Savings and streamlining measures in IT | ✓ | ✓ | |
| Asset sales | | | ✓ |



4EXCELLENCE
NEXT GENERATION

4XNG will deliver an earnings improvement (EBIT) of about SEK 3 billion and liquidity effects of about SEK 3 billion pertaining to the sale of assets.

Figur 9: Tiltak 4XNG (SAS Årsrapport 2012).

Gjennom lønnskutt, salg av eiendeler som Widerøe og Ground Handling, omstrukturering av administrasjon og oppsigelser, nye pensjonsstruktur samt kostnadsbesparelser innen IT skal SAS adressere og løse disse tre utfordringene. Tiltakene skal gi en fortjeneste på 3 milliarder Svenske kroner og en likviditetseffekt på 3 milliarder gjennom salg av eiendeler. 4XNG-strategien har som mål å kutte enhetskostnadene med 3-5 % årlig til 2015 og totalt 20 % (SAS Årsrapport 2012), som vil gi SAS en CASK på ca 0,65 øre (analytikernes anslag varierer fra 60-70 øre) [16] [17] [2]. Dette viser at SAS opererer med høyere kostnader og er derfor avhengig av å oppnå en høyere pris enn sine konkurrenter. Som nevnt tidligere ser blant annet Ryanair på å entre det norske innenriksmarkedet, noe som vil gjøre konkurransen enda hardere. SAS satser på å ta ut denne prismarginen ved frekvente flyvninger, service, Eurobonus, Star Alliance og andre ytelser som kan skape en høyere betalingsvillighet.

Fra 2006 har Europas lavkostselskaper økt sitt passasjerantall med 12 % årlig, mens fullserviceselskaper som SAS kun har økt med 2 % årlig [3]. Samtidig er det ventet at lavkostselskapene vil øke sin andel av markedet ytterligere fra 15 % i 2011 til 20 % (Airbus S.A.S, 2012)

Kort oppsummert er det en sterk konkurranse blant de eksisterende konkurrentene i det nordiske markedet, hvor de største konkurrentene er Norwegian og Ryanair. Norwegian er i sterk vekst, mens Ryanair ser på muligheten for å entre det lukrative norske innenriks markedet. Dette vil føre til enda sterkere konkurranse og SAS er avhengig av en suksessfull implementering av 4XNG for å kunne drive konkurransedyktig i ovenfor eksisterende konkurrenter i framtiden.

4.2 Bransjeanalyse - PESTEL

PESTEL er et rammeverk for å kartlegge de makroøkonomiske faktorene som påvirker selskapet som analyseres og består av følgende seks forhold: politiske (political), økonomiske (economic), sosiale (social), teknologiske (technological), miljømessige (environmental) og lovmessige (legal) (Johnson et al., 2008). Mange av disse forholdene hører sammen, men vil bli redegjort for i hvert sitt delkapittel nedenfor. Rammeverket benyttes sammen med Porters Five Forces i den eksterne analysen av SAS sin strategiske posisjon. Analysen skal identifisere hvilke forhold og nøkkeldrivere som vil skape verdi i bransjen og for selskapet på sikt.

4.2.1 Politiske faktorer

Selskaper i luftfartsbransjen er internasjonale bedrifter som opererer på tvers av flere land, og ofte kommer store deler av inntektene fra andre områder enn selskapets hjemland. SAS har sine inntekter fordelt over hele verden, selv om 90 % av inntektene stammer fra Europa. Figur 10 gir en oversikt over den geografiske fordelingen av SAS sine inntekter for perioden januar-oktober 2012.

| Geographic distribution of SAS passenger revenues, Jan–Oct 2012 | % |
|-----------------------------------------------------------------|-----|
| Norway | 38 |
| Sweden | 22 |
| Denmark | 12 |
| Finland | 3 |
| Europe | 15 |
| Other countries | 10 |
| | 100 |

Figur 10: Geographic distribution of SAS passenger revenues, Jan-Oct 2012 (SAS Årsrapport 2012).

Drift på tvers av landegrenser medfører tverrpolitiske reguleringer og gjør slik at politiske faktorer i stor grad påvirker bransjen. Luftfartsindustrien er en kostnadsdrevet bransje og forskjeller i statlige reguleringer, arbeiderlovgivning og lønnsnivå har stor betydning for et selskaps kostnadsnivå.

Ansatte i forskjellige land med ulike fagforeninger og ulike lønnsnivå kan skape store utfordringer, noe SAS nylig har fått erfare gjennom intense forhandlinger. Dette ble gjort for å få lønnskostnadene ned på et konkurransedyktig nivå samt øke fleksibiliteten, produktiviteten og redusere kompleksiteten i organisasjonen (SAS Årsrapport 2012). Et godt eksempel på hvordan flyselskaper blir påvirket av tverrfaglig lovgivning og hvordan dette igjen påvirker

kostnadene er Ryanair. Michael O’Leary, sjef for Ryanair, uttalte at han ville legge ned virksomheten på Rygge i Norge eller kutte tilsvarende i lønninger om de får en ekstra skatteregning, da Ryanairs piloter i Norge ikke skatter til Norge [18]. SAS statlige eierskap kan også påvirke selskapets vilje til å flytte personell ut av de skandinaviske landene.

4.2.2 Økonomiske faktorer

Luftfartsindustrien er i stor grad påvirket av økonomiske faktorer. Airbus påpeker dette i en uttalelse hvor de hevder at økonomisk vekst er en nøkkelfaktor for vekst i luftfartsbransjen (Airbus S.A.S, 2012). Verdensøkonomien har kommet seg betraktelig siden finanskrisen, men preges fortsatt av den pågående gjeldskrisen som tynger, situasjonen spesielt i Europa er av betydning for SAS. Jeg vil i dette delkapittelet utrede for hvilke og hvordan makroøkonomiske faktorer påvirker luftfartsnæringen, og følgelig SAS. Det er vanskelig å forutse den makroøkonomiske utviklingen, spesielt på lang sikt. Dette kommer også fram da analytikere har ulike anslag i sine estimater. Jeg mener likevel det er en viktig del av en verdivurdering å prøve å gi et så korrekt estimat som mulig, i hvert fall på kort sikt.

Fordelingen i figur 10 er i samsvar med SAS sine fremtidsutsikter. På bakgrunn av denne fordelingen vil jeg videre ta for meg verdensøkonomien, europaøkonomien samt hvert av de skandinaviske landene hver for seg.

Verdensøkonomien

Utviklingen i verdensøkonomien er viktig for alle som driver med luftfart på tvers av landegrensene. Som vi ser fra SAS sine passasjerinntekter i 2012 er 10 % av disse fra land utenfor Europa. Verdensøkonomiens utsikter vil derfor benyttes for å analysere dette segmentet.

I Den Norske Banks (DNB) rapport ”Økonomiske utsikter januar 2013” omtaler de året 2012 som et år uten store overraskelser, hvor verdensøkonomien utviklet seg omtrent som forventet med en økning i BNP på 3,3 % [19]. Videre prognostiserer DNB en økning i BNP på 3,5 - 4,5 % årlig i perioden fra 2013-2016. DNB sier videre at mye av usikkerheten i Eurosonen er ryddet unna, men presiserer at store deler av veksten er ventet å komme i land som utgjør såkalte vekstøkonomier, mens industriland får en betydelig lavere vekst.

Europaøkonomien

Da vi ser på SAS passasjerinntekter kommer 18 % av inntektene fra europeiske land utenfor Skandinavia, følgelig er Europaøkonomiens utvikling viktig for markedssituasjonen i den europeiske luftfartsbransjen og SAS.

Etter et år med resesjon i Europa i 2012 (-0,4 %) venter DNB en mer moderat vekst i eurosone kontra verdensøkonomien. De anslår en årlig økning i BNP på 0,3 % - 1,6 % i perioden 2013-2016 [19]. Disse prognosene er begrunnet med at eurosone har vært inne i en økonomisk nedgangsperiode med fem kvartaler på rad med negativ vekst. Denne nedgangen er et resultat av gjeldskrisen som har utbredt seg i mange euroland, da spesielt de sydlige. ESB (Europas Sentral Bank) har satt i gang en rekke tiltak i form av blant annet langsiktige kvalitetslån til europeiske banker og kjøp av statslån utsendt av gjeldstyngede euroland. Dette har i følge DNB bidratt til å dempe risikoen for et framtidig sammenbrudd [19].

Skandinavia

Skandinavia er hva som livnærer SAS og er deres største marked. Passasjerinntektene fra de skandinaviske landene utgjorde 72 % av de totale passasjerinntektene. Hvordan økonomien i de skandinaviske landene utvikler seg er helt essensielt for utviklingen i den skandinaviske luftfartsbransjen og SAS. Jeg vil derfor kort gå igjennom hvert enkelt av de skandinaviske landenes fremtidige økonomiske utsikter.

Sverige

Sverige er SAS nest største marked med passasjerinntekter som utgjør 22 % av den totale inntekten. I 2012 var 49 % av SAS administrasjonen lokalisert i Sverige, og i løpet av 2015 er målet i 4XNG-strategien at hele 81 % av administrasjonen skal flyttes til Stockholm (SAS årsrapport 2012). Utviklingen i den svenske økonomien er følgelig viktig for SAS.

Den svenske økonomien vil i følge DNB ha en svak vekst i 2013 med 0,7 % i BNP som et resultat av mindre investeringer, eksport og import, men det offentlige forbruket bidrar til en marginal vekst. Videre estimeres det at veksten vil ta seg opp igjen i 2014 med en økning i BNP på 2,5 %. Denne veksten kommer som et resultat av økte investeringen, import og eksport.

Figur 11 viser Sveriges makroøkonomiske nøkkeltall:

| Makroøkonomiske nøkkeltall. Sverige | | | |
|-------------------------------------|------|------|------|
| | 2012 | 2013 | 2014 |
| Privat forbruk | 1.2 | 0.7 | 2.5 |
| Offentlig forbruk | 0.9 | 2.0 | 1.5 |
| Investeringer | 2.4 | -3.9 | 4.2 |
| Eksport | -0.2 | -1.4 | 4.8 |
| Import | -0.8 | -2.1 | 4.9 |
| BNP | 1.0 | 0.7 | 2.6 |
| Arbeidsledighet | 7.7 | 8.4 | 8.3 |
| Konsumpriser | 0.9 | 0.4 | 1.0 |
| Lønn | 3.1 | 2.4 | 2.6 |
| 3m pengemarked | 2.0 | 1.1 | 1.4 |
| 10 år swap | 2.3 | 2.3 | 2.6 |
| EUR/SEK | 8.7 | 8.7 | 8.8 |

Kilde: DNB Markets

Figur 11: Makroøkonomiske nøkkeltall. Sverige (DNB Markets, [19]).

Den svenske riksbank forventer en vekst i BNP på 1,2 % i 2013, 2,7 % for 2013 og 3,1 % for 2014 [20]. Ut i fra DNB og Riksbanken sine prognoser antar jeg at det vil bli en lav økonomisk vekst i 2013, mens veksten i 2014 og utover vil øke.

Norge

Passasjerinntekt fra Norge utgjør 38 % av de totale passasjerinntektene og er SAS største enkeltmarked. Norge kan derfor sees på som det viktigste markedet for SAS, og landets videre økonomiske vekst vil være viktig for SAS videre utvikling.

”Norge bekreftet sin status som annerledeslandet i 2012, med høy aktivitetsvekst, videre nedgang i ledigheten og et ganske friskt lønnsoppgjør.” [19]

Økonomien i Norge kan sies å være todelt. På den ene siden har Norge hatt en stor vekst i olje og boliginvesteringer som har bidratt til at Norge har hatt en betydelig vekst i 2012, et år som ellers har vært svakt og utfordrende for resten av Europa. På den andre siden har tradisjonell eksport slitt med svak etterspørsel, høyt kostnadsnivå og en sterk krone [19]. DNB anslår en vekst i BNP Norge på 1,2 % i 2013 og 1,5 % - 1,6 % i 2014-2015. Denne veksten er som nevnt sterkt drevet av olje og boliginvesteringer. Dette gjør Norges fremtidige vekst sensitiv og avhengig av hvordan etterspørsel og pris på olje utvikler seg.

Som nevnt i innledningen til dette kapitelet er det vanskelig å spå framtiden for makroøkonomiske trender. De ulike estimatene fra banker, SSB og fagforeninger på fremtidig vekst i BNP ser ut til å variere fra 2,5 % til 3,1 % og er gjennomsnittlig på 3 % for 2013 som vi ser av figur 12.

| | | BNP Fastlands-Norge | KPI | Årslønn | Arbeidsledighet ¹ |
|---------------------------|----------|---------------------|-----|---------|------------------------------|
| DNB | Aug 2012 | 2,5 | 1,1 | 4,0 | 3,3 |
| Swedbank First Securities | Sep 2012 | 2,9 | 1,5 | 4,0 | 3,1 |
| Handelsbanken | Apr 2012 | 2,9 | 1,8 | 4,0 | 3,4 |
| LO | Sep 2012 | 3,0 | 1½ | .. | 3¼ |
| Nordea | Sep 2012 | 3,0 | 1,8 | 4,3 | 2,9 |
| Norges Bank | Jun 2012 | 3¼ | 1¾ | 4¼ | 3 |
| NHO | Sep 2012 | 2½ | .. | .. | 3 |
| OECD | Mai 2012 | 3,6 | 2,1 | .. | 3,2 |
| SEB Enskilda Banken | Aug 2012 | 3,1 | 1,9 | 4,2 | 3,2 |
| SSB | Sep 2012 | 3,1 | 1,6 | 3,7 | 3,3 |
| Gjennomsnitt | | 3,0 | 1,7 | 4,1 | 3,2 |
| Finansdepartementet | Sep 2012 | 2,9 | 1,9 | 4 | 3,2 |

¹ I prosent av arbeidsstyrken.

Figur 12: Anslag for den økonomiske utviklingen i 2013 [43].

Et anslag på den fremtidige økonomiske veksten i Norge vil ha en påvirkning senere i oppgaven under fremtidsbudsjetteringen, da fremtidig vekst skal prognostiseres.

Danmark

Danmarks passasjerinntekter utgjør 8 % av de totale passasjerinntektene til SAS. Flyplassen i København (Kastrup) er en av tre hovedhuber og er et veldig viktig knutepunkt for SAS sine interkontinentale reiser.

I følge DNB var Danmark i resesjon i 2012 med en negativ vekst i BNP på -0.4 %, DNB mener videre at veksten i BNP blir på 1,3 % i 2013, mens det videre forventes en stabil vekst i 2014 og 2015 på henholdsvis 1,8 % og 1,9 %.

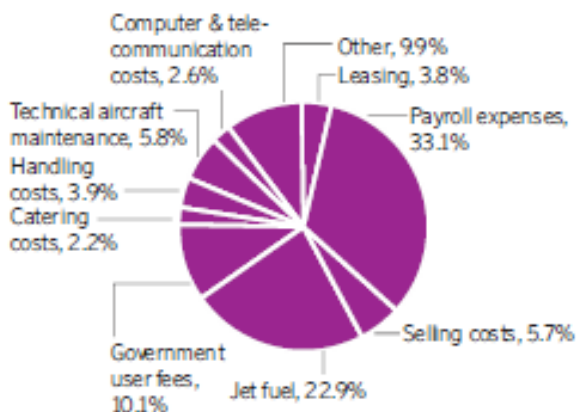
Oljepris

Oljeprisen har en stor betydning for luftfartsbransjen siden det er en bransje med høye drivstoffkostnader. Flybensin utgjør ofte den største utgiftsposten for flyselskap [21]. Flyselskapenes kostnadsnivå er dermed avhengig av utviklingen i oljeprisen. Det er derfor naturlig at billettprisene øker ved høy oljepris ettersom flyselskapene er kostnadssensitive ovenfor endringer i denne. En slik prisstigning er ofte praktisert via en avgift kjent som

”drivstofftillegg” på billettprisen [22]. En høy oljepris har vært skyld i flere selskapers død, da kostnadsnivået har blitt for høy for profitabel drift [21], noe som støttes opp av Norwegians administrerende direktør Bjørn Kjos sin uttalelse om at gamle fly og høy oljepris er en dødelig cocktail [23].

Luftfartsbransjen er som nevnt tidligere en svært kostnadsdrevet bransje. Siden drivstoffkostnadene utgjør en så stor andel i luftfartsindustrien at det er vanlig å ”sikre” seg mot store svingninger i oljeprisen ved å hedge olje med derivater for å redusere utfallene ved svingninger i oljeprisen. Selskaper som ikke lykkes i å holde drivstoffkostnadene nede vil ha en stor kostnadsulempe i forhold til andre flyselskap. SAS har som et resultat av dette valgt og kontinuerlig hedge mellom 40-80 % av prognostisert forbruk av drivstoff for de kommende 12 månedene. Dette gjøres for å redusere risikoen ved slike svingninger som selskapet ikke kan kontrollere (SAS Årsrapport 2012).

**SAS Group, cost breakdown,
January–October 2012**

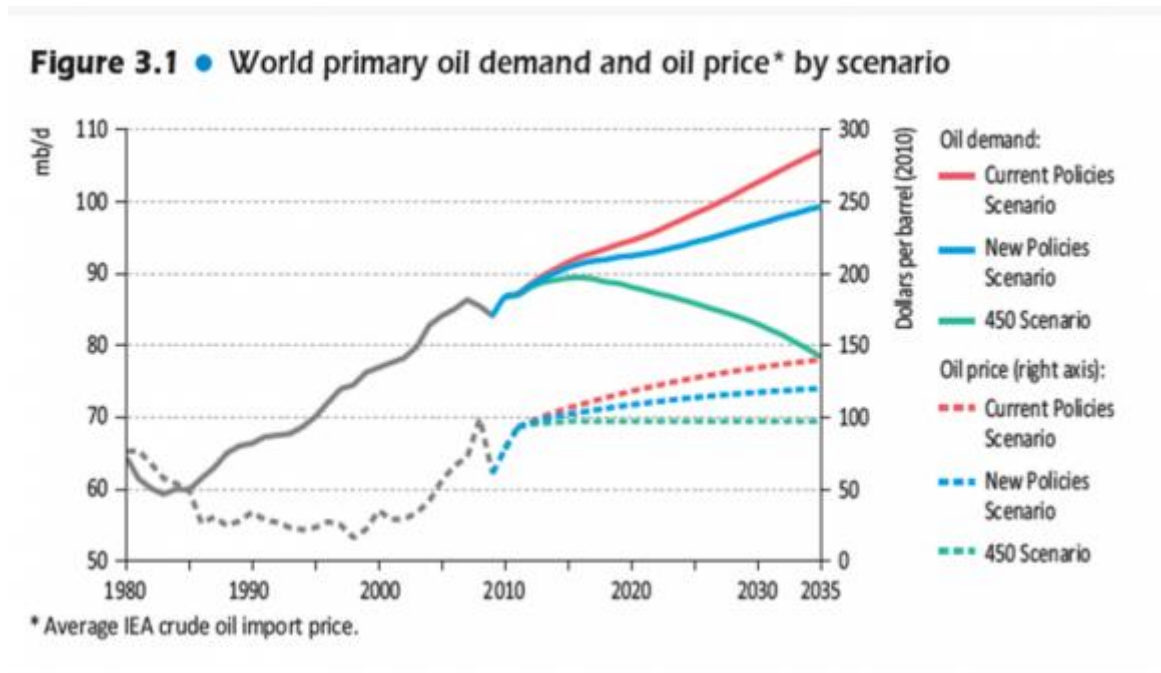


Figur 13: SAS Group, cost breakdown (SAS Årsrapport, 2012).

Figur 13 viser at drivstoffkostnadene i SAS utgjør 22,9 % av de totale kostnadene. Etter kuttene som 4XNG medfører i selskapets personalkostnader vil drivstoffkostnader være SAS største utgiftspost.

På bakgrunn av forklaringen ovenfor er framtidig oljepris viktig for framtidig drift av luftfartsselskap. Oljeprisutviklingen er som andre makro økonomiske faktorer vanskelig å spå, det er derfor flyselskap bruker hedging for å slippe store kostnadssvingninger på kort tid.

DNB tror snittprisen for brent olje vil ligge på 107 USD \$ i 2013[19]. Figur 14 viser International Energy Agency (IEA) sin prognostiserte framtidige oljepris:

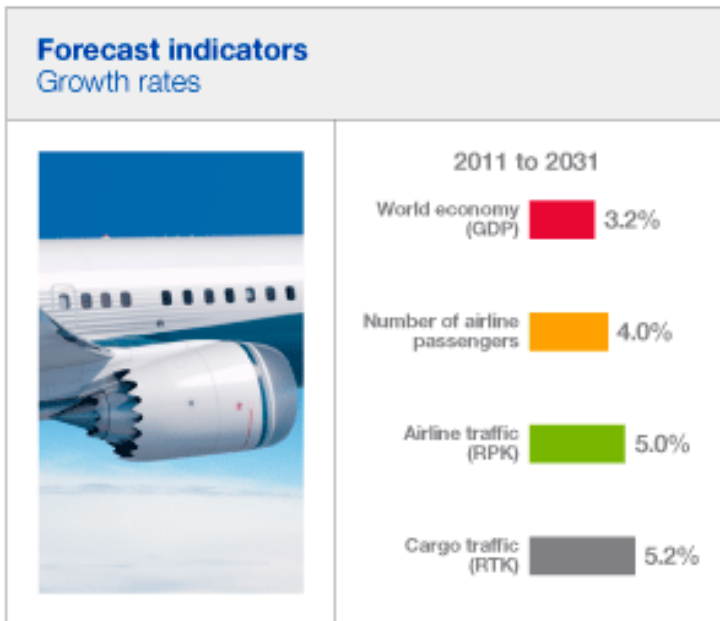


Figur 14: Prognose fremtidige oljepriser (International Energy Agency. 2011, 105).

Utviklingen i oljeprisen vil ha mye å si for SAS sine kostnader og dermed driften av selskapet. På grunn av SAS aktive posisjoner for å hedge risikoen ved svingninger i oljepris vil det være umulig for meg å estimere fremtidig oljepris og dens påvirkning på SAS i min oppgave. SAS holder også på å fornye sin flypark noe som vil redusere drivstoffkostnadene med 10-15 % (SAS årsrapport 2012). Utviklingen i oljeprisen vil også ha en stor effekt på den norske økonomien og dens vekst.

Forventet markedsvekst i global flytrafikk

Boeing som sammen med Airbus utgjør de to største produsentene av fly spår på verdensbasis en årlig passasjervekst på 4 % i perioden 2011-2031. De forventer at SAS største marked intereuropiske reiser vil vokse med 3,5 % årlig, mens interkontinentale reiser fra Europa vil øke med 4,6 % - 5,1 % årlig avhengig til hvilket kontinent.



Market developments
Airline traffic growth rates

2011 to 2031

| | Africa | Latin America | Middle East | Europe | North America | Asia Pacific |
|---------------|--------|---------------|-------------|--------|---------------|--------------|
| Asia Pacific | 7.4% | 5.4% | 7.2% | 5.7% | 4.8% | 6.7% |
| North America | 6.0% | 5.1% | 6.4% | 3.8% | 2.2% | |
| Europe | 4.8% | 4.6% | 5.1% | 3.5% | | |
| Middle East | 6.9% | - | 5.1% | | | |
| Latin America | 8.3% | 6.5% | | | | |
| Africa | 6.2% | | | | | |

Figur 15: Forecast indicators [24].

Figur 16: Market developments [25].

Denne prognosen blir støttet av Airbus som har prognostisert en marginal lavere årlig vekst på 3,4 % mot Boeings 3,5 % fram mot 2031. Airbus prognostiserer med en interkontinental vekst på 4,4 %, noe de begrunner med økt turisme via lavkostflyselskap, økt interkontinental trafikk, økonomisk vekst samt Airbus uttalelse om at reising ligger i DNA-et til Europeere. Uttalelsen begrunnes gjennom at passasjerene fortsatt har valgt og fly selv om Europa er, og har hatt lav økonomisk vekst de siste årene (Airbus S.A.S. 2012).

SAS skriver i sin årsrapport for 2012 at de forventer omsetningen i den nordiske flyindustrien skal vokse med 70 % fra 100 milliarder svenske kroner til 170 milliarder svenske kroner før 2020. IATA estimerer at ca 80 % av markedsveksten fram til 2020 skal komme fra fritidsreiser (SAS Årsrapport 2012).

Konklusjon makroøkonomiske forhold

Framtidig makroøkonomisk utvikling har en stor påvirkning på SAS og økonomisk vekst er en av hoveddriverne for fremtidig vekst i luftfartsbransjen. Den framtidige veksten i verdensøkonomien, spesielt skandinavisk økonomi ser ut til å gi en sterk framtidig vekst i fremtidig flytrafikk. Dette gir SAS gode muligheter for fremtidig vekst, men det er flere momenter som kan ha en negativ påvirkning på luftfartsindustrien. Drivstoffkostnader avhenger sterkt av oljeprisutviklingen og en høy oljepris kan gi store utfordringer, samtidig som en lav oljepris vil svekke SAS største marked Norge. Den pågående gjeldskrisen i Europa kan skape usikkerhet og risiko for fremtidig vekst i Europa og en langvarig resesjon i den Europeiske økonomien vil kunne skape store ringvirkninger å hemme veksten i luftfartsbransjen betraktelig.

4.2.3 Sosiale Faktorer

Sosiale faktorer vil ikke påvirke bransjen eller SAS på kort sikt, men vil på lengre sikt kunne ha stor betydning. De sosiale faktorene på lang sikt påvirkes av den menneskelige utviklingen og hvordan de sosiale forholdene forandres. For SAS er det i hovedsak utviklingen i Skandinavia som betyr mest, men også utviklingen i resten av Europa vil ha betydning. Globaliseringen har en stor effekt på luftfartsindustrien, med fritidsreiseing og turisme som en fremvoksende trend. Dette er en viktig trend for framtidig vekst i luftfartsindustrien.

Andre demografiske faktorer som påvirker luftfartsbransjen er en stadig lengre levealder, samt befolkningsvekst. Fra 2002 har flytrafikken i Norge økt med 140 %. Dette er drevet av en god økonomi, lengre levealder og økende turisme [26], samtidig som urbaniseringen fortsetter globalt. Når folk får mer penger, flyr de mer [26].

4.2.4 Teknologiske faktorer

Utviklingen av de teknologiske faktorene i flybransjen ligger mer på produsent siden enn hos selve flyselskapene. Dermed stiller SAS på lik linje med andre flyselskap som kjøper av et produkt. Den viktigste teknologiske utviklingen i luftfartsbransjen er utviklingen av nye, bedre og mer effektive fly. Mer drivstoffeffektive og kostnadseffektive fly vil på sikt kunne skape store kostnadsbesparelser for flyselskapene, og en slik utvikling er høyt etterspurt hos produsentene.

SAS driver ingen betydelig forskning og utvikling selv. Selskapets utviklingsarbeid knytter seg hovedsakelig til drift, utvikling og bedring av egne IT-systemer, samt egen produktutvikling. SAS har de siste årene hatt et kompleks IT-system som har vært kostbart og dermed konkurransehennende. Systemet var også et hinder for fleksibilitet og simplifisering av drift. SAS har nå utviklet en ny IT plattform som skal senke distribusjonskostnadene og forenkle drift og vedlikehold på systemet (SAS Årsrapport 2012). Gjennom 4XNG satser SAS på å halvere IT kostnadene de neste årene gjennom forenkling, standardisering, reduisering av systemet samt outsource deler av utvikling, vedlikehold og drift. Resten av IT avdelingen i SAS skal flyttes til Stockholm (SAS Årsrapport 2012).

4.2.5 Miljømessige faktorer

Flytrafikk står for litt over 2 % av de globale klimautslippene [27]. Flyselskapene er underlagt en rekke miljømessige lover og forskrifter. Dette gir et konstant press for å kutte forurensningen for å unngå avgifter og de ekstrakostnadene de medbringer.

Flyselskaper med europeiske ruter må delta i EU sitt "cap-and-trade"-system for CO_2 og er nødt til å kjøpe ytterligere bevilgninger hvis de overgår grensene satt av EU-kommisjonen [28]. Dette systemet er kraftig kritisert av mange da de mener det skaper konkurransemessige ulemper for europeiske flyselskaper mot ikke-europeiske flyselskaper. I en verden og bransje med stadig økende fokus på miljø, klima og effektivisering vil man i framtiden se en økende trend av reguleringer, kvoter, avgifter og restriksjoner når det gjelder miljø og luftfart. Dette er reguleringer som påvirker bransjen som helhet og det vil være muligheter for å oppnå konkurransefordeler/ulemper avhengig av hvor godt man tilpasser seg.

Siden drivstoffkostnader ofte utgjør den største enkeltkostnaden for flyselskaper er det også i egne interesser å finne måter å kutte CO2 utslipp samt finne grønnere løsninger som fører til lavere drivstoffbruk og reduksjon i miljøavgifter. Det investeres derfor i stadig bedre og nyere fly for å kutte drivstoffkostnadene mest mulig og med det oppnå en kostnadsfordel ovenfor andre konkurrenter med eldre og mer drivstoffkrevende flåter. Det forskes også på alternative drivstoff som kan erstatte den tradisjonelle flybensinen med billigere og mer miljøvennlige alternativ. Dersom det utvikles et alternativ til dagens drivstoff vil det kunne resultere i et press ovenfor bransjen at det blir tatt i bruk, samtidig som det kan gjøre dagens drivstoff dyrere gjennom avgifter og bøter.

SAS har som mål å skape en ansvarlig og bærekraftig trafikk vekst, samtidig som man reduserer miljø påvirkningen (SAS Årsrapport 2012). SAS vil ha et miljøprogram på lik linje med de ledende innen industrien der forbrukere, ansatte, myndigheter og aksjonærer stadig vektlegger selskapers miljøhensikter er det viktig for SAS å ha en tilfredsstillende miljøprofil. Mer konkret vil SAS kutte 50 % av utslippene per enhet innen 2020 sammenlignet mot 2005. SAS vil også redusere drivstoffkostnadene ved å fornye sin flyflåte. I løpet av 2015 skal alle gjenværende fly fra den forrige generasjons fly (MD-80 og Boeing 737 Classic) være faset ut og erstattet av nye og mer drivstoffeffektive fly (SAS Årsrapport 2012). De nye flyene er forventet å bruke mellom 10-15 % mindre drivstoff enn de gamle. Fornyelsen av flyflåten er nødvendig for å kutte drivstoffkostnadene.

4.2.6 Lovmessige faktorer

Det finnes en rekke lovmessige faktorer som regulerer luftfartsbransjen og dens aktører, både nasjonalt og internasjonalt. Endringer i lover eller restriksjoner påvirker både bransjen som helhet og SAS som enkeltaktør. Som nevnt under miljømessige faktorer er lovgivningen rundt utslippskvoter en lovmessig faktor som har stor påvirkning for europeiske flyselskap.

Forskjeller i lovgivningen på tvers av land kan skape store utfordringer i luftfartsbransjen. Et godt eksempel på dette og noe som har stor påvirkning på luftfartsindustrien, er arbeidsforholdene og arbeidskontraktene i bransjen. Lavkostselskapene bruker bemanningsselskap i diverse land for bevisst å unngå skandinavisk lovgivning for arbeidsforhold (SAS Årsrapport 2012). Dette skaper konkurranse- og kostnadsfordeler ovenfor de som følger lovgivningen og konkurrerer i Skandinavia. Dette er en kontroversiell

metode for å kutte kostnader ovenfor både ansatte og konkurrenter, og er under strengt oppsyn hos regjeringene i Skandinavia (SAS årsrapport 2012).

Lovgivning og reguleringer for luftfartsindustrien i Europa har store påvirkning på flyselskapenes kostnadsnivå. Avgifter, restriksjoner, passasjer og ansattes rettigheter har stor påvirkning på kostnadsbasen selskapene operer med. Dette er faktorer som skaper ujevnheter i bransjen og virker konkurransehemmende, spesielt for SAS som opererer i høykostland. For å kunne konkurrere på lik linje kan et alternativ være et felles europeisk regelverk, på tvers av landegrensene [28]. Flyplasser og flytrafikkkontrollorganisasjoner har et naturlig monopol og deres insentiver for å kutte kostnader og avgifter for flyselskaper er dermed begrenset (SAS Årsrapport 2012). Dette fikk blant annet Ryanair erfare i deres forhandlinger med Avinor angående flyplassavgifter [29].

Et godt eksempel på hvordan nasjonale lovgivning kan ha store konsekvenser for et flyselskap, er forbud mot bonuspoeng på innenriksflyvninger i Norge. Fram til 16. mai 2013 har det ikke vært lov å opptjene bonuspoeng på reiser innad i Norge, dette på tross av at konkurransetilsynet har foreslått en løsning hvor det er mulig å tjene bonuspoeng på tre av de mest brukte rutene: Oslo – Stavanger, Oslo – Bergen og Oslo – Trondheim. Løsningen ble avslått av staten, og har vært en ulempe for SAS som har det største lojalitetsprogrammet i Norden og følgelig lider mest av et slikt forbud [30]. Opphevelsen av forbudet vil styrke SAS.

4.3 Selskapsanalyse – SWOT

En SWOT-analyse er en enkel analyse som oppsummerer intern og eksterne faktorer som påvirker selskapets konkurranseevne. De interne faktorene som analyseres er selskapets styrker og svakheter, mens de eksterne faktorene er muligheter og trusler (Johnson et al., 2008). Analysen skal analysere, identifisere og vurdere de mest kritiske styrkene, svakhetene, muligheten og truslene til selskapet.

4.3.1 Styrker

SAS er Nordens eldste flyselskap og har et sterkt merkenavn. Selskapet har opparbeidet seg en stor og velutviklet humankapital med kompetente og erfarne ansatte.

SAS er medlem av Star Alliance og kan med det sammen med andre partnere i alliansen tilby det største nettverket i Norden. Medlemskapet i Star Alliance gir SAS sine kunder mulighet til å samle og bruke bonuspoeng hos hele 27 flyselskap med over 21 900 daglige avganger til 194 land (SAS årsrapport 2012). Medlemskapet i Star Alliance er med på å gjøre SAS sitt lojalitetsprogram, Eurobonus, til Nordens største og mest attraktive bonusprogram. Opphevingen av forbudet på innenriksmarkedet i Norge gjør dette enda mer attraktivt, og hjelper SAS med å binde kunder.

SAS er med sine frekvente avganger, Nordens største lojalitetsprogram i tillegg til å være Europas mest punktlig flyselskap, svært attraktiv for forretningsreisende. Selskapet profilerer seg også gjennom bedre service og komfort enn sine konkurrenter i Norden med gebyrfri bestillinger samt gratis setevalg, drikke, bagasje og aviser på sine flyvninger. Dette er med på å skape et konkurransefortrinn, spesielt ovenfor forretningsreisende.

4.3.2 Svakheter

SAS sin største svakhet er at selskapet har en svært høy kostnadsbase sammenlignet med sine konkurrenter, spesielt i Norden. Kostnadsgapet fra andre konkurrenter er sammensatt av flere faktorer. Eldre fly med høyere drivstoffkostnader samt høyere personalkostnader har gjort slik at SAS har hatt en mye høyere kostnad per enhet som utredet for tidligere i kapittel 4.1.5. Det at lavprisselskap bevisst unngår skandinaviske arbeidsvilkår gjør det umulig for SAS å få sine personalkostnader ned på samme nivå som disse selskapene ettersom SAS følger skandinaviske lover og betingelser.

En annen svakhet selskapet kan sies å ha er det geografiske og demografiske faktorene i Norden. Befolkning i Skandinavia er liten, og det er kanskje ikke marked for å drive et suksessfullt og utbredt langdistansenettverk i Skandinavia [31]

Det statlige eierskapet, samt de åtte ulike fagforeningene fordelt på tre land kan medføre at beslutningstaking blir en byråkratisk og treg prosess [31]. At selskapet er avhengig av å forhandle i tre forskjellige land, kan by på problemer ovenfor konkurrenter i en bransje som er avhengig av raske omstillinger.

SAS har tatt grep for å senke sine kostnader gjennom strategien 4XNG. Men selv etter kuttene har selskapet en høyere kostnadsbase enn lavprisselskapene og sin største konkurrent i Norden, Norwegian Air Shuttle. Selskapet er fortsatt under statlige eierskap og utfordringene dette kan medføre vil ikke bli borte med mindre selskapet blir solgt til private eiere.

4.3.3 Muligheter

SAS har allerede Nordens største lojalitetsprogram og er den største aktøren innen forretningsreiser. Her kan SAS fortsette å bedre det de er gode på og slik oppnå konkurransefordeler. Fordelene kan dyrkes videre og benyttes som et virkemiddel for å tilegne seg større markedsandeler. Gjennom fortsatt bedring av fordeler samt ekspansjon av kundebase kan SAS skape en lojalitet til selskapet med sitt Eurobonus program. En slik lojalitet vil gjøre at kundene får en byttekostnad ved å velge andre flyselskaper. Hevingen av restriksjonene på innenriks flyvninger i Norge vil gi muligheter for å tilby et enda bedre bonusprogram og følgelig skape en slik byttekostnad.

Det er ventet en stor vekst i den globale flytrafikken og da spesielt i markedene SAS opererer i. Veksten er ventet å bli drevet av fritidsreiser som gir SAS store muligheter for å utvide sine tilbud ovenfor fritidsreisende å øke sin markedsandel. Dette kan SAS gjøre gjennom bedre kapasitetsutnyttelse eller gjennom investeringer i nye fly. Den pågående utfasingen av den eldre delen av flyflåten skaper muligheter for kostnadsreduksjoner.

Som Nordens største flyselskap har SAS muligheter for å oppnå framtidige stordriftsfordeler ovenfor konkurrenter. Et eventuelt skifte i eierskap vil også kunne skape muligheter. Et salg fra de statlige eierne vil kunne endre beslutningstakingen og gjøre selskapet attraktivt ovenfor andre eiere [31].

4.3.4 Trusler

Trusselen fra eksisterende konkurrenter er høy. Norwegian er i stadig vekst, og ekspanderer kraftig i det skandinaviske markedet. Også andre lavprisselskaper som for eksempel Ryanair kan true SAS sin posisjon i det nordiske markedet.

SAS høye kostnadsnivå er den største trusselen. Både på kort og lang sikt er SAS avhengig av en suksessfull implementering av 4XNG strategien da kostnadsnivået vil være en konstant trussel. Klarer ikke selskapet å oppnå en konkurransedyktig kostnadsbase over tid er det en stor risiko for avvikling av framtidig drift. SAS er også avhengig av å kapre deler av den forventede framtidige veksten. Som nevnt tidligere har lavkostselskapene hatt en passasjerøkning på 12 % årlig versus fullserviceselskapenes 2 % siden 2006. Hvis selskapet ikke klarer å kapre markedsandeler vil de med tid bli forbigått og miste sin sterke posisjon i det skandinaviske markedet.

En annen trussel er de makroøkonomiske faktorene. En varig lavkonjunktur i Europa som følge av den pågående gjeldskrisen, samt høye oljepriser vil kunne svekke markedene, og da spesielt det viktige forretningssegmentet for SAS. En potensiell nedkjøling i den skandinaviske økonomien vil også ha store konsekvenser for SAS da dette er hvor kjernevirksomheten til SAS ligger.

Oppsummering SWOT-analyse i form av modell:

| Intern Analyse | Ekstern Analyse |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Styrker: Merkevarer Humankapital Erfaring Star Alliance Nettverk Lojalitetsprogram EuroBonus Forretningsreisende Stordriftsfordeler</p> <p>Svakheter: Kostnadsnivå Gammel flyflåte Arbeidsforhold Kompleksitet Statlig eierskap</p> | <p>Muligheter: Lojalitetsprogram Forretningsreisende Stordriftsfordeler Fritidsreisende</p> <p>Trusler: Høy kostnadsbase Endring Makroøkonomiske faktorer Eksisterende konkurrenter</p> |

Tabell 2: Oppsummering strategisk analyse - strategisk posisjon.

Formålet med den strategiske analysen er å finne SAS sin strategiske posisjon i markedet gjennom å kartlegge de mikro- og makroøkonomiske forholdene som er med på å definere luftfartsbransjen, SAS og dets omgivelser. Gjennom de overstående analysene har jeg kartlagt og identifisert en rekke interne og eksterne faktorer som vil påvirke bedriftens framtidige lønnsomhet. Den strategiske analysen skal gi oppgaven større kvalitet, reliabilitet og være grunnlaget for regnskapsanalysen og framtidbudsjetteringen. Det kan dermed være hensiktsmessig å oppsummere hva de ulike analysene har avdekket.

Luftfartsbransjen er en kostnads og prisdrevet bransje og konkurransen er sterk blant de eksisterende flyselskapene. Grunnet høye etableringsgebyr er ikke trusselen fra nye inntrengere stor. Konkurransen kommer ofte fra allerede eksisterende flyselskaper som kjemper om markedsandeler, og det er disse eksisterende konkurrentene som utgjør en trussel og risiko for SAS sin framtidige posisjon og lønnsomhet. Den tilspissede konkurransen fra flyselskaper med lavere kostnad har vært hovedgrunnen til SAS sin nye strategi, 4XNG, som innebærer en totalomveltning av selskapet og store kostnadsutt. Den høye kostnadsbasen er SAS sin største svakhet og utviklingen i bedriftens kostnader på sikt vil være helt avgjørende for videre drift.

Den makroøkonomiske utviklingen, og da spesielt økonomisk vekst er en svært viktig faktor for luftfartsindustrien. I den makroøkonomiske analysen prognostiseres det med en økonomisk vekst hvor veksten i flytrafikken vil være stor, spesielt i Skandinavia som er SAS største marked. En annen viktig makroøkonomisk faktor er utviklingen i oljeprisen og følgelig hvordan drivstoffkostnadene utvikler seg. Disse kostnadene utgjør ofte de største enkeltkostnadene for flyselskaper og er samtidig den største drivfaktoren i norsk økonomi.

I analysene kommer det også frem hvordan bransjen er preget av lovmessige faktorer, og hvordan de har påvirket både SAS og selskapets konkurrenter. Da SAS satser på bedriftskundene er avklaringen rundt lovgivningen for bonuspoeng på innenriksflyvning i Norge av stor betydning.

Den interne analysen får frem kvaliteter som SAS besitter. En av SAS sine største styrker som selskap er det attraktive lojalitetsprogrammet og fordelene SAS har som medlem av nettverksalliansen Star Alliance. Som et resultat av denne alliansen har SAS hyppigere avganger og flere flyvninger til reisemål enn sine største konkurrenter i Norden.

Lojalitetsprogrammet og nettverksalliansen er den største årsaken til at SAS er attraktiv hos bedriftene og er med det en nøkkelfaktor for deres viktigste marked. Som Nordens eldste og største flyselskap har SAS opparbeidet seg et sterkt og kjent merkevarenavn, og en dyktig og velutviklet humankapital.

Som en konklusjon på den strategiske analysen vil jeg anse SAS sin posisjon i markedet som sterk, men under hard konkurranse. SAS har som det største selskapet en sterk posisjon i Norden, men trues av hard konkurranse fra blant annet Norwegian og Ryanair som driver med lavere kostnader. En suksessfull implementering av den 4XNG-strategien og kostnadskuttene den medfører er helt essensielt for videre drift og suksess. SAS må fortsette å kutte kostnader selv om de sannsynligvis aldri vil komme ned på samme nivå som lavkostselskapene. Dermed må SAS videreutvikle sine styrker – bedriftsmarkedet og nettverksflyvning. Dette kombinert med nye markedsandeler innenfor fritidsreising og fremtidig kostnadskontroll vil gjøre det mulig for SAS å oppnå lønnsomhet og vekst over tid.

5. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å få innsyn i SAS økonomiske forhold, økonomiske historie samt selskapets utvikling gjennom analyseperioden. Dette innsynet skal komme gjennom systematisk undersøkelse av tilgjengelig historisk regnskapsdata. Gjennom å analysere fortiden kan man dokumentere hvorvidt selskapet har skapt verdi, vekst og hvordan de har prestert i forhold til konkurrenter (Koller et al., 2010: 109). Regnskapsanalysen skal sammen med den strategiske analysen i kapittel 4 danne grunnlaget for utformingen av en pålitelig fremtidsbudsjettering.

Regnskapsanalysen viser historiske resultater som er oppnådd, hvilke eiendeler bedriften har investert i, forpliktelser som eksisterer, historisk utvikling i kontantstrømmer samt sammenhenger mellom aktivitet og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital. Summen av dette gir en i følge Kaldestad & Møller (2011: 49) en historisk plattform for analysen.

Analysen vil baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig selskapets årsrapporter. Sentrale kilder til teori i denne sammenhengen vil være Penman (2010), Gjesdal (2007), Kristoffersen (2008) samt supplementer fra annen teori.

5.1 Rammeverk / fokus for analysen.

Som rammeverk for regnskapsanalysen vil jeg benytte meg av en fremgangsmåte som består av fire trinn (Hansen et al., 2005: 135)

1. Omgruppere regnskapstallene for analyseformål
2. Vurdere å eventuelt korrigere regnskapstallene.
3. Beregne forholdstall (nøkkeltall)
4. Vurdere forholdstallene og trekke konklusjoner

I det første trinnet skal regnskapstallene omgrupperes for investorrelaterte analyseformål. Offentlig tilgjengelige regnskap er utformet med hensikt på kreditorer og er følgelig ut i fra et kreditororientert perspektiv. Siden verddivurderingen av SAS gjøres med hensyn på investorer er det nødvendig å foreta en omgruppering. For å kunne prognostisere fremtiden må man finne avkastningen på investert kapital/sysselsatt kapital (ROIC/ROCE) og fri kontantstrøm. Både ROCE og kontantstrøm er mål på bedriftens driftsmessige prestasjon.

I trinn to skal regnskapet korrigeres og justeres. Det offisielle årsregnskapet er ført etter regnskapsreglene. Utarbeidelsen av regnskapet blir påvirket av disse regnskapsreglene samt lovgivning. Faktorer som forsiktighetsprinsippet og foretakets skjønn ved vurdering av balanseposter kan være med på å forstyrre hvordan den økonomiske situasjonen i bedriften blir framstilt (Hansen et al., 2005). Det er derfor viktig å foreta korrigeringer for å gi et mest mulig rettviseende bilde av den økonomiske situasjonen.

I det tredje og fjerde trinnet skal det gjennomføres en nøkkeltallsanalyse, gjøres en vurdering av forholdstallene og trekkes konklusjoner. Nøkkeltallsanalysen skaper grunnlag for intern sammenligning i selskapet og gir et sammenligningsgrunnlag ovenfor aktuelle konkurrenter.

Regnskapsanalysen legger hovedvekt på følgende fire forhold (Kristoffersen, 2008: 396):

- Lønnsomhet
- Likviditet
- Finansiering
- Soliditet

De ulike forholdene vil bli videre utdypet i delkapittel 5.6. Kapitlet avsluttes med en komparativ analyse. Før jeg går i gang med analysen vil jeg presentere de forutsetningene jeg legger til grunn for analysen, samt det offisielle konsernregnskapet til SAS.

5.2 Analyseperiode

Analyseperiodens lengde må velges på grunnlag av en vurdering gjort i forhold til selskapets stabilitet, struktur og markedssituasjon sammenlignet med dagens situasjon. SAS har i de siste årene foretatt store strukturelle endringer i selskapet. I denne prosessen har de blant annet kvittet seg med tidligere virksomheter som hotelldrift og solgt andre datterselskaper.

På bakgrunn av dette og implementeringen av strategien, 4XNG, og hva den medfører har jeg valgt en kort analyseperiode som strekker seg fra 2010 til 2012. Dette er innenfor analyseperioden 3-5 år som Gunnar A. Dahl anbefaler i boken "Verdsettelse i Teori og Praksis" (1997). Med en slik kort tidsperiode vil jeg risikere å gå glipp av påvirkning fra midlertidige høy- og lavkonjunkturer i markedet, men jeg mener de siste årene representerer

selskapet på best mulig måte når det gjelder struktur, stabilitet og kan best sammenlignes med dagens situasjon.

5.2.1 Benchmark

Resultatene av nøkkeltallene som fremkommer i regnskapsanalysen av SAS vil bli sammenlignet mot de generelle krav til det enkelte forholdstallet og mot resultatene til sammenlignbare konkurrenter i den komparative analysen. Dette vil bli videre presentert og redegjort for i delkapittel 5.6 og 5.7.

5.3 Presentasjon av årsregnskapet

Nedenfor vil jeg presentere SAS Group sitt historiske resultatregnskap og balanse for perioden 2010-2012. Fullstendig resultatregnskap og balanse finnes i vedlegg 1 og 2. Jeg avslutter analysen året 2012, og tar dermed ikke hensyn til kvartalsrapporter fra 2013. Selskapets årsregnskap 2010-2012 er revidert av Deloitte AB og er utarbeidet i tråd med International Financial Reporting Standards (IFRS).

For resultatregnskapet vil den standardiserte resultatoppstillingen som den framstår i årsrapporten presenteres. SAS sitt årsregnskap for 2012 er kun fra januar – oktober, de foregående årene er resultatårsregnskapet for hele året. Årsaken til det avkortede resultatregnskapsåret er at SAS har bestemte seg for å igangsette implementeringen av den nye strategien 4XNG for fullt fra og med november 2012. Jeg tror ikke effekten vil være avgjørende i løpet av de 2 første månedene da denne prosessen er forventet å pågå til utgangen av 2015. Jeg anser heller ingen spesielle trender som vedrør de siste to månedene av regnskapsåret og har med bakgrunn i dette valgt å forutsette at selskapet driver med tilnærmet lik drift ut året. For å få et helt regnskapsår i 2012 har jeg valgt og dele resultatregnskapet på 10 måneder og gange dette med 12.

Etter vurderingen av resultatregnskapets innhold, tallstørrelser samt justering og omgrupperinger vil den reviderte og omgrupperte oppstillingen for investoranalysen presenteres.

| Konsolidert Resultatregnskap | | | | | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------------------------|--|--|--|--|--------------|--------------|--------------|
| Inntekter | | | | | 41070 | 41412 | 43183 |
| Lønnskostnader | | | | | -13894 | -13092 | -13901 |
| Andre driftskostnader | | | | | -25115 | -23741 | -26526 |
| Leasingkostnader for fly | | | | | -1815 | -1560 | -1610 |
| Avskrivninger | | | | | -1885 | -2413 | -1711 |
| Inntekter fra tilknyttede selskaper | | | | | 12 | 28 | 38 |
| Inntekter from salg av aksjer i tilknyttetde selskaer | | | | | -73 | 0 | 480 |
| Inntekter fra salg av fly og bygninger | | | | | -239 | 12 | -296 |
| Driftsresultat | | | | | -1939 | 646 | -343 |
| Inntekter fra andre selskaper / sikkerhet | | | | | -263 | -1469 | 0 |
| Finansielle inntekter | | | | | 174 | 224 | 115 |
| Finansielle kostnader | | | | | -1041 | -1030 | -1266 |
| Inntekter før skattekostnader | | | | | -3069 | -1629 | -1494 |
| Skatt | | | | | 851 | -58 | 312 |
| Årsresultat for videreoverført virksomhet | | | | | -2218 | -1687 | -1182 |
| inntekter fra diskontert drift | | | | | 348 | -318 | -350 |
| Årsresultat | | | | | -1870 | -2005 | -1532 |

Tabell 3: Konsolidert resultatregnskap.

Som det fremkommer av resultatregnskapet har selskapet negative resultater for hele analyseperioden. Dette til tross for at selskapets driftsinntekter har vokst i perioden. I 2011 var driftsresultatet positivt, men grunnet konkursen i Spanair og avskrivningene dette medførte ble årsresultatet negativt.

5.4 Presentasjon av balansen

Tabell 4 viser SAS Group sine historiske balanser for perioden 2010-2012. Først vil den standardiserte balanseoppstillingen slik den framstår i årsrapportene bli presentert, før det blir gjort en vurdering av balansens tallstørrelser og innhol. Etter dette vil den reviderte og omgrupperte oppstillingen blir framlagt.

Tabell 4: Konsolidert balanse SAS Group.

| Konsolidert Balanse | | | | | | |
|-------------------------------------------------------|--|--|--|--------------|--------------|--------------|
| Eiendeler | | | | 2010 | 2011 | 2012 |
| Imamaterielle eiendeler | | | | 1414 | 1693 | 2563 |
| | | | | | | |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | | | | |
| Eiendom og bygninger | | | | 375 | 491 | 471 |
| Fly | | | | 12652 | 11866 | 14960 |
| Reservedeler og ekstradeler | | | | 1393 | 1367 | 1799 |
| Service utstyr | | | | 90 | 76 | 147 |
| Annen utstyr | | | | 130 | 123 | 156 |
| Investeringer i fremdrift | | | | 118 | 66 | 45 |
| <u>Forskuddsbetalinger relatert til anleggsmidler</u> | | | | <u>24</u> | <u>155</u> | <u>213</u> |
| | | | | 14782 | 14144 | 17791 |
| | | | | | | |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | | | | 294 | 317 | 433 |
| Andre verdipapirer | | | | 23 | 23 | 31 |
| Pensjonsmidler, netto | | | | 10512 | 11355 | 16309 |
| Utsatt skatt | | | | 1187 | 1340 | 796 |
| <u>Andre langsiktige fordringer</u> | | | | <u>2379</u> | <u>1011</u> | <u>1667</u> |
| | | | | 14395 | 14046 | 19236 |
| Sum anleggsmidler | | | | 30591 | 29883 | 39589 |
| | | | | | | |
| Omløpsmidler | | | | | | |
| Varelager og ekstradeler | | | | 678 | 705 | 916 |
| | | | | | | |
| Kortsiktige fordringer | | | | | | |
| Kundefordringer | | | | 1277 | 1275 | 1748 |
| Fordringer hos tilknyttede selskaper | | | | 3 | 6 | 4 |
| Øvrige fordringer | | | | 2901 | 2574 | 1865 |
| <u>Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter</u> | | | | <u>839</u> | <u>934</u> | <u>1164</u> |
| Sum kortsiktige fordringer | | | | 5020 | 4789 | 4781 |
| | | | | | | |
| Kortsiktige investeringer | | | | 3281 | 2842 | 488 |
| Kontant og bankinnskudd | | | | 1762 | 966 | 3231 |
| <u>Eiendeler holdt for salg</u> | | | | <u>493</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Sum omløpsmidler | | | | 11234 | 9302 | 9416 |
| | | | | | | |
| Total Eiendeler | | | | 41825 | 39185 | 49005 |

| | | | | | | |
|-------------------------------------------------------------|--|--|--|--------------|--------------|--------------|
| Egenkapital og Gjeld | | | | | | |
| Aksjekapital | | | | 6612 | 6612 | 8816 |
| Annen tilskutt kapital | | | | 337 | 337 | 449 |
| Reserver | | | | 627 | 309 | 23 |
| Tilbakeholdt fortjeneste | | | | <u>6862</u> | <u>5175</u> | <u>5587</u> |
| Total aksjeholders egenkapital bidrag til morselskap | | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| | | | | | | |
| B-aksjer verdi | | | | - | - | - |
| Total egenkapital | | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| | | | | | | |
| Langsiktig gjeld | | | | | | |
| Underordnede lån | | | | 974 | 1019 | 1304 |
| Obligasjons lån | | | | 1503 | 2809 | 3684 |
| Andre lån | | | | 6866 | 6179 | 7013 |
| Utsatt skatt | | | | 2303 | 2154 | 1351 |
| Andre avsetninger | | | | 2143 | 1673 | 2623 |
| Annen gjeld | | | | <u>143</u> | <u>55</u> | <u>173</u> |
| Sum langsiktig gjeld | | | | 13932 | 13889 | 16148 |
| | | | | | | |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | |
| Nåværende andel av langsiktig gjeld | | | | 1383 | 2309 | 1871 |
| Kortsiktige lån | | | | 1073 | 997 | 548 |
| Forhåndsbetaling fra kunder | | | | 16 | 24 | 0 |
| Leverandørgjeld | | | | 1749 | 1540 | 2572 |
| Utsatt skatt | | | | 22 | 18 | 43 |
| Uopptjent trafikkoverskudd | | | | 3598 | 3453 | 5723 |
| Kortsiktig del av øvrige avsetninger | | | | 657 | 428 | 1581 |
| Annen gjeld | | | | 2070 | 1160 | 1377 |
| Påløpte kostnader og forhåndsbetalt inntekt | | | | 2755 | 2934 | 4268 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendom | | | | 132 | 0 | 0 |
| Sum kortsiktig gjeld | | | | 13455 | 12863 | 17983 |
| | | | | | | |
| Egenkapital og gjeld | | | | 41825 | 39185 | 49005 |

5.5 Omgruppering av regnskapet for investororientert analyse

Regnskapet er en viktig kilde til informasjon og sier noe om hvordan selskapet har prestert og utviklet seg over en bestemt tidsperiode. Slik årsregnskapet blir presentert har den som nevnt tidligere et kreditororientert fokus. I dette ligger det at regnskapet har fokus på likviditet og forfallstid. I en investororientert analyse og verdsettelse er man mer opptatt av langsiktige verdiskapning. For og kunne utføre en investororientert analyse er man avhengig av å omgruppere regnskapet.

I følge Gjesdal (2007: 5) består en omgruppering av regnskapet av fire steg. Det må skilles mellom driftsrelaterte og driftsfremmed eiendeler, rentebærende og ”rentefri” gjeld samt normale og unormale poster. En må også håndtere brudd på kongruensprinsippet også kjent som ”dirty surplus”. I følge Penman (2010) må man også omgruppere eventuelt avsatt utbytte som egenkapital.

1. Eventuelt avsatt utbytte som egenkapital.

SAS har ikke utbetalt utbytte i analyseperioden. I årsrapporten for 2012 uttaler selskapet at SAS årlige utbytte blir bestemt etter vurdering av selskapets inntjening, finansielle posisjon, kapitalkrav og andre relevante økonomiske forhold. Utbytte vil generelt ligge mellom 30-40 % av selskapets overskudd etter skatt, men på grunn av et negativt resultat har det ikke blitt utbetalt noe utbytte i analyseperioden. Følgelig er det ikke nødvendig å omklassifisere avsatt utbytte.

2. Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet ”dirty surplus”.

Kongruensprinsippet innebærer at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet (Gjesdal, 2007: 13). Kongruensprinsippet følger av § 4-3 i Lov om årsregnskap (regnskapsloven) av 17. juli 1998. Dersom det forekommer slike endringer av egenkapitalen, kalles det dirty surplus (Penman, 2010: 262).

Dirty surplus er som oftest urealiserte tap/gevinster som forekommer ved bruk av sikringsinstrumenter, derivater eller valutatransaksjoner (Penman, 2010: 262). Det kan også oppstå dirty surplus ved justeringer av pensjonsforpliktelser. I følge IFRS kan visse tap og gevinster på aksjer og andre finansielle instrumenter midlertidig ”parkeres” i egenkapitalen. Dette er tillatt fordi det skal redusere svingingene i resultatet, men slike brudd på kongruensprinsippet skaper problemer for regnskapsanalyser som fokuserer på lønnsomhetsmåling da rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007).

For SAS avdekkes dirty surplus i årsrapporten under ”*total other comprehensive income for the year after tax*”. Denne posten innebærer for SAS tap/gevinster på kontantstrømssikringer, derivater og valutatransaksjoner. I 2012 utgjør dette netto 389 millioner i minus. For 2011

utgjør posten negative 318 millioner, og for 2010 348 millioner i pluss (SAS Årsrapport 2010-2012). Alle tall er i SEK (Svenske kroner), og må korrigeres for i sin helhet.

3. Skille mellom normale og unormale resultatposter.

Vesentlige poster som er uvanlige og uregelmessige kalles i følge Kristoffersen (2005: 208) ekstraordinære eller unormale poster. Slike poster har ikke noe med foretakets normale aktivitet å gjøre. Dette innebærer at postene ikke forventes å opptre ofte eller regelmessig. Postene må også være vesentlig for at de skal inkluderes, noe som betyr at oppfatningen til brukerne av regnskapet bedømmes annerledes dersom posten utelates (Kristoffersen, 2005: 208).

Ved en regnskapsanalyse der formålet er en verdsettelse, vil avkastningen på driften være sentral. Der bør følgelig korrigeres for ekstraordinære og unormale resultatposter slik at man finner et normalt driftsresultat og basere verdsettelsen på. Dette innebærer også å justere for engangshendelser, da engangstilfeller ikke kan føre til vekst. Derfor justeres det for poster som forventes å være av forbigående art. Her må en ha kjennskap til selskapets drift, fremtidsvisjon, strategiske planer samt bedriftens marked og fremtidsutsikter. Det er viktig å skille mellom unormale og normale resultatposter for å kunne gjøre et mest mulig korrekt framtidsestimat.

For SAS er det flere forbigående poster og såkalte engangsposter det må korrigeres for. Jeg har registrert følgende uordinære og ekstraordinære poster i analyseperioden fra 2010-2012:

- Avlønning av avtroppende CEO i 2010 på 7,9 millioner.
- Inntekter fra salg av fly og bygninger i hele perioden fra 2010-2012.
- Konkurs av Spanair
- Resultat fra andre verdipapirnehav.
- Kapitalgevinst / tap fra salg av aksjer i tilknyttede selskaper
- Inntektsandel fra tilknyttede selskaper.

Disse vil bli justert for i sin helhet i det omgrupperte resultatregnskapet.

Nedenfor forsøker jeg å trekke ut de viktigste forholdene som ikke direkte kan henføres til selskapets drift og sysselsatte kapital:

Ikke driftsrelaterte finansposter

Under finansinntekter og finansielle kostnader ligger diverse poster som valutadifferanser, øvrige finansielle kostnader samt finansielle instrumenter, disse postene må ansees å være av finansiell og ikke driftsmessig art og må følgelig justeres for. For 2010 øker på bakgrunn av de overnevnte postene driftsresultatet med 162 millioner. I 2011 og 2012 øker driftsresultatet med henholdsvis 60 og 264 millioner.

Pensjon

Pensjonskostnadene inneholder innregnede, ikke driftsrelaterte gevinster og tap som renter, forventet avkastning og estimatavvik. Disse må vurderes til å være av finansiell art, og vil trekkes ut fra personalkostnadene. I 2010 vil personalkostnadene dermed reduseres med 977 millioner, mens driftsresultatet øker tilsvarende. I 2011 og 2012 reduseres personalkostnadene med henholdsvis 931 og 736 millioner, med tilsvarende økning i driftsresultatet. Postene justeres for i sin helhet i det omgrupperte resultatregnskapet.

4. Skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Det siste steget i omgrupperingen er å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler (Penman, 2010). Hvis en ser bort fra finansielle selskaper er driftsfremmede eiendeler ofte finansielle eiendeler. Disse eiendelene må skilles ut da de typisk verdsettes ved hjelp av andre metoder enn driftsrelaterte eiendeler (Gjesdal, 2007: 7). For å få en tilstrekkelig og presis regnskapsanalyse kan det være nødvendig å gjøre omgrupperinger i balansen, både på eiendelssiden og på gjeldssiden. Disse omgrupperingene vil av praktiske hensyn bli utredet for før den omgrupperte balansen presenteres senere i delkapittelet.

Behandling av leasing:

Noe som er spesielt for flybransjen er den høye andelen av operasjonell leasing. Leasing innebærer at man leier i stedet for å eie anleggsmiddelet. Dette er vanlig for å redusere kapitalbindingen og øke fleksibiliteten. Det er vanlig å skille mellom operasjonell og finansiell leasing.

Ved operasjonell leasing ligger formelt eierskaper hos utleier, og vedkommende har følgelig ansvaret for eiendelen og plikter å utføre vedlikehold og reparasjoner. Operasjonell leasing balanseføres ikke hos leietaker, men leiebeløpet føres i resultatregnskapet som en driftskostnad.

Når leasing behandles som finansiell leasing, faller mesteparten av risikoen på leietaker som dermed har ansvar for vedlikehold og reparasjoner. Her er leieforholdet av en langsiktig art. Finansiell leasing føres som en investering hos leietaker, og må dermed balanseføres som et anleggsmiddel. I resultatregnskapet føres avskrivninger og rentekostnader.

Et selskap som regnskapsfører leasingkontrakter som operasjonelle vil ha en ”skjult gearing” (Kaldestad & Møller, 2011: 67). Dette vil kunne påvirke både den budsjetterte framtidige kontantstrømmen, balansen, WACC og enterprise value (EV). SAS har både finansiell og operasjonell leasing. Jeg har valgt å behandle den operasjonelle leasingen i tråd med Koller et al. (2010: 577), som forklarer at prosessen med å justere resultatregnskapet og verdivurderingen av operasjonell leasing består av tre steg:

1. Omgruppere resultatregnskapet slik at det reflekterer den operasjonelle leasingen korrekt. Dette gjøres ved å kapitalisere verdien av den leasede eiendelen i balansen, og lage en tilsvarende post under langsiktig gjeld. Deretter justeres driftsresultatet opp ved å fjerne den implisitte renteandelen i rentekostnader.
2. Deretter estimeres en WACC som reflekterer det justerte forholdet mellom gjeld og egenkapital. Dette gjøres ved å inkludere den kapitaliserte operasjonelle leasingen.
3. Siste steg er i følge Koller et al. (2010) å verdivurdere selskapet ved å diskontere fri kontantstrøm basert på det nye omgrupperte regnskapet diskontert med den nye estimerte WACC. Deretter trekkes en fra tradisjonell gjeld og verdien av operasjonell leasing fra EV for å finne verdien av egenkapitalen.

Leasing utgjør en stor del av kostnadene til SAS (3,8 %) og store deler av flyflåten er leaset. Jeg har valgt å kapitalisere selskapets operasjonelle leasing. Dette øker selskapets gjeldsgrad og vil dermed påvirke avkastningen til totalkapitalen. Det tekniske vedrørende dette vil beskrives i kapittel 6, hvor avkastningskravet fastsettes.

I balansen vil de kapitaliserte leasingkostnadene balanseføres som kapitalisert verdi av leasingkontrakter og som kapitaliserte leasingforpliktelser med 10 654 millioner. Disse fremkommer av notene i SAS sin årsrapport for 2012.

Kapitaliseringen av leasingkostnadene gjør det nødvendig å justere resultatregnskapet. Som nevnt ovenfor har SAS både finansiell og operasjonell leasing hvor deler av de operasjonelle leasingkostnadene føres som driftskostnader i resultatregnskapet, til tross for at de inneholder en betydelig rentekostnad. Dette må det justeres for. Den implisitte renten for selskapets operasjonelle leasing er beregnet i kapittel 6 til å være 9,29 %. Den implisitte rentebetalingen for 2012 blir dermed:

$$L_i = KL \times I_{kl} = 10\,654 \times 9,29\% = 989$$

Hvor:

L_i = Rentebetaling leasing

KL = Kapitalisert leasing

I_{kl} = Rente kapitalisert leasing.

Denne kostnaden legges til EBITDA, slik at man får et estimat på EBITDAR som om selskapet hadde kjøpt, og ikke leaset flyene. Dette vil også påvirke den fremtidige frie kontantstrømmen ved at framtidige rentekostnader knyttet til kapitalisert leasing tilføres. Jeg antar videre at denne justeringen, samt rentenivået holdes konstant i prognoseperioden.

Presentasjon av omgruppert resultatregnskap og NOPLAT

Tabell 5: Presentasjon av omgruppert resultatregnskap og NOPLAT.

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|
| Historisk Driftsresultat (EBIT) | -1942 | 646 | -381 |
| Justeringer: | | | |
| Omregningssdifferanser etter skatt - Dirty surplus | -121 | 127 | -39 |
| kontantstrømsikringer etter skatt - Dirty surplus | 469 | -445 | -351 |
| Sum øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus | 348 | -318 | -389 |
| Unormale poster: | | | |
| (Avlønning av avtroppende CEO) | -8 | | |
| inntekter fra salg av fly og bygninger | 239 | -12 | 329 |
| inntekter fra andre "security holdings" kapitalgevinst / tap ved salg av aksjer | 263 | 1469 | 0 |
| inntekter fra salg av aksjer i tilknyttede selskaper | 73 | 0 | -533 |
| inntektsandel fra tilknyttedes selskaper | -12 | -28 | -43 |
| Sum unormale poster før skatt | 555 | 1429 | -247 |
| Ikke driftsrelaterte finansposter | 162 | 60 | 264 |
| Pensjonskostnader som må trekkes ut av personalkostnadene siden de anses å vær | 977 | 931 | 736 |
| Sum finansposter | 1139 | 991 | 1000 |
| Historisk normalisert og justert EBIT | -248 | 3066 | 372 |
| -skatt | 69 | -858 | -104 |
| +/- Øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus | 348 | -318 | -389 |
| NOPLAT | 170 | 1890 | -121 |

Presentasjon av omgruppert balanse, netto driftskapital og sysselsatt kapital.

For å finne investert kapital må balansen omgrupperes (Koller et al., 2010). Det har blitt et økt fokus på sysselsatt kapital, og jeg har derfor valgt å gjøre omgruppering med tanke på sysselsatt kapital istedenfor investert kapital. Sysselsatt kapital defineres i følge Gjesdal (2007) som rentebærende gjeld og egenkapital, eller alternativt totalkapital minus rentefri gjeld. Investert kapital og sysselsatt kapital måler tilnærmet det samme. Begge begrepene måler summen av investeringer tilknyttet selskapets drift. Forskjellen ligger i behandlingen av såkalt rentefri gjeld, hvor sysselsatt kapital tydeligere skiller ut andelen rentefri gjeld. Rentefri gjeld regnes ikke å være med på verdiskapningen i selskapet.

Som nevnt tidligere må driftsfremmede eiendeler skilles fra driftsrelaterte da de verdsettes ved hjelp av andre metoder (Gjesdal, 2007: 7). Gjennom å skille drifts- og finansieringsposter danner man et grunnlag for å foreta en investororientert analyse. Balanseoppstillingen og omgrupperingen av balansen vil i hovedsak baseres på Penman (2010) og Gjesdal (2007). En presentasjon av den omgrupperte balansen, netto driftskapital og sysselsatt kapital vil gi et oversiktlig og godt utgangspunkt for den videre fremtidsbudsjetteringen. Nedenfor vil det

skilles mellom driftsrelaterte og ikke-driftsrelaterte poster før den omgrupperte balansen presenteres:

Immaterielle eiendeler:

Klassifiseres som driftsrelatert

Varige eiendeler / anleggsmidler:

Postene under varige eiendeler / anleggsmidler består i hovedsak av fly og andre eiendeler som er nødvendige for å drifte/vedlikeholde flyene. Posten klassifiseres følgelig som driftsrelaterte da den er nært knyttet opp til selskapets kjerneaktivitet og drift.

Aksjer i tilknyttede selskaper:

Klassifiseres som driftsrelatert da dette er eiendeler i selskaper som driver i tilknyttet virksomhet.

Andre verdipapir:

Ansees ikke som relevant for drift. Klassifiseres følgelig som en finansiell eiendel.

Andre langsiktige fordringer:

Dette er andre rentebærende langsiktige fordringer og klassifiseres som ikke driftsrelaterte eiendeler.

Pensjon, netto:

Ifølge Gjesdal (2007) og Koller et al. (2010: 146) er det hensiktsmessig å klassifisere pensjonsforpliktelser som en finansiell eiendel. Siden SAS sin pensjonspost omfatter renteelementer og forventet avkastning blir det ikke samsvar mellom balansen og resultatregnskapet dersom man ikke trekker ut dette som en del av lønnskostnadene. Andelen som må påregnes å inngå i personalkostnader finner man i notene i årsrapportene.

Kontant og bankinnskudd:

Det er vanskelig å skille hva som er overskuddslikviditet og følgelig skal klassifiseres som finansiering fra det som er en nødvendig kapital for å drifte selskapet da slike poster ofte er sammenslått. Jeg velger dermed å følge Penman (2010: 293) sitt råd om å klassifisere alle kontantekvivalenter som finansielle eiendeler for å være på den sikre siden.

Utsatt skattefordel:

Utsatt skattefordel skal i følge Koller et al. (2010: 146) behandles som en ikke driftsrelatert eiendel. Dette henger sammen med at utsatte skattefordeler oppstår som følge av forskjeller i hvordan investorer og myndigheter har regnet skatt (Koller et al., 2010: 148).

Oppsummert har jeg valgt å klassifisere eiendelene som følgende:

Driftsrelaterte eiendeler:

Anleggsmidler:

Immaterielle eiendeler
Eiendom, bygninger og fly
Reservedeler, ekstradeler og utstyr
Investeringer og forskuddsbetalinger
relatert til fremdrift og anleggsmidler

Omløpsmidler:

Varebeholdning og inventar
Eiendeler klassifisert som holdt for salg
Kundefordring og andre fordringer
Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter

Finansielle eiendeler:

Anleggsmidler:

Rentebærende, langsiktige fordringer
Andre verdipapirer
Aksjer i tilknyttede selskaper
Pensjonsmidler, netto
Eiendeler ved utsatt skatt
Kapitalisert verdi av leasingkontrakter

Omløpsmidler:

Rentebærende, kortsiktige fordringer
Kontanter og kontantekvivalenter
Utsatt skattefordel

Nedenfor vil det utredes for hvilke poster jeg anser å være driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Gjesdal (2007) forklarer at driftsrelatert gjeld ofte er "ikke-rentebærende" gjeld og regnes inn under investert kapital, mens finansiell gjeld må skilles fra den som er driftsrelatert, slik at man kan finne riktig verdi på investert kapital.

Andre avsetninger:

Andre avsetninger er i hovedsak kostnader relatert til tapskontrakter i forbindelse med inngåtte leasingsavtaler for fly, og karakteriseres dermed som driftsrelaterte.

Langsiktig og kortsiktig gjeld:

Langsiktige og kortsiktige lån er rentebærende og karakteriseres dermed som finansiell gjeld. Det samme gjelder gjeld tilknyttet salg av eiendommer og annen langsiktig gjeld da det ikke står noe spesifikt i notene om hva denne posten innebærer. Andre rentebærende kortsiktige

lån må anses å være av finansiell art da posten inneholder derivater og påløpte rentekostnader. Derivater er finansielle instrumenter som har til hensikt å redusere risiko.

Betalbar skatt og utsatt skatt:

Betalbar skatt er direkte knyttet til driften av selskapet, men vurderes likevel ikke som en driftsrelatert gjeld da posten beregnes på bakgrunn av skattegrunnlaget for forrige regnskapsår. Utsatt skatt er redegjort for tidligere og vil ikke tas med som driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig driftsrelatert gjeld:

Forskuddsbetaling fra kunder, leverandørgjeld, uopptjent trafikkoverskudd, andel av annen kortsiktig gjeld/avsetninger samt påløpte kostnader og forhåndsbetalte inntekter klassifiseres alle som driftsrelatert gjeld.

Jeg har på bakgrunn av drøftelsen ovenfor valgt å gruppere gjelden i balansen slik:

Driftsrelatert gjeld:

Finansiell gjeld:

Langsiktig gjeld:

Andre avsetninger

Langsiktig gjeld:

Rentebærende langsiktig gjeld
Utsatt skattefordel
Annen gjeld
Kapitaliserte leasingforpliktelser

Kortsiktig gjeld:

Forpliktelser ved periodeskatt
Leverandørgjeld og andre betalingsforpliktelser
Påløpte kostnader og Forskuddsbetalte inntekter
Annen kortsiktig gjeld / Avsetninger

Kortsiktig gjeld:

Rentebærende kortsiktig gjeld
Derivater
Gjeld tilknyttet salg av eiendom
Betalbar skatt

Basert på drøftelsen ovenfor presenteres den endelig omgrupperte balansen, netto driftskapital og sysselsatt kapital nedenfor:

Tabell 6: Konsolidert omgruppert balanse, netto driftskapital og sysselsatt kapital.

| Konsolidert omgruppert balanse | Historiske tall -----> | | |
|--------------------------------------------|------------------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 |
| Eiendeler | | | |
| Immaterielle anleggsmidler | 1414 | 1693 | 1922 |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | |
| Eiendom og bygninger | 375 | 491 | 353 |
| Fly | 12652 | 11866 | 11220 |
| Reservedeler og ekstradeler | 1393 | 1367 | 1349 |
| Service utstyr | 90 | 76 | 110 |
| Annen utstyr | 130 | 123 | 117 |
| Investeringer i fremdrift | 118 | 66 | 34 |
| Forskuddsbetalinger relatert til AM | 24 | 155 | 160 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 16196 | 15837 | 15265 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | |
| Varelager og inventar | 678 | 705 | 687 |
| Eiendeler holdt for salg | 493 | 0 | 0 |
| Kundefordringer | 1277 | 1275 | 1311 |
| Fordringer hos interessenter | 3 | 6 | 3 |
| Andre fordringer | 2901 | 2574 | 1399 |
| Forhåndsbet kostnader og påløpte inntekter | 839 | 934 | 873 |
| Sum driftsrelaterte omløpsmidler | 6191 | 5494 | 4273 |
| SUM DRIFTSRELATERTE EIENDELER | 22387 | 21331 | 19538 |
| Finansielle anleggsmidler | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | 294 | 317 | 325 |
| Andre verdipapirer | 23 | 23 | 23 |
| Pensjon, netto | 10512 | 11355 | 12232 |
| Kapitalisert verdi av leasingkontrakter | | | 10654 |
| Andre langsiktige fordringer | 2379 | 1011 | 1250 |
| Sum Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 |

| | | | |
|----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansielle omløpsmidler | | | |
| Kortsiktige investeringer | 3281 | 2842 | 366 |
| Kontant og Bankinnskudd | 1762 | 966 | 2423 |
| Utbytte | | | |
| Utsatt skattefordel | 1187 | 1340 | 597 |
| Sum finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 |
| Finansielle EIENDELER | 19438 | 17854 | 27870 |
| EIENDELER | 41825 | 39185 | 47408 |
| Egenkapital og Gjeld | | | |
| Egenkapital | | | |
| Aksjekapital | 6612 | 6612 | 6612 |
| Andre tilskutt kapital | 337 | 337 | 337 |
| Reserver | 627 | 309 | 17 |
| Tilbakeholdt forjeneste | 6862 | 5175 | 4190 |
| Total aksjeholders EK bidrag til morselskap | 14438 | 12433 | 11156 |
| B-aksjer | 0 | 0 | 0 |
| Total egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 |
| Langsiktig gjeld | | | |
| Underordnede lån | 974 | 1019 | 978 |
| Obligasjons lån | 1503 | 2809 | 2763 |
| Andre lån | 6866 | 6179 | 5260 |
| Utsatt skattefordel | 2303 | 2154 | 1013 |
| Kapitaliserte leasingforpliktelser | | | 10654 |
| Annen gjeld | 143 | 55 | 130 |
| =Langsiktig finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 |
| Kortsiktig gjeld | | | |
| Nåværende andel av langsiktig gjeld | 1383 | 2309 | 1403 |
| Betalbar skatt | 22 | 18 | 32 |
| Annen gjeld | 2070 | 1160 | 1033 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendomer | 132 | 0 | 0 |
| Andre rentebærende kortsiktige lån (Derivater) | 1073 | 997 | 411 |
| Ny kortsiktig gjeld Residualpost | | | |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 |
| =Finansiell gjeld | 16469 | 16700 | 23677 |

| | | | |
|------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | | | |
| Andre avsetninger | 2143 | 1673 | 1967 |
| =Sum Langsiktig driftsrelatert gjeld | 2143 | 1673 | 1967 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | | | |
| Forskuddsbetaling fra kunder | 16 | 24 | 0 |
| Leverandørgjeld | 1749 | 1540 | 1929 |
| Uopptjent trafikkoverskudd | 3598 | 3453 | 4292 |
| Andel av annen kortsiktig gjeld / avsetninger | 657 | 428 | 1186 |
| Påløpte kostnader og forhåndsbetalt inntekt | 2755 | 2934 | 3201 |
| Sum Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 8775 | 8379 | 10608 |
| DRIFTSRELATERT GJELD | 10918 | 10052 | 12575 |
| | | | |
| EGENKAPITAL OG GJELD | 41825 | 39185 | 47408 |
| Konsolidert omgruppert balanse, netto driftskapital | | | |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 16196 | 15837 | 15265 |
| -Langsiktig driftsrelatert gjeld | -2143 | -1673 | -1967 |
| =Netto anleggsmidler | 14053 | 14164 | 13298 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 6191 | 5494 | 4273 |
| -Kortsiktig driftsrelatert gjeld | -8775 | -8379 | -10608 |
| =Driftsrelatert arbeidskapital | -2584 | -2885 | -6335 |
| =Netto driftseiendeler | 11469 | 11279 | 6963 |
| Total Egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 |
| Langsiktig finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 |
| Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 |
| =Langsiktig netto finansiell gjeld | -1419 | -490 | -3686 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 |
| Finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 |
| =Kortsiktig netto finansiell gjeld | -1550 | -664 | -507 |
| Netto finansiell gjeld | -2969 | -1154 | -4193 |
| Netto driftskapital | 11469 | 11279 | 6963 |
| Sum eiendeler | 41825 | 39185 | 47408 |
| Sum gjeld | 27387 | 26752 | 36252 |

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto driftskapital | 11469 | 11279 | 6963 |
| Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 |
| +Finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 |
| =Finansielle eiendeler | 19438 | 17854 | 27870 |
| =Sysselsatte eiendeler | 30907 | 29133 | 34833 |
| Egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 |
| Langsiktig Finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 |
| Finansiell Gjeld | 16469 | 16700 | 23677 |
| Sysselsatt Kapital | 30907 | 29133 | 34833 |
| | | | |
| Test TK (Sysselsatt kapital + Driftsrelatert gjeld) | 41825 | 39185 | 47408 |
| Test Sysselsatt kapital (TK-rentefri driftsrelatert) | 30907 | 29133 | 34833 |

5.6 Nøkkeltallsanalyse

Å utarbeide en god nøkkeltallsanalyse er en viktig del av regnskapsanalysen. I følge Hansen et al. (2005) skal nøkkeltallsanalysen brukes til å vurdere bedriftens lønnsomhet og finansielle stilling. En god analyse bør også si noe om selskapets økonomiske prestasjoner, utvikling, risiko og vekst. Dette gjøres ved å sammenligne selskapets forholdstall med generelle krav og sammenlignbare bedrifter. En nøkkeltallsanalyse er viktig for potensielle investorer og er med på å bestemme hvilket avkastningskrav som brukes ved verdivurderingen av selskapet. Analysen skal også avdekke selskapets risiko for å gå konkurs, samt evne til verdiskapning.

Analysen presenterer beregninger av SAS sine mest sentrale nøkkeltall innenfor lønnsomhet, herunder rentabilitetsmålinger, likviditet, finansiering og soliditet. Analyseperioden er 3 år, fra 2010-2012. Tallene som vil benyttes er fra de opprinnelige oppstillingene av resultatregnskap og balanse. Etersom tallstørrelsene i de omgrupperte oppstillingene ikke vil gi noen praktisk verdi når man skal sammenligne forholdstallene mot generelle krav og sammenlignbare bedrifter.

SAS har gjennomgått store strukturelle endringer i analyseperioden, og er enda inne i omstillingsprosessen som den nye strategien har medført. De strukturelle endringene SAS gjennomgår medbringer blant annet refinansiering og et økt fokus på kjernevirksomheten. De store og fundamentale endringene selskapet går gjennom i løpet av analyseperioden vil svekke analysens relevans og forklaringskraft noe, men forholdstallene som blir utarbeidet vil

fortsatt forklare hvordan selskapet har prestert under analyseperioden, og hvor godt rustet selskapet er til videre drift.

5.6.1 Likviditet

En likviditetsanalyse er i følge Kristoffersen (2008) en analyse av en bedrifts betalingsevne, og sier noe om bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. For å måle en bedrifts betalingsevne er de mest sentrale nøkkeltallene i en likviditetsanalyse følgende:

kontantposisjon og likviditetsreserve, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 (Kristoffersen, 2008). Jeg har valgt å benytte meg av likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 tar utgangspunkt i balansen og viser i hvilken grad selskapets omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld.

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

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Det settes ulike krav til likviditetsgradene. I følge Kristoffersen (2008) bør Likviditetsgrad 1 være større enn 2, mens Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. De mest likvide omløpsmidlene er i følge Kristoffersen (2008) de omløpsmidlene som kan omgjøres til likvider ved enkle transaksjoner. Det er normalt samtlige omløpsmidler, med unntak av varebeholdningen. Kassakreditten er klassifisert som kortsiktig gjeld i regnskapet, men ved normal drift vil denne være en del av den langsiktige finansieringen.

| | Nøkkeltall | | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt krav |
|-------------------|------------|--|------|------|------|---------------|
| Likviditet: | | | | | | |
| Likviditetsgrad 1 | SAS | | 0,83 | 0,72 | 0,52 | >2 |
| Likviditetsgrad 2 | SAS | | 0,78 | 0,67 | 0,47 | >1 |

Tabell 7: Likviditetsgrad 1 og 2.

Som det fremgår av tabellen ovenfor har SAS totalt sett en nedadgående trend i likviditet, som også er langt under de generelle kravene. Selskapet innfrir ikke de generelle kravene i noen av årene. Den lite tilfredsstillende likviditetsutviklingen i selskapet viser økt kredittrisiko. Dette kan gjøre kreditorer mer skeptisk ovenfor SAS og selskapet bør fokusere på å forbedre likviditeten til et tilfredsstillende nivå.

5.6.2 Finansiering / Kapitalstruktur / Soliditet

Siden et selskaps soliditet er nært knyttet opp til dets finansiering har jeg valgt å slå sammen soliditet og finansiering til et punkt i analysen.

Soliditet sier noe om bedriftens evne til å tåle tap og er knyttet til egenkapitalens størrelse i forhold til samlet kapital i bedriften (Kristoffersen, 2008). Sentrale begrep som skal beregnes i analysen av soliditet er egenkapitalandelen, gjeldsgraden og rentedekningsgraden.

En analyse av selskapets finansiering tar for seg hvordan kapital blir anskaffet og anvendt. En analyse av selskapets finansiering tar i følge Kristoffersen (2008) utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler. Eiendelene kan være finansiert av både langsiktig og kortsiktig gjeld, samt egenkapital. Sentrale begrep som skal beregnes i analysen av finansiering er finansieringsgrad 1 og arbeidskapital.

Egenkapitalandelen

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler. Samtidig viser den da også hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med gjeld (fremmedkapital) og hvor mye bedriften kan tape før fremmedkapitalen også blir påført et tap (Kristoffersen 2008). Jo større dette forholdstallet er, desto bedre er soliditeten i bedriften. I følge Kristoffersen (2008) vil en egenkapitalandel på 30-35 % være tilfredsstillende for de fleste bedrifter.

Formelen for nøkkeltallet er følgende:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

| Egenkapitalandel | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------|------|------|------|
| SAS | 35 % | 32 % | 30 % |

Tabell 8: Egenkapitalandel SAS.

Som vi kan se fra tabellen ovenfor er SAS innenfor Kristoffersens egenkapitalkrav på 30-35 %, men selskapet har en negativ utvikling fra 2010 til 2012. Egenkapitalandelen synker fordi selskapet har fått mindre egenkapital og ikke fordi selskapet har fått en større totalkapital. Dette er en negativ trend selskapet må følge nøye med på ettersom selskapet blir mindre solid.

Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital som er finansiert av eierne (Kristoffersen, 2008). Gjeldsgraden gir også viktig informasjon om selskapets soliditet. Formelen for gjeldskrav er som følger:

$$\text{Gjeldsgrad} = \text{gjeld} * 100 \% / \text{egenkapital}$$

I følge Kristoffersen (2008) finnes det ingen norm eller klare retningslinjer for hvor stor gjeldsgraden bør være, men desto lavere gjeldsgrad selskapet har, desto mer solid framstår selskapet. Utviklingen i gjeldsgrad sier noe om risikoen knyttet til bedriften, hvor en synkende gjeldsgrad er et godt tegn. Andel gjeldsgrad vil ofte variere fra bedrift til bedrift og mellom bransjer. I nyetablerte selskaper er gjeldsgraden ofte høyere.

| Gjeldsgrad | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------|-------|-------|-------|
| SAS | 190 % | 215 % | 229 % |

Tabell 9: Gjeldsgrad SAS.

Som vi ser har SAS en økende gjeldsgrad noe som indikerer større risiko og mindre soliditet i selskapet.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden sier noe om selskapets evne til å betale sine rentekostnader (Kristoffersen, 2008). Formelen er som følger:

$$\text{Rentedekningsgrad} = (\text{ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}) / \text{rentekostnader}$$

Størrelsen på rentedekningsgraden avhenger av lønnsomheten og renten på bedriftens gjeld. Selv om det ikke finnes noen generelle krav på størrelsen av rentedekningsgraden, bør den i følge Kristoffersen (2008) være større enn 3. Er forholdstallet mindre enn 1, går bedriften med underskudd.

| Rentedekningsgrad | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt krav |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------|
| Ordinært resultat før skatt | -3069 | -1629 | -1660 | |
| rentekostnader | 1041 | 1030 | 1407 | |
| Rentedekningsgrad | -1,95 | -0,58 | -0,18 | Min >1. Helst >3. |

Tabell 10: Rentedekningsgrad SAS.

Som vi ser av tabellen ovenfor har selskapet en negativ rentedekningsgrad i hele analyseperioden. Dette forekommer som et resultat av at bedriften går med underskudd. Nøkkeltallet har en positiv utvikling gjennom hele perioden, men selskapet er avhengig av å generere overskudd for å kunne få en positiv rentedekningsgrad.

Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 sier noe om i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert.

Formelen er som følger:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Hvor langsiktig kapital består av egenkapital og langsiktig gjeld. Som et generelt krav bør finansieringsgrad 1 være mindre enn 1. Finansieringsgrad 2 tilsvarer det som ovenfor er beskrevet som Likviditetsgrad 1. Det generelle kravet til Finansieringsgrad 2 er følgelig det samme som for Likviditetsgrad 1 og vil dermed ikke bli videre utredet for her.

| Finansieringsgrad 1 | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt Krav |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Anleggsmidler | 30591 | 29883 | 29692 | |
| Langsiktig kapital | 28370 | 26322 | 23267 | |
| Finansieringsgrad 1 | 1,08 | 1,14 | 1,28 | <1 |

Tabell 11: Finansieringsgrad 1 SAS.

Tabell 11 viser at SAS ikke innfrir det generelle kravet om en finansieringsgrad på mindre enn 1. Selskapet har også en negativ utvikling gjennom hele analyseperioden.

Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det generelle kravet er at arbeidskapitalen bør være positiv.

| Arbeidskapital | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt krav |
|------------------|-------|-------|-------|---------------------|
| Omløpsmidler | 11234 | 9302 | 7062 | |
| Kortsiktig gjeld | 13455 | 12863 | 13487 | |
| Arbeidskapital | -2221 | -3561 | -6425 | Bør være positiv >0 |

Tabell 12: Arbeidskapital SAS.

Som vi ser av tabell 12 ovenfor innfrir ikke SAS det generelle kravet og har en negativ arbeidskapital. Selskapet har også en negativ utvikling over analyseperioden. Dette forekommer som et resultat av at forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld har økt.

Oppsummering finansiering og soliditet, SAS AB.

| Nøkkeltall | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt krav. |
|----------------------------|-------|-------|-------|---------------------|
| Finansiering og soliditet: | 1,08 | 1,14 | 1,28 | <1 |
| Egenkapitalandel | 35 % | 32 % | 30 % | |
| Gjeldsgrad | 190 % | 215 % | 229 % | |
| Rentedekningsgrad | -1,95 | -0,58 | -0,18 | Min >1. Helst >3. |
| Finansieringsgrad 1 | 1,08 | 1,14 | 1,28 | <1 |
| Finansieringsgrad 2 | 0,78 | 0,67 | 0,47 | >1 |
| Arbeidskapital | -2221 | -3561 | -6425 | Bør være positiv >0 |

Tabell 13: Oppsummering finansiering og soliditet, SAS AB.

På bakgrunn av utredningen og drøftelsen av de forskjellige nøkkeltallene, kan man se at SAS ikke på noen måte tilfredsstillende de generelle kravene. Selskapets soliditet og finansiering vurderes som ikke tilfredsstillende og har en negativ utvikling. Risikoen ovenfor kreditorer og andre interessenter må sies å være økende, og selskapet er avhengig av å snu trenden raskt. Med den pågående restruktureringen av selskapet bør i løpet av regnskapsåret 2013 oppnå en forbedring på samtlige punkter for at det skal være forsvarlig med videre drift.

5.6.3 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å skape overskudd Kristoffersen (2008). For å skape et overskudd må inntektene være større enn kostnadene. På lang sikt må bedriften være tilstrekkelig lønnsom for at eiere og investorer skal være villig til å skyte inn eller beholde sin egenkapital i bedriften. Denne lønnsomhetsanalysen skal se på SAS sin lønnsomhet herunder forskjellige rentabilitetsmålinger.

Driftsmargin

Driftsmargin angir hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader. Formelen er som følger:

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} \times 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Det finnes ingen generelle krav til hva driftsmarginen bør være, da dette er svært bransje og risikoavhengig.

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler avkastningen på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den sier noe om hvordan bedriften har vært driftet, samtidig som det gir uttrykk for nivået på inntjeningen over perioden som blir analysert, uavhengig av finansieringen.

Formelen er som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Det finnes ingen generelle krav på hva total kapitalrentabiliteten bør være, da dette er svært bransje og risikoavhengig. Som et minstekrav burde total kapitalrentabiliteten i hvert fall være lik gjennomsnittlig lånerente + et påslag for investors risiko forbundet med å investere i selskapet. Dette påslaget varierer, men er ofte minimum 5 %. Per dags dato (10.04.2013) er NIBOR 3 mnd på 1,84 % mens norsk statsobligasjoner 5 år ligger på 1,28 %

Kravet til total kapitalrentabiliteten før skatt bør da per dags dato være minimum 1,28 % + 5 % = 6,28 %, før skatt.

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten blir av Kristoffersen (2008) omtalt som mer interessant for eierne da den viser avkastningen på eiernes investering i bedriften, samt hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen. Endringene i nøkkeltallet over tid viser hvordan investeringene til eierne har utviklet seg. Det er ikke mulig å fastslå et generelt krav til hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være, da kravet vil avhenge av hvilke alternative investeringer og avkastning hver enkelt investor har tilgjengelig, samt hvor stor risiko det er forbundet med

å investere i selskapet. Formelen for egenkapitalrentabilitet etter før og etter skatt ser ut som følger:

Egenkapitalrentabilitet før skatt = ordinært resultat før skatt * 100 % / gjennomsnittlig egenkapital

Egenkapitalrentabilitet etter skatt = ordinært resultat * 100 % / gjennomsnittlig egenkapital

ROCE – Avkastning på sysselsatt kapital

Dette avkastningskravet beregnes ut i fra den sysselsatte kapitalen som fremkommer av det omgrupperte årsregnskapet. ROCE er et verktøy for å måle selskapets prestasjoner og lønnsomhet med fokus utelukkende på selskapets drift. Verktøyet har en stor utbredelse, men anvendes mest internt og av investorer eller potensielle investorer. Det kan være vanskelig å sette et generelt krav for ROCE da det er varierer hva som inngår i definisjonen av sysselsatt kapital. Formelen for nøkkeltallet er som følger:

Avkastning på sysselsatt kapital = Driftsresultat + finansinntekter * 100 % / Gjennomsnittlig sysselsatt kapital

Jeg valgt å bruke Gjesdal og Johnsen (1999:63)/Gjesdal (2007) sin definisjon, der sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld.

| Nøkkeltall lønnsomhet | 2010 | 2011 | 2012 | Generelt krav. |
|-----------------------------------------|----------|----------|----------|-----------------------------------------------------------------------|
| Driftsmargin | -4,72 % | 1,56 % | -0,79 % | Bransje og risikoavhengig. |
| Totalkapitalrentabilitet | -4,19 % | 2,15 % | -0,67 % | Bør være minst lik gjeldsgraden og lånerente. |
| Egenkapitalrentabilitet før skatt | -23,77 % | -12,12 % | -14,07 % | 3-5 ganger innskuddsrente, bank 10-15% |
| Egenkapitalrentabilitet etter skatt | -17,18 % | -12,56 % | -11,13 % | 3-5 ganger skattejustert innskuddsrente bank |
| ROCE - avkastning på sysselsatt kapital | | 2,90 % | -0,95 % | Internt mål. Ulik definisjon på sysselsatt kapital og hva som inngår. |

Tabell 14: Nøkkeltall lønnsomhet.

Som vi ser av tabell 14 er driftsmarginen så vidt positiv i 2011 med 1,56 %, mens den er negativ i både 2010 og 2012. Målet på driftsmarginen må sees i sammenheng med bransje, konkurrenter og risiko. En negativ driftsmargin tilsier at bedriften taper penger før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader. Dette er ikke tilfredsstillende for et selskap eller dets investorer over lengre tid.

Selskapets totalkapitalrentabilitet er også negativ i 2010 og 2012 som et resultat av at

selskapet har tapt penger og følgelig hatt en negativ avkastning på totalkapitalen. Det finnes som nevnt ikke et generelt krav til dette nøkkeltallet, da det er svært avhengig av risiko og bransje. En negativ totalkapitalrentabilitet over lengre tid vil imidlertid påvirke investorers vilje til å investere kapital i selskapet, og følgelig ikke være mulig.

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på eiernes investering i selskapet. Det generelle kravet på egenkapitalrentabiliteten ligger mellom 3-5 ganger den innskuddsbaserte renten. SAS har en negativ egenkapitalrentabilitet både før og etter skatt gjennom hele analyseperioden. Dette betyr at investorene i SAS har en negativ avkastning på sin investering, noe som ikke er tilfredsstillende verken nå eller på lengre sikt.

ROCE benyttes ofte som et internt mål i bedriften og et generelt krav er vanskelig å fastsette, men en positiv avkastning er et absolutt for fremtidig drift. SAS har i 2012 en negativ ROCE og er videre avhengig av en positiv utvikling og følgelig en positiv ROCE på lengre sikt om de skal ha mulighet for videre drift.

På bakgrunn av utredningen ovenfor av SAS sin lønnsomhet vil jeg kort konkludere med at selskapet ikke har en tilfredsstillende lønnsomhet. Selskapet har tapt penger og investorene har hatt en negativ avkastning på sine investeringer i selskapet. Også trenden gjennom analyseperioden er negativ. Selskapet er avhengig av å oppnå en positiv utvikling i lønnsomhet for å kunne drive lønnsomt på lengre sikt og være attraktivt ovenfor investorer.

5.7 Komparativ analyse

I dette kapitlet vil resultatene fra nøkkeltallsanalysen sammenlignes mot aktuelle konkurrenter i bransjen for å gi et innsyn i hvordan SAS har prestert.

Jeg vil sammenligne SAS sine nøkkeltall med de to største konkurrentene, Norwegian og Ryanair. Tallene er hentet ut fra selskapene sine respektive årsrapporter. (SAS, Ryanair og Norwegian 2010-2012). Jeg har valgt å sammenligne de seks nøkkeltallene som vil fremkomme av tabell 15. Sammenligningen og tolkningen av tallene vil gi en indikator på selskapenes likviditet, soliditet, kapitalstruktur samt lønnsomhet.

Før jeg analyserer nøkkeltallene nedenfor vil jeg gi en kort selskapsbeskrivelse av Ryanair og Norwegian.

Norwegian:

Norwegian er SAS største konkurrent. Selskapet ble startet i 2002 av tidligere jagerpilot og advokat Bjørn Kjos, og børsnotert desember 2003 [32]. The Economist påpeker i sin artikkel hvordan Kjos blir hyllet av mange for å være mannen som brakte lavkostflyvning til et av Europas dyreste land [3]. Selskapet gikk med overskudd for første gang i 2005 og har siden de startet opp hatt en betydelig vekst. Norwegian har gått fra kun å operere med innenriksflyvning i Norge til å bli det nest største flyselskapet i Skandinavia, og har nå et rutetilbud som strekker seg over Europa til Nord-Afrika, Midt-Østen, Thailand og USA [33].

Selskapets omsetning har økt fra 1 972 millioner i 2005 til 12 859 millioner i 2012, og årsresultatet fra 28 millioner til 457 millioner. Dette er et selskap i stor vekst og har som tidligere nevnt tatt store markedsandeler fra SAS. Selskapet flyr i stor grad de samme rutene som SAS og selskapene flyr ofte vinge ved vinge. Norwegian har vært et av de nye lavkostsselskapene som har bidratt til økt konkurranse og prispres ovenfor SAS og luftfartsbransjen generelt. Selskapets visjon er *”at alle skal ha råd til å fly. Ved å tilby et kvalitetsprodukt til konkurransedyktige og lave priser gir vi alle muligheten til å fly med oss”* (Norwegian Årsrapport 2011).

Det ser ut til at den store veksten og økende konkurransen for SAS vil fortsette ettersom Norwegian i 2012 gjennomførte Europas største flybestilling noensinne. Selskapet bestilte 222 nye fly fra Boeing og Airbus, og vil med det ta opp kampen med Ryanair og Easyjet om å være Europas beste lavkostsselskap. Dette samtidig som selskapet outsourcer mer og mer arbeidskraft til lavkostland som Ukraina, Spania og Thailand for å slippe unna Nordens høye arbeidskostnader og skatter [3]

Ryanair:

Ryanair omtaler seg selv som *”Europas eneste ultra lavkostselskap”* [34]. Selskapet ble etablert i 1985 og fløy ca 5 000 passasjerer med 25 ansatte. Selskapet har siden den tid vokst til å fly over 79 millioner passasjerer med 305 fly i 2012, og selskapet har bestilt ytterligere 175 nye fly. Overskuddet for 2012 var på 569 millioner euro [34].

Selskapet er som nevnt et av SAS største konkurrenter og har allerede etablert seg i Norge. Ryanair har i stor grad bidratt til å skape det pågående prispresset i bransjen og den store økningen i fritidsreisende. Selskapet har også forhørt seg om mulighetene for å fly innenriks i Norge. Jeg anser Ryanair som en stor trussel for SAS sin videre drift, med lave kostnader og

mulighet for videre ekspansjon i SAS sine markeder vil Ryanair være i stand til å utkonkurrere SAS.

| | 2010 | 2011 | 2012 | | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------|---------|---------|---------|--------------------------------------------|----------|----------|----------|
| Likviditetsgrad 1: | | | | Totalkapitalrentabilitet | | | |
| SAS | 0,83 | 0,72 | 0,52 | SAS | -4,19 % | 2,15 % | -0,67 % |
| Ryanair | 0,97 | 0,91 | 1 | Ryanair | 6 % | 6,38 % | 8,27 % |
| Norwegian | 0,83 | 0,63 | 0,6 | Norwegian | 4,90 % | 6 % | 7,05 % |
| Gjennomsnitt: | 0,88 | 0,75 | 0,71 | Gjennomsnitt: | 2,24 % | 4,84 % | 4,88 % |
| Egenkapitalandel | | | | Egenkapitalrentabilitet etter skatt | | | |
| SAS | 35 % | 32 % | 30 % | SAS | -17,18 % | -12,56 % | -11,13 % |
| Ryanair | 37,70 % | 34,40 % | 36,70 % | Ryanair | 10,71 % | 12,91 % | 17,90 % |
| Norwegian | 29 % | 22 % | 20 % | Norwegian | 11,12 % | 6,50 % | 20,93 % |
| Gjennomsnitt: | 34 % | 29 % | 29 % | Gjennomsnitt: | 1,55 % | 2,28 % | 9,23 % |
| Gjeldsgrad | | | | Driftsmargin | | | |
| SAS | 1,9 | 2,15 | 2,29 | SAS | -4,72 % | 1,56 % | -0,79 % |
| Ryanair | 1,65 | 1,91 | 1,72 | Ryanair | 14,67 % | 14,88 % | 18 % |
| Norwegian | 2,69 | 3,63 | 3,92 | Norwegian | 2,83 % | 1,58 % | 4,85 % |
| Gjennomsnitt: | 2,08 | 2,56 | 2,64 | Gjennomsnitt | 4,26 % | 6,01 % | 7,35 % |

Tabell 15: Komparativ analyse, nøkkeltall.

Jeg har i delkapittel 5.6 redegjort for SAS sine nøkkeltall sammenlignet med de generelle kravene. Nedenfor vil jeg se på hvordan disse nøkkeltallene er sammenlignet mot Norwegian og Ryanair sine nøkkeltall.

Tabellen ovenfor viser at SAS har den laveste likviditetsgraden, med en negativ trend gjennom analyseperioden, mens Ryanair holder seg stabilt på en likviditetsgrad rundt 1. Norwegian har en negativ trend og faller fra 0,83 i 2010 til 0,6 i 2010.

Egenkapitalandelen til SAS er fallende gjennom hele analyseperioden, mens Ryanairs egenkapitalandel holder seg stabil på ca. 34-38 % selv om selskapet har stor vekst. Norwegian har en fallende egenkapitalandel fra 29 % i 2010 til 20 % i 2012, noe som er et resultat av selskapets store vekst. Norwegian har følgelig hatt et behov for mer kapital, som har resultert i større gjeld. SAS sin egenkapitalandel vil også endres fra og med 2013 etter at pensjonsordningen går fra innskuddsbasert til ytelsesbasert, i tillegg til at diverse eiendeler selges jamfør strategien 4XNG. Følgelig kan ikke SAS egenkapitalandel slik den fremstår vektlegges for mye, da den ikke er representativ for 2013 og årene fremmover, men den negative trenden skaper risiko og mindre soliditet i selskapet og kan ikke fortsette på lengre sikt.

SAS sin gjeldsandel er også stigende og går fra 1,9 – 2,29 fra 2010 til 2012. Ryanair har til tross for sin vekst en relativt stabil gjeldsgrad. Den øker fra 1,65 i 2010 til 1,91 i 2011 før den igjen synker til 1,72 i 2012. Dette selv om selskapet har hatt en stor vekst. Norwegian har en voksende gjeldsgrad gjennom hele analyseperioden fra 2,69 i 2010 til 3,92 i 2012. Dette henger sammen med den store veksten i Norwegian og det nevnte kapitalbehovet for å finansiere flykjøp. En fortsatt fremtidig vekst i gjeldsgraden vil skape stor risiko for selskapet da de vil få en lav egenkapitalandel. En løsning på dette kan være emisjoner for tilføyning av ny egenkapital til selskapet. SAS stigende gjeldsgrad er bekymringsverdig og gir selskapet større risiko og mindre soliditet, men selskapet har som ledd i 4XNG fått refinansiert sin gjeld og den gjeldsgraden som ligger til grunn kan derfor ikke vektlegges for mye, men utviklingen er ikke tilfredsstillende.

Egenkapitalrentabiliteten til SAS er negativ hele perioden, men man ser en viss bedring fra -17,18 % i 2010 til -11,13 % i 2012, selv om denne ikke er tilfredsstillende. Både Ryanair og Norwegian har positiv egenkapitalrentabilitet under hele analyseperioden og en sterk vekst i sin avkastning. Dette kan forklares ved at SAS har hatt et negativt årsresultat under analyseperioden, mens Ryanair og Norwegian har gått med store overskudd.

Totalkapitalrentabiliteten til SAS er også langt under de generelle kravene, men også sammenlignet med Norwegian og Ryanair som har både positiv totalkapitalrentabilitet og en positiv utvikling gjennom hele analyseperioden.

Driftsmarginen til SAS går fra -4,72 % i 2010 til 1,56 % i 2011 før den igjen etter til -0,79 % i 2012. Norwegian og Ryanair har hatt en positiv driftsmargin og utvikling i hele analyseperioden. Ryanair har en særdeles tilfredsstillende driftsmargin som går fra 14,67 % i 2010 til hele 18 % i 2012. Dette henger sammen med de lave kostnadene selskapet operer med og følgelig hvor høyt driftsresultat de klarer å generere i forhold til driftsinntektene.

Oppsummering komparativ analyse:

SAS sine nøkkeltall viser sammenlignet med de generelle kravene at SAS ikke har hatt tilfredsstillende likviditet, soliditet og rentabilitet samtidig som selskapet hadde en negativ utvikling i analyseperioden. I den komparative analysen ser vi også at SAS sine nøkkeltall er svakere og mindre tilfredsstillende enn deres to største konkurrenter. Selskapet har dårligere likviditet, driftsmargin og rentabilitet enn både Norwegian og Ryanair. Dette følger av de

negative resultatene og utviklingen selskapet har hatt i analyseperioden, hvor de utvalgte konkurrentene har hatt positive resultater og utvikling i den samme perioden.

Ut i fra den komparative analysen fremstår SAS som et mindre solid og attraktivt selskap i forhold til de utvalgte sammenlignbare selskapene. Det er kjent at selskapet har slitt under analyseperioden, samtidig holder de på med en fundamental endringsprosess som utvilsomt vil påvirke selskapets økonomiske stilling og verdiskapningspotensial. Ved en suksessfull implementering av den nye strategien, 4XNG, tyder mye på at selskapet i fremtiden vil ha bedre forutsetninger for å produsere mer tilfredsstillende økonomiske prestasjoner.

6. Avkastningskrav (WACC)

Avkastningskravet representerer alternativkostnaden til selskapets kapital. Ulike finansieringskilder bærer ulik risiko og avkastningen til de ulike finansieringskildene må ses opp mot hva en investor kunne tjent på en alternativ investering med samme risiko (Kaldestad & Møller 2011: 105). Dermed kan avkastningskravet sees på som et komparativt mål for den avkastningen en investor krever for å påta seg risikoen forbundet med å investere i et selskap.

Estimeringen av avkastningskravet er viktig i forbindelse med verdivurderingen, da avkastningskravet benyttes videre for å diskontere selskapets frie kontantstrøm og har stor påvirkning på verdiestimatet man kommer fram til.

Det finnes flere metoder for å fastsette et avkastningskrav. Jeg vil benytte meg av kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne kostnaden av selskapets kapital og WACC benyttes for utarbeidelse av det vektete avkastningskravet til totalkapitalen.

I oppgavens kapittel 3.2.1 og 3.2.2 ble teorien, modellens oppbygning og metodikken ved bruk av CAPM og WACC i beregning av avkastningskravet gjennomgått. Nedenfor vil jeg presentere, redegjøre for og estimere de ulike parametrene i modellen, før jeg avslutningsvis fastsetter avkastningskravet.

6.1 Kapitalverdimodellen – CAPM

Formelen til kapitalverdimodellen (CAPM) ser ut som følger (Bodie et al. 2011, 321):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

Hvor:

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på underliggende investering, i dette tilfellet egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_i = Underliggendes sensitivitet relativt til markedet

$E(R_m)$ = Forventet avkastning i markedet

$E(R_m) - r_f$ = Markedets risikopremie

I følge Gjesdal & Johnsen (1999: 36) kan det være aktuelt å inkludere et ledd til i CAPM kalt likviditetspremie. Denne likviditetspremien skal kompensere investorer for at det kan være vanskelig å komme seg ut av investeringen etter innkjøp. Dette gjelder særlig for mindre likvide aksjer hvor informasjonen kan sitte tett i ledelsen. Dette gjelder særlig for ikke-børsnoterte aksjer, og er følgelig ikke ansett å være aktuelt for SAS da det er en aksje som omsettes på tre børser i Skandinavia.

Siden avkastningskravet til egenkapitalen som fremkommer fra kapitalverdimodellen, i neste omgang vil inngå i WACC-modellen som justeres for skatt, må CAPM ikke innbefatte skattejustering.

6.1.1 Risikofri rente

Hva den risikofrie renten er avhenger av hvordan man velger å fastsette denne renten og hva den skal benyttes til. For mange er risikofri rente den avkastningen investorer oppnår på verdipapirer som hypotetisk ikke har konkurs eller misligholdsrisiko. I følge Kaldestad & Møller (2011) er det nærmeste man kommer dette statsobligasjoner. Valget av lengden på statsobligasjoner kan ha stor betydning for avkastningskravet, størrelse, og det er derfor viktig å fastslå hvilken lengde man skal benytte seg av: kort, mellomlang eller lang.

Akademikerne er uenige i valg av lengden. I følge Koller et al. (2010) kan det være hensiktsmessig å benytte seg av langsiktige statsobligasjoner og da fortrinnsvis 10-årige. Kaldestad & Møller (2011) har skrevet om fire ulike alternativer som praktiseres ved valg av risikofri rente. Alternativ 1 er ulik risikofri rente for hver periode, alternativ 2 og 3 er henholdsvis kort og lang rente, mens alternativ 4 er å operere med et stivt avkastningskrav. Boye & Meyer (2008, 99) anbefaler at man benytter seg av den mellomlange statsobligasjonsrente (2-3-årsrenter), da de fleste vil forutsette at prisstigningen fremover tilsvarer dagens prisstigning. Gjesdal & Johnsen (1999: 62) foreslår også at man bruker en 3-års statsrente.

Norges bank operer med 3 forskjellige statsobligasjoner, 3-årig, 5-årig og 10-årig. Sverige opererer med 2-års, 5-års, 7-års og 10-års. Rentenivåene i Europa, Norge og Sverige er i dag på lave nivåer. På bildet nedenfor ser man års gjennomsnitt av renten på de forskjellige statsobligasjonene de siste 3 årene.

| | 3 år | 5 år | 10 år |
|------|------|------|-------|
| 2012 | 1,44 | 1,59 | 2,10 |
| 2011 | 2,24 | 2,56 | 3,12 |
| 2010 | 2,46 | 2,83 | 3,52 |

Tabell 16: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer i Norge. Kilde [35]

| Period | Statsobligasjoner | | | |
|--------|-------------------|-----------|-----------|------------|
| | SE GVB 2Y | SE GVB 5Y | SE GVB 7Y | SE GVB 10Y |
| | Medel | Medel | Medel | Medel |
| 2010 | 1,4736 | 2,2892 | 2,4698 | 2,8844 |
| 2011 | 1,7483 | 2,2882 | 2,4164 | 2,5894 |
| 2012 | 0,8889 | 1,1376 | 1,2991 | 1,5914 |

Tabell 17: Årsgjennomsnitt av daglige noteringer. Kilde [36]

Inflasjonsutsiktene til Norge varierer fra 1 % i 2013 til 1,9 % 2016 (DNB årsrapport), dette er langt under Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % [37]

Jeg anser den mellomlange statsobligasjonsrenten som den mest hensiktsmessige å bruke for oppgaven min. Den risikofrie renten, r_f settes dermed lik renten på den mellomlange norske

statsobligasjon for 5 år. Den nominelle renten består av Norges Bank realrenteutsikter og inflasjonsutsikter for de neste 5 år. Rentesaften på 5-års statsobligasjonsrente er 1,59 % og basert på årsgjennomsnitt av daglige noteringer på Oslo Børs i 2012 [35]. Ved bruk av en 5-års rente risikerer vi at det blir en negativ realrente hvis inflasjonen overstiger renten. Dette kommer som et resultat av at rentene er ”kunstig” lave som følge av den økonomiske situasjonen vi står ovenfor i verdensøkonomien.

6.1.2 Forventet avkastning i markedet og markedets risikopremie.

Markedets risikopremie er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente ($E(R_m) - r_f$). Formelen viser den forventede meravkastningen du kan få ved å investere i aksjemarkedet mot å investere i ”risikofrie” statsobligasjoner. Det er umulig å finne en ”korrekt” risikopremie for børsene i Skandinavia, da de varierer med børsenes risikonivå og investorens risikoholdning (Gjesdal & Johnsen, 1999: 63). Videre argumenterer de for at denne vil være noe lavere enn 6,2 % i fremtiden som er hva de kom fram til i sine undersøkelser av Oslo Børs fra 1967 – 1998, og konkluderer med at et normalnivå for markedets risikopremie vil være på 5 %.

Koller et al (2010: 242) forklarer at det er ingen metode som er allmenn akseptert for å estimere markedets risikopremie, men mener at markedets risikopremie varierer mellom 4,5 % og 5,5 %. Kaldestad & Møller (2011: 122) mener at en slik premie ligger i intervallet 4 - 5 %, men kan i perioder ligge både over og under dette. Jeg har valgt å benytte meg av en markedspremie på 5 %, og har ikke gjort egne beregninger for å estimere markedspremien.

6.1.3 Beta

Beta er et mål på systematisk eller markedsspesifikk risiko. Betaverdien viser risikoen forbundet med å investere i den aktuelle aksjen (SAS AB) sammenlignet med investering i markedsporteføljen (OSEBX). Denne risikoen er systematisk og kan ikke diversifiseres bort, og investorer må følgelig forholde seg til denne. Beta sier noe om hvordan en aksjes verdi samsvarer mot en valgt indeks. Dersom verdien på beta er 1 vil aksjens verdi svinge i samsvar med indeksen den blir målt mot. Er betaverdien mindre enn 1 vil svingningene være mindre enn indeks og er verdien er større enn 1 vil svingningene være større enn svingningene i indeksen. Dersom betaverdien er negativ indikerer dette at aksjen er negativt korrelert med

indeksen den blir målt mot, og en oppgang i indeksen vil føre til en nedgang i aksjens verdi, og vice versa.

En aksjes betaverdi for børsnoterte selskap publiseres av mange diverse nyhetstjenester, da spesielt finansielle medier. Ulempen er at man ikke alltid vet hvordan beta er estimert (Kaldestad & Møller, 2011: 114). En kan selv beregne den ved hjelp av en standard regresjonsanalyse.

I følge Koller et al. (2010: 250) bør man bruke minimum 60 observasjoner når man skal beregne et selskaps betaverdi og det bør baseres på månedlige data da daglige og ukelig avkastninger fører til systematiske feil.

Jeg vil dermed beregne SAS betaverdi opp mot OSEBX (Oslo Børs Benchmark Index) indeks på månedlig avkastning over 5 år i tråd med Koller et al. (2010). Daglige kurser er lastet ned fra Netfonds og omarbeidet til månedlig ved å bruke siste tilgjengelige kurs for hver av månedene i perioden 31. mars 2008 til 27. mars 2013. Dette gir følgende regresjonsuttrykk:

$$R_i = a_i + \beta_i \times r_m + e_i$$

Hvor:

R_i = månedlig avkastning på SAS AB – Aksjen

a_i = skjæringspunktet

β_i = betaverdien

r_m = månedlig avkastning OSEBX

e_i = feilledd

Regresjonsanalysen er utført i Microsoft Excel 2007 og ga følgende resultater:

| SAMMENDRAG (UTDATA) | | | | | | | | |
|-----------------------------|----------------------|---------------------|---------------|----------------|----------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| Regresjonsstatistikk | | | | | | | | |
| Multipel R | 0,21534179 | | | | | | | |
| R-kvadrat | 0,04637209 | | | | | | | |
| Justert R-kvadrat | 0,02993023 | | | | | | | |
| Standardfeil | 0,20839391 | | | | | | | |
| Observasjon | 60 | | | | | | | |
| Variansanalyse | | | | | | | | |
| | <i>fg</i> | <i>SK</i> | <i>GK</i> | <i>F</i> | <i>Signifikans-F</i> | | | |
| Regresjon | 1 | 0,12248297 | 0,12248297 | 2,82036729 | 0,0984549 | | | |
| Residualer | 58 | 2,51882531 | 0,04342802 | | | | | |
| Totalt | 59 | 2,64130828 | | | | | | |
| | <i>Koeffisienter</i> | <i>Standardfeil</i> | <i>t-Stat</i> | <i>P-verdi</i> | <i>Nederste 95%</i> | <i>Øverste 95%</i> | <i>Nedre 95,0%</i> | <i>Øverste 95,0%</i> |
| Skjæringspu | 0,36232261 | 0,3659999 | 0,98995276 | 0,32630926 | -0,37030578 | 1,09495099 | -0,37030578 | 1,09495099 |
| X-variabel 1 | 0,6098582 | 0,36314163 | 1,67939492 | 0,0984549 | -0,11704874 | 1,33676514 | -0,11704874 | 1,33676514 |

Tabell 18: Regresjonsanalyse.

Forklaring og tolking av data

Alpha nivået for regresjonsanalysen er på 0,1. Dette gir $\text{Alpha}/2=0,05$.

Antall frihetsgrader fremkommer ved $N-2$ som blir $60-2 = 58$ frihetsgrader for regresjon. En R^2 på 0,0463 viser at 4,63 % av risikoen i SAS kommer fra markedsrelaterte kilder i indeksen. Dette vil si at 4,63 % av variasjonen i avkastningen til SAS aksjen kan forklares av variasjon i avkastningen av OSEBX. De resterende 95,27 % kan følgelig forklares av variasjon i feilledet, som er et mål på den usystematiske risikoen. Denne risikoen er ikke diversifiserbar med mindre $\beta = 0$, da er all risiko diversifiserbar, dermed ingen risiko.

Som det fremkommer av tabell 18 estimeres betaverdien til å være 0,610, noe som impliserer at en økning på 1 % i den månedlige avkastningen på OSEBX gjennomsnittlig fører til en økning på 0,61 % i SAS aksjen. P-verdien er over 0,05 og impliserer at koeffisienten ikke er signifikant forskjellig fra 0.

Hensikten med regresjonsanalysen har vært å estimere en betaverdi som skal implementeres i CAPM for å finne avkastningskravet til SAS. Regresjonsanalysen ovenfor estimerte betaen til å være 0,610, men i følge Koller et al. (2010) vil betaverdien over tid bevege seg mot markedets gjennomsnittlige avkastning med en beta på 1. Dermed vil det være hensiktsmessig å utføre en såkalt Bloomberg-justering. Dette gjøres ved at man vektlegger den estimerte betaen med $2/3$ og markedsbetaen med $1/3$, noe som gir en justert betaverdi for SAS på: $0,667 * 0,610 + 1/3 * 1 = \mathbf{0,7387}$.

6.2 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen.

Nå har jeg estimert alle parametrene som inngår i kapitalverdimodellen (CAPM) og kan dermed finne avkastningskravet til egenkapitalen før skatt:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

$$E(R_i) = 1,59 \% + 0,74 * [6,59 \% - 1,59 \%]$$

$$E(R_i) = 5,29 \%$$

Avkastningskravet til SAS AB sin egenkapital er beregnet til å være 5,29 %. Dette estimatet vil videre inngå i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen. Estimaten kan sies å være urimelig lavt for et selskap som har presentert strategien, 4XNG, som selskapets siste sjans. Det er viktig å presisere at dette kravet er beregnet med skjønn, og at det dermed er knyttet stor usikkerhet til estimatet.

6.3 Kapitalkostnadsmodellen WACC

Totalkapitalavkastningskravet (WACC) er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. WACC er den avkastningen selskapets investorer forventer som et minimum å få på sine investeringer i selskapet, og representerer dermed alternativkostnaden til kapitalen deres (Koller et al 2010, 235). Koller et al presenterer WACC formelen slik:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Hvor:

D = Rentebærende gjeld

V = Eiendeler (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

T_m = Skattesats

k_d = Gjeldens kostnad

k_e = Egenkapitalens kostnad

Men på grunn av kapitaliseringen av selskapets leasing må jeg også beregne avkastningskravet (renten) på leasingandelen. Dermed blir WACC estimert til følgende:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e + \frac{L}{V}k_l(1 - T_m)$$

Hvor:

D = Rentebærende gjeld

V = Eiendeler (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

L = Verdi av kapitalisert leasing

T_m = Skattesats

k_d = Gjeldens kostnad

k_e = Egenkapitalens kostnad

k_l = Avkastningskrav kapitalisert leasing

Beregningen av WACC kan følgelig deles i fire hoveddeler:

- Estimering av markedsvekter for de ulike kapitalkildene (gjeld, egenkapital og leasing)
- Estimering av avkastningskravet til egenkapitalen
- Estimering av avkastningskravet til gjelden
- Estimering av avkastningskravet (rentekostnaden) til den operasjonelle leasingen

Estimering av markedsvekter

6.3.1 Markedsverdi av total kapital, gjeldsandel og egenkapitalandel.

Det første steget for å utarbeide et estimat for WACC er å fastslå kapitalstrukturen for selskapet som skal verdsettes. Dette gir markedsvektene for WACC-formelen.

Markedsverdien av totalkapitalen til SAS AB blir da som rentebærende gjeld + sum egenkapital til markedsverdi [38] + andel av kapitalisert leasing. Dette gir følgende totalkapital:

$$\text{Totalkapital} = 11\,978 + 4\,145,4 + 10\,654 = 26\,777,4$$

Gjeldsandelen (D/V) blir:

$$11\,978 / 26\,777,4 = 0,4473 / 44,73 \%$$

Egenkapitalandelen (E/V) blir da:

$$4\,145,4 / 26\,777,4 = 0,1548 / 15,48 \%$$

Andel kapitalisert leasing (L/V) blir da:

$$10\,654 / 26\,777,4 = 0,3978 / 39,78 \%$$

6.3.2 Rentebærende gjeld og gjeldens kostnad / avkastningskrav gjeld

Akademikerne strides om hva som ligger i avkastningskravet for gjeld. Boye & Meyer (2008, 106) forklarer at kreditors avkastningskrav er reflektert i lånerenten, og følgelig kan gjennomsnittlig lånerente benyttes som lånegivernes avkastningskrav. Eventuelt kan man benytte seg av risikofri rente tillagt et risikotillegg på grunnlag av ”ratingen” til gjelden selskapet har.

Gjesdal & Johnsen (1999) mener det ikke er riktig å bruke lånerenten da de mener den har liten verdi i praksis. De mener nominelle lånerenter ikke uttrykker kreditorens forventede avkastning da den ikke medregner tapsrisikoen, og derfor heller ikke selskapets reelle gjeldskostnad. Kreditorne vil innregne et tapstillegg som skal dekke forventede tap, og eventuelt også en risikopremie (Gjesdal & Johnsen 1999). Kreditors forventede årlige avkastning på lånet K_d , tilsvare lånerenten, r_g , fratrukket tapstillegget, FT . (Gjesdal & Johnsen, 1999) Dette gir følgende avkastningskrav:

$$\text{Kreditors avkastningskrav} = K_d = r_g - FT$$

Kaldestad & Møller (2011: 123) mener at markedsrenten er mer relevant enn selskapets faktisk gjeldsrente, da vi er ute etter å estimere en alternativkostnad. De mener at dersom selskapet betaler en annen rente enn markedsrente, bør man normalt likevel legge til grunn dagens markedsrente for selskapet, ettersom det er urealistisk å tro at denne differansen vil opprettholdes over tid. Jeg mener imidlertid det er grunn til å forvente at det kan ta lang tid før SAS nærmer seg den markedsrelaterte renten som følge av den økonomiske situasjonen selskapet er i.

Det er også viktig å tenke på hva man baserer selskapets gjeldsgrunnlag på. Boye & Meyer (2008: 106) påpeker at det bare er den rentebærende gjelden vi tar med når vi skal beregne vektene. Dette er fordi vi tar hensyn til endringer i den driftsrelaterte rentefrie gjelden når vi beregner kontantoverskuddene til totalkapitalen.

Jeg har med bakgrunn i dette valgt og benytte meg av den omgrupperte balanseoppstillingen med formål å finne den sysselsatte kapital som bedre egnet til å anslå bedriftens rentebærende gjeld enn den rentebærende gjelden som presenteres i notene til SAS AB sine årsrapporter. Dermed ligger de tre årene som inngår i regnskapsanalysen til grunn da jeg beregner selskapets gjennomsnittlige gjeldskostnad. Nedenfor vil jeg beregne de respektive års gjeldskostnader med følgende formel:

Gjeldskostnad = Rentekostnader / rentebærende gjeld = Rentekostnader/Finansiell gjeld – (utsatt skatt + betalbar skatt)

2010: $1041 / 16469 - (2303 + 22) = 0,0736$ d.v.s. 7,36 %

2011: $1030 / 16700 - (2154 + 18) = 0,07089$ d.v.s. 7,09 %

2012: $1407 / 13023 - (1013 + 32) = 0,117$ d.v.s. 11,7 %

Gjennomsnittet av de tre årene ligger på 0,0871, tilsvarende ca **8,71 %**.

6.3.3 Markedsverdi av egenkapital og egenkapitalens kostnad.

Selskapets egenkapital til markedsverdi finner man enkelt ved å multiplisere aksjens kurs i dag med antall utstedte aksjer:

Kurs SAS AB (Stockholm) * Antall utstedte aksjer = 12,60 * 329 000 000 = 4 145 400 000
[38]

Egenkapitalens kostnad er som nevnt tidligere allerede beregnet i CAPM-modellen og er på 5,29 %.

6.3.4 Avkastningskravet (rentekostnaden) til den operasjonelle leasingen

Ved å kapitalisere leasingkostnadene, ser man på leasingkostnadene som om man eide driftsmidlene selv. Dermed må den implisitte kapitalen fra operasjonell leasing tas hensyn til ved estimering av avkastningskravet til totalkapitalen.

Jeg finner avkastningskravet til den kapitaliserte leasingen ved bruk av følgende formel (Koller et al., 2010: 159):

$$Asset\ Value_{t-1} = \left(\frac{Rental\ Expense_t}{k_d + \frac{1}{Asset\ life}} \right)$$

Hvor:

$Asset\ Value_{t-1}$ = Kapitalisert leasingkostnad

$Rental\ Expense_t$ = Leasingutbetaling

k_d = Rentekostnad ved leasingfinansiering

Jeg har beregnet den kapitaliserte leasingkostnaden til å være 10 654 millioner. Den reelle operasjonelle leasingkostnaden i 2012 var 1522 millioner og jeg estimerer levetid til å være gjennomsnitt 20 år.

Innsatt i formelen gir dette en gjennomsnittlig rentekostnad på 9,29 % før skatt og **7,73 %** etter skatt.

6.3.5 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen

Nå er samtlige av parameterne som behøves for å regne totalkapitalavkastningskravet med WACC utledet i delkapittlene ovenfor. Dette gir følgende beregning av WACC:

$$WACC = \frac{D}{V}k_d(1 - T_m) + \frac{E}{V}k_e + \frac{L}{V}k_l(1 - T_m)$$

$$WACC = 0,4473 * 0,08716 * (1-0,22) + 0,1548 * 0,0529 + 0,3978 * 0,0929 * (1-0,22)$$

$$WACC = 0,0693 = \underline{\underline{6,93 \%}}$$

Det beregnede avkastningskravet til SAS total kapital er dermed 6,93 %. Avkastningskravet vil bli brukt senere som grunnlag for diskonteringsrenten for de videre beregningene av kontantstrøm. Det er viktig å påpeke at fastsettelsen av avkastningskravet i stor grad er basert på skjønn og at det følgelig er knyttet usikkerhet til størrelsen på kravet.

7. Fremtidsbudsjettering

I dette kapitlet vil jeg utarbeide et fremtidsbudsjett på grunnlag av den strategiske analysen i kapittel 4, regnskapsanalysen i kapittel 5 samt selskapets egne forventninger. Ut i fra dette fremtidsregnskapet vil jeg ha et grunnlag for å beregne fremtidige kontantoverskudd for perioden.

I utarbeidelse av framtidbudsjetter er lengden på prognoseperioden sentral. Det viktigste er å velge en prognoseperiode lang nok til at selskapet oppnår en stabil tilstand. Med stabil tilstand menes det at selskapets vekst er på et konstant nivå og man oppnår en konstant avkastning på eksisterende og ny investert kapital (Koller et al., 2010: 188).

I følge Dahl et al. (1997: 24) er det normalt å utarbeide budsjetter for 7-15 år. Boye & Meyer (2008: 144) mener en periode på 5-15 år kan være aktuelt, mens Koller et al. (2010: 188) anbefaler 10-15 år eller lengre for selskaper som opplever sterk vekst.

På bakgrunn av den nye strategien og den pågående totalomveltningen av selskapet vil det ta tid før selskapet kommer i stabil tilstand. SAS jobber nå målrettet for å rendyrke sin virksomhet. Jeg har derfor valgt en mellomlang analyseperiode på 10 år. Perioden er også i samsvar med anbefalt periode.

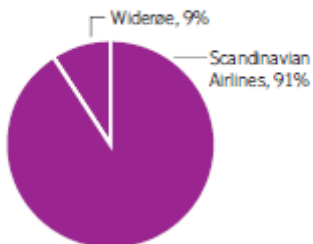
De kostnads- og inntektsposter som forventes å ha størst betydning for den frie framtidige kontantstrømmen vil følgelig ha størst fokus. Forutsetningene for prognosene har et vist element av skjønn, selv om de i hovedsak er forankret i den strategiske analysen, de historiske regnskapstallene og regnskapsanalysen. Det fremtidsbudsjetterte resultatregnskapet og balansen vil ha tilnærmet lik oppstilling som de omgrupperte resultat- og balanseoppstillingene. Imidlertid vil enkelte poster få videre uttredelse om nødvendig. Dette for å kvalitetssikre prognosene og øke nøyaktigheten i estimatene. Beregningen er basert på de historiske regnskapene fra analyseperioden, 2010-2012.

Prognostiseringen vil bli gjort med Koller et al. (2010) og Penman (2010) som teoretisk grunnlag, samt supplement fra annen teori hvor nødvendig.

7.1 Driftsinntekter

Selskapets driftsinntekter kommer i hovedsak fra passasjerinntekter. Trafikkinntekter utgjør i 2012 hele 88,3 % av de totale inntektene til SAS. Denne posten inneholder charter, post, andre trafikkinntekter og passasjerinntekter som utgjør 75 % av de totale inntektene i 2012. Det er dermed passasjerinntektene som er den store inntektsdriveren. De resterende 11,7 % av driftsinntektene består i 2012 av andre driftsinntekter. For å bli et rendyrket flyselskap har SAS besluttet å selge Ground Handling i løpet av 2013. Jeg har ikke tilstrekkelig informasjon om hvordan dette påvirker inntekten fra Ground Handling og Technical Maintenance som utgjør litt over 3 %, disse vil dermed prognostiseres sammen med resten av driftsinntektene. Selskapet har også solgt datterselskapet Widerøe og følgelig kan ikke selskapets inntekter anees å tilfalle i fremtiden. Widerøe står for 9,1 % av inntektene i 2012 (3273 mill SEK) og derfor vil inntektene bli redusert med 9 % hvorav 2455 er passasjerinntekter og de resterende 981 vil trekkes fra annen operasjonell inntekt. Dette vil bli redusert før eventuell vekst regnes inn.

SAS Group, revenue breakdown,
January–October 2012



Figur 17: SAS Group, revenue breakdown, January - October 2012 (SAS Årsrapport 2012)

7.1.1 Passasjerinntekter:

Som nevnt ovenfor er dette driveren i inntektene og selve kjernevirksomheten til SAS. Som det kommer fram av den strategiske analysen er det ventet en vekst i trafikk på mellom 3,5 - 4,5 % årlig. SAS skriver i sin årsrapport 2012 at International Air Transport Association (IATA) forventer en vekst på 70 % i det nordiske flymarkedet før 2020. Dette gir en vekst på 6,85 % årlig. SAS har planer om å øke sin kapasitet med 5-6 % i 2013 for å ha tilstrekkelig kapasitet til å kunne konkurrere om den forventede markedsveksten.

På bakgrunn av den strategiske analysen og de forventede vekstanslagene i bransjen som forventes å ligge mellom 3,5 % - 4,5 % årlig og opptil 6,85 % i det nordiske markedet hvor SAS har over 70 % av sine passasjerinntekter. Som jeg påpekt i den strategiske analysen er det forventet størst vekst i segmentet fritidsreisende og SAS har også uttalt en økt satsning ovenfor dette segmentet. Men på bakgrunn av lavkostselskapenes økende markedsandeler kombinert med SAS to største konkurrenter, Norwegian og Ryanairs harde satsning på de skandinaviske markedene. Har det blitt en økning på tilbudssiden også.

Jeg estimerer en negativ vekst på 3 % fram til og med 2015 i de resterende passasjerinntektene etter at Widerøe andelen er fratrukket. Fra og med 2016 og utover har jeg prognostisert en årlig vekst i passasjerinntekter på 2 %. Dette er langt under de målsatte vekstanslagene SAS operer med. Prognosene gjøres basert på den strategiske analysen, den økende konkurransen samt kostnadskuttene 4XNG medfører. På dette grunnlaget tror jeg ikke SAS vil klare sine målsatte vekstanslag til en lønnsom pris.

7.1.2 Andre operasjonelle inntekter

Andre operasjonelle driftsinntekter utgjør i 2012 de resterende 11,6 % av inntektene til SAS. I denne posten innehar inntekter fra Ground Handling services og Technical Maintenance som utgjør 3,2 % av de totale inntektene. SAS har lagt disse avtalene ut for salg, men grunnet mangelfull informasjon om hvordan selskapet blir påvirket av dette salget og hvordan det vil påvirke den framtidige kontantstrømmen har jeg valgt og prognostisere disse samens med de andre operasjonelle driftsinntektene. De resterende postene under andre operasjonelle inntekter (varesalg på flyet, salgsprovisjon, ”terminal and forwarding services” og annen operasjonell inntekt) øker lineært med trafikkinntektene. Widerøes inntekter på annen operasjonell inntekt vil også trekkes fra i sin helhet. Jeg prognostiserer derfor med en negativ vekst på 3 % fram til 2015, og en 2 % årlig vekst fra 2016 og ut prognoseperioden.

Dette har ført til følgende budsjetterte driftsinntekter for prognoseperioden:

| | |
|--------------------------------------------------|--------------|
| | 2013 |
| Passasjerinntekter | 32398 |
| Reduksjon passasjerinntekter salg Widerøe | -2948 |
| Passasjerinntekter uten Widerøe | 29450 |
| Annen operasjonell inntekt | 2545 |
| Reduksjon annen inntekt Widerøe | -982 |
| Annen operasjonell inntekt uten Widerøe | 1563 |

Tabell 19: Passasjerinntekter uten Widerøe.

| Driftsinntekter: | 2012 | 2013 | 2013EW | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TV | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Passasjerinntekter | 32398 | 29450 | 28566 | 27709 | 26878 | 27416 | 27964 | 28523 | 29094 | 29676 | 30269 | 30874 | 31492 |
| Charter | 2071 | 2071 | 2009 | 1949 | 1890 | 1928 | 1967 | 2006 | 2046 | 2087 | 2129 | 2171 | 2215 |
| Post | 1356 | 1356 | 1315 | 1276 | 1238 | 1262 | 1288 | 1313 | 1340 | 1366 | 1394 | 1422 | 1450 |
| Annen trafikk inntekt | 2345 | 2345 | 2274 | 2206 | 2140 | 2183 | 2226 | 2271 | 2316 | 2363 | 2410 | 2458 | 2507 |
| Annen operasjonell inntekt: | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Varesalg på flyet | 22 | 22 | 21 | 20 | 20 | 20 | 21 | 21 | 21 | 22 | 22 | 23 | 23 |
| Ground handling | 1214 | 1214 | 1178 | 1143 | 1108 | 1131 | 1153 | 1176 | 1200 | 1224 | 1248 | 1273 | 1299 |
| Technical maintenance | 178 | 178 | 172 | 167 | 162 | 165 | 169 | 172 | 175 | 179 | 183 | 186 | 190 |
| Terminal and forwarding services | 378 | 378 | 367 | 356 | 345 | 352 | 359 | 366 | 373 | 381 | 389 | 396 | 404 |
| Sales commissions and charges | 931 | 931 | 903 | 876 | 850 | 867 | 884 | 902 | 920 | 938 | 957 | 976 | 996 |
| Annen operasjonell inntekt: | 2291 | 1563 | 1516 | 1471 | 1427 | 1455 | 1484 | 1514 | 1544 | 1575 | 1606 | 1639 | 1671 |
| Inntekter fra tilknyttede selskaper | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sum driftsinntekter | 43183 | 39508 | 38322 | 37173 | 36058 | 36779 | 37514 | 38265 | 39030 | 39810 | 40607 | 41419 | 42247 |

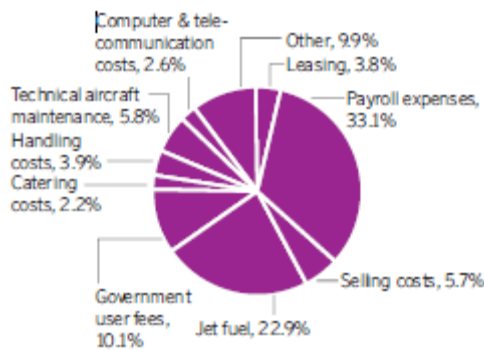
Tabell 20: Prognostiserte driftsinntekter (EW = Etter salg av Widerøe).

7.2 Driftskostnader

Selskapet har som mål å kutte 3 milliarder SEK i kostnader med sin nye strategi og enhetskostnadene skal videre reduseres med 3-5 % årlig fram til 2015. Selskapets driftskostnader deles inn i lønnskostnader, leasingkostnader for fly, avskrivninger samt andre driftskostnader som må inndeles videre da den inneholder flere store poster.

For de aller fleste postene vil det beregnes en ratio i forhold til sum driftsinntekter, og kostnadene vil følgelig kuttes med 3-5 % årlig fram til 2015. Dette i samsvar med tidligere utredning og i henhold til anbefalingene i Koller (2010). Hvis det imidlertid foreligger informasjon fra regnskapsanalysen, den strategiske analysen eller fra selskapet som gjør at en kan forvente en annen utvikling for en kostnadspost, vil dette tas hensyn til.

SAS Group, cost breakdown,
January–October 2012



Figur 18: SAS Group, cost breakdown, January–October 2012 (SAS Årsrapport 2012).

7.2.1 Lønnskostnader

Lønnskostnadene er den største kostnadsposten til SAS. Den utgjorde i 2012 32,1 % av inntektene til SAS og 33,1 % av de totale kostnadene (SAS Årsrapport 2012). I 2012 hadde SAS gjennomsnittlig 14 897 ansatte. 4XNG fører til kutt, reduksjon i antall ansatte, flytting av administrativ personell og nye tariffavtaler med de ansatte. Dette fører til store endringer i de fremtidige lønnskostnadene til SAS.

Gjennom outsourcing, effektivisering og salg vil tiltakene i sin helhet bety at SAS går fra nåværende ca. 15.000 til ca. 9.000 ansatte, og mange av de ansatte får nye ansettelsesvilkår (SAS Årsrapport 2012). Kuttene vil helt klart endre lønnskostnadene betraktelig. Jeg vil derfor prøve å gi et korrekt estimat av de fremtidige lønnskostnadene ved å hente informasjon fra årsrapporter, strategi og den strategiske analysen. Selv om flere av disse ansatte vil bli outsourcet er det fortsatt behov for deres tjenester. SAS selger virksomheten Ground Handling, men vil få kostnader med å måtte kjøpe disse tjenestene eksternt. Det foreligger ikke tilstrekkelig informasjon for å dekomponere personalkostnadene og hvor stor effekten av disse tiltakene blir på hver enkelt post. Selskapet har i sin strategi gitt uttrykk for at de skal kutte mellom 3-5 % i enhetskostnader hvert år fram til 2015. Det blir vanskelig for meg å si noe spesifikt om hvor mye de nye kuttene i lønnskostnadene utgjør, men som tidligere utredet for tror analytikere at SAS i tråd med sine egne forventninger vil kutte om lag 20 % av enhetskostnadene i løpet av 2015(SAS Årsrapport 2012). De vil da få en CASK på ca 0,65 mot tidligere 0,81. Dette tilsvarer en reduksjon i totale enhetskostnader på like under 20 % som jeg vil legge til grunn i mine fremtidsbudsjetteringer. Hvor mye som blir kuttet på hver enkel driftskostnad har jeg ikke tilstrekkelig med informasjon til å si noe om. Jeg estimerer på

bakgrunn av den strategiske analysen og forklaringen ovenfor at SAS kommer til å kutte 4,5 % årlig fram til 2015, i tillegg kommer kuttene som salget av Widerøe medbringer.

Jeg legger derfor til grunn en årlig reduksjon i lønnskostnadene på 4,5 % fram til og med 2015.

Reduksjons i kostnadene ved salg av Widerøe:

Widerøe hadde et justert driftsresultat på 237,6 millioner i 2012 med driftsinntekter på 3927,6. Selskapets kostnader på 3609 som må trekkes fra da jeg fremtidsbudsjetterer med at selskapet vil bli solgt i løpet av 2013. Hvordan disse er fordelt vet jeg ikke, men av praktiske hensyn vil de fordeles jevnt over kostnadspostene. Det vil si at de 3690 i kostnadsreduksjon dette medfører utgjør 8,44 % av kostnadsbasen til SAS. Følgelig vil 8,44 % av hver enkelt respektiv driftskostnadspost bli redusert med samme beløp i 2013. Tabell 21 illustrer hvordan jeg har fordelt kostnadsbesparelsene salget av Widerøe medfører.

| Reduksjon kostnader forbundet ved salg av widerøe | | | |
|----------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------|--------|
| Lønnskostnader | -13901 | Lønnskostnader etter reduksjon | -12728 |
| Andre driftskostnader | -26526 | Andre driftskostnader etter reduksjon | -24287 |
| Leasingkostnader | -1610 | Leasingkostnader etter reduksjon | -1474 |
| Avskrivninger og Nedskrivninger | -1711 | Avskrivninger og nedskrivninger etter | -1567 |
| Sum driftskostnader | -43748 | Sum driftskostnader etter reduksjon | -40056 |

Tabell 21: Reduksjon av kostnader ved salg av Widerøe.

7.2.2 Andre driftskostnader

Posten andre driftskostnader er SAS største utgiftspost og utgjør 61,4 % av inntektene og 60,6 % av driftskostnadene. Posten består av salgskostnader, drivstoffkostnader, avgifter til myndigheter, kostnader til catering, bakkemannskap (Ground Handling), teknisk vedlikehold (Technical Aircraft Maintenance), data og telekommunikasjon samt andre kostnader.

Drivstoffkostnadene er den største enkeltposten under andre driftskostnader og utgjør 22,3 % av driftsinntektene og 22,1 % av de totale kostnadene til selskapet. SAS har som nevnt tidligere bestemt seg for å outsource Ground Handling og Technical Aircraft Maintenance, men selskapet kan ikke regne med at disse kostnadene forsvinner da de fortsatt er avhengig av bakkemannskap og teknisk vedlikehold for å drifte videre. Salget gir imidlertid økt kostnadsfleksibilitet og minsker risikoen gjennom ikke å eie og følgelig bære ansvar og risiko det innebærer. SAS har som mål å kutte 3-5 % årlig i driftskostnadene. Andre driftskostnader

skal kuttes ved å forenkle samt fornye flyparken og på den måten redusere drivstoffkostnadene. Dette vil være mulig ved å lease nyere fly og selge de eldre, da de nye flyene bruker 10-15 % mindre drivstoff (SAS Årsrapport 2012). Med salget av Ground Handling og Technical Aircraft Maintenance forventer selskapet å redusere risiko samt øke fleksibilitet, men som nevnt ikke nødvendigvis redusere kostnadene nevneverdig. SAS vil senke IT- og telekostnadene ved å lansere en ny distribusjons plattform som simplifisere og erstatte de gamle systemene (SAS Årsrapport 2012).

Jeg har ikke tilstrekkelig informasjon for å danne et estimat over hvor mye hver enkelt post vil bli redusert. Jeg velger dermed å estimere andre driftskostnader samlet. Jeg velger med bakgrunn i redegjørelsen ovenfor, den strategiske analysen og regnskapsanalysen å redusere andre driftskostnader i perioden 2013-2015 med 4,5 % årlig.

7.2.3 Leasingkostnader

Den 2. Februar 2013 annonserte SAS Group at de har inngått en avtale om salg og leaseback av 19 flymotorer for 120 millioner dollar til det amerikansk baserte Willis Lease Finance Corporation og det irsk baserte selskapet Willis Mitsui Engine Support [39]. Jeg har ikke tilstrekkelig informasjon om hvordan selskapet blir å balanseføre og resultatføre sine leasinger i framtiden. For mer informasjon om dette se kapittel 5.5 vedrørende behandling av operasjonell leasing. Leasingkostnadene og tilknyttede rentekostnader ved kapitalisering blir derfor redusert med 4,5 % årlig fram til 2015 før de øker med 2 % fra 2016 og ut prognoseperioden.

7.2.4 Avskrivninger

Jeg har heller ikke tilstrekkelig med informasjon over hvor kuttene tilfaller, og velger dermed å redusere kostnadene ved avskrivninger med 4,5 % årlig fram til 2015, og øke med 2 % årlig fra og med 2016.

Etter 2015:

Etter 2015 forventer jeg at kostnadene vil stige i takt med inntektene (2 %). Økningen vil skje som et resultat av de økte kostnadene en vekst i drift vil medføre. Etersom jeg prognostiserer med at SAS ikke vil klare å kutte kostnadene ved en høyere rate enn inntektene selv etter kuttene ved implementeringen av 4XNG-strategien er fullført. En av årsakene til dette er kostnadsnivået ved å drive i de nordiske landene og samsvarer med den strategiske analysen.

7.3 Budsjettert driftsresultat (EBIT), NOPLAT og driftsrelatert skattekostnad

Den effektive skattesatsen for det ordinære resultatet settes til 22 %, siden dette er effektiv skattesats i Sverige fra og med januar 2013 [40].

Verdsettelsen baseres på NOPLAT og skattekostnaden beregnes derfor fra driftsresultatet. I følge Koller et al. (2010) må utsatte skatteforpliktelser tas med. Den utsatte skattefordelen for SAS er i 2012 597 millioner SEK jamfør note 10 i SAS sin årsrapport for 2012. Selskapets budsjetterte skattekostnader, NOPLAT og selskapets utsatt skattefordel (USF) og dens utvikling fremkommer i tabell 22.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsinntekter | 43183 | 38323 | 37173 | 36058 | 36779 | 37514 | 38265 | 39030 | 39811 | 40607 | 41419 | 42247 |
| Driftskostnader | -43748 | -38254 | -36532 | -34888 | -35586 | -36298 | -37024 | -37764 | -38519 | -39290 | -40076 | -40877 |
| Driftsresultat | -565 | 69 | 641 | 1170 | 1193 | 1217 | 1241 | 1266 | 1291 | 1317 | 1343 | 1370 |
| Driftsrelatert skatt | 124 | -15 | -141 | -257 | -262 | -268 | -273 | -279 | -284 | -290 | -296 | -301 |
| NOPLAT | -565 | 54 | 500 | 912 | 930 | 949 | 968 | 987 | 1007 | 1027 | 1048 | 1069 |
| USF | 597 | 721 | 706 | 565 | 303 | 35 | | | | | | |
| NOPLAT med benyttet USF | -565 | 54 | 641 | 1477 | 1233 | 984 | 968 | 987 | 1007 | 1027 | 1048 | 1069 |

Tabell 22: NOPLAT med benyttet USF.

7.4 Presentasjon av fremtidsbudsjetterte finansposter og årsresultat

SAS har som et ledd i 4XNG gjort store finansielle endringer. De har blant annet refinansiert lån og solgt eiendeler for å styrke egenkapitalen. Pensjonskostnadene har også gått fra innskuddsbaserte til ytelsesbaserte. Jeg har ikke tilstrekkelig informasjon eller tid til å prognostisere endringene dette vil medføre i framtidige finansposter. Jeg har følgelig valgt å sette netto finanskostnader i 2013 og utover prognoseperioden til gjennomsnittet av analyseperioden.

| | 2012 | Prognoseperiode | | | | | | | | | | | TV |
|---------------------------------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV | |
| EBITDAR | 2135 | 2510 | 2972 | 3396 | 3463 | 3533 | 3603 | 3675 | 3749 | 3824 | 3900 | 3978 | |
| Rentekostnader leasing | 989 | 944 | 902 | 861 | 879 | 896 | 914 | 932 | 951 | 970 | 989 | 1009 | |
| EBITDA | 1146 | 1565 | 2070 | 2534 | 2585 | 2637 | 2689 | 2743 | 2798 | 2854 | 2911 | 2969 | |
| Avskrivninger og nedskrivninger | 1711 | 1496 | 1429 | 1365 | 1392 | 1420 | 1448 | 1477 | 1507 | 1537 | 1568 | 1599 | |
| EBIT | -565 | 69 | 641 | 1170 | 1193 | 1217 | 1241 | 1266 | 1291 | 1317 | 1343 | 1370 | |
| Netto finanskostnader | -1279 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | -1100 | |
| Resultat før skatt | -1844 | -1031 | -459 | 70 | 93 | 117 | 141 | 166 | 191 | 217 | 243 | 270 | |
| Skatt | 516 | 227 | 101 | -15 | -20 | -26 | -31 | -37 | -42 | -48 | -54 | -59 | |
| Årsresultat | -1328 | -804 | -358 | 54 | 72 | 91 | 110 | 129 | 149 | 169 | 190 | 211 | |
| EBIT-MARGIN | -1,31 % | 0,18 % | 1,72 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | 3,24 % | |
| EBITA-MARGIN | 2,65 % | 4,08 % | 5,57 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | 7,03 % | |
| EBITDAR-MARGIN | 4,94 % | 6,55 % | 7,99 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | 9,42 % | |

Tabell 23: Fremtidsbudsjetterte finansposter og årsresultat.

Som vi ser av tabell 23 vil selskapet ha en kontinuerlig bedring gjennom 2013-2015 i takt med implementeringen av 4XNG, men vil ikke oppnå et overskudd i årsresultatet før 2015. Deretter vil selskapet nå en steady state med en EBITA-margin på 7,03 %.

7.5 Presentasjon av fremtidsbudsjettert balanseoppstilling

Koller et al. (2010: 201) forklarer at det første man må ta stilling til når man skal prognostisere balansen, er hvorvidt man skal prognostisere de ulike postene direkte, det vil si at utgående balanse er en funksjon av for eksempel inntekt som prognosedriver, eller indirekte, som innebærer at endringen i postene er en funksjon av veksten i inntekt. Koller et al (2010) forklarer videre at han favoriserer den direkte metoden.

Jeg har valgt å benytte meg av den direkte metoden hvor de fleste poster vil ha driftsinntekter som prognosedriver. Eventuelle poster som ikke benytter driftsinntekter som beregningsgrunnlag vil det redegjøres for fortløpende. Balansepostene og deres respektive drivere vil det også utredes for fortløpende. Etter utredningen vil den prognostiserte omgrupperte balanseoppstillingen, netto driftskapital, sysselsatt kapital og ROCE presenteres.

7.5.1 Driftsrelatert Arbeidskapital

Eiendelsposter:

Driftsrelaterte anleggsmidler

Immaterielle eiendeler:

Består hovedsakelig av goodwill, som det ikke er ordinære avskrivninger på. Denne posten utgjorde 3,85 % av driftsinntekter og jeg forutsetter at det vil ligge på samme nivå i prognoseperioden.

Varige eiendeler / anleggsmidler:

Fly utgjør i dag 73,5 % av alle varige eiendeler og har vært fallende fra 2010 78,11 % og 2011 74,9 %. Fly har i snitt utgjort 27,6 % av driftsinntektene og vil videre budsjettes med denne prosentsetsatsen.

Reservedeler og ekstradeler har i gjennomsnitt utgjort 3,16 % av driftsinntektene og vil videre bli satt til 3,16 %.

Det vil kjøpes og selges fly i framtiden, men jeg forutsetter at forholdstallet holder seg stabilt. Leasing /eierandel forholdstallet vil også variere, men dette har jeg ikke tilstrekkelig med

informasjon til å vurdere. Derfor velger jeg å holde varige eiendeler som har et snitt på 36,49 % av driftsinntektene på tilsvarende nivå.

Driftsrelaterte omløpsmidler

Driftsrelaterte omløpsmidler utgjorde til sammen 12,4 % i snitt av driftsinntektene. Jeg forutsetter at denne ratio vil fortsette ut prognoseperioden. Alle underpostene vil holde sin respektive gjennomsnittlige ratio da det ikke foreligger noen som tilsir at disse skal endres.

Finansielle anleggsmidler

Aksjer i tilknyttede selskaper, andre langsiktige fordringer og andre verdipapirer:

Denne posten utgjorde tilsamens 4,39 % i snitt av driftsinntektene og forventes å endres i samme ratio i prognoseperioden. Sum finansielle anleggsmidler utgjorde 30,55 % av driftsinntektene og det ventes at den vil ha lik ratio ut prognoseperioden. Dette gjelder også alle underposter.

Pensjon:

Som nevnt tidligere vil SAS gå fra innskuddsbasert til ytelsesbasert pensjon fra og med 2013. Dette fører til store endringer i balansen da store deler av de 12 232 millionene i pensjonsposten som er balanseført som eiendeler vil omgjøres til gjeld og følgelig utradere selskapets egenkapital. På grunn av manglende informasjon og usikkerheten ved den framtidige balanseoppstillingen vil jeg prognostisere med en årlig vekst i pensjon på 2 % fra og med 2016 i takt med driftskostnadene.

Finansielle omløpsmidler

Finansielle omløpsmidler består av kortsiktige investeringer (5,2 %), utsatt skattefordel (2,46 %) samt kontant og bankinnskudd (3,89 %) av driftsinntektene. Disse anses å holde seg stabil.

Kortsiktige investeringer forventer å utgjøre det samme, mens utsatt skattefordel vil forsvinne om selskapet går med overskudd og vil i et slikt tilfelle bli fjernet.

Egenkapitalposter:

Opptjent egenkapital beregnes med følgende formel Koller et al. (2010):

Opptjent egenkapital 2013 = opptjent egenkapital 2012 + netto årsresultat2012 – utbytte 2012

Det forutsettes ingen utbetaling av utbytte i prognoseperioden. Dette i henhold til de tidligere beskrevne uttalelsene fra selskapet om deres utbyttepolitikk. Aksjekapital og annen tilskutt kapital har holdt seg stabile gjennom hele analyseperioden og forventes å holde seg slik i prognoseperioden.

SAS har i gjennom sin nye strategi 4XNG lagt ut eiendeler for salg, og forventer i følge sin årsrapport for 2012 at dette skal bringe 3 milliarder SEK i ny tilført egenkapital. Eiendelen SAS har lagt ut for salg er som nevnt tidligere Widerøe, Ground Handling og Technical Maintainance samt 19 flymotorer som de skal lease tilbake. Dette er tiltak for å styrke egenkapitalen og likviditeten i selskapet og forventes gjennomført i løpet av 2013.

Ved salget av Gorund Handling er det inngått en intensjonsavtale med det sveitsiske selskapet Swissport International Ltd om et joint venture samarbeid hvor Swissport har kjøpt en eierandel på 51 % hvor SAS beholder de resterende 49 %. Målet er på sikt at Swissport skal ta over ansvaret og 100 % av selskapet. SAS har ikke gått ut med en pris de er blitt enig om, men analytikerne mener denne ligger på mellom 200-300 millioner SEK. Et fullført salg vil da bringe inn mellom 400 og 600 millioner SEK.

SAS har også inngått en avtale med det amerikanske selskapet Willis Lease Finance Corporation og Willis Mitsui Engine Support. Avtalen ble fullført i midten av mars 2013, og forventes å gi SAS 120 millioner USD. Dette tilsvarer ca 780 millioner SEK med en kurs på 6.4974 (03.05.13) [41] som øker egenkapitalen tilsvarende i løpet av 2013 [39].

Widerøe ble solgt den 3. mai 2013. til en gruppe investorer, ledet av Torghatten ASA. SAS solgte 80 % av selskapet for 2 milliarder SEK og beholder en eierandel i Widerøe på 20 %, hvor intensjonen er at selskapet skal overføre de resterende 20 % i 2016 for 300 millioner SEK. Selskapet vil redusere gjelden med tilsvarende beløp i 2013. Salget må godkjennes av det norske konkurransetilsynet før transaksjonen kan sies å være fullført, noe som er ventet å skje i løpet av september 2013 [42].

Selskapet går samtidig fra innskuddsbasert til ytelsesbasert pensjonssparing som medfører at store deler av de 12 232 millionene som står oppført som eiendeler i balansen i løpet av 2013 vil risikere å bli radert bort.

Alle disse tiltakene må anses å være av finansiell art og vil ha stor påvirkning på balansen, men på grunn av manglende innsyn og konkretisering av disse avtalene vil jeg beholde den prosentmessige andelen av balansen relativt lik for å unngå å gjøre store feil. Mitt hovedfokus i denne oppgaven er å basere verdien på de frie kontantstrømmene, og balansen vil kun bli benyttet til å beregne nye investeringer i form av CAPEX. Balansen slik den fremstår etter prognoseperioden gir uansett ikke et realistisk bilde på hvordan den vil se ut 10 år frem i tid.

Gjeldsposter:

Langsiktig gjeld / finansiell gjeld

Som nevnt ovenfor er det store usikkerheter knyttet til balansepostene. Dette gjelder også gjeldspostene i balansen da også de i stor grad påvirkes av omstruktureringene 4XNG medfører. Jeg har ikke tilstrekkelig informasjon til å foreta en nøyaktig estimering av selskapets gjeldsposter. Samtidig har selskapet hatt en høyere gjeldsandel enn ønsket. Jeg forutsetter derfor at selskapet ikke øker sin gjeldsandel i fremtiden ved å ta opp mer gjeld. Dermed har jeg valgt å føre den langsiktige finansielle gjelden slik den fremstår i 2012. Dette gjelder også de kapitaliserte leasingkostnadene.

Utsatt skattefordel vil bli utradert i takt med selskapets overskudd i fremtiden, da utsatt skattefordel blir benyttet og langsiktig driftsrelatert gjeld som utgjør 4,45 % av driftsinntektene, vil holdes stabil ut prognoseperioden.

CAPEX:

Basert på informasjonen ovenfor har jeg det jeg trenger for å estimere selskapets CAPEX (Capital Expenditures). CAPEX kalkuleres ved å summere økningen i netto varige driftsmidler og avskrivninger og amortiseringer assosiert med de varige driftsmidlene. På tabell nedenfor vil du se CAPEX som vil bli benyttet i SAS fremtidsprognose.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Endringer driftsrelaterte Anleggsmidler | -572 | -2348 | -388 | -376 | 243 | 248 | 253 | 258 | 263 | 268 | 274 | 279 |
| +Avskrivninger og nedskrivninger | 1711 | 1496 | 1429 | 1365 | 1392 | 1420 | 1448 | 1477 | 1507 | 1537 | 1568 | 1599 |
| CAPEX | 1139 | -852 | 1041 | 989 | 1635 | 1668 | 1701 | 1735 | 1770 | 1805 | 1841 | 1878 |

Tabell 24: CAPEX.

Prognose av fremtidig fri kontantstrøm, sysselsatt kapital og ROCE av SAS

Med bakgrunn i informasjonen utredet for tidligere under NOPLAT med utsatt skattefordel (USF), avskrivninger og amortiseringer, leasingrenter samt brutto investeringer, kan man nå prognostisere den fremtidige frie kontantstrømmen.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
|---------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | -565 | 69 | 641 | 1170 | 1193 | 1217 | 1241 | 1266 | 1291 | 1317 | 1343 | 1370 |
| Skattekostnad | 124 | -15 | -141 | -257 | -262 | -268 | -273 | -279 | -284 | -290 | -296 | -301 |
| NOPLAT med USF | -565 | 54 | 641 | 1477 | 1233 | 984 | 968 | 987 | 1007 | 1027 | 1048 | 1069 |
| Avskrivninger og amortiseringer | 1711 | 1496 | 1429 | 1365 | 1392 | 1420 | 1448 | 1477 | 1507 | 1537 | 1568 | 1599 |
| Leasingrenter | 989 | 944 | 902 | 861 | 879 | 896 | 914 | 932 | 951 | 970 | 989 | 1009 |
| Brutto kontantstrøm | 2135 | 2495 | 2972 | 3703 | 3504 | 3300 | 3330 | 3397 | 3465 | 3534 | 3605 | 3677 |
| Endringer i arbeidskapital | -3450 | 2958 | 101 | 98 | -64 | -65 | -66 | -67 | -69 | -70 | -72 | -73 |
| CAPEX | 1139 | -852 | 1041 | 989 | 1635 | 1668 | 1701 | 1735 | 1770 | 1805 | 1841 | 1878 |
| Brutto investeringer | -2311 | 2106 | 1143 | 1087 | 1571 | 1603 | 1635 | 1668 | 1701 | 1735 | 1770 | 1805 |
| Fri kontantstrøm | -176 | 389 | 1829 | 2616 | 1932 | 1697 | 1695 | 1729 | 1764 | 1799 | 1835 | 1872 |

Tabell 25: Prognose av fremtidig fri kontantstrøm.

Som vi ser av tabellen vil den frie kontantstrømmen øke gjennom 4XNG implementeringen fra 2013-2015, før den faller i 2016 grunnet endringer i utsatt skatt og investeringsraten. Deretter stabiliserer den seg og vokser lineært utover prognoseperioden.

Kortsiktig gjeld:

Nåværende andel av langsiktig gjeld, betalbar skatt, annen gjeld og andre rentebærende kortsiktige lån vil holdes konstant slik de er bokført i balansen for 2012.

Koller et al. (2010: 205) forklarer at for at balansen skal balansere, må en post fungere som en ”plug in”. Man kan benytte enten kontant og bankinnskudd, kortsiktig gjeld, langsiktig gjeld eller en ny utstedt gjeld for å balansere balansen. Jeg har valgt å benytte ny kortsiktig gjeld som min residualpost og ”plug in”, og vil derfor estimere denne postens verdi når jeg har prognostisert alle andre elementer.

Kortsiktig driftsrelatert gjeld består av forskuddsbetaling fra kunder, leverandørgjeld, uopptjent trafikkoverskudd, andel kortsiktig gjeld, påløpte kostnader og forhåndsbetalt inntekt. Disse utgjør totalt 21,22 % av driftsinntekten og vil fortsatt prognostiseres på denne raten.

Følgelig vil den prognostiserte balansen se slikt ut:

Tabell 26: Prognostisert balanse.

| Konsolidert omgruppert balans | Historiske tall | | | Prognoseperiode | | | | | | | | | | |
|------------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
| Eiendeler | | | | | | | | | | | | | | |
| Immaterielle anleggsmidler | 1414 | 1693 | 1922 | 1475 | 1431 | 1388 | 1416 | 1444 | 1473 | 1503 | 1533 | 1563 | 1595 | 1627 |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Eiendom og bygninger | 375 | 491 | 353 | 307 | 297 | 288 | 294 | 300 | 306 | 312 | 318 | 325 | 331 | 338 |
| Fly | 12652 | 11866 | 11220 | 9581 | 9293 | 9014 | 9195 | 9379 | 9566 | 9757 | 9953 | 10152 | 10355 | 10562 |
| Reserveder og ekstradeler | 1393 | 1367 | 1349 | 1211 | 1175 | 1139 | 1162 | 1185 | 1209 | 1233 | 1258 | 1283 | 1309 | 1335 |
| Service utstyr | 90 | 76 | 110 | 80 | 78 | 76 | 77 | 79 | 80 | 82 | 84 | 85 | 87 | 89 |
| Annen utstyr | 130 | 123 | 117 | 110 | 106 | 103 | 105 | 107 | 109 | 112 | 114 | 116 | 118 | 121 |
| Investeringer i fremdrift | 118 | 66 | 34 | 57 | 56 | 54 | 55 | 56 | 57 | 59 | 60 | 61 | 62 | 63 |
| Forskuddsbetalinger relatert til | 24 | 155 | 160 | 96 | 93 | 90 | 92 | 94 | 96 | 98 | 100 | 102 | 104 | 106 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 16196 | 15837 | 15265 | 12917 | 12529 | 12154 | 12397 | 12645 | 12897 | 13155 | 13418 | 13687 | 13961 | 14240 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Varelager og inventar | 678 | 705 | 687 | 613 | 595 | 577 | 588 | 600 | 612 | 624 | 637 | 650 | 663 | 676 |
| Eiendeler holdt for salg | 493 | 0 | 0 | 153 | 149 | 144 | 147 | 150 | 153 | 156 | 159 | 163 | 166 | 169 |
| Kundefordringer | 1277 | 1275 | 1311 | 1139 | 1105 | 1072 | 1093 | 1115 | 1138 | 1160 | 1184 | 1207 | 1231 | 1256 |
| Fordringer hos interessenter | 3 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andre fordringer | 2901 | 2574 | 1399 | 2069 | 2007 | 1947 | 1985 | 2025 | 2066 | 2107 | 2149 | 2192 | 2236 | 2281 |
| Forhåndsbet kostnader og pålø | 839 | 934 | 873 | 781 | 758 | 735 | 750 | 765 | 780 | 796 | 812 | 828 | 845 | 862 |
| Sum driftsrelaterte omløpsmid | 6191 | 5494 | 4273 | 4757 | 4614 | 4475 | 4565 | 4656 | 4749 | 4844 | 4941 | 5040 | 5141 | 5244 |
| SUM DRIFTSRELATERTE EIENDEL | 22387 | 21331 | 19538 | 17673 | 17143 | 16629 | 16962 | 17301 | 17647 | 18000 | 18360 | 18727 | 19101 | 19484 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | 294 | 317 | 325 | 276 | 267 | 259 | 264 | 270 | 275 | 281 | 286 | 292 | 298 | 304 |
| Andre verdipapirer | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Pensjon, netto | 10512 | 11355 | 12232 | 12477 | 12726 | 12981 | 13240 | 13505 | 13775 | 14051 | 14332 | 14618 | 14911 | 15209 |
| Kapitalisert verdi av leasingkontrakter | | | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 |
| Andre langsiktige fordringer | 2379 | 1011 | 1250 | 1383 | 1342 | 1302 | 1328 | 1354 | 1381 | 1409 | 1437 | 1466 | 1495 | 1525 |
| Sum Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 | 24813 | 25012 | 25219 | 25509 | 25806 | 26109 | 26417 | 26732 | 27053 | 27381 | 27715 |
| Finansielle omløpsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Kortsiktige investeringer | 3281 | 2842 | 366 | 1993 | 1933 | 1875 | 1912 | 1951 | 1990 | 2030 | 2070 | 2112 | 2154 | 2197 |
| Kontant og Bankinnskudd | 1762 | 966 | 2423 | 1563 | 1516 | 1470 | 1500 | 1530 | 1560 | 1592 | 1623 | 1656 | 1689 | 1723 |
| Utbytte | | | | | | | | | | | | | | |
| Utsatt skattefordel | 1187 | 1340 | 597 | 721 | 706 | 565 | | | | | | | | |
| Sum finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 | 4277 | 4155 | 3911 | 3412 | 3481 | 3550 | 3621 | 3694 | 3767 | 3843 | 3920 |
| Finansielle EIENDELER | 19438 | 17854 | 27870 | 29090 | 29167 | 29129 | 28922 | 29287 | 29659 | 30039 | 30426 | 30821 | 31224 | 31635 |
| EIENDELER | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |
| Egenkapital og Gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Egenkapital | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksjekapital | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 |
| Andre tilskutt kapital | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 |
| Reserver | 627 | 309 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| Tilbakeholdt forjeneste | 6862 | 5175 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 |
| Total aksjeholders EK bidrag til | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| B-aksjer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| Langsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Underordnede lån | 974 | 1019 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 |
| Obligasjons lån | 1503 | 2809 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 |
| Andre lån | 6866 | 6179 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 |
| Utsatt skattefordel | 2303 | 2154 | 1013 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kapitaliserte leasingforpliktelser | | | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 |
| Annen gjeld | 143 | 55 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| =Langsiktig finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Nåværende andel av langsiktig | 1383 | 2309 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 |
| Betalbar skatt | 22 | 18 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Annen gjeld | 2070 | 1160 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendone | 132 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | |
| Andre rentebærende kortsiktig | 1073 | 997 | 411 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| Ny kortsiktig gjeld Residualpost | | | | 2714 | 2557 | 2291 | 2231 | 2746 | 3272 | 3808 | 4355 | 4912 | 5481 | 6061 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 | 5982 | 5825 | 5559 | 5499 | 6014 | 6540 | 7076 | 7623 | 8180 | 8749 | 9329 |
| =Finansiell gjeld | 16469 | 16700 | 23677 | 25767 | 25610 | 25344 | 25284 | 25799 | 26325 | 26861 | 27408 | 27965 | 28534 | 29114 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Andre avsetninger | 2143 | 1673 | 1967 | 1706 | 1655 | 1605 | 1637 | 1670 | 1704 | 1738 | 1772 | 1808 | 1844 | 1881 |
| =Sum Langsiktig driftsrelatert g | 2143 | 1673 | 1967 | 1706 | 1655 | 1605 | 1637 | 1670 | 1704 | 1738 | 1772 | 1808 | 1844 | 1881 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Forskuddsbetaling fra kunder | 16 | 24 | 0 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 | 14 |
| Leverandørgjeld | 1749 | 1540 | 1929 | 1529 | 1483 | 1439 | 1467 | 1497 | 1527 | 1557 | 1588 | 1620 | 1653 | 1686 |
| Uopptjent trafikkoerskudd | 3598 | 3453 | 4292 | 3326 | 3227 | 3130 | 3192 | 3256 | 3321 | 3388 | 3456 | 3525 | 3595 | 3667 |
| Andel av annen kortsiktig gjeld | 657 | 428 | 1186 | 652 | 632 | 613 | 626 | 638 | 651 | 664 | 677 | 691 | 705 | 719 |
| Pålopte kostnader og forhånds | 2755 | 2934 | 3201 | 2614 | 2536 | 2459 | 2509 | 2559 | 2610 | 2662 | 2715 | 2770 | 2825 | 2882 |
| Sum Kortsiktig driftsrelatert gje | 8775 | 8379 | 10608 | 8134 | 7890 | 7653 | 7806 | 7962 | 8121 | 8284 | 8450 | 8619 | 8791 | 8967 |
| DRIFTSRELATERT GJELD | 10918 | 10052 | 12575 | 9840 | 9545 | 9258 | 9443 | 9632 | 9825 | 10021 | 10222 | 10426 | 10635 | 10848 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |

| | Historiske tall -----> | | | Prøgnoseperiode -----> | | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|------------------------|-------|---------|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
| Netto driftskapital | 11469 | 11279 | 6963 | 7834 | 7599 | 7371 | 7518 | 7668 | 7822 | 7978 | 8138 | 8301 | 8467 | 8636 |
| Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 | 24813 | 25012 | 25219 | 25509 | 25806 | 26109 | 26417 | 26732 | 27053 | 27381 | 27715 |
| +Finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 | 4277 | 4155 | 3911 | 3412 | 3481 | 3550 | 3621 | 3694 | 3767 | 3843 | 3920 |
| =Finansielle eiendeler | 19438 | 17854 | 27870 | 29090 | 29167 | 29129 | 28922 | 29287 | 29659 | 30039 | 30426 | 30821 | 31224 | 31635 |
| =Sysselsatte eiendeler | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| Egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| Langsiktig Finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 | 5982 | 5825 | 5559 | 5499 | 6014 | 6540 | 7076 | 7623 | 8180 | 8749 | 9329 |
| Finansiell Gjeld | 16469 | 16700 | 23677 | 25767 | 25610 | 25344 | 25284 | 25799 | 26325 | 26861 | 27408 | 27965 | 28534 | 29114 |
| Sysselsatt Kapital | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| Test TK (Sysselsatt kapital + Dri | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |
| Test Sysselsatt kapital (TK-rent | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| ROCE | | | -1,19 % | 0,12 % | 1,08 % | 1,99 % | 2,03 % | 2,04 % | 2,05 % | 2,06 % | 2,06 % | 2,07 % | 2,08 % | 2,09 % |
| ROCE med benyttelse av UFC | | | -1,19 % | 0,12 % | 1,38 % | 3,23 % | 2,69 % | 2,11 % | 2,05 % | 2,06 % | 2,06 % | 2,07 % | 2,08 % | 2,09 % |

8. Verdiberegning / Enterprise Value (EV)

I dette kapittlet vil jeg finne verdien på selskapet, Enterprise Value (EV). Verdiestimatet er i samsvar med tidligere drøftelse og dermed vil kun totalkapitalmetoden benyttes i verdsettingen. For å kvalitetssikre verdiestimatet fra DCF-metoden, vil jeg anvende relativ prising i neste kapittel.

8.1 Diskontert fri kontantstrøm

For å estimere selskapets verdi (EV), har jeg brukt en typisk continuing value (CV) tilnærming der en inndeler verdi etter periodens forventede kontantstrøm fra prognoseperioden, samt verdien av den forventede verdien av kontantstrømmen etter prognoseperioden (Koller et al., 2010: 213).

Selskapets verdi (EV) = nåverdi av kontantstrøm i prognoseperioden + nåverdi av kontantstrøm etter prognoseperioden.

Som forklart består DCF-modellen av å beregne nåverdi av kontantstrømmen i prognoseperioden og nåverdi av kontantstrøm etter prognoseperioden også kjent som continuing value eller terminalverdi. Jeg har valgt å benytte Gordons formel for en evig vekstrate til å beregne nåverdien av selskapets forventede kontantstrøm etter prognoseperioden. Den evig varende annuitet estimeres følgende

$$TV \text{ totalkapital}_{t=10} = \frac{\text{Kontantoverskudd } TK_{11}}{(WACC - g)}$$

Følgelig kan Enterprise value (EV) regnes ut fra følgende formel (Penman, 2010):

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{10} \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_{11}}{(1 + WACC)^{10}}$$

For å finne verdien på egenkapitalen må jeg legge til selskapets eventuelle finansielle verdier og trekke fra finansiell gjeld samt kapitaliserte leasingkostnader. Dette gir meg verdien på selskapets egenkapital. Ved å dividere selskapets egenkapital på antall utstedte aksjer i

selskapet finner man pris per aksje. De diskonterte verdiene av kontantstrømmen i prognoseperioden finnes enkelt ved hjelp av tradisjonell nåverdiberegning.

8.2 Terminalverdi

For å beregne terminalverdien benytter jeg meg av den frie kontantstrømmen fra det siste året i prognoseperioden. Selskapet har nå kommet i ”steady state” i mine prognoser. Følgelig har selskapet oppnådd det som kan sees å være en normalavkastning. Jeg valgt å benytte året 2022 som grunnlaget for beregningen av terminalverdien, i tråd med Koller et al. (2010) og Kaldestad & Møller (2011).

8.2.1 Terminalverdiens evige vekstfaktor (Gordons formel).

For estimering av terminalverdien, må en bestemme hvilken vekst SAS kan forventes å ha i fremtiden. Beregningen av den fremtidige veksten er det utredet for i den strategiske analysen, og en langsiktig økonomisk vekst er normalt tett knyttet til den makroøkonomiske veksten. Veksten kan avvike gitt at et selskap har varige konkurransefortrinn, noe SAS ikke kan sies å ha. Dermed vil en vekst som overstiger nominell vekst ansees å være urealistisk. Den nominelle veksten består som kjent av realvekst og inflasjon. Hvis langsiktig vekst er større enn den nominelle veksten, vil økonomisk teori tilsi flere nyetableringer og økt konkurranse i bransjen.

Som beskrevet tidligere i oppgaven operer selskapet selv med en betraktelig sterkere vekstrate enn den økonomiske veksten og veksten jeg har estimert. Norges Bank opererer med et inflasjonsmål på 2,5 % i Norge, samtidig som det forventes en varierende vekst i de sentrale markedene for SAS på 1,5 -2,5 %. Dette gir en teoretisk vekstrate på ca 4-5 %, men på bakgrunn av den strategiske analysen hvor det blant annet fremkommer at SAS mangler varige konkurransefortrinn, den historisk lave vekstandelen flag carriers har hatt i forhold til lavkostselskapene siden 2006 og den pågående økonomiske uroen i de gjeldstyngede landene i Europa. Følgelig prosjekterer jeg en konstant evig vekstrate på 1 %.

8.2.2 Finansiell gjeld og kapitalisert leasing

Den finansielle gjelden vil tas med utgangspunkt i regnskapsanalysens omgrupperte årsregnskap. I 2012 stod den bokførte finansiell gjelden i selskapet oppført med 13 023 millioner SEK, og består i hovedsak av pensjon, som vil utraderes. Følgelig trekkes finansiell

gjeld fra i sin helhet. Siden SAS leaser store deler av flyflåten, er det i tillegg nødvendig å justere gjelden for leasing. De kapitaliserte leasingkostnadene til selskapet er på 10 654 millioner SEK.

8.2.3 Ikke-driftsmessige eiendeler

Studien har tidligere tatt med alle relevante økonomiske virkninger vedrørende utsatt skattefordel, aksjer i tilknyttede selskaper, andre verdipapirer samt eiendeler holdt for salg. Det vurderes dermed slik at det ikke eksisterer andre ikke-driftsmessige eiendeler av verdi for selskapet, som påvirker av egenkapitalens verdi.

8.3 Presentasjon, verdi per aksje med DCF-modellen.

| | |
|---------------------------------|--------------|
| Nåverdi fri kontantstrøm | 11967 |
| +Nåverdi terminalverdi | 15105 |
| Verdien av driften | 27072 |
| +/-Ikke-driftsmessige eiendeler | 0 |
| Enterprise Value | 27072 |
| -Finansiell gjeld | -13023 |
| -Kapitalisert leasingkostnader | -10654 |
| Verdi egenkapital | 3395 |
| Utstedte aksjer | 329 |
| Verdi per aksje | 10,32 |

Tabell 27: Verdi per aksje med DCF-modellen.

Diskontert fri kontantstrøm resulterer i en verdi på selskapet på 3395 millioner SEK og en verdi per aksje på 10,32. Dette impliserer at aksjen er overpriset i markedet da aksjekursen er 12,65 den 28. Juli 2013. Terminalverdien utgjør 55,80 % av selskapsverdien. Dette er i tråd med Titman & Martin (2008) og Kaldestad & Møller (2011) som anslår at en normal praksis for terminalverdi ligger mellom 50-70 %. Følgelig utgjør nåverdi av fri kontantstrøm fra prognoseperioden 44,20 % av selskapets verdi (EV) og 79,22 % av terminalverdien. Dermed forklarer terminalverdien en betydelig andel av selskapets egenkapitalverdi og aksjepris. Selv om dette er innenfor normal praksis, kan det sies å øke usikkerheten rundt utslaget da så stor andel av selskapet verdi ligger i terminalverdien, spesielt med tanke på at 4XNG-strategien blir fremstilt som selskapets ”last stand”. Dette gjør også verdiestimatet sensitivt for endringer i forutsetninger som WACC og vekstrate. Dette kommer jeg nærmere inn på i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.

8.4 Relativ prising. Komparativ verdsettelse

Boye & Meyer (2008: 96) forklarer at en viktig del av verdsettelsesprosessen innebærer å foreta en rimelighetsvurdering av verdien man har beregnet. Dette kan for eksempel gjøres ved å benytte andre verddivurderingsmetoder for å kvalitetssikre resultatet, eksempelvis relativ prising. Jeg har dermed valgt å benytte relativ prising som kvalitetssikring ovenfor mitt resultat. Jeg vil da først og fremst se på hvordan SAS er relativt priset mot sammenlignbare konkurrenter som Norwegian, Finnair, Lufthansa og Easyjet.

8.4.1 Price/Earnings (P/E)

Price-to-earnings er en multiplikator som sier noe om hvor mange år markedet tror det går før selskapet tjener inn investeringen i en aksje. Selskapet har ikke hatt et positivt årsresultat i analyseperioden og følgelig vil en P/E multiplikator bli lite forklarende for SAS og utelates derfor.

8.4.2 Price/Book (P/B)

P/B multiplikatoren beregnes ved at børsverdien deles på selskapets balanseførte verdi på egenkapitalen. SAS og konkurrentenes multiplikatorer vises i tabellen nedenfor:

| PRICE TO BOOK / P/B | | | 31.12.2012 |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Norwegian | 4993 | 2420 | 2,06 |
| Finnair | 305 | 785,5 | 0,39 |
| Lufthansa Group | 6549 | 8298 | 0,79 |
| EasyJET | 3026 | 1144 | 2,65 |
| (SAS) | 4606 | 11156 | 0,41 |
| Gj.Snitt P/B | | | 1,47 |
| Median | | | 0,59 |
| P/B | | | 31.12.2012 |
| Multiplikator | | | 0,59 |
| x Verdidriver: bokført verdi EK | | | 11156 |
| =Verdi EK | | | 6582 |
| /Antall utsestående aksjer | | | 329 |
| =Verdi per aksje | | | 20,01 |

Tabell 28: P/B multiplikator.

Vi ser at SAS handles til en multiplikator langt lavere enn gjennomsnittet, men som nevnt tidligere består store deler av SAS bokførte egenkapital av pensjon, og store deler av egenkapitalverdien vil bli utradert. Følgelig vil de bokførte verdiene i balansen se helt annerledes ut i løpet av 2013. Dermed vil resultatet av P/B multiplikatoren vektlegges svært lite da den har liten relevans. Aksjeprisen på 20,01 fremkommer ved å multiplisere multiplikatoren som er median av de sammenlignbare selskapene med SAS bokførte verdi av egenkapital, delt på antall utestående aksjer.

8.4.3 EV / EBITDA

Multiplikatoren EV / EBITDA sammenligner selskapenes EV delt på driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger ratio. Metoden er mye brukt i praksis, og ekskluderer også forskjeller som oppstår på grunn av ulike avskrivning og nedskrivningsprofiler, samt tilfeldige finansinntekter multiplikatoren gir dermed en bedre sammenligning i underliggende drift Kaldestad & Møller (2011: 160).

| Konkurrenter | Norwegian | Finnair | Lufthansa Group | EeasyJET | SAS |
|-----------------------|--------------|-------------|-----------------|-------------|--------------|
| Driftsinntekter | 12859 | 2 449,40 € | 30 135 € | 3854 £ | 43183,2 |
| EBITDAR | 1822 | 241,90 € | | 531 £ | 2756,4 |
| EBITDA | 789 | 147,20 € | 3 270 € | 436 £ | 1146 |
| EBIT | 403 | 16,50 € | 1 357 € | 317 £ | -1494 |
| EBITDA-Margin | | | | | |
| EBIT-Margin | 3,13 % | 0,67 % | 4,50 % | 8,23 % | -3,46 % |
| Rentebærende gjeld | 4654 | 591 | 10352 | 1264 | 13027 |
| Netto rentebærende gj | 4654 | 591 | 10352 | 1264 | 13027 |
| Antall aksjer | 35 | 128 | 460 | 3,95 | 329 |
| Aksjepris | 142 | 2,38 | 14,24 | 766 | 14 |
| Marketcap | 4993 | 305 | 6549 | 3026 | 4606 |
| EV | 9647 | 896 | 16901 | 4290 | 17633 |
| EV/EBITDA | 12,23 | 6,09 | 5,17 | 9,84 | 15,39 |

Tabell 29: EV/EBITDA.

| SAS | |
|---------------------------------|---------------|
| Median | 5,63 |
| EBITDA | 1146 |
| Utleidet EV | 6452 |
| -Rentebærende gjeld | -13027 |
| Estimert verdi EK | -6575 |
| Antall aksjer | 329 |
| Estimert verdi per aksje | -19,98 |

Tabell 30: Verdi EV/EBITDA.

Som vi kan se av tabellene gir multiplikatoren SAS en negativ estimert verdi per aksje, dette kommer som et resultat av den lave EBITDA SAS har hatt i 2012. Følgelig kan ikke denne multiplikatoren benyttes eller vektlegges videre.

Oppsummering relativ prising:

Som forklart ovenfor kan ikke resultatene som fremkommer av de ulike multiplikatormodellene vektlegges høyt. Dette fordi det først og fremst er grove verdianslag, og med den pågående omstruktureringen SAS gjennomfører vil en eller flere faktorer i de ulike multiplikatorene ikke være representativ. Dette gjør at verdien av resultatene blir lite relevant for min verdsetting av SAS.

9. Scenarioanalyse og sensitivitetsanalyse

En scenarioanalyse skal vise hvordan endringer i flere faktorer samtidig endrer verdiestimatet. I dette kapitlet vil jeg ta for meg hvordan endringer i NOPLAT påvirker den prognostiserte verdien per aksje. Selv om dette kun er en faktor, fremkommer NOPLAT som et resultat av flere sentrale underliggende faktorer. En slik endring kan forekomme som en endring av driftsinntekter eller driftskostnader som igjen påvirkes av sentrale underliggende faktorer som pris, vekstrater og salgsvolum.

Lønnsomheten til selskapet er som utredet for tidligere i oppgaven svært avhengige av volum og til hvilken pris SAS klarer å oppnå. Driftskostnadene prognostiseres med driftsinntektene som driver. Følgelig vil en scenarioanalyse ved endring i NOPLAT vise hvordan endringene i flere faktorer påvirker verdiestimatet til SAS AB.

Selskapet har flere usikkerhetsmomenter som kan påvirke selskapets fremtidige driftskostnader og driftsinntekter. Blant annet avhenger drivstoffkostnadene av oljeprisen og andre kritiske faktorer som økonomisk vekst, valutakursendringer samt andre makro økonomiske faktorer. Dette er faktorer som ligger utenfor selskapets kontroll, men som samtidig vil kunne føre til store utslag på verdiestimatet. SAS benytter seg av flere sikringsinstrumenter og derivater for å sikre seg mot store svingninger i blant annet oljepris og valuta. Dermed vil en alternativ scenarioanalyse av ulike oljepriser og valuta være vanskelig å estimere korrekt da jeg ikke har tilstrekkelig med innsyn i selskapets posisjoner i derivater. Endring i økonomisk vekst vil påvirke selskapets verdi da endringer vil påvirke den fremtidige kontantstrømmen samt terminalverdien, dette vil jeg komme tilbake til under sensitivitetsanalysen.

I scenarioanalysen nedenfor vil det simuleres hvordan lønnsomheten i SAS påvirker selskapets verdi gjennom positive og negative endringer i NOPLAT.

| SCENARIO | NOPLAT | AKSJEPRIS | EGENKAPITALVERDI |
|--------------|--------------------|--------------|------------------|
| | +20% | 19,46 | 6404 |
| | +15% | 17,18 | 5652 |
| | +10% | 14,89 | 4899 |
| | +6% | 13,06 | 4298 |
| BULL | +5% | 12,61 | 4147 |
| | +4% | 12,15 | 3997 |
| | +3% | 11,69 | 3846 |
| | +2% | 11,23 | 3696 |
| | +1% | 10,78 | 3545 |
| BASIS | BUDSJETTERT | 10,32 | 3395 |
| | -1% | 9,86 | 3244 |
| | -2% | 9,40 | 3093 |
| | -3% | 8,95 | 2945 |
| | -4% | 8,49 | 2793 |
| BEAR | -5% | 8,03 | 2642 |
| | -6% | 7,57 | 2491 |
| | -10% | 5,75 | 1890 |
| | -15% | 3,46 | 1138 |
| | -20% | 1,17 | 385 |

Tabell 31: Szenarioanalyse, endring i NOPLAT.

Som tabellen viser vil endringer i NOPLAT ha store konsekvenser for egenkapitalverdien og følgelig aksjeverdien. En endring i NOPLAT på 1 % vil føre til en endring på 4,43 % i aksjeprisen. Et positivt avvik på 10 % i NOPLAT vil gi en økning i aksjeprisen på nesten 44,31 %.

Et optimistisk BULL scenario med en 5 % høyere NOPLAT i prognoseperioden gir en økning i aksjeprisen på nærmere 22,16 % til 12,61 KR.

Et pessimistisk BEAR scenario med 5 % lavere NOPLAT i prognoseperioden gir en reduksjon i aksjeprisen på 22,18 % til 8,03 kr.

9.1 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen skal undersøke og forsøke å kartlegge usikkerheten knyttet til verdianslaget. Dette gjøres ved å endre de mest usikre faktorene i positiv og negativ retning for å se hvilken effekt dette har på verdien (Boye & Meyer, 2008: 96).

I scenarioanalysen ovenfor ble det redegjort for hvordan ulike scenarioer påvirket verdiestimatet. Dette ble gjort ved å se på hvordan endringer i bedriftsinterne forutsetninger som påvirker driftskostnader og driftsinntekter som igjen førte til endringer i NOPLAT, samt hvordan endringer i eksterne forutsetninger som oljepris og valuta kan påvirke verdien av SAS aksjekurs.

Denne sensitivitetsanalysen skal undersøke hvordan den prognostiserte aksjeverdien reagerer på endringer i avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, og den evige vekstraten lagt til grunn for beregning av terminalverdien. Det er rimelig å anta at disse faktorene er de som vil ha størst effekt på verdien av selskapet. Resultatene av sensitivitetsanalysen blir illustrert i tabellen nedenfor:

| | | ÅRLIG VEKSTRATE ETTER PROGNOSEPERIODE | | | | |
|------|--------|---------------------------------------|--------|--------|-------|--------|
| | | 0,00 % | 0,50 % | 1,00 % | 1,5 % | 2,00 % |
| WACC | 5,43 % | 25,81 | 31,75 | 39,03 | 48,16 | 59,95 |
| | 5,68 % | 21,29 | 26,56 | 32,95 | 40,86 | 50,94 |
| | 5,93 % | 17,18 | 21,85 | 27,5 | 34,41 | 43,08 |
| | 6,18 % | 13,4 | 17,57 | 22,57 | 28,63 | 36,16 |
| | 6,43 % | 9,9 | 13,66 | 18,1 | 23,45 | 30,02 |
| | 6,68 % | 6,78 | 10,06 | 14,04 | 18,79 | 24,55 |
| WACC | 6,93 % | 3,69 | 6,75 | 10,32 | 14,55 | 19,63 |
| | 7,18 % | 0,92 | 3,68 | 6,9 | 10,68 | 15,19 |
| | 7,43 % | N/A | 0,85 | 3,75 | 7,14 | 11,16 |
| | 7,68 % | N/A | N/A | 0,84 | 3,88 | 7,48 |
| | 7,93 % | N/A | N/A | N/A | 0,9 | 4,13 |
| WACC | 8,18 % | N/A | N/A | N/A | N/A | 1,04 |

Tabell 32: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og WACC.

Som vi kan se av tabellen gir både endringer i vekst og WACC store utslag. Selv små endringer i disse faktorene gir store utslag og viser hvor sensitiv verddivurderingen er ovenfor endringer i disse faktorene. Prognoseperioden er på 10 år og verdien av terminalverdien utgjør 55,80 %, som er innenfor normalen 50 - 70 % som redegjort for tidligere. Det er dermed ikke overraskende at endringer i vekstraten vil gi store endringer i terminalverdien og følgelig selskapets verdi (EV).

9.2 Oppsummering analyse av usikkerhet.

Scenarioanalysen og sensitivitetsanalysen viser at endring i NOPLAT gir store utslag i verdiestimatet og at selv små endringer i vekst og WACC gir store utslag for verdiestimatet og den teoretisk estimerte aksjeprisen. Av verdianslaget ligger 44,20 % av verdien i prognoseperioden på 10 år. SAS har gått med underskudd alle årene i den historiske analyseperioden og vil også gå med underskudd de to første årene i prognoseperioden. Effekten av den store omstruktureringen som fremkommer av den nye strategien, 4XNG, gjør

at jeg i mine fremtidsprognoser ikke estimerer at selskapet oppnår overskudd før 2015. Selskapet vil ikke gå inn i en "steady state" før i 2016 da implementeringen av 4XNG er fullført. Det at selskapet har gått med underskudd i flere år og er avhengig av å generere overskudd i nærmeste framtid for å skape aksjonærverdi, kan være med på å øke usikkerheten i selskapet. Det er også en reel fare for at selskapet går konkurs i løpet av de nærmeste årene dersom de ikke generer overskudd.

Det er naturlig å konkludere med at det er stor usikkerhet og risiko forbundet med verdierestimeringen til SAS. Det er dermed ikke overraskende at scenario- og sensitivitetsanalysene viser at selv små utslag i NOPLAT, WACC og vekst vil gi store utslag i verdien.

Presentasjon av de ulike verdianslagene:

I tabell 33 er alle punkttestimatene av verdien på SAS selskapsverdi, egenkapitalverdi og verdi per aksje 31. desember 2012 presentert:

| Metode | Selskapsverdi | Verdi egenkapital | Verdianslag per aksje |
|----------------------------|---------------|-------------------|-----------------------|
| Fundamentale | | | |
| Kontantstrømbaserte | | | |
| BULL-scenario DCF | 283939 | 5262 | 12,61 |
| Basisanslag DCF | 27494 | 3817 | 10,32 |
| BEAR-scenario DCF | 25759 | 2082 | 8,03 |
| Relativ | | | |
| EV / EBITDA | N/A | - | - |
| P / B | 30010 | 6403 | 20,01 |
| Markedspris | | | |
| Verdi Oslo Børs | | 2122 | 6,45 |

Tabell 33: Presentasjon av de ulike verdianslagene.

SAS sin aksjepris (6,45) har siden 31. desember 2012 (SAS Årsrapport 2012) hatt en positiv utvikling og var per 28. juli 2013 på 12,65 SEK. Utviklingen støtter opp om mitt anslag, men verdien har fortsatt å stige ytterligere forbi mitt estimat.

10. Diskusjon og konklusjon

Formålet med oppgaven har vært å estimere en teoretisk verdi på selskapet SAS AB og på bakgrunn av denne verdien anbefale en handlestrategi på aksjen. I denne sammenheng har jeg benyttet meg av fundamental verdsettelse som et rammeverk for studien. Modellen jeg har brukt for selve verdivurderingen er diskontert fri kontantstrøm, spesifikt totalkapitalmetoden. Senere har flere multiplikator modeller blitt benyttet for å kvalitetssikre verdivurderingen.

Den fremtidige kontantstrømmen er utarbeidet på bakgrunn av historiske og nåværende underliggende økonomiske- og strategiske forhold. Analysen er basert på nøkkelfaktorer innenfor verdiskapning som fremtidig vekst og lønnsomhet i selskapet og luftfartsindustrien. Dette innebærer også en analyse av de overordnede makro- og mikroøkonomiske forholdene som påvirker selskapet og industrien som helhet.

10.1 Teoretiske og praktiske utfordringer

SAS gjennomgår en fundamental endring. Ved å implementere den nye strategien, 4XNG, har selskapet fornyet sin låneportefølje, kuttet kostnader samt foretatt en restrukturering av hele organisasjonen. Denne prosessen er ikke ventet fullført før utgangen av 2015. Disse elementene gjør selskapets historiske data mindre relevant for analyseperioden.

Regnskapsanalysen gjenspeiler dermed ikke SAS nåværende posisjon og tilstand.

10.2 Strategisk posisjon og videre drift

Den strategiske analysen kartla de underliggende mikro- og makroøkonomiske forholdene til både SAS og luftfartsindustrien. Analysen avdekket en bransje som er under kraftig pris- og kostnadspress. SAS har som følge av dette slitt med lønnsomheten de siste årene og drevet med en høyere kostnadsbase enn sine konkurrenter. På bakgrunn av dette har selskapet påbegynt tiltakene som 4XNG medbringer i et forsøk på å gjøre SAS lønnsom igjen. Dette er en omfattende prosess som tar flere år å implementere, og man vil følgelig ikke se den fulle virkningen før utgangen av 2015.

Den interne analysen har belyst selskapets styrker, kapabiliteter og strategiske fordeler, samt selskapets svakheter. De opparbeidede kapabilitetene selskapet innehar, som for eksempel humankapitalen, et sterkt merkevarenavn og et godt lojalitetsprogram i Eurobonus gir SAS

mulighet til å øke sin verdiskapning fremmover, men kan ikke sies å gi varige konkurransefortrinn. Selskapet er følgelig avhengig av en suksessfull implementering av 4XNG for videre drift.

SAS sin posisjon i det skandinaviske markedet er sterk ettersom selskapet har den største markedsandelen i Skandinavia, men den voksende konkurransen fra de etablerte lavkostselskapene er stor. Det er også en mulighet for at andre eksisterende flyselskap etablerer seg i det skandinaviske markedet. Den fremtidige veksten i luftfartsindustrien er svært avhengig av den økonomiske veksten, og en varig lavkonjunktur vil ha stor påvirkning for hele bransjen og også SAS.

Ved bruk av diskontert fri kontantstrøm kom jeg fram til et estimat på 10,32 versus børsverdien på 12,65 per 28. juli 2013. Dette verdiestimatet er et svar på mitt forskningsspørsmål ("*Hva er verdien av SAS AB?*"), men avhenger av det teoretiske rammeverket jeg har benyttet meg av i verdivurderingsprosessen.

Som det framkom av sensitivitetsanalysen og scenarioanalysen er det knyttet stor usikkerhet til dette estimatet. Selv små endringer i WACC og vekst vil gi store utslag i estimatet, både positivt og negativt. Endringer i lønnsomhet og NOPLAT vil også gi store utslag på verdiestimatet. Et positivt BULL scenario med 5 % årlig vekst i NOPLAT ga et estimat på 12,61, mens det negative BEAR scenarioet ga en estimert aksjeverdi på 8,03.

En annen faktor som skaper usikkerhet rundt estimatet er β -verdien (betaverdien) som er estimert i avkastningskravet. Avkastningskravet er fastsatt etter beste skjønn og betaverdien er beregnet ut fra månedlig avkastning på aksjen og OSEBX-indeksen, noe som ga en betaverdi på 0,738 etter en blomberg justering. Til sammenligning opererer Dagens Næringsliv og nyhetssiden E24 [44] [45] med en 1-årig Beta på henholdsvis 1,89 og 1,75 per 14. august 2013. Bruk av denne betaverdien ville gitt et avkastningskrav til egenkapitalen på henholdsvis 11,04 og 10,34 %, noe som igjen ville endret WACC til rett over 7,5 og 7,6 %. Som vi så av sensitivitetsanalysen vil dette gi store utslag på den estimerte selskapsverdien.

Omstruktureringen til SAS er trolig selskapets siste mulighet. I en bransje som er preget av lav lønnsomhet, nedleggelse og fusjoner av selskap er SAS avhengig av en rask og suksessfull implementering av 4XNG. Uten en suksessfull implementering kan egenkapitalen og aksjonærverdiene forsvinne.

Resultatene ved relativ prisning anses å være av liten verdi, men som det framkom av tabell 33 har aksjekursen på Oslo Børs beveget seg fra 6,45 den 31. desember 2012 til 12,65 den 28. juli 2013. Denne utviklingen kan sies å støtte opp under mitt verdiestimat da også markedet taler til å tro at resultatene av den nye strategien vil bli en realitet.

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor, verdiestimatpunktet og risikoen forbundet ved å investere i aksjen er min handelsstrategi ut i fra et investorperspektiv en salgsanbefaling for aksjen SAS AB.

Referanser

- Airbus S.A.S. (2012). *Navigating the future*: France: Art & Caractère.
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management* (9. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K. og Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Copeland, T. and Antikarov, V. (2001). *Real Options: a practitioner's guide*. New York: Texere LLC.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), 3-17.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hansen, Ø., Ottesen, L. og Øyen, A. H. (2005). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Hull, J. (2012). *Options, futures, and other derivatives* (8. utg.). Boston, Mass.: Pearson.
- International Energy Agency. (2011). *World Energy Outlook 2011*.: OECD Publishing.
- Johnson, G., Scholes, K. og Whittington, R. (2008). *Exploring corporate strategy* (8. utg.). Harlow: FT Prentice Hall/Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Den Norske Revisorforening, Revisorforeningen.no.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., McKinsey & Company. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kristoffersen, T. (2008). *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring* (2. utgave). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad og Bjørke AS
- Milne, R. & Parker, A. (2012). *SAS tops European airline critical list*. Financiaal Times.

Mun, J. (2006). *Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions* (2nd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.

Palepu, K. G. og Healy, P. M. (2007). *Business analysis & valuation: IFRS edition texts & cases*. Mason, Ohio: Thomson South-Western.

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill.

Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review* 86 (1), 25-41.

Roos, Goran, Georg von Krogh, Jonas Roos med Lisa Fernstrom. 2005. *Strategi - en innføring*. 4. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Titman, S. og Martin, J. D. (2008). *Valuation: the art and science of corporate investment decisions*. Boston: Pearson/Addison-Wesley.

Internettkilder:

[1] E24 SAS Nyheter (2012) Hentet 21. Januar fra

<http://e24.no/boers-og-finans/sas-dramaet-over-danskene-sa-ja-15-timer-paa-overtid/20301656>

[2] E24 SAS Nyheter (2012). Hentet 21. Januar 2013 fra

<http://e24.no/boers-og-finans/dette-regnestykket-viser-hvorfor-sas-fortsatt-har-problemer/20298985>

[3] The Economist, Here come the vikings hentet den 10.07.2013 fra:

<http://www.economist.com/news/business/21576672-bjorn-kjos-norwegian-air-shuttles-boss-success-may-depend-ruthlessness-here-come>

[4] SAS History hentet 04.04.2013 fra:

<http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>

[5] SAS strategic platform hentet 05.04.2013 fra:

<http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>

[6] Luftfartstilsynet flyplasskapasitet (2012). Hentet 12. Februar 2013 fra

http://www.luftfartstilsynet.no/avdelinger/Flyplass_og_flysikring/article5160.ece

[7] Routledge. Deregulering i luftfartsbransjen 17 August 2011. Hentet 12 Februar 2013 fra

<http://www.routledge.com/books/details/9780415696494>

[8] E24 oppheving av bonusforbud hentet den 09.07.2013 fra:

<http://e24.no/makro-og-politikk/regjeringen-opphever-bonusforbudet/20370307>

[9] Ryanair varsler innenriks satsing 8. Jan 2013. Hentet 12 Februar 2013 fra:

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2538375.ece>

[10] Aftenposten, Easyjet åpner rute i Norge hentet den 09.07.2013 fra:

<http://www.aftenposten.no/okonomi/EasyJet-apner-rute-i-Norge-7157584.html>

[11] NRK Lyntog er løsningen 28. Desember 2012. Hentet 13 Februar 2013 fra

<http://www.nrk.no/ytring/lyntog-er-losningen-1.10855016>

[12] Dagens Næringsliv Høyhastighetstog, båt eller fly? Hentet den 13 Februar 2013 fra

<http://www.dn.no/d2/article1477243.ece>

[13] Aftenposten Spanske Lyntog vinner over fly 12 Oktober 2011. Hentet 15 Februar 2013 fra

<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/Spanske-lyntog-vinner-over-fly-5320842.html>

[14] Årsrapport Norwegian Nøkkeltall 2011. Hentet 18. Februar 2013 fra

http://annualreport.norwegian.no/2011/operating_costs

[15] Tradingfloor Flyselskap kostnader 27 Oktober 2011. Hentet 18. Februar 2013 fra

<http://www.tradingfloor.com/posts/norwegian-ryanair-and-easyjet-high-flying-low-cost-airliners-1366106146>

[16] Aftenposten SAS har fortsatt langt igjen, 20 November 2012. Hentet 18. Februar 2013 fra

<http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/SAS-har-fortsatt-langt-igjen-7049569.html>

[17] Dagens Næringsliv Skeptisk til SAS spareplan 13 November 2012. Hentet 18. Februar 2013 fra

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2507221.ece>

[18] E24 Ryanair truer med skatteflukt 16. Mai 2012. Hentet 18. Februar fra

<http://e24.no/naeringsliv/ryanair-truer-med-skatteflukt-fra-norge/20230890>

[19] Den Norske Bank økonomiske utsikter Januar 2013. Hentet 21. Februar fra

<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR130116.pdf?popup=true>

[20] Riksbank SE aktuell prognose 13 Februar 2013. Hentet 21 Februar fra

<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Aktuell-prognos-for-reporanta-inflation-och-BNP/>

[21] E24 oljeprisen knekker flyselskap April 2008. Hentet 22. Februar fra

<http://e24jobb.vgnett.no/utenriks/oljeprisen-knekker-flyselskap/2358415>

[22] Dagens Næringsliv Skyhøy oljepris, prispåslag 15. Mars 2012. Hentet 22. Februar fra

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2354493.ece>

[23] Dagens Næringsliv dødelig cocktail 4 November 2012. Hentet 22. Februar fra

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2494652.ece>

[24] Boeing langtids prognose 2011. Hentet 23. Februar fra

http://www.boeing.com/commercial/cmo/forecast_indicators.html

[25] Boeing langtids markeds prognose 2011. Hentet 23. Februar fra

http://www.boeing.com/commercial/cmo/market_developments.html

[26] Dagens Næringsliv Befolkningsvekst, flytrender 21. Februar 2013. Hentet den 21. Februar fra.

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2567232.ece>

[27] Avinor klimapåvirkning av luftfart 9. Mai 2012. Hentet den 23. Februar fra

http://www.avinor.no/avinor/miljo/10_Klima

[28] Felles regelverk den 25.04.13. Hentet den 25.04.13 fra

<http://e24.no/boers-og-finans/situasjonen-skriker-etter-et-felles-regelverk/20361999>

[29] Dagens Næringsliv Ryanair sjefen frykter ingen den 27.02.2013. Hentet den 01.03 fra

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2570753.ece>

[30] Konkurransetilsynet, kort sammendrag bonuspoeng. Hentet den 24. Februar fra

http://www.konkurransetilsynet.no/ImageVaultFiles/id_5389/cf_5/Kort_sammendrag_om_tilsynets_anbefaling.PDF

[31] Centre For Aviation, SAS SWOT hentet den 09.07.2013. fra:

<http://centreforaviation.com/analysis/sas-swot-final-call-to-establish-a-sustainable-scandinavian-airlines-100695>

[32] Norwegians historie, hentet den 18.07.2013 fra:

http://www.norwegian.no/Global/norway/omnorwegian/dokumenter/Our%20History/Norwegians_historie_NO_APR13.pdf

[33] Norwegian, visjon og verdier hentet den 18.07.2013 fra:

<https://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/visjon-og-verdier/>

[34] Ryanair, om oss hentet den 18.07.2013 fra:

http://www.ryanair.com/no/about_18.08.2013

[35] Norges bank statsobligasjoner den 18.04.13. Hentet den 18.04.13 fra

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rentearsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

[36] Riksbank SE statsobligasjoner den 18.04.13. Hentet den 18.04.13 fra:

<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/?g7-SEGVb2Yc=on&g7-SEGVb5Yc=on&g7-SEGVb7Yc=on&g7-SEGVb10Yc=on&from=2010-01-04&to=2012-12-28&f=Year&cAverage=Average&s=Comma#search>

[37] Norges bank inflasjon den 18.04.13. Hentet den 18.04.13 fra

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>

[38] SAS aksjekurs Stockholm 23.04.13. Hentet den 23.04.13 fra:

<http://www.netfonds.no/quotes/about.php?paper=SAS.ST>

[39] SAS Group, Finalize Sale & Leasback hentet den 22.07.2013 fra:

<http://se.yhp.waymaker.net/sasgroup/release.asp?id=269096>

[40] Deloitte international tax, Sweden highlights 2013, hentet den 30.07.2013 fra :

http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Tax/Taxation%20and%20Investment%20Guides/2013/dttl_tax_highlight_2013_Sweden.pdf

[41] Yahoo finance, USD / SEK valutakurs hentet den 03.05.2013 fra:

<http://finance.yahoo.com/q?s=USDSEK=X>

[42] [SAS selger Widerøe til torghatten hentet den 03.05.2013 fra:

<http://se.yhp.waymaker.net/sasgroup/release.asp?id=269146>

[43] Finansdepartementet, nasjonabudsjett 2013 anslag økonomisk utvikling. Hentet den 29.07.2013. fra:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-1-20122013/2/5.html?id=703481>

[44] Dagens Næringsliv betaverdi SAS. Hentet den 14.08.2013. fra:

<http://www.dn.no/finans/portal/estimates?category=estimates&context=nordic&ticker=SAS.SSE>

[45] E24 betaverdi SAS. Hentet den 14.08.2013 fra:

<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=SAS+NOK.OSE>

Års- og kvartalsrapporter:

Easyjet årsrapporter fra 2012 hentet fra:

http://corporate.easyjet.com/investors.aspx?utm_source=ej\CMS&utm_medium=en_Homepage&utm_term=Investors&utm_content=StaticLink_AEJ2&utm_campaign=Footer

Lufthansa årsrapport 2012 hentet fra:

<http://investor-relations.lufthansagroup.com/en/finanzberichte/annual-report/2012.html>

Norwegian årsrapporter fra 2010-2012 hentet fra:

<https://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/annual-reports/>

Ryanair kvartalsrapport Q4 2012 hentet 09.07.2013 fra:

http://www.ryanair.com/doc/investor/present/quarter4_2012.pdf

Ryanair årsrapporter fra 2010-2012 hentet fra:

<http://www.ryanair.com/no/investor/investor-relations-news>

SAS årsrapport 2010-2012. Hentet fra:

<http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>

http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2012eng.pdf

Vedlegg:

Vedlegg 1: Resultatregnskap i analyseperioden

| Konsolidert Resultatregnskap | | | | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------------------------|--|--|--|--------------|--------------|--------------|
| Inntekter | | | | 41070 | 41412 | 43183 |
| Lønnskostnader | | | | -13894 | -13092 | -13901 |
| Andre driftskostnader | | | | -25115 | -23741 | -26526 |
| Leasingkostnader for fly | | | | -1815 | -1560 | -1610 |
| Avskrivninger | | | | -1885 | -2413 | -1711 |
| Inntekter fra tilknyttede selskaper | | | | 12 | 28 | 38 |
| Inntekter from salg av aksjer i tilknyttetde selskaer | | | | -73 | 0 | 480 |
| Inntekter fra salg av fly og bygninger | | | | -239 | 12 | -296 |
| Driftsresultat | | | | -1939 | 646 | -343 |
| Inntekter fra andre selskaper / sikkerhet | | | | -263 | -1469 | 0 |
| Finansielle inntekter | | | | 174 | 224 | 115 |
| Finansielle kostnader | | | | -1041 | -1030 | -1266 |
| Inntekter før skattekostnader | | | | -3069 | -1629 | -1494 |
| Skatt | | | | 851 | -58 | 312 |
| Årsresultat for videreoverført virksomhet | | | | -2218 | -1687 | -1182 |
| inntekter fra diskontert drift | | | | 348 | -318 | -350 |
| Årsresultat | | | | -1870 | -2005 | -1532 |

Vedlegg 2: Balanse i analyseperioden

| Konsolidert Balanse | | | | | | |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--|--|--|
| Eiendeler | | | | | | |
| | 2010 | 2011 | 2012 | | | |
| Imamaterielle eiendeler | 1414 | 1693 | 2563 | | | |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | | | | |
| Eiendom og bygninger | 375 | 491 | 471 | | | |
| Fly | 12652 | 11866 | 14960 | | | |
| Reservedeler og ekstradeler | 1393 | 1367 | 1799 | | | |
| Service utstyr | 90 | 76 | 147 | | | |
| Annen utstyr | 130 | 123 | 156 | | | |
| Investeringer i fremdrift | 118 | 66 | 45 | | | |
| Forskuddsbetalinger relatert til anleggsmidler | 24 | 155 | 213 | | | |
| | 14782 | 14144 | 17791 | | | |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | 294 | 317 | 433 | | | |
| Andre verdipapirer | 23 | 23 | 31 | | | |
| Pensjonsmidler, netto | 10512 | 11355 | 16309 | | | |
| Utsatt skatt | 1187 | 1340 | 796 | | | |
| Andre langsiktige fordringer | 2379 | 1011 | 1667 | | | |
| | 14395 | 14046 | 19236 | | | |
| Sum anleggsmidler | 30591 | 29883 | 39589 | | | |
| Omløpsmidler | | | | | | |
| Varelager og ekstradeler | 678 | 705 | 916 | | | |

| | | | | | |
|-------------------------------------------------------------|--|--|--------------|--------------|--------------|
| Kortsiktige fordringer | | | | | |
| Kundefordringer | | | 1277 | 1275 | 1748 |
| Fordringer hos tilknyttede selskaper | | | 3 | 6 | 4 |
| Øvrige fordringer | | | 2901 | 2574 | 1865 |
| Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter | | | 839 | 934 | 1164 |
| Sum kortsiktige fordringer | | | 5020 | 4789 | 4781 |
| Kortsiktige investeringer | | | 3281 | 2842 | 488 |
| Kontant og bankinnskudd | | | 1762 | 966 | 3231 |
| Eiendeler holdt for salg | | | 493 | 0 | 0 |
| Sum omløpsmidler | | | 11234 | 9302 | 9416 |
| Total Eiendeler | | | 41825 | 39185 | 49005 |
| Egenkapital og Gjeld | | | | | |
| Aksjekapital | | | 6612 | 6612 | 8816 |
| Annen tilskutt kapital | | | 337 | 337 | 449 |
| Reserver | | | 627 | 309 | 23 |
| Tilbakeholdt fortjeneste | | | 6862 | 5175 | 5587 |
| Total aksjeholders egenkapital bidrag til morselskap | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| B-aksjer verdi | | | - | - | - |
| Total egenkapital | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| Langsiktig gjeld | | | | | |
| Underordnede lån | | | 974 | 1019 | 1304 |
| Obligasjons lån | | | 1503 | 2809 | 3684 |
| Andre lån | | | 6866 | 6179 | 7013 |
| Utsatt skatt | | | 2303 | 2154 | 1351 |
| Andre avsetninger | | | 2143 | 1673 | 2623 |
| Annen gjeld | | | 143 | 55 | 173 |
| Sum langsiktig gjeld | | | 13932 | 13889 | 16148 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | |
| Nåværende andel av langsiktig gjeld | | | 1383 | 2309 | 1871 |
| Kortsiktige lån | | | 1073 | 997 | 548 |
| Forhåndsbetaling fra kunder | | | 16 | 24 | 0 |
| Leverandørgjeld | | | 1749 | 1540 | 2572 |
| Utsatt skatt | | | 22 | 18 | 43 |
| Uopptjent trafikkoverskudd | | | 3598 | 3453 | 5723 |
| Kortsiktig del av øvrige avsetninger | | | 657 | 428 | 1581 |
| Annen gjeld | | | 2070 | 1160 | 1377 |
| Påløpte kostnader og forhåndsbetalt inntekt | | | 2755 | 2934 | 4268 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendom | | | 132 | 0 | 0 |
| Sum kortsiktig gjeld | | | 13455 | 12863 | 17983 |
| Egenkapital og gjeld | | | 41825 | 39185 | 49005 |

Vedlegg 3: Fullstendig omgruppert resultatregnskap og NOPLAT i analyseperioden:

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|
| Historisk Driftsresultat (EBIT) | -1942 | 646 | -381 |
| <i>Justeringer:</i> | | | |
| Omregningssdifferanser etter skatt - Dirty surplus | -121 | 127 | -39 |
| kontantstrømsikringer etter skatt - Dirty surplus | 469 | -445 | -351 |
| Sum øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus | 348 | -318 | -389 |
| <i>Unormale poster:</i> | | | |
| (Avlønning av avtroppende CEO) | -8 | | |
| inntekter fra salg av fly og bygninger | 239 | -12 | 329 |
| inntekter fra andre "security holdings" kapitalgevinst / tap ved salg av aksjer | 263 | 1469 | 0 |
| inntekter fra salg av aksjer i tilknyttede selskaper | 73 | 0 | -533 |
| inntektsandel fra tilknyttedes selskaper | -12 | -28 | -43 |
| Sum unormale poster før skatt | 555 | 1429 | -247 |
| <i>Ikke driftsrelaterte finansposter</i> | | | |
| Pensjonskostnader som må trekkes ut av personalkostnadene siden de anses å vær | 977 | 931 | 736 |
| Sum finansposter | 1139 | 991 | 1000 |
| Historisk normalisert og justert EBIT | -248 | 3066 | 372 |
| -skatt på sysselsatt kapital (28%) | 69 | -858 | -104 |
| +/- Øvrige resultatelementer etter skatt - Dirty surplus | 348 | -318 | -389 |
| NOPLAT | 170 | 1890 | -121 |

Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert balanse.

| Konsolidert Balanse | | | | | | |
|-------------------------------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|--|--|
| Eiendeler | | 2010 | 2011 | 2012 | | |
| Imamaterielle eiendeler | | 1414 | 1693 | 2563 | | |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | | | | |
| Eiendom og bygninger | | 375 | 491 | 471 | | |
| Fly | | 12652 | 11866 | 14960 | | |
| Reservedeler og ekstradeler | | 1393 | 1367 | 1799 | | |
| Service utstyr | | 90 | 76 | 147 | | |
| Annen utstyr | | 130 | 123 | 156 | | |
| Investeringer i fremdrift | | 118 | 66 | 45 | | |
| <u>Forskuddsbetalinger relatert til anleggsmidler</u> | | <u>24</u> | <u>155</u> | <u>213</u> | | |
| | | 14782 | 14144 | 17791 | | |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | | 294 | 317 | 433 | | |
| Andre verdipapirer | | 23 | 23 | 31 | | |
| Pensjonsmidler, netto | | 10512 | 11355 | 16309 | | |
| Utsatt skatt | | 1187 | 1340 | 796 | | |
| <u>Andre langsiktige fordringer</u> | | <u>2379</u> | <u>1011</u> | <u>1667</u> | | |
| | | 14395 | 14046 | 19236 | | |
| Sum anleggsmidler | | 30591 | 29883 | 39589 | | |
| Omløpsmidler | | | | | | |
| Varelager og ekstradeler | | 678 | 705 | 916 | | |

| | | | | | |
|-------------------------------------------------------------|--|---|--------------|--------------|--------------|
| Kortsiktige fordringer | | | | | |
| Kundefordringer | | | 1277 | 1275 | 1748 |
| Fordringer hos tilknyttede selskaper | | | 3 | 6 | 4 |
| Øvrige fordringer | | | 2901 | 2574 | 1865 |
| Forhåndsbetalte kostnader og påløpte inntekter | | | 839 | 934 | 1164 |
| Sum kortsiktige fordringer | | | 5020 | 4789 | 4781 |
| Kortsiktige investeringer | | | 3281 | 2842 | 488 |
| Kontant og bankinnskudd | | | 1762 | 966 | 3231 |
| Eiendeler holdt for salg | | | 493 | 0 | 0 |
| Sum omløpsmidler | | | 11234 | 9302 | 9416 |
| Total Eiendeler | | | 41825 | 39185 | 49005 |
| Egenkapital og Gjeld | | | | | |
| Aksjekapital | | | 6612 | 6612 | 8816 |
| Annen tilskutt kapital | | | 337 | 337 | 449 |
| Reserver | | | 627 | 309 | 23 |
| Tilbakeholdt fortjeneste | | | 6862 | 5175 | 5587 |
| Total aksjeholders egenkapital bidrag til morselskap | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| B-aksjer verdi | | = | - | - | - |
| Total egenkapital | | | 14438 | 12433 | 14875 |
| Langsiktig gjeld | | | | | |
| Underordnede lån | | | 974 | 1019 | 1304 |
| Obligasjons lån | | | 1503 | 2809 | 3684 |
| Andre lån | | | 6866 | 6179 | 7013 |
| Utsatt skatt | | | 2303 | 2154 | 1351 |
| Andre avsetninger | | | 2143 | 1673 | 2623 |
| Annen gjeld | | | 143 | 55 | 173 |
| Sum langsiktig gjeld | | | 13932 | 13889 | 16148 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | |
| Nåværende andel av langsiktig gjeld | | | 1383 | 2309 | 1871 |
| Kortsiktige lån | | | 1073 | 997 | 548 |
| Forhåndsbetaling fra kunder | | | 16 | 24 | 0 |
| Leverandørgjeld | | | 1749 | 1540 | 2572 |
| Utsatt skatt | | | 22 | 18 | 43 |
| Uopptjent trafikkoverskudd | | | 3598 | 3453 | 5723 |
| Kortsiktig del av øvrige avsetninger | | | 657 | 428 | 1581 |
| Annen gjeld | | | 2070 | 1160 | 1377 |
| Påløpte kostnader og forhåndsbetalt inntekt | | | 2755 | 2934 | 4268 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendom | | | 132 | 0 | 0 |
| Sum kortsiktig gjeld | | | 13455 | 12863 | 17983 |
| Egenkapital og gjeld | | | 41825 | 39185 | 49005 |

Vedlegg 5: Fullstendig fremtidsbudsjettet balanse.

| Konsolidert omgruppert balanse | Historiske tall | | | Prognoseperiode | | | | | | | | | | |
|---------------------------------------------|-----------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 TV | |
| Eiendeler | | | | | | | | | | | | | | |
| Immaterielle anleggsmidler | 1414 | 1693 | 1922 | 1475 | 1431 | 1388 | 1416 | 1444 | 1473 | 1503 | 1533 | 1563 | 1595 | 1627 |
| Varige eiendeler / anleggsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Eiendom og bygninger | 375 | 491 | 353 | 307 | 297 | 288 | 294 | 300 | 306 | 312 | 318 | 325 | 331 | 338 |
| Fly | 12652 | 11866 | 11220 | 9581 | 9293 | 9014 | 9195 | 9379 | 9566 | 9757 | 9953 | 10152 | 10355 | 10562 |
| Reserveder og ekstradeler | 1393 | 1367 | 1349 | 1211 | 1175 | 1139 | 1162 | 1185 | 1209 | 1233 | 1258 | 1283 | 1309 | 1335 |
| Service utstyr | 90 | 76 | 110 | 80 | 78 | 76 | 77 | 79 | 80 | 82 | 84 | 85 | 87 | 89 |
| Annen utstyr | 130 | 123 | 117 | 110 | 106 | 103 | 105 | 107 | 109 | 112 | 114 | 116 | 118 | 121 |
| Investeringer i fremdrift | 118 | 66 | 34 | 57 | 56 | 54 | 55 | 56 | 57 | 59 | 60 | 61 | 62 | 63 |
| Forskuddsbetalinger relatert til | 24 | 155 | 160 | 96 | 93 | 90 | 92 | 94 | 96 | 98 | 100 | 102 | 104 | 106 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 16196 | 15837 | 15265 | 12917 | 12529 | 12154 | 12397 | 12645 | 12897 | 13155 | 13418 | 13687 | 13961 | 14240 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Varelager og inventar | 678 | 705 | 687 | 613 | 595 | 577 | 588 | 600 | 612 | 624 | 637 | 650 | 663 | 676 |
| Eiendeler holdt for salg | 493 | 0 | 0 | 153 | 149 | 144 | 147 | 150 | 153 | 156 | 159 | 163 | 166 | 169 |
| Kundefordringer | 1277 | 1275 | 1311 | 1139 | 1105 | 1072 | 1093 | 1115 | 1138 | 1160 | 1184 | 1207 | 1231 | 1256 |
| Fordringer hos interessenter | 3 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andre fordringer | 2901 | 2574 | 1399 | 2069 | 2007 | 1947 | 1985 | 2025 | 2066 | 2107 | 2149 | 2192 | 2236 | 2281 |
| Forhåndsbet kostnader og påløpne | 839 | 934 | 873 | 781 | 758 | 735 | 750 | 765 | 780 | 796 | 812 | 828 | 845 | 862 |
| Sum driftsrelaterte omløpsmidler | 6191 | 5494 | 4273 | 4757 | 4614 | 4475 | 4565 | 4656 | 4749 | 4844 | 4941 | 5040 | 5141 | 5244 |
| SUM DRIFTSRELATERTE EIENDELER | 22387 | 21331 | 19538 | 17673 | 17143 | 16629 | 16962 | 17301 | 17647 | 18000 | 18360 | 18727 | 19101 | 19484 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksjer i tilknyttede selskaper | 294 | 317 | 325 | 276 | 267 | 259 | 264 | 270 | 275 | 281 | 286 | 292 | 298 | 304 |
| Andre verdipapirer | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Pensjon, netto | 10512 | 11355 | 12232 | 12477 | 12726 | 12981 | 13240 | 13505 | 13775 | 14051 | 14332 | 14618 | 14911 | 15209 |
| Kapitalisert verdi av leasingkontrakter | | | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 |
| Andre langsiktige fordringer | 2379 | 1011 | 1250 | 1383 | 1342 | 1302 | 1328 | 1354 | 1381 | 1409 | 1437 | 1466 | 1495 | 1525 |
| Sum Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 | 24813 | 25012 | 25219 | 25509 | 25806 | 26109 | 26417 | 26732 | 27053 | 27381 | 27715 |
| Finansielle omløpsmidler | | | | | | | | | | | | | | |
| Kortsiktige investeringer | 3281 | 2842 | 366 | 1993 | 1933 | 1875 | 1912 | 1951 | 1990 | 2030 | 2070 | 2112 | 2154 | 2197 |
| Kontant og Bankinnskudd | 1762 | 966 | 2423 | 1563 | 1516 | 1470 | 1500 | 1530 | 1560 | 1592 | 1623 | 1656 | 1689 | 1723 |
| Utbytte | | | | | | | | | | | | | | |
| Utsatt skattefordel | 1187 | 1340 | 597 | 721 | 706 | 565 | | | | | | | | |
| Sum finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 | 4277 | 4155 | 3911 | 3412 | 3481 | 3550 | 3621 | 3694 | 3767 | 3843 | 3920 |
| Finansielle EIENDELER | 19438 | 17854 | 27870 | 29090 | 29167 | 29129 | 28922 | 29287 | 29659 | 30039 | 30426 | 30821 | 31224 | 31635 |
| EIENDELER | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |
| Egenkapital og Gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Egenkapital | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksjekapital | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 | 6612 |
| Andre tilskutt kapital | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 | 337 |
| Reserver | 627 | 309 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| Tilbakeholdt forjeneste | 6862 | 5175 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 | 4190 |
| Total aksjeholders EK bidrag til | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| B-aksjer | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| Langsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Underordnede lån | 974 | 1019 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 |
| Obligasjons lån | 1503 | 2809 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 | 2763 |
| Andre lån | 6866 | 6179 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 | 5260 |
| Utsatt skattefordel | 2303 | 2154 | 1013 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kapitaliserte leasingforpliktelses | | | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 | 10654 |
| Annen gjeld | 143 | 55 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| =Langsiktig finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Nåværende andel av langsiktig | 1383 | 2309 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 | 1403 |
| Betalbar skatt | 22 | 18 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| Annen gjeld | 2070 | 1160 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 | 1033 |
| Gjeld tilknyttet salg av eiendonen | 132 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | |
| Andre rentebærende kortsiktig | 1073 | 997 | 411 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 | 800 |
| Ny kortsiktig gjeld Residualpost | | | | 2714 | 2557 | 2291 | 2231 | 2746 | 3272 | 3808 | 4355 | 4912 | 5481 | 6061 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 | 5982 | 5825 | 5559 | 5499 | 6014 | 6540 | 7076 | 7623 | 8180 | 8749 | 9329 |
| =Finansiell gjeld | 16469 | 16700 | 23677 | 25767 | 25610 | 25344 | 25284 | 25799 | 26325 | 26861 | 27408 | 27965 | 28534 | 29114 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Andre avsetninger | 2143 | 1673 | 1967 | 1706 | 1655 | 1605 | 1637 | 1670 | 1704 | 1738 | 1772 | 1808 | 1844 | 1881 |
| =Sum Langsiktig driftsrelatert gjeld | 2143 | 1673 | 1967 | 1706 | 1655 | 1605 | 1637 | 1670 | 1704 | 1738 | 1772 | 1808 | 1844 | 1881 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | | | | | | | | | | | | | | |
| Forskuddsbetaling fra kunder | 16 | 24 | 0 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 | 14 |
| Leverandørgjeld | 1749 | 1540 | 1929 | 1529 | 1483 | 1439 | 1467 | 1497 | 1527 | 1557 | 1588 | 1620 | 1653 | 1686 |
| Uoppjent trafikoverskudd | 3598 | 3453 | 4292 | 3326 | 3227 | 3130 | 3192 | 3256 | 3321 | 3388 | 3456 | 3525 | 3595 | 3667 |
| Andel av annen kortsiktig gjeld | 657 | 428 | 1186 | 652 | 632 | 613 | 626 | 638 | 651 | 664 | 677 | 691 | 705 | 719 |
| Pålopte kostnader og forhånds | 2755 | 2934 | 3201 | 2614 | 2536 | 2459 | 2509 | 2559 | 2610 | 2662 | 2715 | 2770 | 2825 | 2882 |
| Sum Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 8775 | 8379 | 10608 | 8134 | 7890 | 7653 | 7806 | 7962 | 8121 | 8284 | 8450 | 8619 | 8791 | 8967 |
| DRIFTSRELATERT GJELD | 10918 | 10052 | 12575 | 9840 | 9545 | 9258 | 9443 | 9632 | 9825 | 10021 | 10222 | 10426 | 10635 | 10848 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |

| | Historiske tall | | | Prøgnoseperiode | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-----------------|-------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
| Netto driftskapital | 11469 | 11279 | 6963 | 7834 | 7599 | 7371 | 7518 | 7668 | 7822 | 7978 | 8138 | 8301 | 8467 | 8636 |
| Finansielle anleggsmidler | 13208 | 12706 | 24484 | 24813 | 25012 | 25219 | 25509 | 25806 | 26109 | 26417 | 26732 | 27053 | 27381 | 27715 |
| +Finansielle omløpsmidler | 6230 | 5148 | 3386 | 4277 | 4155 | 3911 | 3412 | 3481 | 3550 | 3621 | 3694 | 3767 | 3843 | 3920 |
| =Finansielle eiendeler | 19438 | 17854 | 27870 | 29090 | 29167 | 29129 | 28922 | 29287 | 29659 | 30039 | 30426 | 30821 | 31224 | 31635 |
| =Sysseleatte eiendeler | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| Egenkapital | 14438 | 12433 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 | 11156 |
| Langsiktig Finansiell gjeld | 11789 | 12216 | 20798 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 | 19785 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 4680 | 4484 | 2879 | 5982 | 5825 | 5559 | 5499 | 6014 | 6540 | 7076 | 7623 | 8180 | 8749 | 9329 |
| Finansiell Gjeld | 16469 | 16700 | 23677 | 25767 | 25610 | 25344 | 25284 | 25799 | 26325 | 26861 | 27408 | 27965 | 28534 | 29114 |
| Sysseleatt Kapital | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| Test TK (Sysseleatt kapital + Drift) | 41825 | 39185 | 47408 | 46763 | 46311 | 45758 | 45883 | 46588 | 47306 | 48038 | 48786 | 49548 | 50325 | 51118 |
| Test Sysseleatt kapital (TK-rent) | 30907 | 29133 | 34833 | 36923 | 36766 | 36500 | 36440 | 36955 | 37481 | 38017 | 38564 | 39121 | 39690 | 40270 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| ROCE | | | -1,19 % | 0,12 % | 1,08 % | 1,99 % | 2,03 % | 2,04 % | 2,05 % | 2,06 % | 2,06 % | 2,07 % | 2,08 % | 2,09 % |
| ROCE med benyttelse av UFC | | | -1,19 % | 0,12 % | 1,38 % | 3,23 % | 2,69 % | 2,11 % | 2,05 % | 2,06 % | 2,06 % | 2,07 % | 2,08 % | 2,09 % |

Vedlegg 6: Diskontert fri kontantstrøm.

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | TV |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|
| EBIT | 69 | 641 | 1170 | 1193 | 1217 | 1241 | 1266 | 1291 | 1317 | 1343 | 1370 |
| Skattekostnad | -15 | -141 | -257 | -262 | -268 | -273 | -279 | -284 | -290 | -296 | -301 |
| NOPLAT med USF | 54 | 641 | 1477 | 1233 | 984 | 968 | 987 | 1007 | 1027 | 1048 | 1069 |
| Avskrivninger og amortiseringer | 1496 | 1429 | 1365 | 1392 | 1420 | 1448 | 1477 | 1507 | 1537 | 1568 | 1599 |
| Leasingrenter | 944 | 902 | 861 | 879 | 896 | 914 | 932 | 951 | 970 | 989 | 1009 |
| Brutto kontantstrøm | 2495 | 2972 | 3703 | 3504 | 3300 | 3330 | 3397 | 3465 | 3534 | 3605 | 3677 |
| Endringer i arbeidskapital | 2958 | 101 | 98 | -64 | -65 | -66 | -67 | -69 | -70 | -72 | -73 |
| CAPEX | -852 | 1041 | 989 | 1635 | 1668 | 1701 | 1735 | 1770 | 1805 | 1841 | 1878 |
| Brutto investeringer | 2106 | 1143 | 1087 | 1571 | 1603 | 1635 | 1668 | 1701 | 1735 | 1770 | 1805 |
| | | | | | | | | | | | |
| Fri kontantstrøm | 389 | 1829 | 2616 | 1932 | 1697 | 1695 | 1729 | 1764 | 1799 | 1835 | 1872 |
| Diskonteringsfaktor | 106,93 % | 114,34 % | 122,26 % | 130,74 % | 139,80 % | 149,48 % | 159,84 % | 170,92 % | 182,77 % | 195,43 % | 31566 |
| Diskontert fri kontantstrøm | 363 | 1600 | 2140 | 1478 | 1214 | 1134 | 1082 | 1032 | 984 | 939 | 15105 |