



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

Verdsettelse av SAS AB

Bacheloroppgave EK208E – Regnskap og økonomistyring

Martin Andersen og Steffen Evjen Knudsen

Abstract

The main purpose of this study is to conduct a valuation of the Scandinavian airliner SAS AB. At the end of our valuation, we compared our results with the stock price and valuation published on the Stockholm stock exchange. They are also secondary listed on the Oslo stock exchange and the Copenhagen stock exchange.

SAS AB is the leading airline in Scandinavia, but suffer great competition today, which they also have done for some time now. The SAS group includes the brands Scandinavian Airlines, Widerøe and Blue1. They are also a member of the world's leading airline alliance, Star Alliance.

We have conducted our valuation by taking a basis in the CAPM, WACC and DCF model. To support our valuation, we based the models above, on a cash flow budget. The cash flow budget is made on the basis of a strategic analysis, as well as a financial analysis in order to get a fair estimate on our predicted cash flows. When we discounted our predicted cash flows, with the calculated required rate of return, we ended up with an equity value of SEK 2.122.050.000. This is fairly close to the listed value of our valuation date; which is the 14th of May. The 14th of May the equity value listed on the Stockholm stock exchange was SEK 2.319.450.000. That means that we have come up with a value that is 8,6 % down from the listed value. We then divided the equity value with the number of shares to find a share value of SEK 6,45.

Forord

Den treårige bachelorutdanningen i økonomi og ledelse innebærer at vi må skrive en bacheloroppgave. Den har vi skrevet under våren 2012. Vår oppgave er skrevet innenfor profileringen "Regnskap og Økonomistyring" og har et omfang på 15 studiepoeng.

Oppgaven er en verdsettelse av Scandinavian Airlines AB. Temaet ble verdsettelse, da vi finner verdsettelse å være det mest interessante temaet innenfor fagområdet. SAS ble valgt som verdsettelsesobjekt, da vi synes det ville være interessant å se på verdien av en gammel kjempe, som har slitt litt de siste årene. Videre har også fly vært et interessefelt gjennom oppveksten. Oppgaven har til tider gitt oss svært frustrerende stunder og utfordringer har tidvis følt nærmest uoverkommelige. Vi føler likevel at vi har kommet gjennom med hodet over vannet.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder Universitetslektor Einar Torrisen, for god oppfølging, gode samtaler og en dør som alltid sto åpen. En stor takk rettes også til Therese Nilsen med andre for jobben som korrekturlesere. Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til hverandre for et godt gjennomført samarbeid, som har ført til et produkt som vi begge er stolte av.

Handelshøgskolen i Bodø, ved Universitet i Nordland, 25. mai 2012.

Martin Andersen

Steffen Evjen Knudsen

Sammendrag

Denne oppgaven er basert på problemstillingen: *“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet SAS AB?”*

Den 14. mai 2012 var SAS AB notert på Stockholm stock exchange med en aksjekurs på SEK 7,05. Det gir en selskapsverdi på 2 319 450 000 sek. Vi har gjennomført strategiske analyser og analyser av nøkkeltall, for å prøve å forstå hva som skaper verdi i selskapet. Vi har tatt den kunnskapen vi fikk gjennom analysene til anvendelse, sammen med ulike verdsettelsesmodeller for å finne det vi mener er ”riktig” selskapsverdi.

Vi har valgt å basere vår verdsettelse hovedsakelig på DCF-modellen. For å kunne benytte denne modellen har vi regnet oss frem til et avkastningskrav på egenkapitalen og et avkastningskrav på totalkapitalen. Vi har benyttet CAPM-modellen for å komme frem til et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,7663 %. Videre har vi benyttet oss av WACC-modellen for å fastsette avkastningskravet til totalkapitalen som vi fant å være 4,57 %.

Avkastningskravet til totalkapitalen ble så brukt til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene vi fant ved å sette opp et fremtidsregnskap. Ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene kom vi frem til at selskapet på verdsettelsesdatoen 14. mai i våre øyne er verdt 6,45 sek. Det gir en selskapsverdi på SEK 2 122 050 000. Vi kan da se at vi har kommet frem til en verdi som ligger på 91,4 % av børskursen 14. mai. Det betyr en nedside på 8,6 %. Denne verdien har vi valgt å støtte opp med en sensitivitets analyse og en rimelighetsvurdering ved hjelp av flere ulike multiplikatormodeller. Dog støtter vi synet av at verdsettelse ikke er noen eksakt vitenskap, i tillegg er vår verdsettelse basert på store mengder subjektive antakelser. Dette gjør at vi ikke vil komme med noen kjøps- eller salgsanbefaling basert på denne oppgaven.

Innholdsfortegnelse

1	Innledning til Verdsettelse av SAS AB.....	1
1.1	Valg av oppgave.....	1
1.2	Problemstilling.....	1
1.3	Hensikt.....	2
1.4	Oppgavens oppbygning.....	2
2	Scandinavian Airlines AB	4
2.1	Innledning.....	4
2.1.1	Kursutvikling.....	4
2.2	Historie	5
2.3	Visjon, Mål og Strategi.....	7
2.4	Eierforhold.....	7
2.5	Konsernstruktur.....	8
2.6	Star Alliance.....	9
3	Metode.....	11
3.1	Innledning.....	11
3.2	Forberedelse.....	11
3.3	Forskningsspørsmål.....	12
3.4	Forskningsdesign	12
3.4.1	Kvalitativt design	12
3.4.2	Kvantitativt design.....	13
3.5	Datainnsamling.....	14
3.6	Data analyse	14
3.7	Rapportering.....	15
3.8	Reliabilitet.....	15
3.9	Validitet	15
3.10	Feilkilder	16
4	Ulike verdsettelsesmodeller.....	17
4.1	Innledning.....	17
4.2	Balansebaserte metoder	18
4.2.1	Substansverdi/verdijustert egenkapital	18
4.2.2	Likvidasjonsverdi	19
4.2.3	Matematisk verdi/bokført egenkapital	20

4.3	Inntjeningsbaserte metoder	20
4.3.1	Dividendemodeller	20
4.3.2	Kontantstrømbaserte modeller	22
4.3.3	Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden?	25
4.3.4	Resultatmodeller	25
4.4	Multiplikatormodeller	28
4.4.1	P/E-metoden	28
4.4.2	P/B-metoden	29
4.4.3	P/S-metoden.....	30
4.4.4	EV/EBITDAR-metoden	30
5	Avkastningskrav.....	31
5.1	Avkastningskrav til egenkapital.....	32
5.1.1	Markedets risikofrie rente.....	32
5.1.2	Markedets risikopremie	33
5.1.3	Egenkapitalbeta.....	34
5.2	Avkastningskrav til totalkapitalen	35
6	Strategisk analyse.....	36
6.1	Innledning.....	36
6.2	Makroanalyse.....	36
6.2.1	PESTEL.....	37
6.2.2	Politiske forhold.....	37
6.2.3	Økonomiske forhold.....	38
6.2.4	Sosiokulturelle forhold	40
6.2.5	Teknologiske forhold.....	42
6.2.6	Miljøforhold.....	43
6.2.7	Lovmessige forhold.....	43
6.2.8	Oppsummering.....	44
6.3	Bransjeanalyse.....	46
6.3.1	Trussel fra nye aktører	47
6.3.2	Leverandørens forhandlingsstyrke.....	49
6.3.3	Kundenes forhandlingsstyrke	51
6.3.4	Trussel fra substitutter	52
6.3.5	Intern rivalisering mellom eksisterende selskaper.....	53
6.3.6	Oppsummering.....	57

6.4	SWOT-analyse.....	58
6.4.1	Styrker	58
6.4.2	Svakheter.....	59
6.4.3	Muligheter	59
6.4.4	Trusler.....	60
7	Regnskapsanalyse.....	61
7.1	Innledning.....	61
7.1.1	Klargjøring til regnskapsanalyse	61
7.1.2	Analyseperiode.....	61
7.1.3	Analysenivå.....	61
7.1.4	Sammenlikningsgrunnlag	61
7.2	Analyse av forholdstall	62
7.2.1	Rentabilitetsanalyse	62
7.2.2	Likviditetsanalyse	65
7.2.3	Finansierings og soliditetsanalyser.....	66
7.2.4	Oppsummering.....	69
8	Fastsettelse av avkastningskravet	71
8.1	Innledning.....	71
8.2	Beta.....	71
8.3	Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen	73
8.4	Fastsettelse av avkastningskrav til totalkapitalen.....	73
8.4.1	Egenkapital- og gjeldsandel.....	74
8.4.2	Gjeldskostnad	74
8.4.3	Skattesats	74
8.4.4	Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen.....	75
9	Behandling av SAS' leasingavtaler.....	76
10	Utvikling i nøkkelparametre	78
10.1	Innledning.....	78
10.1.1	Utvikling i flyflåten.....	78
10.1.2	Utvikling i antall produserte setekilometer (ASK)	80
10.1.3	Utvikling i antall solgte passasjer kilometer (RPK)	81
10.1.4	Utvikling i antall passasjerer.....	81
11	Fremtidsregnskap og verdsettelse av SAS AB	83
11.1	Innledning.....	83

11.2	Driftsinntekter	84
11.2.1	Andre trafikkinntekter	85
11.2.2	Andre operative inntekter	85
11.3	Driftskostnader	86
11.3.1	Salgs- og distribusjonskostnader	86
11.3.2	Fuelkostnader	87
11.3.3	Lønnskostnader	88
11.3.4	Leasingkostnader	90
11.3.5	Luftfartskostnader	91
11.3.6	Cateringkostnader	91
11.3.7	Handlingkostnader	92
11.3.8	Teknisk flyvedlikehold	92
11.3.9	Data- og telekommunikasjonskostnader	93
11.3.10	Andre kostnader	93
11.4	Andre kontantstrømelementer	94
11.4.1	Avskrivninger	94
11.4.2	Skatt	94
11.4.3	Leasingrenter	95
11.4.4	Investeringer	95
11.4.5	Endring i arbeidskapital	96
11.4.6	Endring i leasingforpliktelser	96
11.5	Fremtidsregnskap	97
11.6	Nåverdi av eksplisitt periode og terminalverdi	98
11.7	Selskapsverdi og egenkapitalverdi	98
12	Multiplikatoranalyse	99
12.1	EV/EBITDAR-metoden	99
12.2	P/B-metoden	100
12.3	P/S-metoden	101
12.4	P/E-metoden	101
13	Sensitivitetsanalyse	102
13.1.1	WACC/vekst	102
13.1.2	Betaverdi	103
13.1.3	Bestcase	104
13.1.4	Worstcase	104

14	Konklusjon og videre arbeid	106
15	Litteraturliste	107
15.1	Bøker	107
15.2	Artikler	108
15.3	Internettkilder	108
15.4	Andre kilder	112
16	Vedlegg	113
16.1	Bransjebeta	113
16.2	Egenkapitalbeta	113
16.3	Gjeldskostnad	115
16.4	Leasingforpliktelser	116
16.5	Fremtidig flyflåte	116
16.6	Utrekning lønnskostnader	117
16.7	Utrekning fuelkostnader	117
16.8	Fremtidskostnader og inntekter	118
16.9	Fremtid kontantstrøm til totalkapitalen	119

Figuroversikt

Figur 1 – Kursutvikling (kilder: NASDAQOMXnordic.com)	5
Figur 2 - 4 Excellence, kilde: SAS presentasjon 14/9/2011	7
Figur 3 - SAS' konsernstruktur, kilde egen tilvirkning etter sasgroup.net	8
Figur 4 - "Top-down"-analyse	36
Figur 5 - Porters five forces (1979)	46
Figur 6 - Transportmiddelfordeling i ulike avstandsintervaller (hentet fra: toi.no)	53
Figur 7 - Markedsandeler for flyselskaper i Norge (hentet fra toi.no)	54
Figur 8 - Antall passasjerer flyselskaper i Norge (hentet fra: toi.no)	54
Figur 9 - Prisutvikling på verdensbasis (hentet fra; toi.no)	55
Figur 10 - Fordeling mellom fritids- og forretningsreisende (hentet fra: toi.no)	57
Figur 11 - Regresjonsanalyse	71
Figur 12 - Utvikling flyflåte (kilde: egen tilvirkning, basert på tabell)	79
Figur 13 - Utvikling i ASK i millioner (kilde: egen tilvirkning basert på fremtidsregnskap)	80
Figur 14 - Revidert total kapitalmetode	83
Figur 15 - Driftskostnader 2011	86
Figur 16 - Flydrivstoffpriser (kilde: www.iata.com)	87
Figur 17 - Forventet lønnskostnad, kilde: Annual report 2010	89
Figur 18 - Flybestillinger for Airbus og Boeing (kilde: The Wall Street Journal)	90
Figur 19 - EV/EBITDAR-verdier	100
Figur 20 - P/S-verdier	101

Tabelloversikt

Tabell 1 - Oppgavens oppbygning	3
Tabell 2- Egenkapitalmetoden (Thoresen, 2006:54)	24
Tabell 3 - Total kapitalmetoden (Thoresen, 2006:54)	25
Tabell 4- Oppsummering PESTEL	45
Tabell 5 - Oppsummering Five Forces	58
Tabell 6 – Total kapitalrentabilitet	63
Tabell 7 – Egenkapitalrentabilitet	64
Tabell 8 – Driftsmargin	65
Tabell 9 - Likviditetsgrad 1 (tall i tusen)	66
Tabell 10 - Likviditetsgrad 2 (tall i tusen)	66
Tabell 11 - Finansieringsgrad 1 (tall i tusen)	67
Tabell 12 – Egenkapitalprosent (tall i tusen)	68
Tabell 13 – Gjeldsgrad (tall i tusen)	68
Tabell 14 – Rentedekningsgrad	69
Tabell 15 - Oppsummering regnskapsanalyse	70
Tabell 16 – Leasingforpliktelser	77
Tabell 17 - Utvikling sum driftsinntekter	84
Tabell 18 - Utvikling andre operative inntekter	85
Tabell 19 - Utvikling salgskostnader	87
Tabell 20 - Utvikling fuelkostnader	88

Tabell 21 - Utvikling lønnskostnader	90
Tabell 22 - Estimerte leasingkostnader i prosent av driftsinntekter	91
Tabell 23 - Estimerte luftfartskostnader i prosent av driftsinntekter	91
Tabell 24 - Cateringkostnader i prosent av driftsinntekter	92
Tabell 25 - Utvikling i handlingkostnader i prosent av driftsinntekter.....	92
Tabell 26 - Teknisk flyvedlikehold i prosent av driftsinntekter	93
Tabell 27 - Data- og telekommunikasjonskostnader i prosent av driftsinntekter	93
Tabell 28 - Andre kostnader i prosent av driftsinntekter	93
Tabell 29 - Endring i arbeidskapital	96
Tabell 30 - Endring i leasingforpliktelser	96
Tabell 31 - Fremtidsregnskap	97
Tabell 32 - Verdsettelse aksje.....	98
Tabell 33 - Terminalvekst/WACC-verdi	103
Tabell 34 - Endring i beta.....	103
Tabell 35 - Best case (endring i aksjekurs).....	104
Tabell 36 - Worst case (endring i aksjekurs).....	105

Nøkkelord

ASK – Available seat kilometers (setekilometer): Totale antall seter tilgjengelig for passasjerer multipliseres med antall kilometer setene har fløyet.

RPK – Revenue passenger kilometers (inntekter per passasjerkilometer): Antall passasjerer multiplisert med distansen de er fløyet i kilometer.

Yield: Passasjerinntekter i forhold til RPK.

Kabinfaktor: Viser prosentandel av opptatte seter i forhold til ledige seter.

Capitalized leasing costs (x7): Årlige leasingkostnader ganget med med syv.

EBIT (Earnings before interest and taxes): Driftsinntekter før renter og skatt.

EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization): Driftsinntekter før renter, skatt, nedskrivninger og avskrivninger

EBITDAR (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and leasing): Driftsinntekter før renter, skatt, nedskrivninger, avskrivninger og leasingkostnader

EV, Enterprice value: Markedsverdi pluss netto gjeld og kapitalisert leasingkostnader (x7)

NPV, Net present value: Nåverdi

1 Innledning til Verdsettelse av SAS AB

1.1 Valg av oppgave

Ved studieårets første forelesningsdag fikk vi en velmenende formaning om å begynne å tenke på bacheloroppgaven allerede nå. Poenget var ikke at vi skulle sette i gang, men at bacheloroppgaven skulle ligge i bakhodet under semesteret. Vi fikk relativt klart for oss at bacheloroppgaven var noe som ville kreve mye av vår tid, og at det derfor ville lønne seg og velge etter interesse.

Da vi bestemte oss for å skrive oppgave sammen, gikk diskusjonen fort på hvilket tema vi skulle skrive oppgave under. Det ble tidlig klart at valget kom til å stå mellom to temaer, risikostyring og verdsettelse. Valget vårt falt på verdsettelse. Det syntes etter litt grubling og diskusjon som de mest opplagte valget for oss. Det gjordet det fordi vi begge så for oss en mastergrad i finans, hhv ved Universitet i Nordland og ved Norges Handelshøyskole. Videre er begge medlemmer av Handelshøgskolens studentforenings børsgruppe og begge har deltatt i nasjonale aksjekonkurranser for studenter. Dermed virket verdsettelse som et spennende tema for en oppgave vi skulle tilegne så mye tid til.

1.2 Problemstilling

Etter en serie med nye diskusjoner kom vi frem til flere aktuelle selskaper som egnet seg som kandidater til vår verdsettelse. Etter en samtale med veileder, kom vi i fellesskap frem til at en verdsettelse av SAS AB virket som en spennende oppgave. Dermed endte vi opp med problemstillingen: *“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet SAS AB?”*

Vi ønsker å se på verdien så nærme innleveringsdato som mulig. Ettersom at vi har innlevering av oppgaven 25. mai, vil 14. mai bli satt som verdsettelses tidspunkt. Det vil gi oss en dato nærme fristen, men tillater oss fortsatt en viss tidsperiode til rettskriving og språklig arbeid.

1.3 Hensikt

Selskapet er notert både på Stockholms børs, Københavns børs og Oslo børs. Her vil aksjen hele tiden være verdsatt etter markedets forventninger. Vi vil her foreta en verdsettelse basert på kunnskap vi har tilegnet oss gjennom bachelorstudie i økonomi og ledelse, i den hensikt å se på om SAS AB er riktig priset av markedet. Markedets prising av aksjen baserer seg på forventninger til selskapets fremtidige inntjening. SAS har i lengre tid hatt svært så svak inntjening og noe av hensikten blir i så måte å undersøke om det er tegn til bedring. Aksjekursen vil synke dersom det er negative forventninger til fremtidig inntjening. Samtidig vil kursen stige hvis det foreligger positive forventninger.

1.4 Oppgavens oppbygning

Oppgaven er bygget opp etter følgende modell

1. Innledning

Her vil vi presentere valg av oppgave, oppgavens problemstilling, hensikt og oppbygning.

2. Selskapspresentasjon

Her vil vi presentere SAS AB gjennom historie, konsernstruktur, eierforhold med mer.

3. Metode

Her vil vi redegjøre for problemstilling, valg av teori, kilder, forskningsdesign etc.

4. Ulike verdsettelsesmodeller

Her presenteres teori over aktuelle verdsettelsesmodeller og en drøfting rundt valg av modell.

5. Avkastningskrav

Her presenteres teori rundt fastsettelse av avkastningskrav etter CAPM og WACC modellen.

6. Strategisk analyse

Her gjennomføres en top-down analyse av makromiljøet, bransjen og selskapet. Dette for å forstå hva som driver inntekter og kostnader for bruk i verdsettelsesdelen. Samt se på selskapets strategiske posisjon.

7. Regnskapsanalyse

Her ser vi på historiske nøkkeltall for å danne oss et bilde av selskapets økonomiske stilling.

8. Fastsettelse av avkastningskravet

Teori fra kapittel 5 kommer til anvendelse for å bestemme avkastningskrav og diskonteringsfaktor.

9. Behandling av leasingavtaler

Redegjørelse for håndtering av leasing.

10. Utvikling i nøkkelparametere

Her ser vi på utvikling i nøkkelparametere for å kunne anvende dem til å predikere fremtidig kontantstrøm.

11. Fremtidsregnskap og verdsettelse

Her fremarbeides fremtidsregnskapet, som så neddiskonteres og gir oss en verdi på selskapet.

12. Multiplikatoranalyse

Her vil vi gjennomføre en multiplikator analyse for å støtte opp under resultatet fra kapittel 11.

13. Sensitivitetsanalyse

Her vil vi se på hvilken påvirkning verdien opplever på bakgrunn av endringer i et knippe utvalgte faktorer.

14. Konklusjon

Her vil vi komme med en kort oppsummering, samt det viktigste, svaret på oppgavens problemstilling.

Tabell 1 - Oppgavens oppbygning

2 Scandinavian Airlines AB

2.1 Innledning

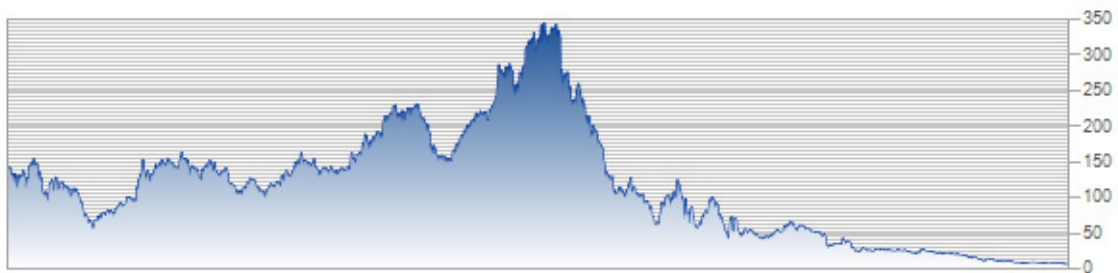
Scandinavian Airlines, eller SAS AB, er et Skandinavisk flyselskap hvor eierskapet hovedsaklig er delt i to grupperinger. Hver av grupperingene eier 50 % hver. Den første grupperingen er de tre skandinaviske landene Sverige, Norge og Danmark. Sverige eier 21,4 % mens Norge og Danmark eier 14.3 % hver. De resterende 50 % eies av private investorer gjennom noteringer på børs i Stockholm, Oslo og København. Selskapet ble stiftet og startet samtidig med flygninger helt tilbake i 1946. I dag flyr de innenriks i de tre skandinaviske landene, samt til de fleste større byene i Europa fra sine baser på hhv Arlanda, Gardermoen og Kastrup. I tillegg operer de enkelte langdistanseruter til Nord Amerika og til Asia

Det har vært mye snakk om SAS i media opp gjennom tidene, en del positiv, men i den siste tiden kanskje en overvekt av negative nyheter. Nå senest en trussel om et tap på 1,7 milliarder svenske kroner etter at selskapet Spanair som de har eierandeler i gikk konkurs. Samtidig er det ikke til å legge skjul på at SAS ofte har solide inntekter og også gode passasjer tall, men likevel sliter med å gå med overskudd. Således har man ofte opplevd at SAS har blitt utsatt for kritikk grunnet mangel på effektiv ledelse og effektiv drift. Ifølge Heracleous et.al. (2009) har SAS et av de minst effektive personalene blant verdens luftfartsselskaper. SAS har også gjentatte ganger blitt utsatt for trusler om at ansatte vil gå ut i streik, samt et stort press fra relativt sterke fagforeninger, noe som ofte har lagt en demper på foreslåtte effektivitetstiltak. Mange har således gått ut i mediene og uttalt at en av de store truslene SAS står ovenfor er nettopp de ansatte selv.

2.1.1 Kursutvikling

Vi har her valgt å se på kursutviklingen over en tiårsperiode fra mai 2002, til og med mai 2012. Som man ser av figuren under har aksjekursen, og dermed også selskapsverdien variert mye. Der den begynte på SEK 142,09 i mai 2002, avslutter per 14.5 på SEK 7,05. Det ble oppnådd en toppnotering på SEK 337,72 i slutten av september 2007. Aksjen ble i stor

grad påvirket av finanskrisen, der aksjekursen ble halvert fra begynnelsen av 2008 til slutten av 2009.



Figur 1 – Kursutvikling (kilder: NASDAQOMXnordic.com)

2.2 Historie

SAS ble dannet tilbake i 1946 som en fusjon mellom de nasjonale luftfartsselskapene i Skandinavia, Det Danske Luftfartsselskab A/S, AB Aerotransport og Det Norske Luftfartsselskap. Først og fremst med sikte på samarbeid vedrørende den lengste interkontinentale ruten, den mellom Skandinavia og verdensmetropolen New York. Selskapet sto deretter bak en milepæl da de åpnet verdens første polare rute i 1954. Dette var en rute fra København til Los Angeles, men som på veien stoppet blant annet på Grønland og i Canada (sasgroup.net)

De tok steget over i hotellnæringen da de åpnet Hotel Royal i København i 1960, men sekstitallet skulle by på mer. Frem mot 1970 tok de tak og befestet sin posisjon på markedet blant annet ved å innføre et bredere rutenett og kontinuerlige oppdateringer av flyparken. SAS hadde også et elektronisk reservasjonssystem på plass før 1970. Fra 1970 og opp gjennom 80tallet fortsatte SAS og oppdatere flyflåten, utvidet rutetilbudet, bygde opp en merkevare og et solid renommé. I 1982 la de grunnlaget for å segmentere seg inn mot forretningsreisende ved å opprette "First business class" og i 1984 fikk SAS den høythengende tittelen "Airline of the year" (sasgroup.net).

Helt på begynnelsen av 90tallet fikk man på plass fordelsprogrammer og i 1997 ble disse også gjeldende i Star-Alliance, en slags strategisk allianse. Den ble grunnlagt av SAS sammen med Lufthansa, Air Canada, Air Thai og United Airlines. 2001 ble på mange måter starten på

tøffere perioder for SAS. Først fikk de merke presset sammen med resten av luftfartsbransjen etter terrorangrepene på World Trade Center 11. september 2001. Dette var en hendelse som førte til store kostnader, og en god del lavere inntjening over en periode da folk flest fikk en voldsom skepsis mot det å fly. Men for SAS sin del stopper det ikke der. 8. oktober 2001 opplever SAS sin største ulykke (målt i antall omkomne) gjennom tidene. Det var da en SAS maskin av typen MD-87 med 110 passasjerer om bord skulle ta av i retning Kastrup, fra lufthavnen i Milano det gikk galt. Under take-off krasjet SAS maskinen med et Cessna forretningsfly. Alle 110 om bord i SAS maskinen, og de 4 om bord i Cessna-maskinen omkom, i tillegg til ytterligere fire på bakken. Etter dette gikk det dårligere og dårligere for SAS og store innsparinger ble igangsatt. SAS avsluttet året med en positiv hendelse i hvert fall på tidspunktet (Bjørn Kjos har uttalt dette som mulighetsrommet som satte i gang Norwegian) da SAS kjøpte opp den norske konkurrenten Braathens Safe ([se.wikipedia.org/scandinavian airlines](http://se.wikipedia.org/scandinavian%20airlines))

Samtidig ble nye konsepter introdusert blant annet check-inn over internett, elektroniske billetter og det nye programmet SAS Snowflake. Snowflake leverte ikke som håpet og ble lagt ned like etterpå, dog har navnet gått videre til SAS sine billige billetter. Frem til 2007 fulgte en periode med gode resultater for SAS blant annet ved hjelp av besparelsesprogrammet "turnaround 2005", som ble lansert i 2003 samtidig med snowflake og skulle bidra til besparelser på 14 mrd svenske kroner frem til 2005/2006 (no.wikipedia.org/sas).

De positive resultatene frem mot 2007 var dessverre ikke nok til å sikre langsiktig vekst og en ny strategi plan ble igangsatt "s11" denne fungerte ikke optimalt, men ble videreutviklet og implementert som i 2009 som "core-sas". Den skulle fokusere mer på forbruker og på besparelser blant annet ved å outsource ikke kjerneaktiviteter. Samtidig som de tidligere datterselskapene SAS Norge, SAS Sverige og SAS Danmark blir samlet sammen under ett selskap, med hovedsete i Stockholm.

2.3 Visjon, Mål og Strategi

SAS gruppen har gjennom sin nye strategi plan 4Excellence kommet med visjonen: "To be valued for excellence by all stakeholders" (SAS presentasjon av 14/9/11). I dette legger de blant annet at de skal gi best verdi for tid og penger til nordiske reisende, uansett hva reisens formål skal være. Dette er en visjon som vi på mange måter opplever som god. Da den til en viss grad er fengende og skaper entusiasme. Videre angir den hvor fokuset skal ligge, nemlig på de nordiske reisende. Verdi skal de skape gjennom fokus på sikkerhet, punktlighet og omsorg. 4excellence planen er delt inn i fire områder, hva de er og hva de betyr er gitt under:



Figur 2 - 4 Excellence, kilde: SAS presentasjon 14/9/2011

2.4 Eierforhold

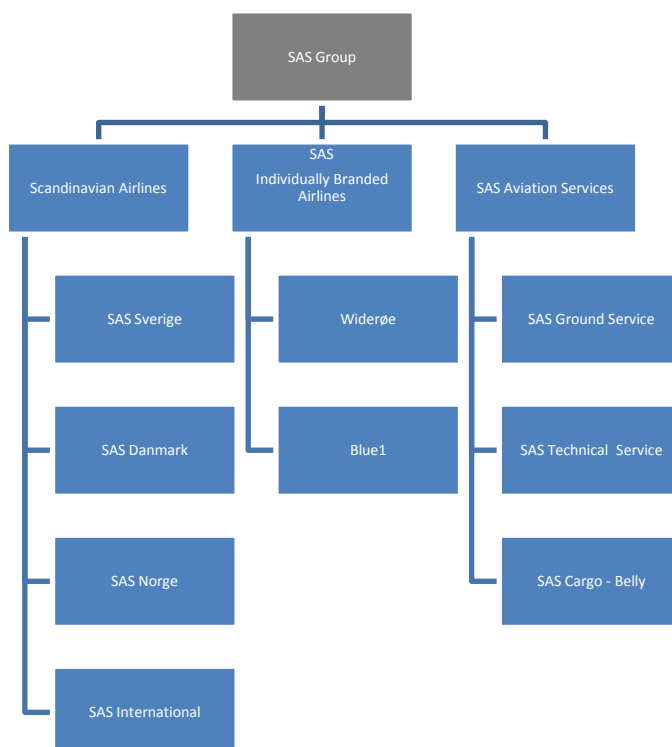
Hovedaksjonærene er de skandinaviske statene som står som eiere av 50 % av selskapet til sammen. De kjører "one share one vote" som dermed tilsier at dersom de internt kan klare å bli enige om hvordan de skal drive selskapet fremover, så har de også reel kontroll over selskapet. Den fjerde vesentlige aksjonær er Wallenbergfondet som har signifikante aksjeposter særlig på det svenske markedet (sv.wikipedia.org/wiki/SAS_Group).

Da alle de tre statlige eierne har over 10 % av aksjene kan de uavhengig av hverandre blokkere for et fullstendig salg av SAS, med tvangsinnløsning av de resterende aksjene.

Eierforholdene vil vi også tro kan fungere som en slags risikoreduserende løsning da alle de tre landene må handle proaktivt for å holde SAS levende. Dette vil de kunne bli tvunget til å handle da det også er de tre landene som må ta den eventuelle støyten og de enorme samfunnsmessige kostnadene en SAS-konkurs ville medføre.

Aksjeeier (kilde Wikipedia)	Nasjonalitet	Eierandel
Den Svenske staten 🇸🇪	Sverige	21.4 %
Den Danske staten 🇩🇰	Danmark	14.3 %
Den Norske staten 🇳🇴	Norge	14.3 %
Wallenberg fondet 🇸🇪	Sverige	7.6 %
Øvrige eiere	Globale	42.4 %

2.5 Konsernstruktur



Figur 3 - SAS' konsernstruktur, kilde egen tilvirkning etter sasgroup.net

Denne selskapsstrukturen er relativt ny og er en følge av endringer etter "Core-SAS". Scandinavian Airlines er klart størst med 86,9 % av de samlede inntektene¹, basert på det vil vår oppgave primært konsentrere seg om denne delen av SAS Group. Scandinavian Airlines er primært basert på passasjertransport, innenriks i de skandinaviske landene, i Skandinavia, i Europa og interkontinentalt til Amerika og Asia. Scandinavian Airlines er videre delt inn i fire geografiske områder som ikke legger skjul på hvor de hører til, dog operer alle under en felles SAS fane (annual report 2011)

Widerøe er den største tilbyderen av regionale ruter i de nordiske landene. Norske innenriksruter er selskapets største aktivitet. Selskapet sto i 2011 for 9,05 % av konsernets omsetning² og leverte et positivt driftsresultat på ca. 430 millioner (annual report 2011)

Blue1 er datterselskap som skal fungere som en brobygger mellom de nordiske landene og Finland/baltikum. De har base i Helsingfors og sto i 2011 for 4,0 % av konsernets omsetning³ (annual report 2011)

Videre består konsernet av SAS Aviation Services, som da består av ground handling som delvis er outsourcet og driver med lasting og logistikk av bagasje blant annet. SAS Technical Services driver med teknisk vedlikehold av maskinene. SAS Cargo er som det var før solgt, da det drev egne maskiner som kun opererte med frakt. Nå er SAS Cargo gått over til å bli en Cargo – Belly. I det så ligger det at SAS fortsatt driver frakt der den har ledig kapasitet i buken av de vanlige transportflyene.

2.6 Star Alliance

Sammen med selskapene Air Canada, Lufthansa, Thai Airways og United Airlines startet SAS i 1997 opp Star Alliance. Star Alliance er i dag den største alliansen vi har innen for luftfartsindustrien. Star Alliance består pr d. d av 28 selskaper og 4 regionale medlemmer.

¹ Av totale inntekter fra flyvirksomhet

² Av totale inntekter fra flyvirksomhet

³ Av totale inntekter fra flyvirksomhet

Skal man se på Star Alliance i siffer vil man kunne henwise til at Star Alliance har 649 millioner passasjerer i året. 21.000 daglige avganger og 4 335 flymaskiner
(sv.wikipedia.org/wiki/Star_Alliance)

Gjennom Star Alliance vil selskapene kunne oppnå positive synergieffekter. De vil kunne tilby sine reisende felles bonusprogram, slik at man kan spare poeng hos et selskap, for så å bruke de hos et annet. Lounger vil bli tilgjengelig på flere lufthavner rundt om i verden, ettersom at en nå kan benytte hverandres lounges. Antakelig vil man kunne oppnå økt effektivitet og stordriftsfordeler gjennom samkjøring, koordinerende handlinger og samarbeid rundt teknikk og logistikk. Rutetabeller kan samkjøres slik at transitoverganger vil avvikles på en bedre måte enn i dag. Enklere billettsystem for kunder, der man kan anvende flere selskapers rutenett på en billett for mer sømløst å komme seg frem til sin bestemmelses destinasjon. Samt at selskapene får en felles profil utad. Alt dette tror vi vil være med å bidra til at SAS igjen vil kunne komme seg opp på et nivå der de blir et levedyktig selskap.

3 Metode

3.1 Innledning

En redegjørelse for forskningsmetodikk knyttet til oppgaven vil følge i dette kapittelet. Metode er en plan over hvordan man skal gå frem i forskningsprosessen. I dette ligger det å legge en plan for hva man skal finne ut, hvordan man skal finne det ut, hva man skal samle inn av data, hvordan dataene skal analyseres osv. I samfunnsvitenskapelig forskning har vi primært to forskjellige typer metode; den kvalitative og den kvantitative. Der den kvalitative tar for seg myke data og ofte få informanter, og kvantitative tar for seg harde data og mange respondenter.

Forskningsprosessen er en prosess som kan deles inn i følgende fire faser (Johannesen et.al., 2011):

1. Forberedelse
2. Datainnsamling
3. Dataanalyse
4. Rapportering

3.2 Forberedelse

Forberedelsen tar utgangspunkt i at man har ett emne man ønsker å undersøke. Når man har ett slikt emne, gjelder det å fordype seg i dette i form av ett litteraturstudium, slik at man har ett grunnlag for å komme frem til de forskningsspørsmålene/problemstillingen man ønsker svar på. Når vi begynte å lete etter emne å skrive bacheloroppgave om, var vi innom de fleste temaer i økonomistyringsfaget. Etter hvert ble det klarere og klarere at det var verdsettelse det måtte bli. Vi fant ut at vi begge er medlemmer i børsgruppen ved HHB og vi begge var deltakere i aksjekonkurransen "studenter på børs". Videre har vi begge en klar plan og et ønske om å bli siviløkonomer med en spesialisering i finans. Dermed mener vi at verdsettelse er det som både er mest interessant for oss, samt at det er det som virker som den logiske og fornuftige løsningen mot vår vei videre. Da vi fant ut at vi hadde lyst til å

verdsette ett selskap, var vi nødt til å finne ut hvilket selskap vi hadde lyst til å verdsette. Noen timers diskusjon senere hadde vi gjennom både interesser og kompromisser kommet opp med flere alternativer, i alt fire, fem antatt gode kandidater. En veiledningstime senere satt vi igjen med SAS som det beste alternativet basert på interesse og tilgjengelig informasjon. Dog fant vi relativt fort ut at det å verdsette et selskap med en så broket historie og ikke minst en så lang rekke med negative kontantstrømmer ikke akkurat skulle bli enkelt. Men med friskt pågangsmot og en vilje til å prøve bestemte vi oss for å gi det et forsøk.

3.3 Forskningsspørsmål

“En problemstilling er vanligvis spørsmål som viser hva undersøkelsen skal gi svar på.”

(Johannesen et.al., 2011:63). Utarbeidelse av problemstillingen er essensielt for det videre arbeidet. Den er med på å gi et rammeverk for den videre undersøkelsen, blant annet gjennom å danne grunnlaget for hva slags metode, teori og forskningsdesign man skal benytte seg av i en oppgave. Vår problemstilling er følgende: *“Hva er verdien av det børsnoterte selskapet SAS AB?”*

3.4 Forskningsdesign

Forskningsdesign er det vi kaller hele den prosessen fra der vi begynner å samle inn informasjon, hvilke analysemetoder vi anvender, og hvilket formål vi har bak undersøkelsen som skal gjennomføres. Forskningsdesign kan deles inn i to hovedgrupper; de kvalitative og de kvantitative.

3.4.1 Kvalitativt design

Kvalitativt er beregnet på myke data, og fokuserer mye på dyp kunnskapsinnhenting om valgt tema. En ønsker å få frem nyanser og gråsoner i det informanten sier, og på denne måten få en dypere og klarere forståelse av hva vedkommende mener. Ergo, en velger først det temaet en vil kunne mer om, for så å hente forskningsdesignet fra den kvalitative hyllen. De mest brukte designene innen kvalitativ metode vil være fenomenologisk design, etnografisk design, grounded theory og casedesign. Valg av design vil avhenge av hvor mye kunnskap en har fra før av. For eks; velger en etnografisk design dersom en skal bygge opp et

kulturelt portrett a la det sosialantropologer gjør, eller fenomenologisk design dersom en bare vil observere og beskrive et fenomen. Datainnsamling av de kvalitative dataene kan foregå ved bruk av observasjoner, og intervju (både dybde og gruppe) og lignende.

3.4.2 Kvantitativt design

Kvantitative design er ikke like lett å skille fra hverandre. Kvantitativ design tar utgangspunkt i å legge til rette for innsamling og bearbeidelse av det som er kalt harde data, dvs. tall og andre lett kvantifiserbare og adskilte data. En vil gjerne skaffe seg et bredt grunnlag av informasjon, litt videre av hva en kvalitativ undersøkelse vil gi. Innsamlingen av disse dataene skjer gjerne gjennom bruk av spørreskjemaer, eller andre kanaler som gir lik mengde standardiserte svar. Etter endt undersøkelse klassifiserer man gjerne svarene, og kjører de gjennom et analyseprogram (for eks NSDstat). Her finner man korrelasjoner, tester hypoteser og analyserer de svar en har fått inn.

I denne oppgaven ser vi det derfor som hensiktsmessig å gjennomføre et casesdesign. Dette har vi kommet frem til blant annet på grunnlag av argumenter for hver metode i avsnittene over. Når vi her skal gjennomføre en verdsettelsesanalyse så krever det relativt god innsikt, både i det selskapet vi skal verdsette, her SAS AB, og også i den bransjen selskapet operer i. Videre vil vi gjerne foreta en makroøkonomisk analyse for å finne ut av hvordan selskapet fungerer også i et større perspektiv, dette stiller store krav til både mengde og kvalitet på de dataene som blir samlet inn. Her vil det nok være hensiktsmessig for oss å søke både i litteratur og på internett etter data. Verdsettelse er et fagområde som ligger under finans og regnskapsfagene. Og de aller fleste utenforstående vil kaste etter oss klassiske fordommer som at alt vi "finansfolk" holder på med er tall, matte og penger. Noe som det, om ikke annet i hvert fall er et snev av sannhet i. Derfor vil det også være naturlig for oss å trekke inn en del kvantitative data og analysemetoder. Dette som et ledd i at verdsettelse som vi ser i kapittel 4, hvor de fleste av de klassiske verdsettelsesmetodene blir presentert og drøftet, tilsier at selve verdsettelse bør baseres på tidligere regnskapsdata og forventede fremtidige kontantstrømmer.

3.5 Datainnsamling

"Data er mer eller mindre vellykkede representasjoner av virkeligheten" (Johannesen et.al., 2011:40). Data er altså nødvendig for at vi skal kunne danne oss et inntrykk av virkeligheten for SAS. Innsidehandel heter det når noen operer på aksjemarkedet med informasjon som ikke er allment tilgjengelig. Som et resultat av dette vil vår oppgave kun vektlegge og baseres på allmenn tilgjengelig informasjon, slik at vi ikke befinner oss i en gråsoner av loven.

Vi har valgt å legge stor vekt på regnskapsdata fra selskapet. Dette har vi valgt å gjøre ettersom verdsettelse i stor grad handler om tall og tallbehandling. Videre vil DCF-metoden bli brukt og den legger stor vekt på tallmateriale. På SAS sine hjemmesider ligger det årsrapporter helt tilbake til 1992, tidligere års regnskapsdata vil bli brukt videre i oppgaven blant annet for å danne grunnlag for det vi kaller historiske tendenser/trender.

Ved å benytte DCF-metoden vil vi være nødt til å lage et fremtidsregnskap. For å få til det er det viktig å lage prognoser og antakelser om hva som er aktuelle scenarioer i fremtiden. Dette har vi fått mer kunnskap om blant annet gjennom mye litteratur fra MBA utdanningen i luftfartsledelse ved Universitet i Nordland, i tillegg til en rekke nyhetsartikler og data fra bransjeforeningen IATA, samt at SAS også gjør en del spådommer i sine egne rapporter. Luftfartsbransjen er en relativt utbredt bransje og det eksisterer mye informasjon, dog er denne informasjonen vanskelig å finne og også relativt dyr ved enkelte tilfeller. Vi har gjort vårt beste innenfor de rammene vi har, men kunne nok med den beste og mest oppdaterte informasjonen tilgjengelig, og et større tidsrom antakelig klart å få en enda mer presis verdsettelse, dog føler vi at vi treffer greit i forhold til benchmarken for en bacheloroppgave.

3.6 Data analyse

"Enten analysen er kvalitativ eller kvantitativ, består en vesentlig del av samfunnsforskningen av å tolke data" (Johannesen et.al., 2011:37). For å få et bilde av hvor SAS er og hvor de kan ventes å komme har vi gjennomført strategiske analyser. Som nevnt i avsnittet over handler det mye om tolkning og bearbeidelse av regnskapsdata. Matematiske metoder har derfor blitt en naturlig del av analysene våre, samt at vi har brukt noen

dataprogrammer og datafunksjoner i forbindelse med statistiske analyser og til å lage figurer bl.a. for å illustrere tabeller og gjøre data lettere.

3.7 Rapportering

Bacheloroppgaven du nå har i hende er undersøkelsens rapport. Alle kilder og lignende er oppgitt i kilderegisteret.

3.8 Reliabilitet

Reliabilitet betyr pålitelighet. Altså må vi ha data som er pålitelige, skal vi klare å få noe håndfast ut av undersøkelsen. En del av det å ha pålitelige data er at de kommer fra seriøse og ordentlige kilder. Mye av de dataene vi har lagt vekt på kommer fra SAS sine årsrapporter, rapporter som følger gjeldene regelverk på område, og videre har vi hentet data fra SSB, Regjeringen, US EIA⁴, IATA⁵ m.fl. Vi mener derfor at vi for det aller meste har sikret oss gode pålitelige data fra seriøse kilder og aktører som vil føre til at oppgaven vil bli mest mulig riktig i alle faser.

3.9 Validitet

Verdsettelse er noe som helt klart er avhengig av tidspunktet. Verdsettelse handler om hva selskapet er verdt på nåværende tidspunkt, basert på hvilke forutsetninger og prediksjoner vi kan se nå. Dermed kan det virke lite hensiktsmessig å se på data som er fra en tid langt tilbake. Vi vil derfor etterstrebe og ha så fersk informasjon vi kan klare i alle verdsettelsens faser. Det mener vi vil gjøre at oppgaven var tilfredsstillende de kravene man kan sette til validitet i en oppgave på dette nivået, som igjen vil gi verdsettelsen en representasjon av dagens virkelighet. Likevel vil en rekke subjektive meninger ligge til grunn for prognosene, dette er med på å gjøre at verdifastsettelsen ikke nødvendigvis er enig med fasiten. Der fasiten i dette tilfellet er børskursen. Verdsettelsen vil på den måten også bli en slags

⁴ United States Energy Information Administration

⁵ International Air Transport Association

undersøkelse av om markedet over eller underpriser aksjen på SAS, altså om det foreligger en feilprising.

3.10 Feilkilder

Vi ser at noe data må hentes fra ulike nettsteder, da kan det være vanskelig å sjekke reliabiliteten helt 100 % hele veien. Dermed kan noen av internettkildene potensielt bli feilkilder. Det vil vi prøve å unngå at de skal bli så godt det lar seg gjøre. Videre vil mye av verdsettelsen basere seg på skjønn, subjektive meninger og subjektive antakelser om fremtiden. Vi er ingen orakler og disse antakelsen kan dermed vise seg å bli en kilde til feil i oppgaven. Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og med en kritisk holdning til kildene som anvendes, er vi i god tro når det gjelder oppgavens data grunnlag.

4 Ulike verdsettelsesmodeller

4.1 Innledning

Verdsettelse er blitt et viktig felt innenfor økonomisk analyse og -rådgivning, og det finnes en rekke situasjoner hvor verdsettelse står sentralt (Kinserdal, 2005). I dette kapitlet skal vi presentere flere ulike metoder innen verdsettelse og avslutte med å begrunne vårt valg av verdsettelsesmetode.

Dahl et. al., (1997:3) nevner flere tilfeller hvor verdsettelse er viktig. Disse er:

- Kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter
- Utløsning av minoritetsaksjonærer (AL § 3-15)
- Fusjoner, for å fastsette bytteforholdet
- Fisjoner, for å fastsette reell verdi av utfisjonert nettoformue
- Emisjoner, dvs. beregning av emisjonskurs
- Opptak av kompanjong
- Fordeling av aksjer mellom avringer i en generasjonsskiftesituasjon
- Kredittvurdering – vurdering i pant i aksjer
- Bedriftens vurdering av egen utvikling
- Eiendomstaking

Du har kanskje spurt deg selv hvorfor vi vil verdsette aksjene i et selskap når vi allerede har en markedspris på aksjene? Hvis man legger til grunn at verdsettelse ikke er en eksakt vitenskap, sier det implisitt at det er vanskelig å regne seg frem til et “riktig” svar. Hva som tilsier verdien av aksjer kan bli påvirket av en rekke forhold. Et godt eksempel på dette er å se på forskjellen i verdigrunnlag ved kjøpers og selgers synspunkt. En selger vil kanskje ha en høyere pris per aksje enn hva en kjøper er villig til å betale. Det kan også ligge merverdi i selskapet i form av goodwill og strategiske verdier for å nevne noen eksempler. Dahl et. al., (1997:4) understreker vårt poeng ved å nevne en rekke forhold som påvirker verdivurderingen:

- Typer virksomhet/bransje

- Generell konjunkturutsikter
- Bransjespesifikke utsikter
- Produkter/produktkvalitet
- Markedsposisjon, konkurranse og markedspotensial
- Ledelse og organisasjon
- Teknologisk nivå, forskning og utvikling. Selskapet kompetanse
- Finansielle forhold som:
 - o Likviditetsreserver
 - o Sannsynlighet for å nå budsjett
 - o Priser på lignende selskaper

Når man skal verdsette selskaper finnes det en rekke ulike verdsettelsesmodeller. Vi har valgt å dele disse inn i to hovedkategorier – *balansebaserte metoder* og *inntjeningsbaserte metoder*.

4.2 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder tar – logisk nok – utgangspunkt i balansen. Ved bruk av disse metodene tar en utgangspunkt i selskapets eiendeler fratrukket gjeld, og eventuelt utsatt skatt/latent skatt der dette er relevant. I disse metodene er det stort fokus på hva selskapet allerede har bygd opp av verdier. Vanlige balansebaserte metoder er:

- substansverdi/verdijustert egenkapital (going concern – verdier)
- likvidasjonsverdi og
- matematisk verdi/bokført egenkapital.

4.2.1 Substansverdi/verdijustert egenkapital

Substansverdien av egenkapitalen kan defineres som: *“markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkl. latent skattegjeld når dette er relevant”* (Dahl et. al., 1997:13). Denne verdien blir i praksis ofte kalt verdijustert egenkapital, VEK. En forutsetning ved bruk av denne metoden er going concern – altså at selskapet fortsetter drift på ubestemt tid og ikke

avvikles. Verdien av omløpsmidlene og gjelden er relativt lett å beregne, derimot kan det oppstå problemer ved en selvstendig verdsettelse av anleggsmidlene uten et velfungerende annenhåndsmarked. Noe som kan gi en lite meningsfylt verdi på anleggsmidlene (Boye, 1998). I slike tilfeller brukes ofte en takst, eller en gjenanskaffelsesverdi fratrukket for verditap ved eksempel aldri og slitasje.

Dahl et. al., (1997:13) nevner flere situasjoner hvor metoden kan brukes:

- Hvis det eksisterer et annenhåndsmarked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten
- Eiendelene er uavhengig av den drift som drives i selskapet.
- Kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

Som nevnt tidligere tar balansebaserte metoder utgangspunkt i balansen, og siden det bare er eiendelene og gjeld som blir verdsatt avviker ofte VEK fra markedsverdien. Differansen oppstår på grunn av goodwill, eller badwill (Kinserdal, 2005). I tilfeller hvor det foreligger goodwill, bør man vurdere å basere verdsettelsen på en kontantstrømbasert verdsettelsesmodell (Boye og Meyer, 2008). I SAS AB sitt tilfelle er det klart et annenhåndsmarked for brukte fly, men uten nok innsikt og informasjon ser vi det vanskelig å komme frem til en meningsfylt verdi. Substansverdimodellen vil derfor ikke bli brukt, da vi ser den mest passende som et supplement til andre verdiberegninger.

4.2.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi er et spesialtilfelle av substansverdi, hvor en forutsetter en likvidasjonsberegning ved avvikling og salg av eiendelene (Boye og Meyer, 2008). Dette er en verdi som legges til grunn når eiendeler skal selges, og reflekterer det absolutt laveste beløp en eier kan sitte igjen med ved en eventuell avvikling av virksomheten. Denne verdien er ofte langt lavere enn substansverdien, grunnet stort prisavslag. Vi ser ikke denne modellen relevant i vår oppgave, da vi legger forutsetning om fortsatt drift av SAS AB.

4.2.3 Matematisk verdi/bokført egenkapital

“Matematisk verdi av egenkapitalen er det samme som bokført verdi for egenkapitalen”

(Boye, 1998:59). Denne metoden er lite brukt da det i praksis kan forekomme store forskjeller mellom de reelle verdiene og bokført egenkapital, grunnet forsiktighetsprinsippets regler (Regnskapsloven § 4-1). Dog blir matematisk verdi/bokført verdi i noen tilfeller brukt hvor det gjelder salg av aksjer på forkjøpsrett. Vi mener derfor at matematisk verdi/bokført egenkapital ikke passer som verdsettelsesmodell i denne oppgaven.

4.3 Inntjeningsbaserte metoder

I motsetning til balansebaserte metoder som ser på hva selskapets eiendeler er verdt, ser inntjeningsbaserte metoder på hva selskapet kommer til å generere av inntekt fremover, med utgangspunkt i nåverdiberegninger. Å kjøpe andeler av et selskap gjennom aksjekjøp er det samme som å kjøpe selskapets fremtidige kontantstrøm (Dahl et. al., 1997).

Nåverdiberegningene, altså diskonteringen av fremtidig kontantstrøm, skjer ved hjelp av et avkastningskrav som er bestemt av investor. De inntjeningsbaserte metodene kan deles inn i:

- dividendemodeller
- resultatmodeller og
- kontantstrømbaserte modeller

4.3.1 Dividendemodeller

Dividendemodeller verdsetter et selskap basert på fremtidig utbytte til aksjonærene, neddiskontert ved avkastningskravet til nåverdi. Dividendemodeller er ikke særlig mye brukt i Norge, da norske selskaper har lite fokus på utbytte til aksjonærene. I USA derimot blir slike modeller brukt en del. Ved bruk av dividendemodeller kan verdien av en aksje beregnes slik (Dahl et. al., 1997:20):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 – verdien av en aksje på verdsettelsestidspunktet

D_t – forventet dividende per. aksje i år t

k – avkastningskravet

Det viser seg vanskelig å kalkulere verdien av et selskap i all fremtid ved bruk av modellen ovenfor. Ved bruk tyr man derfor til forenklinger ved for eksempel å forutsette at dividenden vil øke med samme prosent hvert år i all fremtid. Med denne forutsetningen til grunn kan modellen skrives om som Gordons formel (Boye, 1998):

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

I denne modellen diskonteres dividenden med avkastningskravet fratrukket gjelden ($k-g$), noe som gir oss dagens aksjekurs P_0 . En stor svakhet med modellen er at den sprekker når veksten blir lik eller større enn avkastningskravet.

SAS ABs dividendepolitikk står forklart i selskapets årsrapporter, og er som følger: *“SAS ABs årlige utdeling av utbytte fastsettes på grunnlag av konsernets resultat, finansielle stilling, kapitalbehov samt relevante konjunkturforhold. Utdelingen skal i løpet av en konjunktursyklus som hovedregel ligge på et nivå rundt 30-40 prosent av konsernets resultat etter skatt.”* (sasgroup.net)

Styret vedtok at det ikke skulle utbetales utbytte for regnskapsåret 2011, dette grunnet selskapets resultat og stilling (jf. SAS AB helårsrapport 2011). I regnskapsåret 2008, 2009 og

2010 var situasjonen den samme – dette kommer av dårlig årsresultat, og kapitalkrevende drift. Dividendemodeller passer derfor ikke som verdsettelsesmodell i denne oppgaven.

4.3.2 Kontantstrømbaserte modeller

I kontantstrømbaserte modeller beregnes verdi av et selskap gjennom fremtidige kontantstrømmer, og som nevnt tidligere kjøper man en andel av kontantstrømmen ved investering i et selskap. Disse kontantstrømmene kan være form av for eksempel utbytte, eller andre frynsegoder. Kinserdal (2005:305) mener at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er en idealmodell for verdsettelse, begrunnet ved at den fanger opp alle sider av foretaket som skaper kontantstrømmer. Dog er det ikke alltid at tradisjonell utregning av kontantstrøm reflekterer hva som er igjen av kapital til aksjonærer og kreditorer. Fri kontantstrøm (FCF) er en alternativ utregningsmåte som har vist seg mye brukt for verdsetting av børskurs i finansmarkedet (Kinserdal, 2005:304), og kan være nyttig for å se selskapets kontantstrøm utover det som er nødvendig for å vokse. Formelen for utregning av fri kontantstrøm er som følger (Brealy et. al., 2008:103):

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H} + \frac{PV_H}{(1+r)^H}$$

Hvor:

FCF – fri kontantstrøm tidspunkt t

r – avkastningskravet

PV_H – fri kontantstrøm terminalperioden

I modellen ovenfor er det benyttet en terminalverdi (PV_H) for å slippe å beregne nåverdi av uendelig mange fremtidige kontantstrømmer. De mest brukte modellene for beregning av terminalverdien er i følge Dahl et. al., (1997:28):

1. Konstant-vekst-modellen som også er kalt Gordons formel (jf. Kapittel [4.3.1](#)).

2. Resultatmodell, ved å multiplisere siste resultat med en P/E tall (jf. Kapittel [4.4.1](#))
3. Bokført verdi for verdistørrelsen ved utløpet av budsjettperioden hvor en forutsetter senere avkastning lik avkastningskravet.

SAS AB har gått med underskudd i flere år, og generer derfor en negativ kontantstrøm som kan gjøre det vanskelig å benytte disse modellene uten å estimere en fremtidig positiv kontantstrøm. Akkurat dette vil vi komme tilbake til lenger ned i oppgaven.

Kontantstrømbaserte modeller deles ofte inn i egenkapitalmetoden, og totalkapitalmetoden (Boye, 1998), og disse vil bli forklart nærmere nedenfor.

4.3.2.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i nettoresultat, altså resultat etter skatt, hvor fremgangsmåten er vist i tabellen nedenfor. Kontantstrøm til egenkapitalen regnes normalt på årsbasis, og beregnes ofte på et normalisert overskudd som finnes på grunnlag av korrigerede historiske resultater (Boye, 1998:67). Som vist i tabellen nedenfor legges avskrivninger til nettoresultatet, fordi avskrivninger er fratrukket ved beregning av driftsresultatet og fordi det ikke medfører utbetalinger som sådan. Investeringer i anleggsmidler derimot medfører utbetalinger som ikke er tatt hensyn til i resultatet og må derfor fratrekkes (Boye og Meyer, 2008). Hvis arbeidskapitalen øker, altså den del av omløpsmidlene som overstiger kortsiktig gjeld, må også dette korrigeres for. Det må med andre ord fratrekkes for en eventuell økning i omsetningsavhengige omløpsmidler, og legges til en økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld når vi skal gå fra resultat til likviditet (Boye og Meyer, 2008). Til slutt må det også legges til økningen i rentebærende gjeld da dette medfører en kontanttilførsel som ikke er tatt hensyn til i resultatet.

Egenkapitalmetoden
Driftsinntekter
- Av- og nedskrivninger
- Andre driftskostnader
= Driftsresultat
- Netto finansresultat
- Skatt på resultat
- Minoritetsinteresser
= Nettoresultat
+ Av- og nedskrivninger
+ Økning i netto rentebærende gjeld
- Investeringer i anleggsmidler
- Økning av arbeidskapital
= Kontantstrøm til egenkapitalen

Tabell 2- Egenkapitalmetoden (Thoresen, 2006:54)

4.3.2.2 Totalkapitalmetoden

En ting som er viktig å legge merke til i denne metoden i forhold til egenkapitalmetoden, er at det nå tas utgangspunkt i driftsresultat etter skatt. Det vil si at det er kontantoverskuddet til kapitalytterne etter skatt vi beregner (Boye, 1998:70). Som vist i tabellen nedenfor tas det ikke hensyn til at gjeldsrenten er fradragsberettiget, som vil si at bedriften ses på som bare finansiert med egenkapital (Boye og Meyer, 2008)

Beregning av kontantoverskuddet til totalkapitalen kan gjøres på følgende måte:

Totalkapitalmetoden
Driftsinntekter
- Av- og nedskrivninger
- Andre driftskostnader
= Driftsresultat
- Skatt og driftsres. [(dr.res) x (skattesats)]
+ Av og nedskrivninger
- Investeringer i anleggsmidler
- Økning i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 3 - Totalkapitalmetoden (Thoresen, 2006:54)

4.3.3 Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden?

Hvilken metode man skal benytte seg av kan være vanskelig å bestemme, dog viser det seg at det meste av norsk litteratur mener det samme: nemlig at det er enklest å benytte seg av totalkapitalmetoden. En av grunnene er at avkastningskravet er lettere å beregne grunnet liten påvirkning av finansieringen (Dahl et. al., 1997:28). Kontantstrøm til totalkapitalmetoden blir brukt mye blant analytikere og sett på som den beste metoden i de fleste tilfeller. Det er bare med et par unntak at totalkapitalmetoden ikke blir anbefalt, og det er ved verdsettelse av selskaper med likviditetsproblemer eller banker (Boye 1998:74).

4.3.4 Resultatmodeller

Boye (2002:87) forklarer resultatmodeller som *“mindre nøyaktige enn kontantstrømmodeller, og det forutsettes i disse at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrøm”*. Slike modeller baserer seg altså på resultater som tilnærmer seg selskapets frie kontantstrømmer. Vi vil presentere noen av resultatmodellene under:

4.3.4.1 Normalresultatmetoden

I dette kapitlet vil vi ta utgangspunkt i artikkelen til Boye og Dahl fra *Praktisk økonomi og finans* (2002:97). I følge dem er normalresultatmetoden mye brukt i praksis, og tar utgangspunkt i et fremtidig antatt normalresultat for selskapet. Utregningen baserer seg på de ressursene selskapet i dag besitter, og det resultatpotensialet selskapet har i fremtiden i lys av historiske tall og budsjetter. Resultatet man kommer frem til, altså normalresultatet, måles i kroneverdien på verdsettelsesåret, og kapitaliseres med realavkastningskravet som investor krever utover en risikofri rente for å kompensere for risiko. Videre påpeker Boye og Dahl at bruk av normalresultatmetoden i tillegg krever at man må estimere fremtidig realvekst i normalresultatet, tidshorisont for kapitalisering og eventuell restverdier ved slutten av tidshorisonen.

Den verdien man kommer frem til bygger på overnevnte punkter, og de forutsetningene som velges innenfor hvert punkt må være velbegrunnede og dokumenterte. Dette kommer av at små nominelle endringer i estimatene kan forårsake store endringer i den beregnende verdien. Til slutt, før normalresultatet fastslås er det viktig at man har gått nøye gjennom regnskaps- og budsjettpostene for å avdekke eventuelle poster som ikke representerer normale inntekts- og kostnadsposter.

4.3.4.2 Residualfortjenestemodeller

Residualfortjenesten (RF), også kalt superprofitt eller grunnrente, er et måltall som støtter opp under maksimering av aksjonærenes formue (Hoff, 2009:408); sagt på en annen måte, avkastningen man sitter igjen med utover fastsatt avkastningskrav. Residualfortjeneste ble brukt allerede på tjuetallet av General Motors (GM), men ble imidlertid ikke lansert som betegnelse før på femtitallet av General Electric (GE) som ønsket seg et bedre styringsredskap (Gjesdal og Johnsen 1999). Metoden blir definert som: *“det justerte driftsresultatet fratrukket en kapitalleie for den sysselsatte (anvendte) kapitalen”* (Hoff 2009:408). På ligningsform ser definisjonen slik ut:

$$\text{Residualfortjeneste} = \text{Driftsresultat etter skatt} - \text{kapitalleie.}$$

Hoff (2009:408) definerer videre kapitalleie som: *“kostnaden for den kapitalen som er sysselsatt (anvendt) i verdiskapningen, og den fremkommer ved å multiplisere den sysselsatte kapitalen med foretakets kapitalkostnader”*. På ligningsform ser den slik ut:

$$\text{Kapitalleie} = \text{Sysselsatt kapital} \times \text{kapitalkostnad}$$

Residualfortjeneste er ikke bare et styringsverktøy, det kan også brukes som verdsettelsesmetode. Da beregnes verdi som regnskapsmessig verdi (bokført verdi) pluss nåverdi av fremtidig residualfortjeneste (Gjesdal og Johnsen 1999:164).

En fordel med residualfortjeneste i forhold til rentabilitet som prestasjonsmål, er at residualfortjeneste fjerner problemet med at lønnsomheten øker ved ulønnsomme prosjekter og synker ved lønnsomme prosjekter. Dog er det svakheter knyttet ved bruk av residualfortjeneste som måltall (Hoff 2009:419):

1. Metoden har en tendens til å favorisere store forretningsenheter. Dette er ikke et problem hvis vi ser på SAS AB, da selskapet er det største i Skandinavia.
2. Det er ofte ikke lett å utarbeide avkastningskravet som skal brukes. Resultatet av dette er at skjønn må brukes og bidrar til at mange forutsetninger blir tatt.
3. Residualfortjenesten over ett enkelt år påvirkes av avskrivningsplanen. I praksis har dette sammenheng med at ledere ofte bare sitter i gitt stilling i noen få år, og derfor prøve å skape best mulig resultat – raskets mulig – for å fremme sin egen karriere.

Svakhetene forbundet med residualfortjeneste er med på å gjøre at metoden ikke er brukt mye i norske selskaper. Vi har derfor valgt ikke å bruke residualfortjeneste ved verdiberegning av SAS AB.

4.3.4.2.1 EVA

I senere år har residualfortjeneste fått betegnelsen economic value added (EVA).

4.4 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er i følge Boye (1998) blant de mest brukte og misbrukte verdsettelsesmodellene. Utrekningene gjøres ofte ved å multiplisere kjente eller estimerte regnskapsstørrelser for det selskapet man skal verdsette, med en multiplikator.

Multiplikatoren finner man med å dividere børskursen med den brukte regnskapsstørrelsen. Hvis det lar seg gjøre beregnes multiplikatoren for flere sammenlignbare børsnoterte selskaper, og deretter gjennomsnittet av disse multiplikatorene. Til slutt er det ofte hensiktsmessig å justere dette gjennomsnittet grunnet særegenheter ved selskapet som skal verdsettes.

Det finnes mange varianter av multiplikatormodeller, hvorav noen ikke bruker regnskapsstørrelser. Vi vil i dette kapitlet gjennomgå P/E-, P/B-, P/S- og EV/EBITDAR-metoden.

4.4.1 P/E-metoden

Pris/Fortjeneste (Price/Earnings) er uten tvil det mest brukte nøkkeltallet i finansbransjen. Det angir den avkastningen en investor kan oppnå ved kjøp, og verdien bør beregnes ut fra langsiktig snittinntjening og ikke fortjeneste på et år (Thoresen 2006). Beregningene foretas ved å dele aksjekursen per aksje på fortjeneste per aksje. På ligningsform blir det:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjekurs per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

P/E kan alternativt beregnes ved å dele gjennomsnittlig børsverdi med selskapets nettoresultat (Thoresen 2006:111). Beregnet korrekt skal begge metodene gi samme resultat. Penman (2007) påpeker at hvis man forventer betydelige større inntekter i fremtiden enn i dag bør P/E-verdien være høy, og lav hvis fremtidige forventninger til inntekten er lavere enn i dag. Inntjeningsstallet må altså justeres opp og eller ned avhengig av

selskapets stilling eller makroøkonomiske utvikling. P/E blir derfor ofte trukket frem når analytikere tror at en aksje er underpriset eller overpriset. Sykliske selskaper blir ofte handlet mer av i en nedgangsperiode grunnet lavere P/E-verdi, og motsatt ved høy P/E-verdi.

Et problem med P/E-metoden er å finne børsnoterte selskaper som kan sammenlignes med selskapet som skal verdsettes. Ganske åpenlyst bør selskapene for det første tilhøre samme bransje, og vekstutsiktene bør være de samme, teknologi og finansieringsstruktur bør også være nokså like. Vi ser ikke dette som et problem ved verdsettelse av SAS da det er mange aktører i markedet med samme teknologi og vekstmuligheter som SAS – Norwegian er en åpenbar konkurrent å sammenligne seg med da begge opererer i samme markedsområde, og tilbyr nokså like tjenester. Dog går det ikke an å bruke denne metoden på SAS grunnet negativ resultat de siste årene, og det faller da naturlig at vi flytter søkelyset over på P/B metoden.

4.4.2 P/B-metoden

Pris/Bok (Price/Book) er kanskje den multiplikatoren som er mest brukt etter P/E-metoden (Boye 1998:50). Den reflekterer forskjellen mellom bokført verdi av eiendelene og bokført verdi av gjelden, et forholdstall som bestemmes av regnskapstall (Damodaran 2002). P/B-verdien kan beregnes ved å dele aksjekursen på bokført egenkapital per aksje.

$$P/B = \frac{\text{Aksjekurs per aksje}}{\text{Bokført EK per aksje}}$$

Alternativt kan P/B regnes ut ved å dele børsverdien med total egenkapital (Thoresen 2006). Forholdstallet man kommer fram til oppgis i prosent, og indikerer avkastningen markedet tror aksjen vil oppnå i fremtiden. Er tallet over 100 % – som det ofte er for børsnoterte selskaper – forventes det en avkastning høyere enn aksjonærenes avkastningskrav.

4.4.3 P/S-metoden

P/S er en forkortelse for Price/Sales som verdsetter et selskap på basis av aktivitetsnivået målt ved salgsinntekter. P/S-verdien kan beregnes ved å dividere aksjekurs på omsetning per aksje:

$$P/S = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Omsetning per aksje}}$$

Slik som P/E og P/B varierer også denne verdien sterkt fra bransje til bransje, og er kun nyttig for å sammenligne forholdsvis like bedrifter. Den beskrevne metoden er unyansert, med liten nytteverdi og bør benyttes med stor varsomhet (Boye 2002).

4.4.4 EV/EBITDAR-metoden

EV/EBITDA-metoden er i likhet med P/B og P/E en av de mest brukte innenfor multiplikatormodeller fordi den er mindre tids- og ressurskrevende enn fundamentale analyser. Metoden bygger på Damodarans (2002) justeringsmetode og tar for seg EV delt på EBITDAR. Da flyselskaper leaser mange av flyene sine viser det seg mer hensiktsmessig å se på EBITDAR enn EBITDA. For å skape konsistens i sammenligningen bør EV justert for leasingforpliktelsene. Dette gir oss formelen nedenfor:

$$EV/EBITDAR = \frac{\text{Enterprice value}}{\text{Earnings before interest, taxed, depreciation and leasing}}$$

En fordel med EV/EBITDAR i forhold til P/E-metoden er at den ikke blir påvirket av selskapets kapitalstruktur, og ser på verdien av selskapet fri for gjeld mot inntjening *før* renter.

5 Avkastningskrav

I Norge fastsettes ofte avkastningskravet på grunnlag av relativt grovt skjønn, og reflekterer avkastningen på tilsvarende risikable investeringer. Avkastningskravet brukes ofte til å fastsette verdi på en diskontert kontantstrøm, og benyttes både for beslutnings- og kontrollformål. Gjesdal og Johnsen (1999:18) påpeker at en investering bare er lønnsom hvis avkastningen på kapitalen er større enn avkastningskravet, og hevder at avkastningskravet er den avkastning som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten. Videre påpeker Dahl et. al.(1997:40) at avkastningskravet blir påvirket av fire forhold:

- 1) Den forventede avkastningen i fremtiden er ukjent i dag, og resulterer i at beregninger og forutsetninger må tas ut fra virksomhetens evne til fremtidig verdiskapning.
- 2) Avkastningskravet må dekke alternativkostnaden, altså hva virksomheten går glipp av ved ikke å investere kapital i en tilsvarende risikabel plassering.
- 3) Avkastningskravet bestemmes av lønnsomheten for risikomessig sammenlignbare markedsplasseringer, forutsatt markedet reflekterer investors alternativavkastning i et åpent, integrert og effektiv kapitalmarked.
- 4) Selskapets eller prosjektets risiko påvirker avkastningskravet ved at det foreligger en mulighet for avvik fra forventet avkastning. En risikoavers investor antas derfor å kreve et høyere avkastningskrav for å ta større risiko.

I dette kapitlet vil vi gå gjennom forskjellige metoder for å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen, og til slutt hvordan dette kravet beregnes for SAS.

5.1 Avkastningskrav til egenkapital

Det kan vise seg å være vanskelig å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Den dominerende finansielle modellen for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen eller prisen på kapital er kapitalverdimodellen, forkortet KVM eller CAPM (Thoresen, 2006:90). Hovedproblemet ved bruk av CAPM er å fastsette risikokompensasjonen til investor for å påta seg risiko. Grunnen til at en investor krever en slik kompensasjon er fordi de fleste investorer ikke liker risiko, altså at de er risikoavers (Boye og Meyer, 2008). Videre påpeker Thoresen (2006) at utregning ved bruk av CAMP fastslår når avkastningen investor krever fra en investering er lik rentenivået, pluss en risikopremie ganget med investeringens betarisiko.

$$\text{Avkastningskravet} = \text{Rentenivå} + (\text{Risikopremie} \cdot \text{Beta})$$

$$E(R_J) = R_F + [E(R_M) - R_F] \times \beta_J$$

I overnevnte formel er det ikke tatt hensyn til hvordan skatten påvirker avkastningskravet, noe vi ser på som viktig da noen aksjonærer er personlige skatteyttere. Boye og Koekebakker (2006:249) mener at avkastningskravet etter skatt kan beregnes slik:

$$E(R_J) = R_F \cdot (1 - s) + [E(R_M) - R_F(1 - s)] \cdot \beta$$

Hvor:

$E(R_J)$ – Forventet avkastning på aksjen

R_F – Risikofri rente

S – Skattesatsen (28 %)

B – Betaverdien, markedsrelatert risiko

$E(R_M)$ – Forventet avkastning på markedsporteføljen

5.1.1 Markedets risikofrie rente

Boye (1998) påpeker at det ved fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen er viktig å ta utgangspunkt i en risikofri rente, og gir den et tillegg for forretningsrisiko og finansielle risiko. Markedets risikofrie rente betraktes ofte som det samme som renten på

statsobligasjoner, og uttrykker avkastningen på en risikofri investering (Thoresen, 2006). Grunnen til at statsobligasjoner ses på som markedets risikofrie rente er at investor vet hvilken avkastning kupongen innbringer, og får ved slutten av durasjonen tilbake det investerte beløpet i tillegg til avkastningen.

I følge Boye (1998:13) vil mange verdiberegninger som bygger på budsjetterte kontantoverskudd, forutsette at prisstigningen fremover vil tilsvare dagens prisstigning. Av den grunn anbefaler han at den mellomlange statsobligasjonsrenten benyttes (2-3 årsrenter) når avkastningen skal beregnes. Bruk av 1-årig statsobligasjonsrente kan være med på å skape hyppige endringer i avkastningskravet som kan forstyrre kommunikasjonen innad i selskapet, eller mellom selskapet og eiere (Dahl et. al., 1997:52). Dette er ikke ønskelig, og en stabilisering av avkastningskravet kan gjøres ved bruk av den lange eller mellomlange statsobligasjonsrenten.

Gjesdal og Johnsen (1999:62) sier seg enig i Boyes anbefaling, og vi har derfor valgt å rette søkelyset mot renten på 3-årige statsobligasjoner. Den 29.2.2012 var denne renten på 1,58 %, noe som er rekordlavt og gjør at man får dobbelt så høy rente ved og bare la pengene stå i banken. Av den grunn har vi valgt å se bort fra anbefalingene til Boye, Gjesdal og Johnsen og heller benytte oss av 12-måneders NIBOR-rente (Norwegian InterBank Offered Rate) for som er på 3,12 %. Denne renten sammenfaller med 10-årig statsobligasjonsrente på samme tidspunkt (norges-bank.no).

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastning en investor får ved å investere i markedet fremfor en risikofri investering. I løpet av de siste 32 årene, fra 1967 til 1998, har Oslo Børs i gjennomsnitt gitt 6,2 % meravkastning i forhold til kort statsrente (Gjesdal og Johnsen, 1999:62). I løpet av de siste 20 årene – spesielt etter andre verdenskrig – har det blitt fjernet reguleringer, gjort endringer i skattereglene og norske børsnoterte selskaper er blitt langt mer solide. Dette gjør at det kan være usikkerhet knyttet til bruk av historiske tall, men uten

alternative utregningsmåter ser vi oss nødt til å bruke denne metoden for å bestemme markedets risikopremie (Boye og Koekebakker, 2006:250).

Det er ingen som vet helt sikkert hva risikopremien for Oslo Børs er da denne varierer i forhold til markedet, men Gjesdal og Johnsen (1999) mener at den fremtidige risikopremien vil ligge lavere enn den historiske på 6 %. Vi støtter oss i litteratur hvor en risikopremie på 5 % før skatt viser seg å være "riktig" (Johnsen, 1996. Gjesdal og Johnsen, 1999. Boye og Koekebakker, 2006). Justert for skatt på risikofri rente gir oss en risikopremie på 5,87 % (= 5 % + 0,28 * 3,12 %)

5.1.3 Egenkapitalbeta

Beta, β , er et mål for den markedsrelaterte risikoen for en aksje, altså hvordan enkeltaksjer svinger relativt til hele markedet (Thoresen, 2006). Markedet har i gjennomsnitt en beta på 1, derav vil risikable investeringer ha en beta på over 1. En risikofri investering vil ha en beta på 0, noe som vil si at aksjen ikke faller i verdi hvis markedet faller fordi den er upåvirket av hvordan aksjemarkedet utvikler seg. Normalt sett ligger beta for aksjer mellom 0,5 og 2 (Dahl et. al., 1997), hvorav en beta på 0,5 vil si at avkastningen for aksjen er 50 % så variabel som avkastningen for markedet, altså børsnoterte selskaper, sett under ett.

Thoresen (2006:81) definerer beta som: "... matematisk som kovariansen (mellom markedets avkastning og den individuelle aksjens avkastning) delt på variansen (av markedsavkastningen)". På ligningsform kan denne skrives som:

$$\begin{aligned} \text{Beta} &= \frac{\text{Kovariansen (markeds avkastning, aksjeavkastning)}}{\text{Variansen (markedsavkastningen)}} \\ &= \text{Korrelasjonen (marked, aksje)} \times \frac{\text{Std. avviket (for aksjen)}}{\text{Std. avviket (for markedet)}} \end{aligned}$$

5.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

I mange tilfeller kan det være behov for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen, og da benytter man seg ofte av formelen betegnet som Weighted Average Cost of Capital, WACC (Boye og Meyer, 2008). I følge Boye og Meyer (2008:106) er långivers avkastningskrav reflektert i lånerenten, og derfor kan man benytte gjennomsnittlig lånerente som långivers avkastningskrav. En annen ting som er viktig å legge merke til er at det bare er den rentebærende gjelden som tas med ved utregning, fordi det underveis blir tatt hensyn til endringer i den rentefrie gjelden (Boye og Meyer, 2008). Formelen for WACC – tatt hensyn til skatt – er skrevet nedenfor:

$$WACC = a_{EK} \times k_{EK} + a_G \times k_G(1 - s)$$

Hvor:

a_{EK} – egenkapitalen

a_G – gjeldsandel

k_{EK} – avkastning for egenkapitalen

k_G – gjeldskostnad

s – skattesats

Svaret man kommer frem til skal, etter Miller-Modigliani-hypotesen, være uavhengig av hvordan bedriften er finansiert. I praksis vil dette si at hvis vi kommer frem til et avkastningskrav for SAS på 5,5 % vil dette tallet ikke endre seg hvis vi endrer for eksempel egenkapitalandelen (Boye og Meyer, 2008).

6 Strategisk analyse

6.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi foreta en strategisk analyse av SAS. I denne sammenheng ser vi det hensiktsmessig å benytte oss av en "top-down"-analyse (ovenfra-og-ned-analyse på norsk) for å identifisere selskapets verdidrivere – altså forhold som påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden og øke verdien av selskapet (Thoresen 2006:39). Det er viktig å merke seg at disse verdidriverne kan være forskjellige fra bedrift til bedrift.



Figur 4 - "Top-down"-analyse

I første del vil vi fokusere på makroøkonomiske forhold som påvirker flybransjen, mens i andre vil vi gjøre en analyse av den europeiske luftbransjen ved hjelp av Michael Porters "Five Forces"-analyse. I siste av avsluttende del vil vi foreta en SWOT-analyse for å analysere selskapsspesifikke faktorer.

6.2 Makroanalyse

I dette kapitlet skal vi se på hvilke makroøkonomiske som er spesielt viktig for SAS og hvem som er spesielt viktig for SAS baseres på hvilke faktorer vi mener vil kunne ha størst påvirkning på resultatet. Makroanalysen vil bli gjennomført i mønsteret av en PESTEL-analyse, dvs. at vi vil gå gjennom en gruppering av vanlige makroøkonomiske forhold. Makroanalysen er også det første trinnet i den top down analysen vi vil gjennomføre.

6.2.1 PESTEL

PESTEL - analysen er en utvikling av den tidligere pest analysen. Bokstavene står her for Political, economical, social og technological. De siste som kom til står for environmental og legal. Pestel analysen vil hjelpe oss å finne hvilke faktorer i omgivelsen som spiller en sentral rolle for SAS (Roos et.al., 2010).

6.2.2 Politiske forhold

For SAS vil det være flere politiske forhold som vil ha betydning. Først og fremst kan vi peke på det faktum av SAS er halvveis eid av de skandinaviske statene, noe som betyr at de faktisk er under direkte politisk kontroll. Men det er først og fremst andre makroforhold som vi skal se på her. Luftfartsbransjen har siden den skjøt fart etter andre verdenskrig innbefattet en rekke aktører som er statseide. Bransjen har i løpet av de siste tiårene opplevd en del dereguleringer i så måte, og det blir mer og mer fri konkurranse. Likevel er fortsatt luftfartsindustrien en bransje med en rekke reguleringer fra politisk hold. Dette gjelder både lovverk, tilgang til markeder og konkurransesituasjonen (Heracleous et.al., 2009).

Blant annet har det over lengre tid vært vanskelig å etablere seg på nye markeder. Det har ført til at luftfartsbransjen har vært sterkt avhengige av en del bilaterale avtaler mellom ulike land, for at selskapene skal kunne få muligheten til å etablere seg på nye markeder. Vi ser blant annet fra 2007 at EU og USA inngikk en slik avtale kalt "open skies" som ga amerikanske selskaper full tilgang til Europa og europeiske selskaper mulighet til fritt å sette opp flyvninger til destinasjoner i USA.

Fortsatt har politiske forhold sterk innvirkning på bransjen. I hvert fall hvis vi ser på konkurransesituasjonen. For på så måte ser vi i Norge at vi har en slags konkurransevridende effekt der SAS blir nektet å benytte seg av sitt eget lojalitetsprogram på enkelte ruter i Sør-Norge, for ikke å få et fortrinn i konkurransen først og fremst mot Norwegian på disse rutene, blant annet Oslo – Bergen. Her får ikke SAS lov til å la sine reisende samle opp bonuspoeng. Videre er også lufthavnene selvstendige og dermed på sett og vis naturlige

monopoler. Dette kan man si gir utslag som et resultat av mangelfull regulering. Med denne teorien som grunnlag, der lufthavnene er selvstendige, vil de kunne ta egne priser og avgifter mot flyselskapene. Vi vil her se på Moss lufthavn Rygge som et eksempel. På Rygge har vi sett av Norwegian begynte å sette opp en base, og de hadde forhandlet seg frem til en pris. Senere har Ryanair kommet på banen og fått helt andre priser og vilkår enn det Norwegian hadde. Dette har ført til at Norwegian sa takk og farvel til Rygge og nå setter opp basen på Torp i stede. Videre har også Moss lufthavn Rygge fått et politisk vedtak med et makstak på 12.000 flybevegelser i året. Gardermoen har ikke noe tak på antall flybevegelser og ei heller Torp.

Vi kan her se at politiske faktorer i stor grad er med på å legge føringer og påvirke luftfartsbransjen i det daglige, også gjennom påvirkning av de andre faktorene i PESTEL-analysen. Noe som også direkte rammer inntjeningen og konkurransesituasjonen til SAS i hvert fall på innenlands markedet i Norge. Likevel oppfatter vi at Norge og de Europeiske landene har relativt stabile politiske retninger og at store endringer i rammevilkårene for luftfartsbransjen er relativt usannsynlig.

6.2.3 Økonomiske forhold

De mest klassiske økonomiske makroøkonomiske forholdene vi har er renter, valuta og konjunktur situasjoner (Roos et.al.,2010). Når vi i mikroøkonomien snakker om ulike typer goder, vil reiser klassifiseres som et luksusgode. I den grad det er et gode som vil etterspørres i gode tider og som vil være et av de første som kuttet ved nedgangstider. Dette ser vi både gjennom trendanalyser gjort tidligere på den norske befolkningen der vi ser at i perioder med dårlig økonomi vil antallet "sydenferier" minke drastisk og "norgesferie" øke tilsvarende. Vi kan også se det på hva som skjedde etter finanskrisen i 2008, i over femti år har luftfartsindustrien opplevd økende passasjertall. En trend som ble brutt i 2008 og 2009 som en direkte konsekvens av at reiser er et luksusgode. Slik at SAS helt klart har en utfordring i forhold til det å skulle snu sin situasjon i dagens marked som opplever nettopp en lavkonjunktur. SAS har hele tiden vært veldig innrettet mot næringslivet, men også bedriftene blir mindre reiselystne i tider med dårlig økonomisk klima. Bedrifter har ofte et

større behov for å reise enn de private har, men substitutter kommer i økende grad, dette vises spesielt i nedgangstider, f. eks i bruken av videokonferanser.

Renter er også en annen ting som vil påvirke SAS direkte. SAS er i stor grad gjeldsfinansiert og renter blir derfor en viktig faktor. På den gjelden SAS allerede har vil en relativt moderat renteøkning kunne føre til store ekstrakostnader i forhold til kapitalkostnaden. Samtidig vil man sett opp mot miljøaspekter og effektivitetspress føle ett behov for mer effektive og nyere fly. Dette er en kostbar affære se bare på Norwegian som i februar i år gikk ut og kjøpte fly for 127 mrd norske kroner. Svært få selskaper har den type penger å investere. De må derfor ut å låne penger til finansiering av blant annet anskaffelsen av nye fly, noe som igjen gjør renten til en viktig faktor.

Valuta er det tredje store momentet av økonomiske forhold. SAS og luftfarten er veldig internasjonal, og både inntekter og kostnader kommer i flere forskjellige valutaer. For SAS sin del så vil vi påstå at de viktigste er Kroner (alle de skandinaviske), Euro og Dollar. Blant annet vil valutakursene direkte påvirke SAS' konkurransekraft. En sterk krone vil gjøre produktet relativt dyrere for utlandet, men samtidig gjøre etterspørselen større blant skandinaver, og vice versa. Videre er en av de klart største og samtidig mest kritiske og viktigste utgiftspostene for SAS prisen på fuel. Sett opp imot Norwegian har SAS en vesentlig eldre flyflåte, noe som også betyr et større forbruk av fuel (Heracleous et.al., 2009). Grunnen til at jeg velger å sette fuel inn her, er rett og slett fordi at fuelpriser oppgis i Dollar og følger en tett korrelasjon mot oljeprisen. Dermed vil dagens situasjon være lite gunstig for SAS. Per i dag har vi både en lavkonjunktur, høye oljepriser særlig som en følge av den arabiske våren. Og siden alt dette skjer i Dollar først og fremst vil valuta kursen være kjempeviktig for SAS' vedkommende.

Mye av dette kan de møte og delvis gardere seg mot, noe de også gjør. Hvis vi først velger å se på risikofaktoren knyttet til svingninger i oljeprisen og derigjennom prisen på fuel, så kan de begrense dette ved bruk av det finansielle instrumentet futures – kontrakter. Ved å bruke

futures – kontrakter kan de kontraktsfeste en fremtidig pris basert på dagens situasjon. Dette vil kunne gi de en bedre mulighet for å planlegge litt frem i tid. I forhold til valutasvingninger så kan de også her begrense risikoen ved hjelp av finansielle instrument i form av terminkontrakter. Her vil de også kontraktsfeste en fremtidig pris for å skape en hvis form for prisstabilitet på valuta/ mulighet for å planlegge uten å spekulere i kursens svingninger. I forhold til svingninger i konjunkturer er det ikke så mye de kan gjøre. Men de kan jo se over rutenettet i sitt og legge ned/pause noen ruter dersom de ser at de befinner seg i en situasjon der destinasjonen ikke er attraktiv for publikum, men at den i en oppgangskonjunktur igjen kan bli det. Det samme gjelder for så vidt også for sesongsvingninger, her kan ruter åpnes/nedlegges på samme måte som hotellene velger, og kun holde åpent noen måneder i året og lignende. Samtidig kan det se ut som om SAS kjører en annen aktuell taktikk i form av massive kampanjer på billigreiser til det som normalt sett er destinasjoner som pr dato ikke er de mest besøkte.

6.2.4 Sosiokulturelle forhold

Viktige sosiokulturelle faktorer er f.eks befolkningsvekst, demografi, sosiale forskjeller og sosiale normer og vaner (Roos et.al.,2010). Befolkningsvekst i Norge vil gi flere potensielle passasjerer og er således positivt, men ikke noe som vil gi noen umiddelbare effekter. Samtidig opplever Norge en stor demografisk endring. Lenge har vi hørt snakk om den beryktede "eldrebølgen" som skal komme om noen år. Dette kommer til å bli et meget spennende segment fremover. Dagens befolkning blir stadig eldre og stadig friskere, samtidig som at de generasjonene som blir fremtidens eldre ikke lenger har den samme spare- og nøysomhetskulturen, som deres foreldre og besteforeldre hadde. De har ofte en del penger etter at de har betalt ned lånene sine, og de har gjerne også solgt sine store hus og flyttet inn i noe mindre. Og de er villige til å bruke disse pengene på seg selv. De har de en reise og opplevelseslyst, samtidig som de setter pris på komfort og service. Her burde SAS virkelig sette inn støtet fremover.

Vi ser en endring i menneskers prioriteringer. Det kan virke som om det er en fokusvridning bort fra et hig etter jobb og karriere. Dagens befolkning etterspør heller fritid og tid med

venner og familie. Langhelger blir også en mer vanlig ferieform for de som fortsatt klatrer på karrierestigen. Samtidig kan en voksende middelklasse i en rekke østeuropeiske land danne et fremtidig interessant marked for SAS. Både SAS som selskap og for SAS som konsern med blue1 som en etablert aktør i Baltikum. Der deler av den demografiske veksten i Skandinavia er et resultat av arbeidsinnvandring fra østeuropeiske land, og vil således antakelig føre til økt etterspørsel etter reiser mellom Skandinavia og Øst-Europa i fremtiden.

Videre ser vi en økende vekst av unge voksne som tar høyere utdanning, og av denne grunn vil få bedre betalte jobber. Dette er noe som kan komme til å bli positivt for SAS. Norwegian er ute og tilbyr lavprisreiser til arbeiderklassen og oppover, ref deres visjon om å gjøre flyreiser tilgjengelig for alle. Likevel tror jeg den voksende gruppen med utdannede og kunnskapsarbeiderne vil kunne være villig til å betale litt mer for ekstra service, komfort og spennende destinasjoner. Der vi ser at denne gruppen klatrer mot toppen av Maslows behovspyramide og ønsker å realisere seg selv. Denne gruppen er også interessert i å oppleve andre kulturer og bli multikulturelle borgere i fremtiden. De ønsker å realisere seg selv både som globetrottere og som mennesker åpne for andres kulturer.

Etter terrorangrepet på World Trade Center i 2001 ble det umiddelbart innført en rekke nye sikkerhetstiltak både på flyselskapene og på lufthavnene. Dette sendte et veldig viktig signal og viste at myndighetene tok ansvar for å gjøre flybransjen trygg. Luftfartsbransjen er veldig avhengig av tillit fra befolkningen slik at befolkning fortsatt tørr å fly. Likevel så man umiddelbart etter 11. september at mange ble skremt og SAS opplevde en nedgang på 3,2 % i passasjertallet i september/oktober 2001. (nrk.no/okonomi). Selv om innføringen av sikkerhetstiltakene er et tiltak for å opprettholde passasjertallene så pålegger de også flyselskapene betydelige merkostnader. Og selv om de er blitt lempet i den senere tid vil de fortsatt være betydelige. Samtidig har sikkerhetstiltakene ført til at bevisst menneske skapte ulykker slik som kapringer og lignende, nærmest er utryddet. Likevel er det en hvis mistillit til bransjen etter medieoppmerksomhet rundt andre havarier. Dette har også rammet SAS særskilt etter havariet til et MD-80 fra det SAS eide selskapet SpanAir i Madrid august 2008, hvor 153 mennesker omkom. (Boarding.no).

Et annet sosiokulturelt forhold som er verdt å nevne er andelen av businessclass-passasjerer. Businessclass-passasjerer er kjent for å etterspørre høy punktlighet og høy service. De er også villige til å legge noen ekstra kroner på bordet for å få nettopp dette. Business class passasjerene har også tidligere visst seg å være mindre priselastiske, dvs. at de er mindre følsomme ovenfor prisendringer enn economy passasjerene. Dermed har business class passasjerene vært et godt segment.

6.2.5 Teknologiske forhold

Flybransjen har vært i utvikling i snart 100 år og vil således kunne betegnes som en moden bransje. Flybransjen har helt fra den spede begynnelsen holdt et stort fokus på nyvinninger hele veien (Heracleous et.al., 2009). Bransjen har per i dag tatt i bruk mange teknologiske løsninger som blant annet helautomatiske billettsystemer, og ground service er i stor grad basert på teknologi. Fremtidens teknologiske fokus for bransjen vil nok ligge på å skape enda bedre løsninger og prosesser rundt selve flyvningen. Løsninger for billettsalg, innsjekk og bagagedrop vil kunne bli enda bedre, og mer strømlinjeformede/ integrerte løsninger vil gjøre ting enklere og mer effektivt både for reisende og selskapene. Samtidig som man vil se mer gunstige løsninger på flyene, som vil gjøre de både mer klima og miljøvennlige, i tillegg til at flyene vil bli lettere, man vil få en mer støydempet kabin og mer effektive motorer som vil føre til en bedre fueconomy. Det er flere faktorer som vil kunne gjøre driften av SAS mer lønnsom og effektiv.

Teknologiutvikling i andre bransjer vil også kunne by på utfordringer for SAS. Blant annet er høyhastighetstog en voksende popularitet. Dette fordi at begynner å bli meget effektive, og de vil snart bli konkurranse dyktige på tid. Dette ved at de går fra sentrale plasser og krever lite i forkant, det ser man for eks. er på strekningen Oslo – København. Den vil kunne bli gjort på 2 timer og 20 minutter (f-b.no), samtidig vil en som bor i Oslo måtte bruke 18- 40 min til Gardermoen, bruke mellom 30 og 60 min på innsjekk, bagasje, sikkerhetskontroll, og boarding. Før flyet vil bruke ca 50 min i luften og deretter vil han bruke ca en time fra Kastrup til København. Dette taler for mye mas og 3 -4 timer fra dør til dør. Dermed vil høyhastighetstog bli en trussel i fremtiden. Videre forskes det på vac trains (vakumtog)

(en.wikipedia.org) noe som vil kunne komme om en 10 års tid, og føre til en reisetid mellom London og New – York på rett under en time.

6.2.6 Miljøforhold

Vi ser at luftfartsbransjen er en av de store skurkene når det kommer til klimagassutslipp. Dette er med på å akselerere den globale oppvarmingen. Dette gjør at luftfartsbransjen er utsatt for sterkt press fra miljøvernere, og det er spekulert i at det vil komme sterkere miljøreguleringer fra myndighetene på sikt. Dette vil gjøre at bransjen er enda mer avhengig av teknologisk utvikling og mer effektive operasjoner og å følge fremtidens krav. Samtidig vil de klimatiske utfordringene påvirke bransjen direkte. Spådommer som settes i sammenheng med global oppvarming og utslipp av miljøgasser tilsier at vi vil oppleve mer ekstremvær og ustabile klimasituasjoner. Dette vil kunne påvirke flybransjen kraftig der den vil kunne oppleve driftsopphold som er svært negativt i en bransje som er såpass hardt presset på marginer og tidspress allerede i dagens situasjon. Se bare askeskyproblematikken fra april 2010, hvor den Islandske vulkanen Eyafjellajökull hadde utbrudd og lammet luftfarten i Europa i lange tider.

6.2.7 Lovmessige forhold

Vi ser at en rekke forhold under denne kategorien vil påvirke SAS, både regnskapslovgivning, arbeidslivslovgivning og miljølovgivning for å nevne noen (Roos et.al.,2010). Vi ser allerede i dag at mange bevisste kunder velger å styre unna lavprisselskaper som f. eks Ryanair. Dette som en respons til selskapets behandling av de ansatte som jobber på "slavekontrakter", og har svært mangelfulle rettigheter som arbeidstakere. De operer dog ikke under norske, men Irske lover. Samtidig ser vi at den skandinaviske lovgivning beskytter de ansatte, og SAS sliter voldsomt med å forhandle med de ansatte og deres utallige fagforeninger, hvor de aldri klarer å bli enig om noe som helst. "Hver gang" SAS prøver å gjennomføre kostnadsreducerende tiltak vil alltid en eller flere fagforeninger sette seg på nakken. Således kanskje et løsere regelverk kunne hjelpe SAS til å bli mer konkurransedyktige.

6.2.8 Oppsummering

Her kan vi se at SAS og luftfartsbransjen generelt står ovenfor tøffe utfordringer i det makroøkonomiske miljøet. Politiske faktorer tror vi vil være med på å gjøre at SAS får det litt tøffere i Norge da de ikke får bruke bonusprogrammet sitt på de mest trafikkerte rutene i Sør-Norge.

Økonomiske forhold er som vi sier over et svært viktig moment for SAS. SAS skal ut å bytte ut deler av flyflåten i fremtiden (se vedlegg 16.5). Dette er noe som vil finansieres gjennom operasjonell leasing(årsrapport 2011). Da er det sånn at leasingrenten blir viktig for SAS. Videre vil konjunktorene være viktig, vi har nettopp vært gjennom en finanskriser, noe som har påvirket SAS sterkt. Vi tror at vi er på vei ut av krisen nå, og at vi i fremtiden og i den perioden vi har lagt til grunn vil få en bedring i konjunktur situasjonen. Dette vil føre til en større etterspørsel etter reiser, både blant bedrifter og private. Dette vil være gunstig for SAS. Oljeprisen tror vi, basert på informasjon blant annet fra US EIA vil gå mot en oljepris på ca 100 dollar fatet i 2021. Valutakurser og oljeprisen kan også sikres med finansielle instrumenter slik at dette ikke vil dra i noen retning for SAS.


Sosiokulturelle forhold vil dra litt i begge retninger. Befolkningsveksten og den demografiske utviklingen i Norden og i Europa vil være positiv. Vi har en voksende middelklasse og folk vil gjerne reise. Vår voksende eldre garde vil også være bedre økonomisk rustet og ha penger til å reise, dog blir befolkning stadig mer engstelig for sin egen sikkerhet. Luftfarten har tidligere blitt offer for terrorister. Dette sammen med stadige avisoppslag om både det ene og det andre vedr luftfarten bl.a. piloter som er fulle/trøtte/slitne/overarbeidet, selskaper som tar lett på vedlikehold osv, gjør at luftfarten kan bli svekket i konkurransen mot stadig mer effektive substitutter. Vi mener at de sosiokulturelle forholdene vil kunne svekke SAS noe i fremtiden.

De teknologiske forholdene vil på mange måter påvirke luftfarten og SAS positivt. De vil medføre lavere salgskostnader, handling kostnader og lignende. Dog tror vi at den

teknologiske utviklingen i stor grad vil kunne påvirke SAS negativt hva gjelder en effektivisering og forbedring av konkurrenter og substitutter.

Miljøfaktorene vil påvirke SAS negativt mener vi, dette mener vi på bakgrunn av at det krever at SAS på sikt legger om til en mer miljøvennlig flåte, noe som krever store investeringer. Samt at dersom utviklingen i globaloppvarming fortsetter å øke jordens gjennomsnittstemperatur, vil dette medføre mer ekstremvær og force majeure. Dette vil medføre nedetid og havarier, noe som trekker i negativ retning.

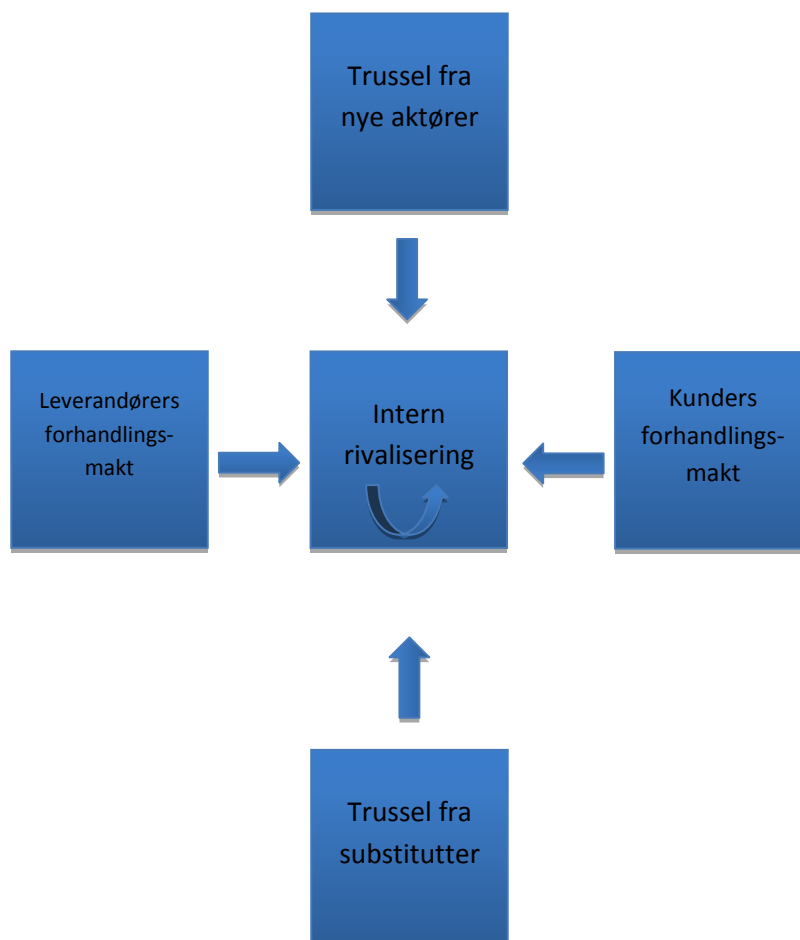
Lovmessig er Norge og Norden stabile land som vi antar også i fremtiden vil være relativt greie å forholde seg til. Alt i alt vil vi da si at enkelte faktorer vil hjelpe SAS ved å kunne bidra kostnadsreducerende, men vi tror også at enkelte faktorer kan virke hemmende på passasjervekst. Slik at SAS vil kunne lide litt under dagens makroøkonomiske miljø.

Trusselnivå 	Svakt	Moderat	Sterkt
Politiske faktorer		X	
Økonomiske faktorer			X
Sosiokulturelle forhold		X	
Teknologiske forhold		X	
Miljø forhold			X
Lovgivende forhold	X		

Tabell 4- Oppsummering PESTEL

6.3 Bransjeanalyse

Vi skal nå se på bransjespesifikk eller omgivelsesbasert tilnærming som den også kalles, hvor fokuset er på krefter som påvirker bransjen som helhet, dets konkurransesituasjon og konkurransefortrinn (Hoff, 2009). Michael E. Porters "Five-forces"-analyse (1979) vil bli brukt for å belyse akkurat dette. Enhver bransje har en underliggende struktur, eller et sett med fundamentale økonomiske eller tekniske karakteristikk som gir grunnlag for konkurransekrefter. Porter var interessert i hvorfor noen industrier var mer lønnsomme enn andre, og konkluderte med at det var en funksjon av fem krefter: trussel fra nye aktører, leverandørers forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt, trussel fra substitutter og intern rivalisering mellom eksisterende konkurrenter.



Figur 5 - Porters five forces (1979)

Analysen i seg selv gjelder på bransjenivå, men vi vil ha et ekstra fokus på SAS og de forhold som påvirker selskapets strategiske situasjon.

6.3.1 Trussel fra nye aktører

I denne delen av analysen vil ha et stort fokus på trussel fra nye aktører i Norge da vi har mest innsikt i det norske markedet, men påstandene vi kommer med er gjeldende i resten av de nordiske landene og deler av Europa slik at analysen ikke svekkes i stor grad.

Flybransjen generelt er kjent for å være kapitalkrevende og fylt med hard konkurranse, noe som fører til at mange går med store underskudd på grunn av små marginer. Nye inntrengere kan øke konkurransenivået og senke hvor attraktiv bransjen er. Mye avhenger av inngangsbarrierene for nye selskaper – er det mange vil det være lav trussel fra nye aktører og motsatt ved få barrierer. Det finnes allerede mange konkurrenter innenfor lufttransport hvis vi ser på det globale markedet som en helhet. Blant annet Lufthansa Group, United Continental Holdings, Delta Air Lines, Air France-KLM Group for å nevne noen av de store (wikipedia.org). Antall aktører har i løpet av det siste tiåret økt betraktelig, og spesielt lavprisselskapene har gjort sitt inntog. I Norge er det hovedsakelig to konkurrenter, nemlig SAS og Norwegian, men Danish Air Transport (DAT) og RyanAir bør også nevnes.

På papiret er det relativt enkelt å starte opp et flyselskap fordi fly kan leases og mange av tjenestene som trengs for å drive et flyselskap kan outsources til en tredjepart. Det er også slik at de største irreversible kostnadene (sunk cost) som oppstår ved bruk av flyplass- og luftfart-anlegg kontrolleres av det offentlige og betales etter forbruk til priser som ofte er lavere enn virkelige kostnader. Dog er det ikke tatt hensyn til markedsføringskostnader og andre rutekostnader eller tap forbundet med drift i denne teorien.

Holloway (2008) påpeker at antall flyselskaper påvirkes blant annet av statlig regulering i form av lisensiering av ruter. Det må søkes til staten hvis en ønsker å starte flyvninger

innenfor et gitt område, og det er ofte hard konkurranse om strekningene. Bare i 2011 søkte 8 flyselskaper til den norske stat om å drive regionale flyvninger innenlands (regjeringen.no). Dette resulterte i en reduksjon i årlige kostnader på flykontrakter med 50 MNOK (doffin.no), som igjen er med på å senke marginene til selskapene da de må konkurrere om å være billigst.

Videre påpeker Holloway (2008) at restriksjoner i infrastrukturen kan gjøre det vanskelig for nyetablerte flyselskaper. Norge er et langstrakt land med mange små innenriksruter som gjør det nødvendig med et godt flytilbud. Avinor kontrollerer og eier 46 flyplasser i Norge (www.avinor.no) hvor de bestemmer gatepriser, flyavganger og alt som ellers har med flyplasser innenlands å gjøre. Det er dessuten ikke bruk for, eller økonomisk hensiktsmessig for Avinor å bygge flere flyplasser i Norge. Dette gjør det vanskeligere for nye aktører å komme seg inn på markedet, da alle rutene i Norge allerede er sysselsatt. Geografisk er det også inngangsbarrierer på grunn av kort avstand mellom mange av flyrutene. I dag er det bare Widerøe og DAT som kan kombinere fly med 30 seter og trykkabin på korte rullebaner (toi.no)

Hvor attraktivt det er å komme seg inn på et marked er med på å øke eller senke trusselen fra nye aktører. Ved høy lønnsomhet, eller attraktivitet vil trusselen øke og motsatt. Vi anser trussel fra nye aktører som lav, men trusselen fra allerede etablerte aktører er større da for eksempel Norwegian hele tiden prøver å kapre mer markedsandel.

6.3.2 Leverandørenes forhandlingsstyrke

En leverandør kan ha stor påvirkning på et selskap gjennom prising av for eksempel material- og komponentkostnader. Jobber og Fahy (2009:321) påpeker at forhandlingsmakten til leverandørene er høy hvis:

- Det er mange kjøpere og få dominante leverandører
- Det er differensierte produkter med høy verdi
- Leverandørene kan integrere seg fremover i industrien
- Kjøperne ikke integrerer seg bakover i industrien
- Industrien ikke er en viktig kundegruppe for leverandørene

Hvis det er mange leverandører og få kjøpere vil forhandlingsmakten til leverandørene være lav, og de er avhengig av kjøpers eksistens for å overleve. De leverandørene som det kan være viktig å ha makt over er de ansatte, flyplasser, flyprodusenter og eventuelle andre leverandører.

6.3.2.1 Ansatte

I Norge og generelt i Europa, blir ansatte beskyttet av fagforeninger og tariffavtaler som gjør det vanskelig å forhandle frem nye avtaler. Dette er et kjent tilfelle i SAS, og har resultert i at de bruker tre ganger så mye på ansatte pr. kilometer de flyr i forhold til Norwegian (dn.no). Gjennom "Core SAS" og nå "4Excellence" skal SAS prøve å spare inn totalt 7.8 milliarder SEK (sasgroup.net). Fagforeningen for de kabinansatte hos SAS i Danmark (CAU) har allerede vært i streik før årets forhandlinger og viser at det ikke er lett for SAS å forholde seg til 37 fagforeninger. Vi mener av den grunn at forhandlingsmakten til de ansatte er moderat og er med på å holde prisnivået til SAS på et høyere nivå enn konkurrenters.

6.3.2.2 Flyplasser og andre leverandører

Selv om flyselskapene er store og viktige kunder er forhandlingsmakten over flyplassene liten – grunnet begrenset kapasitet – spesielt på store flyplasser. Flyplassene er klart avhengige av flyselskapene, men de vet at konkurransen er hard og at det alltid er noen som

vil betale det lille ekstra for å komme inn på markedet. På små til middels store flyplasser derimot kan forhandlingsmakten være større grunnet mindre pågang fra andre aktører og fri kapasitet. Som et ledd i "Core SAS"-strategien ble det kuttet ned på flyvninger fra Oslo og Stockholm til utlandet og København ble endret til hovedknutepunkt (main hub). Denne endringen gjør at SAS bruker flyplassene i Oslo og Stockholm mindre og får derav mindre forhandlingsmakt overfor flyplassene. Forhandlingsmakten overfor leverandører av flymat, tax-free varer og lignende er på den andre siden stor, da disse varene ofte ikke er differensierte og kan lett leveres fra en annen leverandør. Noen flyselskaper velger å overta håndtering og levering av varer til egen drift såfremt det viser seg å være lønnsomt.

6.3.2.3 Flyprodusenter

Markedet for produsenter av store passasjerfly kan ses på som et duopol mellom europeiske Airbus og amerikanske Boeing. Disse har stor forhandlingsmakt, men avhenger dog mye av hvordan markedet er. Etter finanskrisen var det ledig kapasitet hos produsentene, og gjorde at de flyselskapene med muligheter for å skaffe finansiering kunne bestille fly til gode priser. I dag er situasjonen annerledes, og produsentene har liten ledig kapasitet og da vil naturlig nok forhandlingsmakten til flyselskapene senkes.

Selv om flyselskapene har liten forhandlingsmakt over flyprodusentene slik dagens situasjon er finnes det andre muligheter som for eksempel leasingselskaper eller bruktmarkedet for fly. SAS leaser i dag over halvparten av flyene sine (jf. årsrapport 2011), og viser at leasingselskapene er en viktig leverandør. På verdensbasis finnes det mange leasingselskaper som gjør at flyselskapene har mange å velge mellom. Naturlig nok øker dette forhandlingsmakten til flyselskapene og er med på å senke skiftekostnadene forbundet med å kjøpe eller lease fly.

SAS har relativt høy forhandlingsmakt over leverandørene sine, noe som gjør at de kan forhandle frem gode avtaler og holde kostnadene nede. Vi anser leverandørens forhandlingsmakt totalt sett som moderat til lav.

6.3.3 Kundenes forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingsstyrke relateres til i hvor stor grad kundene kan legge press på leverandørene. Hvis kundene har høy forhandlingsstyrke kan dette føre til for eksempel lavere pris, eller høyere kvalitet på produktene som selges. Jobber og Fahy (2009:321) påpeker at kunders forhandlingsstyrke er større når:

- Det er få dominante kjøpere og mange selgere
- Produktet eller produktene er standardisert
- Kjøperne truer med å integrere bakover i industrien
- Leverandørene ikke truer med å integrere framover i kjøpers industri
- Industrien er ikke en viktig leverandør for kjøper

Ved diskusjon av kunders forhandlingsstyrke i flybransjen kan det være lurt å dele dem inn i henholdsvis privatkunder og bedriftskunder. En stor forskjell på disse to er at privatkunder ofte er mer prissensitiv enn bedriftskunder. I følge en rapport fra SAS i 2004 har privatkundene til SAS en priselastisitet på -1,3 (sasgroup.net) som sier oss at hvis prisen går opp 10 % faller etterspørselen fra privatkundene med 13 %. Gjennom internettets utvikling har privatkunders forhandlingsstyrke blitt høyere. Det er nå veldig enkelt å sammenligne priser, reisetider og reiseruter på internett som gjør det enkelt å finne den reisen som passer gitte preferanser som pris og reisetid. Grunnet privatkunders prissensitivitet er ofte lavprisselskaper det mer naturlige valg, og kommer av at privatkunder har mulighet til å vente eller bruke lengre tid på reiser – enn bedriftskunder som ofte er bundet av et tidsskjema – for å få en lavere pris på billettene. Selv med internettets utvikling har ikke privatkunder totalt sett stor forhandlingsmakt: De er mange, men uten kommunikasjon og påvirker bare flyselskapene som enkeltindivider og ikke en samlet enhet.

På den andre siden har vi bedriftskunder, som i motsetning til privatkunder er mindre prissensitive, med en priselastisitet på -0,9. Bedriftskunder har større krav til service, punktlighet og hyppige avganger enn prisen i seg selv. Middels til store bedrifter har også muligheter til å inngå stordriftsavtaler med gode priser da de er viktige kunder som flyr ofte.

SAS har gjennom “SAS Core” hatt et sterkt fokus på bedriftsreisende, og begrunnet dette med at de er mer lønnsomme enn privatkunder. Dog har SAS nå gjennom deres nye strategi “4Excellence” flyttet blikket mer over på privatkunder, og senker derfor bedriftskundenes forhandlingsstyrke (sasgroup.net).

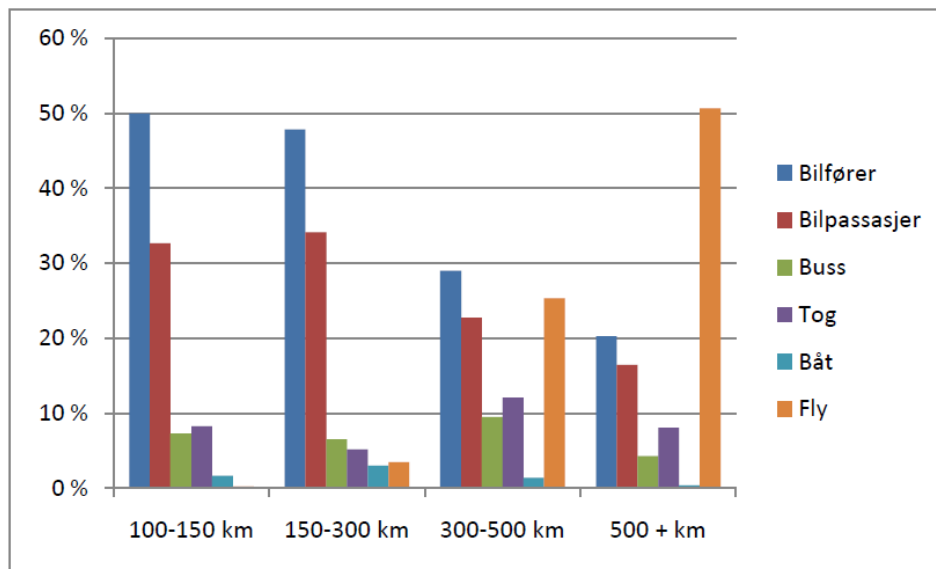
Landene i Skandinavia er langstrakte og har liten populasjonstetthet i forhold til areal. Flytrafikken spiller derfor en stadig viktigere rolle for fordi den korter ned avstanden mellom virksomheter og mennesker, samtidig som den ofte er den raskeste måten å komme seg mellom to punkter på. SAS’ rykte og merkevare, gode service og punktlighet er med på å senke forhandlingsstyrken til kundene. Siden 2009 har SAS vært Europas mest punktlig flyselskap (sasgroup.net), og det har mye å si for kundene. Vi kan konkludere med at kundene har potensialet til å ha stor forhandlingsmakt, men grunnet mangel på kommunikasjon mellom alle partene er forhandlingsmakten lav.

6.3.4 Trussel fra substitutter

Substitutter er alternative produkter eller tjenester som dekker de samme behovene, og kan gjøre en bransje lite attraktiv eller lønnsom ved at de begrenser prisnivået. Jobber og Fahy (2009:321) påpeker at trusselen fra substitutter avhenger av:

- Kjøpers vilje til å substituere
- Prisen og ytelsen til substituttene
- Byttekostnader

Vanlige substitutter til å ta fly kan være andre transportmidler som bil, buss, tog og båt. Som vist i figuren nedenfor er det bil som er mest brukt på korte strekninger, fordi det ikke er tids- eller kostnadmessig å ta fly. Når strekningene begynner å bli over 300km er det flere og flere som tar fly. En av grunnene til dette er at det er liten utbygging av høyhastighetstog og motorveier i Skandinavia sammenlignet med Sentral-Europa. For at noen av disse substituttene skal utgjøre en trussel, må det gjøres store utbygninger i infrastrukturen i Skandinavia noe vi ikke ser blir gjort i nærmeste fremtid.



Figur 6 - Transportmiddelfordeling i ulike avstandsintervaller (hentet fra: toi.no)

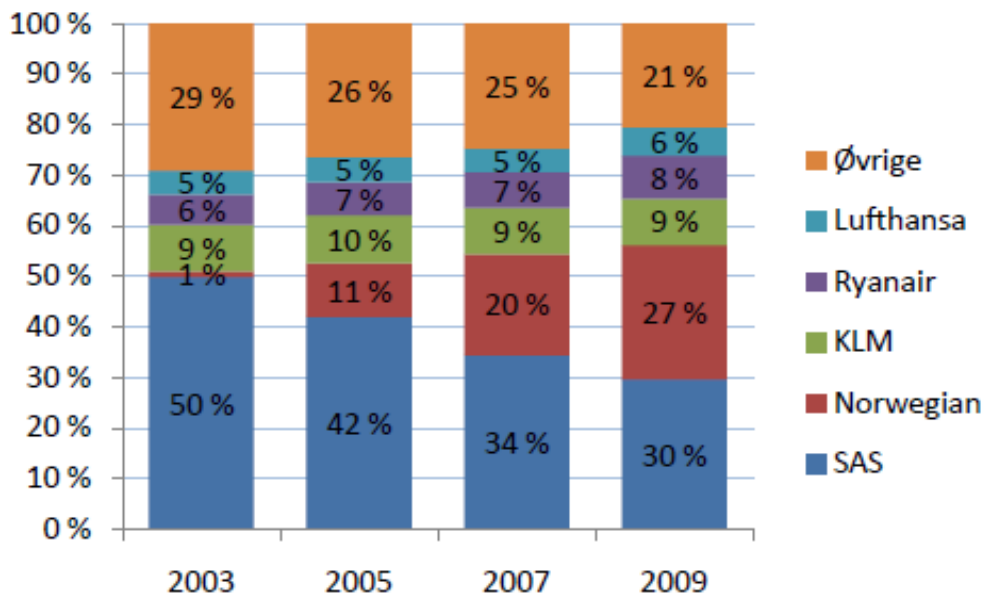
En annen form for substitutt som har blitt populær de siste årene er multimediekommunikasjon. Bruk av denne form for kommunikasjon kan fjerne behovet for tradisjonelle møter hvor personer møter fysisk opp ansikt-til-ansikt. Kostnadene og tidsbruk ved denne metoden er lav siden den ikke krever at personene må reise for å møtes, og vi mener den derfor kan være en trussel i fremtiden når teknologien er videreutviklet. Porter (1979:3) sier at selv et selskap med en sterk posisjon i en bransje med få potensielle inntrengere vil ha lav avkastning hvis det står overfor en overlegen substitutt eller en rimeligere erstatning. Slik markedet er i dag ser vi trusselen fra substitutter som lav på lange strekninger, men buss og tog kan gjøre seg gjeldende som trussel på korte til mellomlange innenriksruter mellom storbyer.

6.3.5 Intern rivalisering mellom eksisterende selskaper

Rivalisering i en industri eller bransje, vil si hvor sterk konkurransen er. Intensiteten av rivaliseringen er i følge Jobber og Fahy (2009:321) avhengig av:

- Konkurransesstrukturen
- Kostnadsstrukturen
- Grad av differensiering
- Byttekostnader
- Strategiske mål

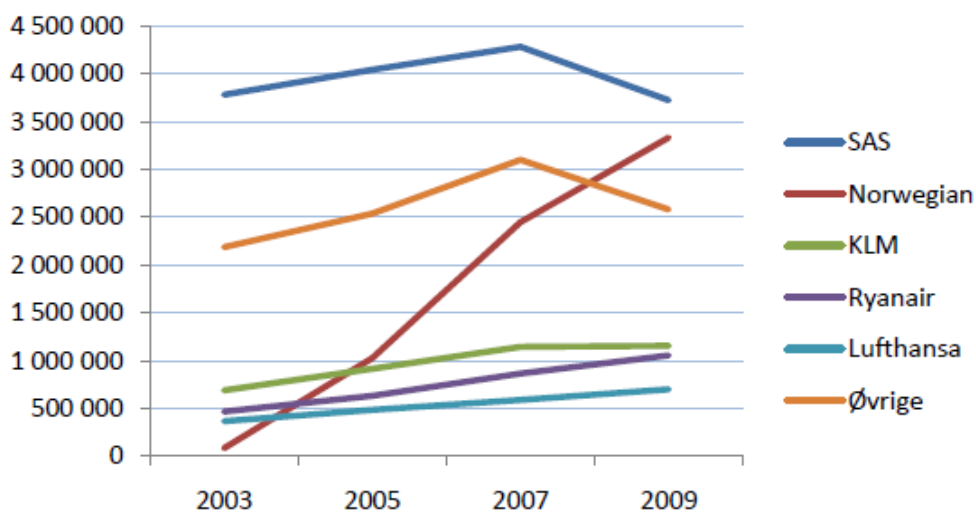
- Exit-barrierer



Figur 7 - Markedsandeler for flyselskaper i Norge (hentet fra toi.no)

6.3.5.1 Konkurransesstrukturen

Det har vist seg at rivaliseringen er mer intens i markeder hvor det er mange små konkurrenter, eller få konkurrenter som er likestilte. I Norge var det i alt 35 selskaper som knivet om markedsandeler i 2009, og de fleste av selskapene er relativt små i forhold til passasjertall (toi.no). Markedsutviklingen for fem av disse selskapene er presentert i tabellen nedenfor.



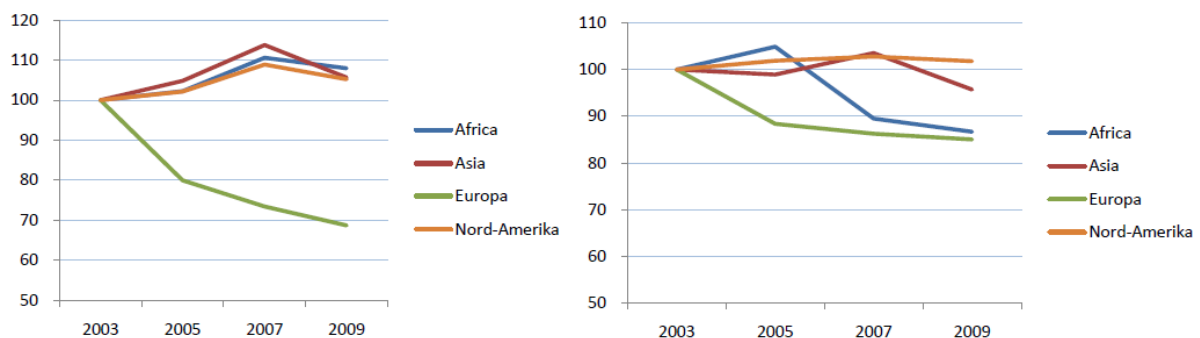
Figur 8 - Antall passasjerer flyselskaper i Norge (hentet fra: toi.no)

Som vist i tabellen er SAS fortsatt den største aktøren i markedet, men har fått stor konkurranse spesielt fra Norwegian i løpet av de siste årene. Norwegian hadde en trafikkvekst på 49 % mellom 2007 og 2009 (jf. figur 5), og vi kan av den grunn konkludere med at de har passert SAS' innenfor markedsandel i driftsåret 2011.

En tommelfingerregel er at det ved gode tider er lav rivalisering, og ved dårlige tider høy rivalisering. Alle selskapene har til felles at de vil øke markedsandeler og inntektene sine. Generelt er flybransjen preget av høye andeler av faste kostnader og forholdsvis lave marginalkostnader. Dette og finanskrisens ettervirkninger er med på å gjøre rivaliseringen høyere. SAS' dom fra 2007 for industrispionasje på Norwegian understreker bare påstanden vår om at konkurransen er høy (nrk.no).

6.3.5.2 Kostnadsstrukturen

Som nevnt tidligere er flybransjen en kapitalkrevende bransje, og det er med på å gi rom for kostnadskutt i form av effektivisering for de selskapene som ser muligheten. Denne effektiviseringen påvirker rivaliseringen mellom eksisterende selskaper, da et kostnadskutt ofte kan reflekteres i prisen på billetter. Et selskap som kutter kostnadene sine kan som oftest senke billettprisene, og jo lavere billettpris jo flere kunder tiltrekkes.



Figur 9 - Prisutvikling på verdensbasis (hentet fra; toi.no)

I tabellene ovenfor ser vi prisutviklingen på verdensbasis for reisende. Denne trenden går ned, som i realiteten vil si at det er blitt billigere å reise de siste årene både for privat- og bedriftskunder – spesielt innenfor Europa.

6.3.5.3 Grad av differensiering

Videre har det vist seg å være høy rivalisering i bransjer med lite produktdifferensiering, og lav rivalisering i bransjer med svært differensierte produkter. Innenfor flybransjen finnes det normalt sett to typer selskaper, henholdsvis lavprisselskaper og “vanlige selskaper”.

Lavprisselskaper går implisitt etter å være billigst på markedet, mens vanlige selskaper går for en all-round-strategi hvor de er litt dyrere mot at kunden mottar ekstra service og tjenester. Produktene som tilbys kan ikke ses på som vanskelig å kopiere så fremt man allerede er etablert i bransjen, og dette gir igjen grunnlag for høyere grad av rivalisering.

6.3.5.4 Byttekostnader

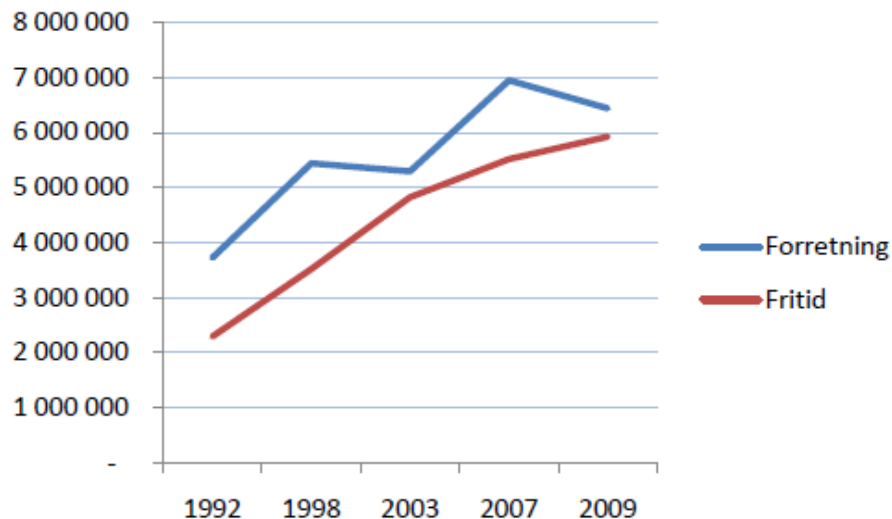
Hvis et produkt er spesialisert, kan byttekostnadene være høye fordi kunden har investert mye ressurser i å lære å bruke produktet eller gjort skreddersydde investeringer som er verdiløse med andre produkter og leverandører. I flybransjen er ikke dette særlig relevant, og er ikke med på å øke rivaliseringen da de fleste produktene er relativt like.

6.3.5.5 Strategiske mål

Hvilke strategisk retning selskapene velger påvirker rivaliseringen. Konkurransen vil vanligvis være høyere når konkurrentene prøver å bygge seg større, enn ved høsting eller venting. Jevnt over prøver de fleste flyselskapene å utvide virksomheten sin på en eller annen måte, og gjør at rivaliseringen innad i bransjen blir tilspisset.

6.3.5.6 Exit-barrier

Når barrierene for å forlate en bransje er høy vil rivaliseringen være mer intens enn når exit-barrierene er lave. Eksempler på barrierer er mangel på muligheter andre steder, høy vertikal integrasjon, følelsesmessige barrierer eller høye kostnader ved å legge ned bedriften.



Figur 10 - Fordeling mellom fritids- og forretningsreisende (hentet fra: toi.no)

Infrastrukturen i Norge er bygget opp på en måte som gir flytrafikken en viktig rolle grunnet langstrakt land, og ved nedleggelse vil dette skape et hull i transporttrafikken. Som vist i figuren ovenfor preges flytrafikken i høy grad av forretningsreisende, da fly tar kortere tid enn tog/buss/båt. Det er altså ikke bare å forlate bransjen helt uten videre.

6.3.6 Oppsummering

Trussel fra nye aktører er lav grunnet høye inngangsbarrierer, men trusselen fra allerede etablerte aktører er til stedet og er med på å gjøre den interne rivaliseringen høy. Leverandørens forhandlingsmakt er lav da SAS har god kontroll, og gode avtaler med leverandørene sine. Videre har kundene lav forhandlingsmakt, dog med potensialet til å få høy makt hvis de klarer å bedre kommunikasjonen seg i mellom. Trusselen fra substitutter er

derimot middels, og er med på å sette et tak på billettprisene og antall reisende. Situasjonen i bransjen er oppsummert i tabellen nedenfor.

Trussel	Lav	Middels	Høy
Nye aktører	X		
Leverandører		X	
Kunder	X		
Substitutter		X	
Intern rivalisering			X

Tabell 5 - Oppsummering Five Forces

6.4 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er det siste leddet i den strategiske analysen der vi setter fokus på SAS som selskap, og analysen vil derfor være et viktig verktøy for å kartlegge selskapets interne styrker og svakheter i sammenheng med PESTEL- og Five Forces-analysen ovenfor (Roos et.al.,2010).

6.4.1 Styrker

SAS har en rekke styrker som gir de konkurransefortrinn overfor konkurrentene. SAS har gjennom tiden opparbeidet seg til å bli en sterk merkevare, ikke bare i Norden, men også i resten av Europa. SAS har også en stor stjerne i business-markedet gjennom å bli kåret til vinner av flightstats kåring av mest punktlige flyselskap. SAS har vunnet prisen som mest punktlige store airline i Europa de siste tre årene (flightstats.com/SAS.no). Dette har gitt SAS et gjennomgående godt renommé. Star – Alliance medlemskapet er med på å legge til rette for at SAS kan dra mange synergieffekter og tilby et større rutenettverk og attraktive produkter basert på koordinasjon med de andre store selskapene. Mennesker i dag ønsker løsninger som er enklest mulig og forholde seg til og som er mest mulig strømlinjeformede.

6.4.2 Svakheter

SAS har hele veien vært etablert som en Premium aktør. Dvs. at de legger vekt på punktlighet, komfort, service og lignende. Det skal være enkelt og behagelig å fly med SAS. Ting skal ikke koste noe ekstra, produktet leveres i sin helhet. Dette er noe som koster penger. Der lavprisaktørene tar ekstra gebyrer for alt annet enn en plass i et sete, gjør at en stor del av kundene velger bort alternativene og gir dermed selskapene lavere kostnader. Hos SAS har man allerede betalt for disse ekstraalternativene, noe som gjør at man som oftest benytter seg av dem. Dette gir SAS høyere kostnader, en kostnad de ikke blir kompensert for i like stor grad som lavprisaktørene. Videre er SAS et selskap som har en vesentlig lavere effektivitet og dårligere ressursutnyttelse enn hva konkurrentene deres har. SAS befinner seg samtidig i en svært konjunkturutsatt bransje. Luftfarten er dermed mer følsom overfor endringer i konjunktursituasjonen. Det betyr at SAS rammes hardt spesielt i nedgangstider slik som den vi nettopp har vært igjennom. Flyflåten til SAS er heller ikke blant de mest moderne. Dette er riktignok noe de planlegger å ta tak i. Dog er deres flåte enn så lenge en svakhet, all den tid den bidrar til høyere drivstofforbruk og lavere komfort enn det man får hos konkurrentene.

6.4.3 Muligheter

Hvis SAS klarer å implementere og oppnå de tiltenkte besparelsene i 4Excellence-programmet vil de kanskje kunne klare å bli konkurransedyktige også på kostnadsnivå. 4Excellence gir en plan for hvordan de blant annet skal klare å krympe kostnadene med 3,5 % over de kommende årene. Et videre stort fokus på business-segmentet vil kunne øke inntektene fremover dersom de klarer å øke kapasitetsutnyttelsen samtidig. 4Excellence-planen sier også noe om planer som tar sikte på å øke inntektene med opp mot 1,5 % over de samme årene for en samlet effekt på 5 %. Dette er avhengig av at de klarer å opprettholde og sette i gang nye ruter som er attraktive for næringslivet. Samtidig vil de kanskje bli nødt til og outsource flere operasjoner samt selge de datterselskapene som over tid ikke leverer positive bidrag til konsernet.

6.4.4 Trusler

Finanskrisens varighet vil kunne være med på å stikke kjepper i hjulene for hvorvidt SAS vil merke noen effekter av 4Excellence programmet og klare å generere overskudd igjen. Som nevnt over befinner de seg i en konjunkturfølsom bransje. De lave inngangsbarrierene ved skandinaviske lufthavner gir nasjonale og internasjonale lavprisselskaper adgang til å gå rett i strupen på SAS i deres kjernemarked. Blant annet ser vi som tidligere at Ryanair gikk inn og utraderte Norwegian på Moss lufthavn Rygge. Nå kommer også det danske selskapet Danish Air Transport (DAT) inn og vil ta noen innenlands ruter på Østlandet. Samtidig vil fagforeningene være en trussel mot SAS. SAS er helt avhengig av å finne en løsning og få i stand avtaler for å senke lønnsnivået, og antallet ansatte skal de noen gang klare å få bukt med kostnadene sine.

Videre vil man være utsatt dersom det igjen skulle komme terrorangrep og ulykker som vil gjøre at myndigheten pålegger luftfarten tunge sikkerhetstiltak som vil øke kostnadene og samtidig gjøre ting vanskeligere for passasjerene. Noe som kan føre de over på substitutt løsninger som lyntog. SAS kan også bli rammet dersom kundene fortsetter med sitt sterke prisfokus, noe som vil tvinge SAS til å vurdere flere economy-seter og et mindre fokus på det lønnsomme business-segmentet.

7 Regnskapsanalyse

7.1 Innledning

7.1.1 Klargjøring til regnskapsanalyse

Før man setter i vei med selve analysen er det flere momenter en må igjennom. Det kan være hensiktsmessig å bestemme seg for analyseperiode, analysenivå og sammenlikningstall. Samt at man noen ganger må omgruppere regnskapet.

7.1.2 Analyseperiode

Det første man bør gjøre er å bestemme seg for hvor langt tilbake man skal gå i sin analyse. Regnskapsanalysen tar sikte på å si noe om økonomisk stilling og utvikling. Da vil det være naturlig å gå noen år tilbake slik at man kan si noe om utvikling fra år til år. Vi vil her velge å se på en periode som omfatter de siste fem årene, altså perioden fra 2011-2008. Vi mener det vil gi oss en god oversikt over utviklingen, samt at det er i samsvar med hva Eklund og Knutsen (2003) mener at vi bør legge til grunn.

7.1.3 Analysenivå

Vi har her valgt å verdsette SAS som konsern, vi vil derfor konsentrere oss om å analysere nøkkeltall i samsvar med dette. Altså nøkkeltall for konsernet som helhet. Selv om det også kunne være interessant å se på nøkkeltall for flere enheter slik som SAS, Widerøe og Blue1.

7.1.4 Sammenlikningsgrunnlag

Vi velger her å sammenlikne tallene vi får med historiske tall. Vi ser på utviklingen fra år til år over perioden vi har valgt som analyseperiode. Vi kunne også valgt å sammenlikne med noen konkurrenter, slik som f. eks Norwegian som kan virke som et naturlig valg. Dog mener vi at selskapene er i så ulike faser og i så ulike markedsposisjoner at en sammenlikning ikke ville være hensiktsmessig i denne oppgaven.

7.2 Analyse av forholdstall

«Forholdstall er den mest brukte analytiske teknikken for å tolke finansielle data» (Kinserdal 2005, s 234 blå bok). Det er hevdet mye om bruk av forholdstall opp igjennom, og det med rette. Men ofte er det ikke forholdstallene i seg selv som er utsatt for kritikk, det er heller uvettig og ukritisk bruk hvor man stoler blindt på de tallene man får ut som er problematisk. Forholdstall vil veldig ofte kunne være svært nyttige dersom man er kritisk til dem og man kvalitetssikrer dem. De er på mange måter det første skrittet mot en større forståelse av regnskapstallene og en større forståelse av bedriftens finansielle situasjon. En av fordelene er at den på en god måte kan beskrive relasjoner og sammenhenger mellom mange av de viktigste regnskapsstørrelsene. Samtidig gir de mulighet for å sette noen benchmarks som kan brukes både internt for fremtidig utvikling og til å sammenlikne seg opp mot andre selskaper i samme bransje. På den måten kan man avdekke både gode og uheldige trender i selskapets utvikling. Vi skal her videre se på et utvalg av nøkkeltall for SAS, der vi vil komme innpå nøkkeltall innenfor inntjening, likviditet og soliditet.

7.2.1 Rentabilitetsanalyse

I følge Kinserdal(2005) dominerer forholdstall som sier noe om lønnsomhet. De er mest populære både hvis man ser på antall, vektlegging eller omtalt i litteratur.

Lønnsomhetsanalyser deles nær sagt alltid inn i lønnsomhet på totalkapitalen og lønnsomhet på egenkapitalen. Vi vil her se på de to klart mest brukte tallene, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, samt at vi vil se på driftsmargin. Vi kan si at rentabilitet sier noe om bedriftens evne til å skape inntjening basert på de ressursene bedriften måtte ha kontroll over. Slik sett kan man definere rentabilitet som:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}} * 100$$

7.2.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapital er det tallet som står nederst som balansesum på finansieringssiden i balansen. Den sier noe om hvor stor inntjening man har klart å tyne ut av den til enhver tid investerte totalkapitalen uavhengig av inndeling i egenkapital og gjeld. (Kinserdal 2005,)

Formel for totalkapitalrentabilitet:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100$$

Her har vi totalkapitalrentabiliteten til SAS for de siste fem årene (tall i tusen).

Totalkapitalrentabilitet	2011	2010	2009	2008	2007
Driftsresultat	646 000	-1 942 000	-3 082 000	-765 000	1 305 000
Finansinntekt	224	186 000	304 000	653 000	787 000
Gjen.snitt. totalkapital	40 505 000	42 160 000	42 929 500	46 067 000	49 967 000
Totalkapitalrentabilitet	1,59541	- 4,165085	-6,471074	-0,243124	4,186763

Tabell 6 – Totalkapitalrentabilitet

Det vi umiddelbart kan si når vi ser tallene til SAS i denne femårsperioden er at de har hatt en dårlig inntjening på den kapitalen som er investert i selskapet. Og i treårs perioden 2008 – 2010 så har de faktisk hatt negativ inntjening på totalkapitalen. Dette som et resultat av at de har hatt negativt driftsresultat i hvert av disse årene. Vi ser at toppåret for femårs perioden 2007 ga de en inntjening som tilsvarer 4.18 øre per krone investert. I 2011 fikk de også positiv inntjening og nå en inntjening som tilsvarer 1.59 øre per krone investert. Noe videre drøfting av størrelsen på tallene skal vi ikke videre innpå her, men vi kan nevne at renten på 10 års statsobligasjoner pr 25.04 er på 3.12 % (norgesbank.no) noe som betyr at de ikke har tjent mer enn de ville gjort på risikofri plassering siden 2007. Men som vi har nevnt tidligere i oppgaven er luftfartsbransjen en bransje som sliter med å tjene penger. Og risikoen i bransjen tatt i betraktning er ikke totalkapitalrentabiliteten høy nok.

7.2.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Der totalkapitalrentabiliteten viser hvilken inntjening bedriften har hatt på totalkapitalen den rår over, sier egenkapitalrentabiliteten noe om inntjening basert på eiernes egen kapital i bedriften (Kinserdal 2005,). Egenkapitalrentabiliteten kan regnes ut både før og etter skatt. Vi har valgt å beregne den etter skatt, siden egenkapitalen kun påvirkes av overskudd og underskudd etter alle skatter, avgifter osv vil formelen for egenkapitalrentabilitet bli slik:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100$$

Her har vi egenkapitalrentabiliteten til SAS for de siste fem årene (tall i tusen).

Egenkapitalrentabilitet	2011	2010	2009	2008	2007
Årsresultat	-1 687 000	-2 218 000	-2 947 000	-6 321 000	636 000
Gjen.snitt. egenkapital	13 435 500	12 913 500	9 350 500	12 915 500	16 768 500
Egenkapitalrentabilitet	-12,55628	-17,17582	-31,51703	-48,9411	3,792825

Tabell 7 – Egenkapitalrentabilitet

Her ser vi at perioden med negativ inntjening er lenger enn for totalkapitalen. Samt at den negative inntjeningen er mye større for egenkapitalen enn for totalkapitalen. Det kan vi også se ved at den gjennomsnittlige egenkapitalen har gått ned ganske kraftig i perioden før den er på vei oppover igjen mot dagens dato.

7.2.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er et forholdstall som sier noe om forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene. Den sier enkelt fortalt hvor mye bedriften får igjen for hver omsatte krone. Altså hvor mye bedriften får beholde av hver krone selskapet har i salgsinntekter.

Dermed blir formelen for driftsmargin:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekt}} * 100$$

Her har vi driftsmarginen til SAS for de siste fem årene (tall i tusen).

Driftsmargin	2011	2010	2009	2008	2007
Driftsresultat	646 000	-1 942 000	-3 082 000	-765 000	1 305 000
Driftsinntekt	41 412 000	40 723 000	44 918 000	53 195 000	52 251 000
Driftsmargin	1,559934	-4,76880	-6,86139	-1,438105	2,497559

Tabell 8 – Driftsmargin

Her ser vi som ved totalkapitalrentabiliteten at de har en treårs periode 2008 – 2010 hvor de ikke får beholde noe av de omsatte kronene. Samtidig som 2007 er toppåret for femårs perioden hvor de fikk beholde 2.49 øre per omsatte krone. Videre ser vi at de har hatt en bedring mot dagens dato og at de også i 2011 fikk beholde noe av de omsatte kronene i dette tilfellet 1.55 øre per krone. Som vi ser er driftsmarginen ikke akkurat stabil, dette henger i hop med at luftfartsbransjen opplevde finanskrisen spesielt hardt og at de har hatt nedgang både i inntekt og resultat.

7.2.2 Likviditetsanalyse

”Analyse av foretakets likviditet innebærer kartlegging av evnen til å betale sine forpliktelser etter hvert som disse forfaller” (Kinserdal 2005:299), videre sier Kinserdal 2005 at det kan være vanskelig for en ekstern analytiker å konkludere sikkert om likviditeten. Men analysene foretatt basert på regnskapsdata vil fortsatt kunne være interessante.

7.2.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall som sier noe om forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den regnes ut ved formelen:
$$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 gikk tidligere under navnet two to one rule (Kinserdal 2005) og sier noe om hva dette forholdstallet burde ligge på. Det burde ha 2:1 ratio. Her ser vi at det etter 2007 ikke engang har 1:1 ratio. Dette antyder at likviditeten ikke er god. Vi ser også en forverring i perioden der tallet har en negativ utvikling, likevel har SAS en kontantbeholdning ved

utgangen av 2011 på over 960 millioner sek. Dermed har de selv om forholdstallene ikke er helt på deres side en helt grei likviditet.

Likviditetsgrad 1	2011	2010	2009	2008	2007
Omløpsmidler	9 302 000	11 234 000	12 859 000	16 524 000	22 107 000
Kortsiktig gjeld	12 863 000	13 455 000	18 037 000	16 892 000	20 347 000
Likviditetsgrad 1	0,72315	0,834931	0,712923	0,978214	1,086499

Tabell 9 - Likviditetsgrad 1 (tall i tusen)

7.2.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er nesten det samme som likviditetsgrad 1, dog tar man her kun hensyn til de mest likvide omløpsmidlene. De mest likvide omløpsmidlene finner man ofte ved å ta omløpsmidler minus varer. Definisjonen på mest likvide omløpsmidler er de omløpsmidlene som kan omgjøres til likvide midler innenfor en tidshorisont på 3 mnd. Vi har valgt å sette finansielle omløpsmidler som de mest likvide omløpsmidlene, da SAS ikke har noen varer på lager. Der likviditetsgrad 1 skulle være 2:1 i forhold, skal likviditetsgrad 2 være 1:1 – SAS har ikke vært i nærheten gjennom perioden. Nærmest var de i 2007 med en likviditetsgrad 2 på 0,74. Likviditeten kan på bakgrunn av likviditetsgrad 1 og 2 virke noe skviset.

Likviditetsgrad 2	2011	2010	2009	2008	2007
Mest likvide OM	3 808 000	5 536 000	4 590 000	9 704 000	15 089 000
Kortsiktig gjeld	12 863 000	13 455 000	18 037 000	16 892 000	20 347 000
Likviditetsgrad 2	0,296042	0,411445	0,254476	0,574473	0,741583

Tabell 10 - Likviditetsgrad 2 (tall i tusen)

7.2.3 Finansierings og soliditetsanalyser

Finansieringstrukturen til SAS vil vi se nærmere på i dette kapittelet. *”Med finansiering mener en både anskaffelse og anvendelse av kapital”* (Kinserdal 2005, side 294).

Finansieringsstrukturen er med på å forklare bedriftens evne til å tåle tap, samt at den vil si

noe om finansiell struktur naturlig nok. (Hoff et al., 2007). Vi vil for å se på ovennevnte forhold ta for oss finansieringsgrad 1, egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedeckningsgrad.

7.2.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et forholdstall som sier oss hvordan bedriften har finansiert venstre siden i balansen med langsiktig kapital. Forholdstallet finner man ved å ta $\frac{\text{anleggsmidler}}{\text{langsiktig kapital}}$. En vanlig norm er at en bedrift bør ha dette tallet under en. Helst skal man ned mot 0,67 slik at en kan finansiere de minst likvide omløpsmidlene med langsiktig kapital. (Hoff et al., 2007). Her ser vi at SAS har et forholdstall på over 1. Det betyr at SAS finansierer deler av anleggsmidlene sine med kortsiktig gjeld. Det kan vi tolke som om SAS har en litt for stor andel kortsiktig gjeld kontra langsiktig gjeld og at SAS bør vurdere å gjøre endringer i sin finansielle struktur.

Finansieringsgrad 1	2011	2010	2009	2008	2007
Anleggsmidler	29 883 000	30 591 000	29 636 000	26 840 000	26 663 000
Egenkapital	12 433 000	14 438 000	11 389 000	8 682 000	17 149 000
Langsiktig gjeld	13 889 000	13 932 000	13 069 000	17 790 000	11 274 000
Finansieringsgrad 1	1,135286	1,078286	1,21170	1,013901	0,938078

Tabell 11 - Finansieringsgrad 1 (tall i tusen)

7.2.3.2 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er det soliditetsmålet, som av mange blir sett på som viktigst (Hoff et al., 2007). Det regner man ut ved å ta $\frac{\text{egenkapital}}{\text{totaltpaitalen}}$. Egenkapital er hvor stor del av bedriften som er selvfinansiert/finansiert av eierne. Det blir dermed et uttrykk for hvor stort tap man tåler før långivere og kreditorer blir berørt (Hoff et al., 2007). Men hvor stor bør egenkapitalprosenten være før man kan si at en bedrift er solid? Mange mener at den skal være så høy som mulig, det virker jo naturlig da bedriften blir mer solid med høyere egenkapital. Det sies at egenkapitalprosent bør ligge opp mot 50 %. Det er det derimot svært

få bedrifter som klarer i dag. Et normtall som stadig nevnes er at en sunn egenkapitalprosent er rundt 30 – 35 %.(Hoff et al., 2007). Her ser vi at SAS hele veien faktisk ifølge de nye normtallene har en relativt god soliditet og evne til å tåle tap. Videre vil en god egenkapitalprosent kunne være en døråpner for gunstig finansiering fremover. God soliditet gir en bedrift god kredittverdighet, samt at de får mulighet til å stille litt sikkerhet bak eventuelle senere låneopptak.

Egenkapitalprosent	2011	2010	2009	2008	2007
Egenkapital	12 433 000	14 438 000	11 389 000	8 682 000	17 149 000
Totalkapital	39 185 000	41 825 000	42 495 000	43 364 000	48 770 000
Egenkapitalprosent	0,317289	0,345200	0,268008	0,200212	0,3516

Tabell 12 – Egenkapitalprosent (tall i tusen)

7.2.3.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er også et soliditetstall, det uttrykker forholdet mellom egenkapital og gjeld. Den sier hvor mange gjeldskroner en har per krone i egenkapital, og bør egentlig ikke overstige 1.85 (Hoff et al., 2007). Vi ser her at SAS kun oppfylte denne normen i 2007, dog var de nær også i 2010. Dette er ikke helt bra og kan tyde på en noe høy gjeldsandel. Dermed kan vi også si jf. Brekkstang-formelen at selskapet har høy finansiell giring (Hoff et.al., 2007:270). Dette er noe som øker selskapets risiko og er således ikke optimalt for SAS.

Gjeldsgrad	2011	2010	2009	2008	2007
Gjeld	26 752 000	27 387 000	31 106 000	34 682 000	31 621 000
Egenkapital	12 433 000	14 438 000	11 389 000	8 682 000	17 149 000
Gjeldsgrad	2,151693075	1,896869372	2,73123189	3,994701682	1,843897603
Gjeldsandel	0,682710	0,654799	0,731991	0,799787	0,6483

Tabell 13 – Gjeldsgrad (tall i tusen)

7.2.3.4 Finansieringsgrad 2

Finansieringsgrad 2 er lik likviditetsgrad 2, vi vil derfor bare henwise til utregningen over.

7.2.3.5 Rentedeckningsgrad

"Rentedeckningsgraden er både et mål for lønnsomheten og soliditeten" (Hoff et al., 2007 s. 270). Den regner vi ut på følgende måte: $\frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}}$.

Rentedeckningsgraden kan sies å være en indikator på bedriftens evne til å dekke sine renteforpliktelser. Således vil man kunne si at en høyere rentedeckningsgrad betyr at bedrifter har en god anledning til å øke gjelden, dersom det skulle bli behov for det i fremtiden. Helst skal den opp i område rundt 3, slik at bedriften har en margin å jobbe ut ifra. Her ser vi at SAS har negativ rentedeckningsgrad. Det er fordi de i hele perioden sett bort i fra 2007 har hatt negativt resultat. Det er noe betenkelig, samtidig har vi tro på at SAS i fremtiden vil klare å generere positive resultater, og på den måten bedre rentedeckningsgraden sin.

Rentedekningsgrad	2011	2010	2009	2008	2007
Ord. res. før skatt	-1 629 000	-3 060 000	-3 423 000	-1 044 000	1 052 000
Rentekostnad	1 030 000	1 041 000	643 000	933 000	1 045 000
Rentedekningsgrad	-0,581553	-1,939481	-4,32348	-0,118971	2,006698

Tabell 14 – Rentedekningsgrad

7.2.4 Oppsummering

Vi kan her se at jevnt over er ikke SAS i noen god økonomisk situasjon, dette som et resultat av mange år med svake/negative resultater. Vi kan likevel se at det så noe lysere ut før finanskrisen kom i 2008 og det kan se ut som om SAS også er på vei til å komme seg litt etter den nedgangen de hadde i den perioden.

	2011	2010	2009	2008	2007
Totalkapitalrentabilitet	1,59541785	-4,16508539	-6,47107467	-0,24312415	4,18676326
Egenkapitalrentabilitet	-12,5562874	-17,1758238	-31,5170312	-48,9411947	3,79282583
Driftsmargin	1,55993432	-4,76880387	-6,86139187	-1,43810509	2,49755986
Likviditetsgrad 1	0,72315945	0,83493125	0,71292344	0,97821454	1,08649924
Likviditetsgrad 2	0,29604291	0,41144556	0,25447691	0,57447312	0,74158353
Finansieringsgrad 1	1,13528607	1,07828692	1,21170987	1,01390148	0,93807832
Egenkapitalprosent	0,31728978	0,34520024	0,268008	0,20021216	0,3516301
Gjeldsandel	0,68271022	0,65479976	0,731992	0,79978784	0,6483699
Rentedekningsgrad	-0,5815534	-1,93948127	-4,32348367	-0,11897106	2,00669856

Tabell 15 - Oppsummering regnskapsanalyse

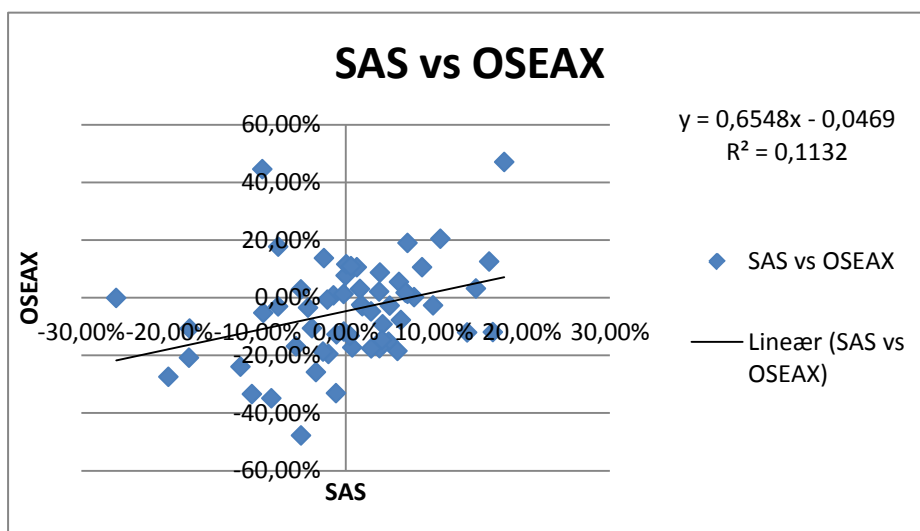
8 Fastsettelse av avkastningskravet

8.1 Innledning

Etter å ha foretatt en strategisk analyse av selskapet og konkurrenter, vil vi nå fastsette avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen for SAS. Det er nødvendig å regne ut et avkastningskrav fordi en ved bruk av kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder trenger avkastningskravet for å kunne neddiskontere kontantstrømmene. Avkastningskravet er også viktig for å komme frem til en terminalverdi. I vårt tilfelle skal vi finne en aksjeverdi gjennom kontantstrømmen til totalkapitalen, og trenger derfor avkastningskravet til totalkapitalen.

8.2 Beta

I Dagens Næringsliv (18.4.2012) er SAS' betaverdi oppgitt til 0,6942 basert på observasjoner fra de siste 12 månedene. Ved beregning av beta mener vi ett år er et alt for kort tidsrom, og har derfor valgt å gjøre egne beregninger for betaverdien, gjennom en regresjonsanalyse der vi tar for oss svingningene i aksjekursen til SAS sammenlignet med OSEAX. SAS AB er notert både på børsen i Norge, Sverige og Danmark, men vi har valgt å holde oss innenlands på grunn av tilgang på informasjon. Vi har samlet inn 5 år med data fra Oslo Børs All-Share Index (OSEAX) og SAS AB. Disse, i alt 60 observasjoner (fra 2.5.2007 til 4.2.2012), er sortert og plottet inn i Excel for å se hvordan SAS reagerer på svingninger i OSEAX. Grunnen til at vi har valgt å bruke OSEAX fremfor OSEBX er at den gjenspeiler markedets avkastning bedre, da den inneholder alle aksjer notert på Oslo Børs.



Figur 11 - Regresjonsanalyse

Resultatet av regresjonsanalysen er vist i figuren ovenfor, og vi ser av figuren at stigningstallet (beta, β) til regresjonslinjen er 0,6548. Dette vil i teorien si at 1 % månedlig avkastning i OSEAX vil resultere i 0,6548 % økning for SAS. Motsatt vil en nedgang på 1 % i OSEAX resultere i en nedgang på -0,6548 % for SAS. Videre viser figuren at skjæringspunktet (alfa, α) er gitt ved -0,0469 som vil si at en månedlig avkastning på 0 % i OSEAX vil gi SAS en avkastning på -0,0469. R^2 forteller oss at 11,332 % av variasjonen i avkastningen til SAS kan forklares med svingninger i avkastningen til OSEAX, hvorav de resterende 88,68 % kan forklares av variasjon i feilledet som kommer av dårlige resultater de siste årene (finansielleemner.cappelendamn.no).

Når man gjør regresjon via plot er det vanlig at man justerer betaverdien mot 1, fordi på lang sikt vil den tendere mot nøytralitet. En justering gjøres også for å fjerne "støy" i utvalget, og gjøres ved bruk av denne formelen:

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1$$

Vår reviderte oppfatning av betaverdien er dermed:

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} * 0,6548 + \frac{1}{3} * 1 \approx 0,77$$

Den justerte betaverdien på 0,77 er faktisk helt lik gjennomsnittlig bransjebeta sett på i forhold til ti selskaper (se vedlegg 16.1). 12 måneders beta på 0,6942 oppgitt i Dagens Næringsliv den 18.4.2012 er ikke så langt unna vårt estimat, og vi mener av den grunn at vårt estimat er fornuftig.

8.3 Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen

Tidligere har vi skrevet om CAPM modellen og hvordan den brukes til å estimere avkastningskravet til egenkapitalen. Formelen for CAPM er gjengitt nedenfor:

$$E(R_J) = R_F \cdot (1 - s) + [E(R_M) - R_F(1 - s)] \cdot \beta$$

Når vi bruker tallene for risikofri rente og beta som er fastsatt ovenfor får vi følgende avkastningskrav til egenkapitalen:

$$E(R_J) = 3,12 * (1 - 0,28) + 5,87 * 0,77 = 6,7663 \%$$

8.4 Fastsettelse av avkastningskrav til totalkapitalen

For å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen brukes Weighted Average Cost of Capital (WACC).

$$WACC = a_{EK} \times k_{EK} + a_G \times k_G(1 - s)$$

Hvor:

a_{EK} – egenkapitalandel

a_G – gjeldsandel

k_{EK} – avkastning for egenkapitalen

k_G – gjeldskostnad

s – skattesats

8.4.1 Egenkapital- og gjeldsandel

I årsrapporten til SAS-konsernet for 2011 er det opplyst at konsernet har totalt 329 000 000 aksjer den 31.12.2011. Markedets aksjekurs hentet fra Stockholmbørsen viser en pris på 8,30 SEK pr. aksje den 19.4.2012, noe som gir oss en markedsverdi av egenkapitalen på:

$$329\,000\,000 \times 8,30 = \text{SEK } 2\,730\,700\,000$$

Videre er det opplyst i årsrapporten at SAS har SEK 13 338 000 000 i rentebærende gjeld. Med dette tallet kan vi beregne egenkapitalandel og gjeldsandel:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{2\,730\,700\,000}{2\,730\,700\,000 + 13\,338\,000\,000} = 0,16994$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{13\,338\,000\,000}{2\,730\,700\,000 + 13\,338\,000\,000} = 0,8301$$

8.4.2 Gjeldskostnad

I årsrapporten til SAS er det bare opplyst om kupongrenten til obligasjonene og ikke til noen av lånene, da dette trolig er klassifisert informasjon. Vi må derfor ta at forutsetning om hva gjeldskostnaden er ved hjelp av prognoser som vi henter fra Statistisk Sentralbyrå (SSB). I følge SSB er den gjennomsnittlige utlånsrenten fra 2001 til 2011 på 5,67 % (se vedlegg 2). Selv om det norske rentenivået ikke er representativt for resten av verden, velger vi å benytte oss av utlånsrenten som gjeldskostnad under beregning av avkastningskrav til totalkapitalen, fordi vi mener at det norske rentenivået ikke kan avvike så mye fra internasjonalt nivå grunnet stor konkurranse på valuta- og rentemarkedet.

8.4.3 Skattesats

En skattesats på 28 % vil være relevant å bruke da skattesatsen er relativt like i Norden. Norge og Sverige har en skattesats på 28 %, mens det i Finland og Danmark er noe høyere.

8.4.4 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskrav til egenkapitalen: 6,97 %

Egenkapitalandel: 16,99 %

Gjeldsandel: 83,01 %

Gjeldskostnad: 5,67 %

Skattesats: 28 %

$$WACC = 0,0697 \times 0,1699 + 0,0567 \times 0,8301 \times (1 - 0,28) = 0,0457$$

Dette gir oss et avkastningskrav til totalkapitalen på 4,57 %, noe som virker litt lavt med tanke på at flybransjen er en risikofylt bransje. Den høye gjeldsgraden til SAS er med på å senke avkastningskravet til totalkapitalen. Videre er det lave rentenivået på risikofri rente med på å senke avkastningskravet til egenkapitalen, som igjen senker avkastningskravet til totalkapitalen. Av den grunn ser vi på avkastningskravet som et riktig estimat selv om det kan virke i underkant lavt.

9 Behandling av SAS' leasingavtaler

I vår oppgave skal vi foreta en fundamental verdsettelse av egenkapitalen med utgangspunkt i kontantstrømmen til totalkapitalen. Før dette gjøres kan det være nødvendig å gjøre en omgruppering av regnskapstallene for å skille mellom driftsrelatert og driftsfremmede eiendeler, og mellom finansiell og driftsrelatert gjeld (Gjesdal, 2007). Vi mener derfor at det er spesielt viktig å se på hvordan SAS sine leasingforpliktelser behandles i regnskapet, og hvordan disse påvirker gjeldsfinansieringen til bedriften. I dette kapitlet vil vi derfor diskutere hvordan leasing bør behandles i regnskapet.

Vi skiller mellom to former for leasing, henholdsvis operasjonell leasing og finansiell leasing. Ved operasjonell leasing står utleier selv som eier av utstyret og dermed med den finansielle risikoen. Leietaker disponerer produktet i kontraktens løpetid – en periode som ofte er mye kortere enn eiendelens levetid - og påtar seg bare forpliktelse om å betale leasingleien. Denne leien føres som en driftskostnad i leietakers regnskap, og objektets verdi holdes utenfor balansen. Ved utgang av leieavtalen går utstyret tilbake til utleieren, som enten kan tilby leietaker å kjøpe objektet eller lease det videre til noen andre. Med finansiell leasing derimot står leietaker selv som eier av utstyret, og verdien må derfor bokføres i balansen. Det innebærer at bedriften selv må administrere alle kostnader og avskrivninger knyttet til utstyret. Leietiden ved finansiell leasing varer ofte like lenge som objektets levetid, og de totale leiekostnadene reflekterer prisen på utstyret. Damodaran (2009) sier seg uenig i påstanden ovenfor og mener at operasjonell leasing representerer en finansiell kostnad, og ikke bare en driftskostnad. Konsekvensen av en slik tolkning vil medføre endringer i balansen, resultatregnskapet samt selskapets driftsresultat og cash-flow til totalkapitalen.

I årsrapporten til SAS fra 2011 er det opplyst at det er signert operasjonelle leasingavtaler for 25 nye A320neo fly. SAS leaser i alt 108 av sine 204 fly – disse leasingforpliktelsene er summert i tabellen nedenfor samt nåverdien av forpliktelsene.

År (tall i MSEK)	2011	2012	2013	2014	2015	2020	2021
Leasingforpliktelse	2684	2660	2668	2563	2400	2668,876	2829,009
NPV leasingforpliktelser	18 859,09						

Tabell 16 – Leasingforpliktelser

I flybransjen er operasjonell leasing utbredt, spesielt i forbindelse med leasing av fly, og for SAS utgjør disse kostnadene 4,1 % av de totale kostnadene. Hvordan disse kostnadene blir behandlet er derfor viktig da det utgjør en betydelig kostnad for selskapet. The Financial Accounting Standards Board (FASB) har spesifisert at bedrifter *må* behandle leasing som finansiell leasing hvis én av følgende punkter innfris:

- Leietiden på leasingavtalen er minst 75 % av utstyrets levetid.
- Eiendomsretten til eiendelen blir overført til leietaker ved utgang av leieavtalen.
- Det er en kjøpsopsjon på objektet der kjøpesummen er under forventet markedsverdi, og som igjen øker sjansen for at eiendomsretten til utstyret blir overført til leietaker ved utgang av leieavtalen.
- Nåverdien av leiekostnadene overstiger 90 % av den opprinnelige verdien av eiendelen.

Alle leasingavtaler som faller utenfor overnevnte punkter skal behandles som operasjonell leasing. Uten nok informasjon om SAS' leasingavtaler ser vi oss nødt til å ta forutsetning om at all leasing innad i selskapet er operasjonell, noe som gjør at det ikke er nødvendig å foreta omgruppering av regnskapstillene. Alle tall blir derfor stående slik det er opplyst i årsrapporten fra 2011.

10 Utvikling i nøkkelparametre

10.1 Innledning

For å kunne utarbeide et fremtidsregnskap er det nødvendig å lage et anslag på fremtidig utvikling i flyflåten, antall produserte setekilometer (ASK), antall solgte passasjerkilometer, antall passasjerer og yield. Disse vil bli brukt til å estimere de fremtidige inntektene til SAS.

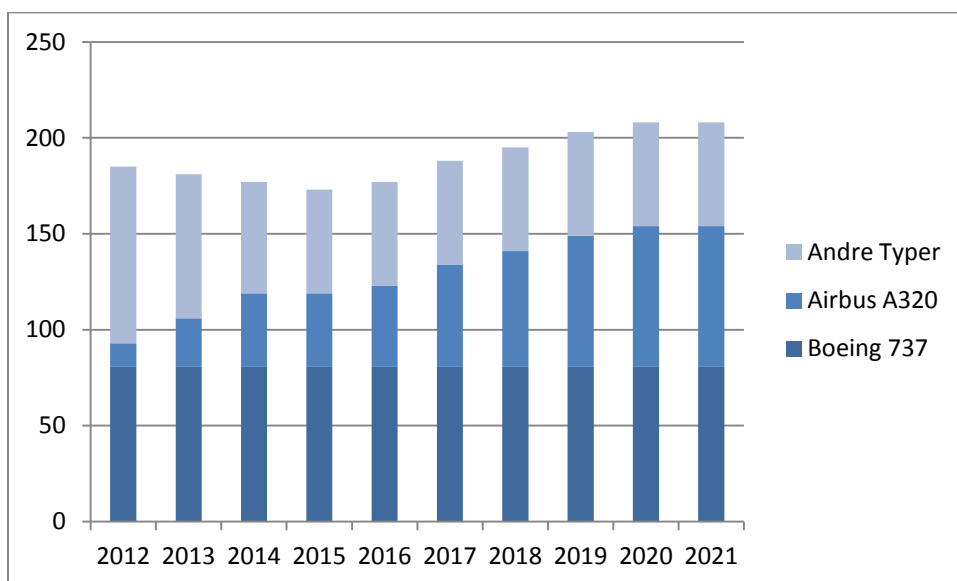
10.1.1 Utvikling i flyflåten

Mye av SAS' aktivitet og økonomiske drift henger tett opp mot flyflåten. Flyflåten gir hovedgrunnlaget for inntektene og bestemmer i stor grad kostnadene. Mye av grunnlaget vi har for å prognostisere det fremtidige regnskapet til SAS er direkte knyttet opp mot den utviklingen vi tror flyflåten vil få. Altså har vi langt på vei lagt antall fly, flytype og flyalder som grunnlag for spådommer både om inntekter og kostnader, dog med et godt supplement av andre antatte nøkkelparametere. Vi har gjennom årsrapportene og interimrapportene fått et inntrykk av planene fra SAS sin side. Der kommer det frem at SAS satser på å få en mest mulig enhetlig flyflåte og også en mer moderne flyflåte. Dette skal de gjøre for å blant annet for å senke kostnadene på sikt. Dette er en strategi vi frem til nå har sett fra flere andre selskaper f. eks lavprisselskapene Ryanair og Norwegian. Både Ryanair og Norwegian har per dags dato har enhetlige flyflåter kun bestående av Boeing 737 maskiner. SAS har imidlertid hatt en langt mer diversifisert flyflåte stort sett hele sin tid. Dette har dog ofte vært svært fornuftig da SAS har hatt mye mer forskjell i de rutene de opererer. Blant annet krever longhaul til America, shorthaul i Europa og kystflygninger i Nord-Norge litt forskjellige maskiner både i størrelse og egenskaper.

De skal nå begynne å skape en flåte hvor man skal ha en uniform flåte bestående av Boeing 737NG maskiner ved basene i Oslo og Stockholm, det betyr at de skal fase inn en del nye 737 NG maskiner og fase ut en del forskjellige varianter av 737 maskiner som operer der i dag. Ved basen i København skal de fase ut en del av MD maskinene og på sikt fase inn en uniform flåte bestående av Airbus A320neo maskiner. Det betyr at de både i Oslo, Stockholm og København får pålitelige arbeidshester i en moderne mer energieffektiv, som også vil tilby

større komfort til de reisende. Videre vil de vurdere en ny type maskiner til longhaul rutene. Dette skal bestemmes i løpet av 2012 og foreløpig er nok Boeings Dreamliner i ledelsen. I datterselskapene Widerøe og Air1 skal flåtene henholdsvis bestå av Q400 maskiner i Widerøe og Boeing 717 maskiner i Air1, noe som ble fullført i 2011 for Air1's vedkommende. (SAS årsrapport 2011).

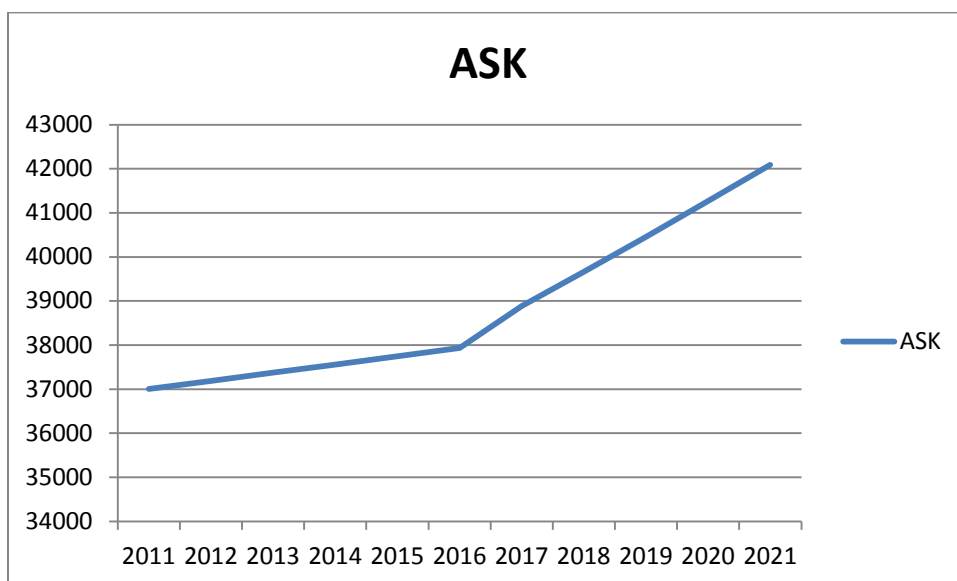
Dette betyr at de vil gjennom de neste årene få en flåte med nye fly som vil senke brennstoff-forbruket og samtidig ha flere seter tilgjengelig. Videre vil de også bli mer miljøvennlige, noe som vil bidra til å bygge opp under green travel image i fremtiden. Finansieringen av de nye flyene vil for det meste foregå som operasjonell leasing. De har per dags dato inngått leasing avtaler for 25 fly og gått til bestilling av 30 Airbus A320neo (SAS årsrapport 2011). Vi har basert utviklingen i flyflåten på SAS sine egne uttalte planer og ser dermed denne utviklingen i flåten:



Figur 12 - Utvikling flyflåte (kilde: egen tilvirkning, basert på tabell)

10.1.2 Utvikling i antall produserte setekilometer (ASK)

Utviklingen i Produserte setekilometer vil påvirke flere av kostnadspostene i SAS. For å spå utviklingen i produserte setekilometer har vi sett på en historisk periode for 2011-2003. Gjennom denne perioden har antall produserte setekilometer hatt en gjennomsnittlig liten nedgang, mye hjulpet av kraftig nedgang i årene gjennom finanskrisen. I årene etter finanskrisen har vi hatt en liten vekst i 2010 og i 2011. Denne trenden tror vi vil fortsette da flybransjen generelt vil oppleve vekst. Vi tror likevel på en svak vekst for SAS. Dette fordi at de som vi ser i delkapittelet over vil ha en nedgang i totalt antall fly, før de øker antall fly fra 2015. Vi tror at de vil ha en moderat økning til tross for en viss nedgang i flyene ved at de nye 737 flyene som fases inn har noe flere seter enn de som fases ut, samt at de nye flyene vil trenge litt mindre tid på bakken hva gjelder vedlikehold de første årene. Videre vil vi anta en litt sterkere vekst i takt med veksten i flyflåten fra 2015 og utover. Denne utviklingen kan understøttes med at vi antar at flere av rutene i fremtiden vil bli lengre og at flyene trenger mindre tid på bakken og dermed kan brukes mer per dag. På den måten vil vi få to effekter som støtter vekst i produserte setekilometer, både med lengre turer, flere turer og også flere seter på sikt. Vi tror som nevnt over at veksten kommer til å bli sterkest mot slutten av periode der innfasingen av Airbus A320neo flyene fra 2016 og utover vil fungere som en primus motor for veksten i ASK. Dette vil føre til at vi gjennom perioden totalt sett får en økning i ASK på 13,75 %



Figur 13 - Utvikling i ASK i millioner (kilde: egen tilvirkning basert på fremtidsregnskap)

10.1.3 Utvikling i antall solgte passasjer kilometer (RPK)

For å tjene penger er SAS avhengig av å fylle opp flyene. RPK eller solgte passasjer kilometer er et tall som uttrykker forholdet mellom ASK og kabinfaktor. Kabinfaktor er et forholdstall som indikerer hvor mange av kabinens seter som er fylt opp av betalende passasjerer. Dette er et viktig tall da seter som står tomme ($1 - \text{kabinfaktor}$) er kun en kostnad, samt en produsert enhet man aldri kan fylle igjen. Dermed kan vi si at utviklingen i RPK er avhengig av utviklingen i ASK og av utviklingen i kabinfaktor. Vi har ved å gange ASK med kabinfaktor kommet frem til at vi gjennom perioden vil få en vekst i RPK. Vi tror at kabinfaktoren vil ha en liten nedgang som et resultat av at passasjerveksten vil være svært moderat og at kabinfaktor blir et resultat av ASK/antall passasjerer. Dermed vil en sterkere økning i ASK enn i passasjertallet tale for at kabinfaktoren går ned. Vi har også sett på kabinfaktorens utvikling i perioden 2011-2003, der ser vi en gjennomsnittlig liten nedgang samt en snittfaktor på ca 72 %. Vi antar derfor at utvikling i kabinfaktor vil avta ned mot 73 % før den stabiliserer seg på dette nivået i perioden. Dette tror vi fordi passasjertallene vil ha en liten vekst/stabilisere seg, dette betyr at SAS ikke trenger noen voldsomme hopp i kapasiteten sin, dermed vil SAS relativt greit kunne tilpasse sin kapasitet med markedets etterspørsel. Samtidig vil SAS kunne lease fly på relativt kort varsel. Dette vil bety at de vil kunne stabilisere kabinfaktoren.

10.1.4 Utvikling i antall passasjerer

Vi har i prognosene for passasjervekst lagt vekt på historiske tall og makrofaktorer. Det vi får ut av det er at SAS tidligere har hatt passasjertall opp mot 46 millioner. De hadde i perioden 2011-2003 et gjennomsnittlig passasjertall på ca 33 millioner. Vi tror ikke at de vil klare å nå helt opp på dette nivået som de tidligere har hatt. Det er lite trolig for oss hvis vi ser på markedspotensialet i Norden, vi tror dette er et marked som vil stagnere og oppleve liten vekst fremover. Likeledes vil Norwegian bli en større trussel i Norden i fremtiden. De får som vi også har lagt vekt på tidligere i oppgaven en god del nye fly, de vokser stadig og vil kunne kapre en del av veksten som antas i Markedene.

På tross av den antatt stagnerte veksten og Norwegian som en stadig større maktfaktor i Nordisk luftfart, tror vi likevel at det vil finnes grunnlag for vekst i passasjertallet. Dette antar

vi blir en svært moderat/lav vekst der de i perioden vi har lagt til grunn for fremtidsregnskapet vil oppleve en vekst på 2,5 %. Det tror vi de vil kunne oppnå ettersom at de klarer å lande kontrakter som gir dem gode passasjertall og at de er foretrukket av business segmentet. De har blant annet skrevet under en kontrakt med Apollo med en kontraktssum på MSEK 920 (SAS press release 27/4-12). Det sammen med konkurransen til den danske konkurrenten Cimber Sterling(aftenposten.no) tror vi vil kunne generere vekst for SAS i årene som kommer. Samtidig ble de i år igjen kåret til Europas mest punktlig flyselskap, noe som gir de et fortrinn i konkurransen(SAS.no/flightstats.com).

11 Fremtidsregnskap og verdsettelse av SAS AB

11.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi estimere de fremtidige kontantstrømmene som SAS kommer til å generere i fremtiden. Som nevnt tidligere skal vi gjøre dette gjennom bruk av modellen for fri kontantstrøm til totalkapitalen. Forutsetningene vi tar for selskapets driftsinntekter og driftskostnader vil bli spesifisert i delkapitlene nedenfor, hvor oppsettet til regnskapet er hentet direkte fra årsregnskapet til SAS fra 2011. Estimatenes er preget av usikkerhet da fremtiden er vanskelig å spå, og gjør at tallene vi kommer frem til baseres på en del forutsetninger og antakelser.

Totalkapitalmetoden
Driftsinntekter
- Driftskostnader
= EBITDAR
- Leasingkostnader
= EBITDA
- Avskrivninger
= EBIT
- Skatt
+ Avskrivninger
+ Leasingrenter
- Investeringer
- Endring i arbeidskapital
- Endring i leasingforpliktelse
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Figur 14 - Revidert totalkapitalmetode

For å kunne regne ut kontantstrømmene til totalkapitalen vil vi bygge videre på oppsettet hentet fra kapittel 4.3.2.2, og legge til elementer som er relevant for flybransjen og som ikke er spesifisert i det universale oppsettet hentet fra Thoresen (2006:54). Det reviderte

oppsettet innebærer å finne EBITDAR som er driftsinntekter minus driftskostnader. Trekker vi fra leasingkostnader og avskrivninger gir det oss EBIT. Skatten trekkes så fra EBIT, og avskrivninger og leasingrenter må plusses på. Til slutt må investeringer trekkes fra, og endring i arbeidskapital og leasingforpliktelser legges til slik at vi sitter igjen med årlig kontantstrøm til totalkapitalen. Kontantstrømmene blir deretter neddiskontert med avkastningskravet til totalkapitalen for å finne nåverdi. Avkastningskravet vil videre bli brukt til å regne ut en terminalverdi av siste års kontantstrøm som representerer at SAS er kommet i en stabil fase som skal reflektere den inntekten vi tror SAS kommer til å ha i «evig fremtid».

11.2 Driftsinntekter

Vi vil nå prognostisere inntektene for SAS over perioden. Dette vil vi gjøre ved hjelp av de ovennevnte parameterne. Vi har valgt og se på inntektene som en funksjon av yield og ASK. Det gir hvor mange kilometer SAS produserer og hvor mye de får betalt for hver kilometer produsert. Vi har så valgt å se på historisk hvor stor andel av de totale inntektene passasjerinntekter står for, hvor mye andre trafikkinntekter står for og hvor stor andel andre operative inntekter står for. Vi har da sett at historisk står passasjerinntektene for 64,7 % av inntektene, andre trafikkinntekter står for 17,3 % og andre operative inntekter for de resterende 18 %.

Gjennom perioden tror vi på en vekst der vi har en lav vekst på rundt 0,5 % de første fire årene og en vekst på rundt 2 % de siste seks årene for en total vekst fra 2011 til 2021 på 14,7 %. Vi får da denne utviklingen i totale inntekter:

År	2012	2013	2014	2020	2021
ASK	37188,02	37373,96	37560,82485	41265,93	42091,25
YIELD	1,12	1,13	1,13	1,13	1,13
Sum driftsinntekter	41650,58	42232,57	42443,73208	46630,5	47563,11

Tabell 17 - Utvikling sum driftsinntekter

11.2.1 Andre trafikkinntekter

I andre trafikkinntekter ligger det inntekter som har med flytransport å gjøre, men som skilles ut fra kjerneproduktet. I dette uttrykket ligger det inntekter fra charteravtaler og chartertrafikk, slik som kontrakten nevnt i avsnittet om passasjervekst, samt inntekter fra post og frakt. SAS har kvittet seg med cargo virksomhetene, men vil fortsatt drive såkalt "bellycargo". Det vil si at de ikke lenger har egne fly satt av til kun å fly cargo, men at de vil utnytte de kapasitetene som er i lasterommene på de vanlige trafikflyene sine. Ergo vil de fortsatt kunne tjene penger også på frakt og den type oppdrag. I kategorien ligger også andre ikke bestemmelige trafikkinntekter. Her deler inntektene seg nesten helt jevnt på de tre kategoriene. Den totale andelen av inntekter fra andre trafikkinntekter kategorien, er beregnet ut ifra gjennomsnittlige historiske andeler av totale inntekter. For denne kategorien vil det si en andel av totale inntekter på 17,3 %.

11.2.2 Andre operative inntekter

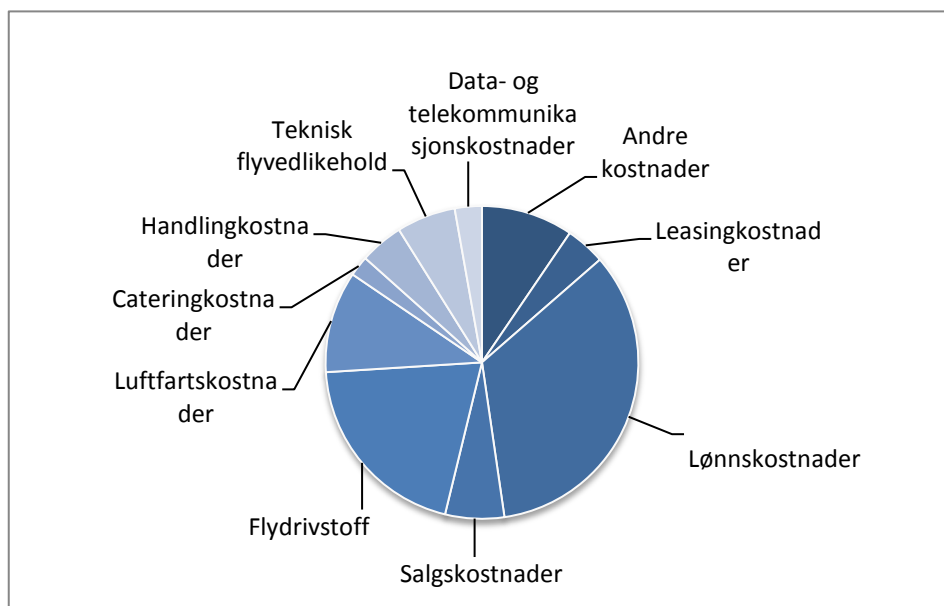
I denne kategorien vil vi få alle andre inntekter forbundet med kjernevirksomheten. Her kommer altså in-flight sales, altså salg av mat, drikke og taxfree varer blant annet under flygningene. Videre vil kategorien også innbefatte inntekter fra handling service, teknisk vedlikeholdsinntekter, terminal service, salgsinntekter altså type billettgebyrer, og andre operative inntekter. Her ser vi at de klart største er andre inntekter og ground-handling. Den klart minste er in-flight sales. Kategorien som helhet er beregnet som en andel av totale inntekter basert på historiske data. Kategorien utgjør en andel av 18 % av de totale inntektene. Her har vi utviklingen av inntekten delt opp:

År	2012	2013	2014	2020	2021
Passasjerinntekter	26947,92	27324,47	27461,09466	30169,93	30773,33
Andre trafikkinntekter	7205,55	7306,234	7342,76565	8067,076	8228,418
Andre operative inntekter	7497,104	7601,862	7639,871775	8393,49	8561,36
Sum driftsinntekter	41650,58	42232,57	42443,73208	46630,5	47563,11

Tabell 18 - Utvikling andre operative inntekter

11.3 Driftskostnader

På samme måte som med driftsinntekter vil vi gjøre en estimering av fremtidige kostnader for SAS-gruppen. Disse estimatene blir beregnet ut fra prosentandeler av fremtidige driftsinntekter, basert på historiske prosentandeler fra de fem siste årene. Vi har i tillegg vektlagt fremtidsplaner og mål fra SAS' 4Excellence-strategien, samt egne vurderinger i prosentandelene. Totale driftskostnader for 2011 er vist i fordelingsdiagrammet nedenfor. Som vist i diagrammet er lønnskostnader, flydrivstoff og luftfartskostnader de største postene.



Figur 15 - Driftskostnader 2011

11.3.1 Salgs- og distribusjonskostnader

I denne kategorien ligger de kostnadene som knytter seg til billettsalg og kostnader rundt billettene. Vi ser en klar tendens på at stadig mer av billettsalg foregår på nett. Dette gjelder generelt uavhengig av flyselskap, buss, tog osv. Vi tror at dette er kostnader som vil kunne synke litt i perioden. Det tror vi på bakgrunn av den generelle teknologiske utviklingen i samfunnet, og teknologiske løsninger som vil effektivisere området som administrasjon vil kunne være med på å trekke ned enhetskostnadene. Vi mener også at deler av kostnadene vedrørende salg og administrasjonskostnader er kapasitetskostnader, slik at man vil oppleve kostnadsøkninger i større grad når man når en kapasitetsgrense. Etersom at vi tror passasjertallet vil holde seg relativt stabilt/svak økning vil det virke fornuftig og anta at en

slik grense ikke vil nåes i perioden og at kostnadene således vil gå litt ned som en følge av stordriftsfordeler.

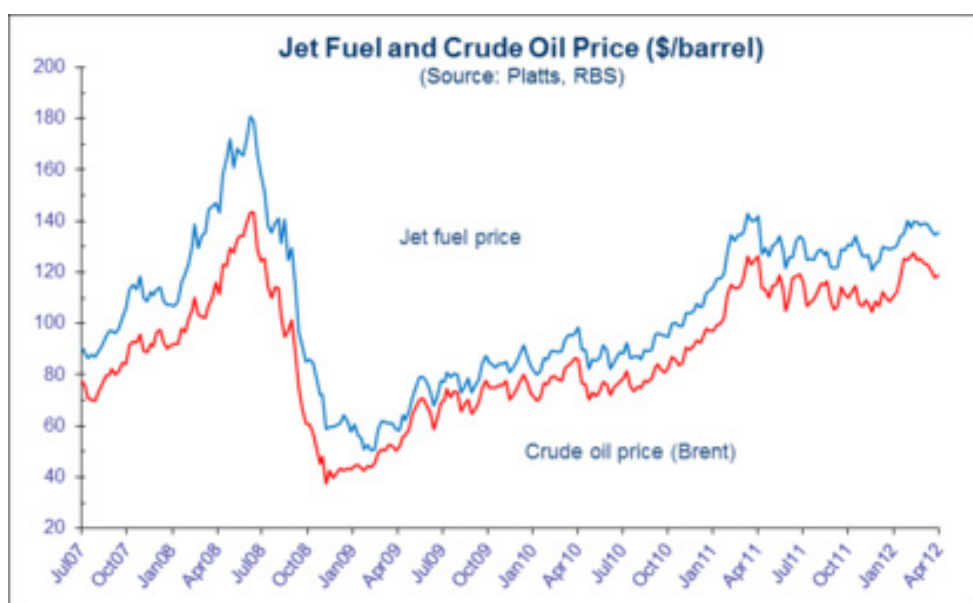
Vi har derfor satt salgskostnadene som en prosentandel av totale inntekter, men med en nedgang i prosenttallet. Utviklingen blir som følger:

År (MSEK)	2012	2013	2014	2020	2021
Salgskostnader	2290,782	2322,791	2122,186604	1632,067	1664,709
(Prosent av inntekt)	5,50 %	5,50 %	5,00 %	3,50 %	3,50 %

Tabell 19 - Utvikling salgskostnader

11.3.2 Fuelkostnader

Fuelkostnader er blant de klart største kostnadene for SAS, og tar i snitt for seg rundt 20 % av kostnadene kun slått av lønnskostnadene. Fuel er en kostnad som det er svært vanskelig å spå en fornuftig utvikling på. Fuelprisen er sterkt korrelert med oljeprisen og er samtidig avhengig av dollarkursen samt forbruk av fuel. Det vi tror på SAS vegne er at Fuelforbruket vil gå noe ned. Det er spådd fra selskapets side at det vil være mulig å hente en reduksjon på 15 % ved å gå fra A320 og 737classic til hhv A320neo og 737NG. Mye av denne effekten er allerede hentet ut da mye av flåten allerede består av disse flyene. Noe modifikasjon kan imidlertid hente ut ca 3 % i ytterligere reduksjoner (SAS annual report 2011).



Figur 16 - Flydrivstoffpriser (kilde: www.iata.com)

Videre har vi valgt å bruke anslag fra US Energy Information Administration. Altså amerikanske myndigheters offisielle energi statistiske leverandør. De kommer med en forventning om en oljepris på ca 100 dollar per fat i 2021. Vi har derfor lagt til grunn dagens pris med en jevn nedgang frem til 2021 og en pris på ca 100 dollar per fat (US EIA). Vi har sett på historiske data og fått frem et påslag for fueldrivstoff der fuelpris = oljepris*1,2. Videre har vi på grunn av litt problemer med å få tak i et godt estimat på fremtidig Dollarkurs valgt å bruke samme kurs som den regjeringen bruker i sitt prosjekt vedrørende anskaffelse av nye jagerfly. Her legger de til grunn en gjennomsnittskurs fremover på 6,64 kroner per Dollar (Regjeringen.no).

Dette gir totalt sett alt tatt i betraktning en svak nedgang i fuelkostnader gjennom perioden. Der den først vil gå ned, får den vil gå litt opp igjen på slutten, hvor veksten i ASK vil bli noe sterkere enn i begynnelsen av perioden.

(MSEK)	2012	2013	2014	2020	2021
Oljepris	124,00	120,00	116,00	102,00	100,00
Fuelpris	148,80	144,00	142,68	125,46	123,00
Barrelpris nok	959,76	928,80	920,29	809,22	793,35
Barrelpris sek	1132,38	1095,85	1085,81	954,76	936,04
ASK	37188,02	37373,96	37560,82	41265,93	42091,25
Forbrukt	1110,47	1102,28	1118,04	1241,71	1291,87
Pris per liter	7,13	6,90	6,83	6,01	5,89
Fuelkostnad	7913,61	7601,86	7639,87	7460,88	7610,10

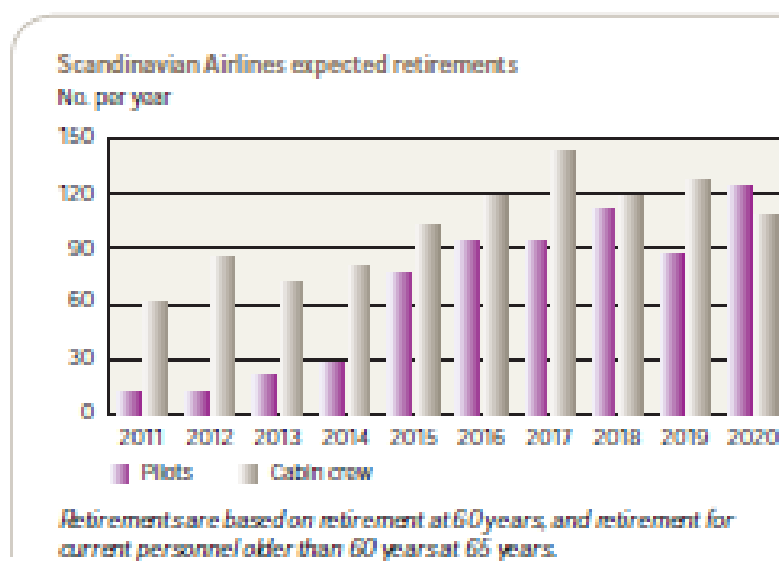
Tabell 20 - Utvikling fuelkostnader

11.3.3 Lønnskostnader

Lønnskostnader er klart den største kostnadsposten til SAS, der den står for 34,1 % av de samlede kostnadene. Som nevnt tidligere i oppgaven er lønnskostnadene til SAS høye, og mye av fremtiden til SAS vil kunne stå på hvordan de klarer å forholde seg til/forhandle med de ansatte. For å prognostisere de fremtidige lønnskostnadene vi tatt hensyn til to ting, hvor vi har sett på antall ansatte og gjennomsnittslønn.

Antall ansatte har vi sett på som en funksjon av antall fly. Der vi har sett på antall fly som en driver for behov av ansatte. Ved å se på historiske tall har vi sett at gjennomsnittlig antall per maskin, har vært relativt stabilt på 83,2. Dermed har vi sett på utvikling i antall ansatte ved å gange våre prognoser for flåtestørrelse med 83,2.

I gjennomsnittslønnen har vi sett en utvikling basert på historiske tall, der den har hatt en gjennomsnittlig vekst på 1,8 % per år i perioden 2011 – 2003. Fra årsrapporten 2010 har vi fått denne figuren:



Figur 17 - Forventet lønnskostnad, kilde: Annual report 2010

Fra den kan vi trekke at lønnskostnadene per ansatt antakelig vil gå noe ned. Her ser vi at SAS vil få et relativt høyt antall med pensjonerings av ansatte, både piloter og kabinansatte, mot andre halvdel av perioden. Vi vil anta at piloter ved 60 år er de pilotene som er kapteiner og som har høy ansiennitet. Dermed vil vi selv ved masse nyansettelser fylle disse plassene for å kunne oppnå en noe lavere gjennomsnittslønn ettersom ansienniteten for de som rykker opp fra styrmenn til kapteiner ikke er helt der den var for de som går ut i pensjonistenes rekker.

Totalt sett fører dette til at vi får en økning i antall ansatte i takt med flåtestørrelsen og en nedgang i gjennomsnittslønnen basert på mye pensjonerings av eldre arbeidere. Samtidig

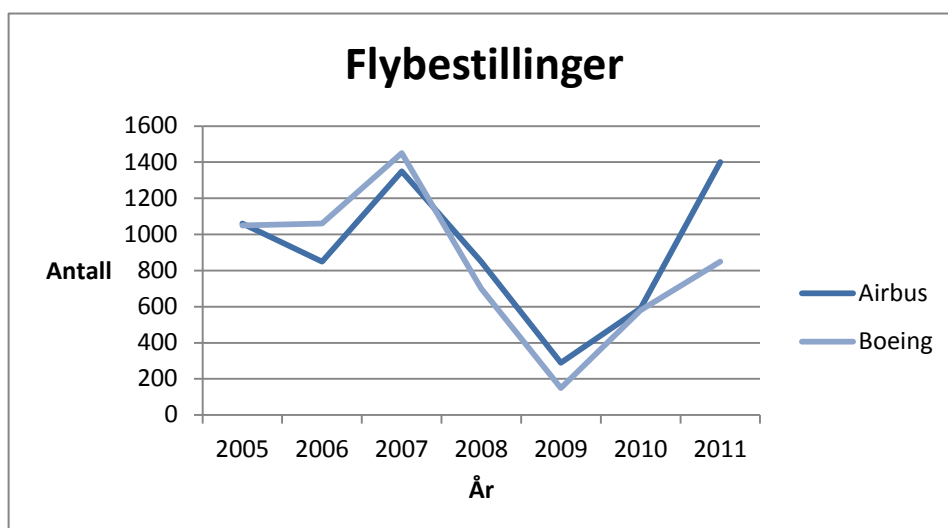
vil man ifølge strategiplanen 4excellence ha som mål å kutte ned og forhandle bort noe av lønnskostnadene. Vi tror og velger å anta at dette totalt sett vil holde lønnskostnadene stabile i forhold til andel av totale inntekter. Slik at vi har spådd en moderat vekst gjennom perioden med totalt sett en vekst fra 2012 – 2021 på 14,2 %

Lønn (MSEK)	2012	2013	2014	2020	2021
Flåtestørrelse	185,00	181,00	177,00	208,00	208,00
Ansatte pr maskin	83,20	83,20	83,20	83,20	83,20
Ansatte	15392,00	15059,20	14726,40	17305,60	17305,60
Gjennomsnittslønn per ansatt	0,89	0,93	0,95	0,89	0,91
Totale lønnskostnader	13744,69	13936,75	14006,43	15388,06	15695,83

Tabell 21 - Utvikling lønnskostnader

11.3.4 Leasingkostnader

Leasingkostnadene til SAS gjelder hovedsakelig leasing av fly, men også leasing av bygninger og biler. For SAS er det derimot leasingkostnadene på fly som utgjør hovedstolen i denne kostnadsposten. Antall leasede fly, og leasingkostnad per fly driver kostnadsposten opp i fremtiden da SAS leaser en større del av flyflåten sin som ett ledd i 4Excellence-planen. Vi kalkulerer med at leasingkostnadene kommer til å stige i takt med ASK, med en fast prosentandel av driftsinntektene. I figuren nedenfor vises det en stor oppgang i antall flybestillinger for Airbus og Boeing etter finanskrisen i 2008.



Figur 18 - Flybestillinger for Airbus og Boeing (kilde: The Wall Street Journal)

For Airbus er tallene nesten like høye som før finanskrisen, og indikerer at selskapene begynner å komme seg på beina igjen. Dette holder mål med vår antakelse om at SAS kommer til å anskaffe flere nye fly, slik at kostnadene øker. Historisk har leasingkostnadene ligget på rundt 4,6 % av sum driftsinntekter, men grunnet kjøp av nye og dyrere fly, samt større andel leasede fly estimerer vi at prosentandelen går opp med 0,4 % for alle år fremover.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %

Tabell 22 - Estimerte leasingkostnader i prosent av driftsinntekter

11.3.5 Luftfartskostnader

Luftfartskostnader er kostnader flyselskapet må betale for bruk av flyplassenes infrastruktur og tjenester. Kostnadene baserer seg ofte på hvor mange avganger og landinger selskapet har, men kan også beregnes ut fra antall passasjerer. I Norge er det Avinor som kontrollerer flyplassene og setter prisene, dog varierer disse prisene fra land til land. Historisk sett har disse kostnadene for SAS ligget på rundt 10 % av sum driftsinntekter, og vi mener at de kommer til å ligge stabilt på 10 % de kommende år slik at de stiger i takt med økning i passasjerer. SAS estimerer at passasjerantallet skal opp de neste årene, og det kan være med på å skape rabatter hos flyplassene, men uten nok innsikt i hvilke rabattordninger som finnes blir det vanskelig å bestemme.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %

Tabell 23 - Estimerte luftfartskostnader i prosent av driftsinntekter

11.3.6 Cateringkostnader

Cateringkostnader er kostnader forbundet med produktene – herav mat, drikke og annet – som blir solgt om bord på flyene. Historisk sett har cateringkostnadene ligget på rundt 2,5 %, og steget eller gått ned i takt med passasjertrafikken. Grunnet forutsetninger om flere passasjerer i fremtiden vil disse kostnadene gå opp i takt med sum driftsinntekter. Dog

mener vi at SAS skal klare å senke disse kostnadene med -0,30 % i årene som kommer slik at vi ender på en prosentandel på 2,30 % hvert år i forhold til sum driftsinntekter.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %	2,30 %

Tabell 24 - Cateringkostnader i prosent av driftsinntekter

11.3.7 Handlingkostnader

Handlingkostnader er de samlede kostnadene for bagasjehåndtering, bakketjenester og lignende. I Norden har SAS selv tatt seg av disse tjenestene gjennom SAS Ground Service. Denne kostnadsposten er relatert til antall reisende, men de siste årene har det vist seg å være en økning i handlingkostnadene selv om passasjertallene har gått ned. Hva dette kommer av er vanskelig å si, men kan ha med økning i lønninger og dyrere driftutstyr. En annen mulighet kan være at SAS har mistet noe av stordriftsfordelene sine gjennom tap av markedsandeler. Vi har derfor valgt å se på handlingskostnadene i prosent av sum driftsinntekter. Historisk har disse ligget på rundt 4 %, og vi mener den negative utviklingen de tre siste årene vil øke handlingkostnadene enda mer. Dette sammenfaller med prognoser om økte passasjertall i fremtiden.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
4,20 %	4,20 %	4,20 %	4,20 %	4,20 %	4,20 %	4,20 %

Tabell 25 - Utvikling i handlingkostnader i prosent av driftsinntekter

11.3.8 Teknisk flyvedlikehold

Teknisk flyvedlikehold inneholder alle kostnader til vedlikehold av fly, både for selveide og leasede fly. Da flyflåten til SAS kommer til å bli modernisert i løpet av kommende år, kan det skape økte kostnader på grunn av dyrere deler. Vi tror ikke SAS kan hente flere stordriftsfordeler enn de allerede har for å senke kostnadene, da de har hatt en nedgang i kostnadene siden 2005. I 2011 lå kostnadene for teknisk flyvedlikehold på 5,6 % av sum driftsinntekter, og vi tror ikke at de kommer til å forandre seg så mye i årene fremover. Med

disse forutsetningene har vi estimert en prosentandel av driftsinntektene på 5,7 % i årene frem til 2021.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
5,70 %	5,70 %	5,70 %	5,70 %	5,70 %	5,70 %	5,70 %

Tabell 26 - Teknisk flyvedlikehold i prosent av driftsinntekter

11.3.9 Data- og telekommunikasjonskostnader

Nøyaktig hva som er bakt inn i denne kostnadsposten er ikke opplyst i årsregnskapet, men vi kan med høy grad av sikkerhet si at data- og telekommunikasjonskostnader er knyttet til drift av nettside og andre kommunikasjonskostnader. Felles med de andre postene økes kostnadene for denne posten ved økt etterspørsel, altså økning i passasjerer og flyvninger. Historisk har denne kostnaden ligget på rundt 4,3 % av sum driftsinntekter og vi tar forutsetning om at denne trenden vil fortsette i fremtiden.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %

Tabell 27 - Data- og telekommunikasjonskostnader i prosent av driftsinntekter

11.3.10 Andre kostnader

Andre kostnader er en samlepost for operasjonelle kostnader. Vi har liten informasjon om hvilke kostnader denne posten inneholder og ser derfor på historiske kostnader i forhold til inntekt. Disse ligger på rundt 13 %, men viser at det har vært en gradvis nedgang de siste fem årene. For 2011 lå prosentandelen for andre kostnader på rundt 9 % av driftsinntektene. I fremtiden tror vi at disse kostnadene kommer til å gå opp 1 %, da SAS ikke har mer å hente på stordriftsfordeler som nevnt tidligere i kapitlet.

2012	2013	2014	2015	2016	2020	2021
10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %

Tabell 28 - Andre kostnader i prosent av driftsinntekter

11.4 Andre kontantstrømelementer

Vi har nå kommet frem til en EBITDA, som må justeres for å finne fri kontantstrøm som forklart innledningsvis i kapitlet. Basert på tabellen ovenfor vil vi først starte ved å finne avskrivningene og deretter skatt, leasingrenter, investeringer, endring i arbeidskapital og til slutt endring i leasingforpliktelser. Vi vil da sitte igjen med de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen.

11.4.1 Avskrivninger

Ved anskaffelse av driftsmidler skal disse balanseføres og avskrives over gjenværende levetid. I Norge skilles det mellom to metoder, henholdsvis regnskapsmessig og skattemessig avskrivning. Ved regnskapsmessig vurdering vil et driftsmiddel bli avskrevet etter antatt økonomisk levetid, og det er vanlig at avskrivningsbeløpet er det samme fra år til år (lineært). Ved skattemessig vurdering avskrives driftsmiddelet på grunnlag av verdifall på grunn av slitasje og elde som følge av yrkesbruken. Hvilken sats man bruker avhenger av type driftsmiddel – for eksempel avskrives fly med 12 %, biler og maskiner med 20 %, og forretningsbygg med 2 % (altinn.no).

Avskrivningene til SAS kommer hovedsakelig fra flyene selskapet eier, reservedeler til disse flyene, flyutstyr, annet utstyr og immaterielle eiendeler som for eksempel goodwill.

Avskrivningene må kalkuleres, og trekkes fra EBITDA for å komme frem til EBIT. Historisk har avskrivningene i prosent av sum driftsinntekter ligget på rundt 3,9 % de siste fem årene, og det er dette tallet vi bruker i prognosene for fremtidige avskrivninger. Prosentandelen på 3,9 % lar vi stå stabilt langs hele perioden da SAS har gitt uttrykk for – i årsrapporten fra 2011 – at de samtidig som de kjøper nye fly, skal utfase de gamle og selge unna bygg for så å lease dem tilbake. Vi tror derfor at avskrivningene kommer til å øke i takt med sum driftsinntekter.

11.4.2 Skatt

Utregning av skattekostnad har vist seg å være et vanskelig område, og vi har sett oss nødt å gjøre forenklinger for å komme frem til et svar. Vi har valgt å se på skattekostnad i prosent

av EBIT, hvor vi har kalkulert med en skattesats på 28 % som er det samme som selskapsskatten i Sverige. Da SAS har negativ EBIT de første årene i prognosen skaper det en negativ skattefordel, og gjør at vi må ta forutsetning om at beregning av betalbar skatt, utsatt skatt og skattefordeler blir sett bort fra. Den opparbeidede skattefordelen som vi kommer frem til i årene 2012-2015 vil derav ikke bli tatt hensyn til i fremtiden.

11.4.3 Leasingrenter

For å regne ut leasingrentene vil vi legge til en kalkulatorisk leasingrente på 5,56 % som er hentet ut fra årsrapporten til SAS fra 2011, samt justert for egne forutsetninger som vi mener er relevant slik markedssituasjonen og framtidsutsiktene er i dag. Leasingrenten blir regnet ut fra estimerte leasingkostnader og addert EBIT-resultatet, fordi leasingrentene er en kontantstrøm til eierne av leasingobjektene og derav en del av totalkapitalen. Teknisk sett betyr dette at når driftsinntektene øker, øker leasingkostnadene som igjen øker leasingrenten.

11.4.4 Investeringer

Investeringene til SAS er i hovedsak relatert til flyinvestering, men gjelder også andre investeringer som trengs for driften av selskapet. Andre investeringer er en liten del av de totale investeringskostnadene, sett på i forhold til flyinvesteringene. I årsrapporten til SAS er det opplyst at det er lagt inn bestilling på 30 nye Airbus A320 fly, som skal leveres fordelt utover 4 år fra og med 2016. Det er videre opplyst at SAS har planer om å bytte ut hele flyflåten sin med nyere fly i årene som kommer. Dette er med på å skape kapitalbehov og øke investeringskostnadene. I mangel på informasjon angående pris på fly og rabattordninger fra Airbus, og andel av andre investeringsplaner i fremtiden ser vi oss nødt til å ta noen forutsetninger. I fremtidsregnskapet for SAS har vi valgt at avskrivninger og investeringer utjevner hverandre på lang sikt, som i teorien vil si at avskrivninger er lik investeringer.

11.4.5 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital kan regnes ut ved å trekke omløpsmidler fra kortsiktig gjeld. Det har vi gjort for fire historiske driftsår, og kommet frem til en historisk prosentandel i forhold til driftsinntekter på rundt -7 %. Grunnen til at vi i en verdsettelse tar hensyn til endring i arbeidskapital er at det blir bundet opp mer kapital i bedriften som er relevant for en eventuell investor, fordi det skapes en kapitalinnbetaling i kontantstrømmen. For vanlige produksjonsbedrifter er det ofte vanlig å betale for et produkt når varen blir levert, men slik er det ikke i flybransjen. Kundene forhåndsbetaler her billettene, og er dermed med på å finansiere driften av selskapet – derav negativ arbeidskapital. I tabellen nedenfor har vi regnet ut arbeidskapitalen og endringer mellom årene. Vi har tatt forutsetning om at prosentandelen på -7 % holder seg konstant i fremtiden.

År (tall i MSEK)	2011	2012	2013	2014	2019	2020	2021
Inntekter	41412,00	41650,58	42232,57	42443,73	49778,82	51023,30	52298,88
Prosent av inntekt	-7 %	-7 %	-7 %	-7 %	-7 %	-7 %	-7 %
Arbeidskapital	-2898,84	-2915,54	-2956,28	-2971,06	-3484,52	-3571,63	-3660,92
Endring		-16,7004	-40,7395	-14,7814	-134,02	-87,1129	-89,2908

Tabell 29 - Endring i arbeidskapital

11.4.6 Endring i leasingforpliktelser

Til slutt må vi regne ut endringer i leasingforpliktelser da disse gir en kontantstrømeffekt på totalkapitalen. Vi har først estimert leasingforpliktelsene, deretter diskontert disse til nåverdi og regnet ut endring fra år til år. Differansen er vist i tabellen nedenfor, og gir grunnlag for kontantstrømeffekt i positiv retning de første årene, og negativ i slutten av perioden. Den negative effekten kommer av at antall leasede fly gradvis øker slik at leasingforpliktelsene også øker.

År (tall i MSEK)	2011	2012	2013	2014	2020	2021
Leasingforpliktelse	2684	2660	2668	2563	2668,876	2829,009
Diskonteringsrate		1,055	1,113025	1,174241	1,619094	1,708144
NVP leasingforpliktelse	2684	2521,327	2397,071	2182,686	1648,376	1656,188
Endring leasingforpliktelser		162,673	124,256	214,3852	-7,77536	-7,81221

Tabell 30 - Endring i leasingforpliktelser

11.5 Fremtidsregnskap

Alle utregningene og forutsetningene som er presisert tidligere i kapitlet gir oss følgende fremtidsregnskap for SAS AB. Vi ser av tabellen at kontantstrømmen til totalkapitalen er negativ de to første årene, og vokser deretter gradvis frem til 2021 hvor overskuddet ender på over MSEK 980.

(MSEK)	2012	2013	2014	2020	2021
Inntekter					
Passasjerinntekter	26947,92	27324,47	27461,09466	30169,93	30773,33
Andre trafikkinntekter	7205,55	7306,234	7342,76565	8067,076	8228,418
Andre operative inntekter	7497,104	7601,862	7639,871775	8393,49	8561,36
Sum driftsinntekter	41650,58	42232,57	42443,73208	46630,5	47563,11
Kostnader					
Salgskostnader	2290,782	2322,791	2122,186604	1632,067	1664,709
Lønnskostnader	13744,69	13936,75	14006,43159	15388,06	15695,83
Flydrivstoff	7913,61	7601,862	7639,871775	7460,88	7610,098
Luftfartskostnader	4165,058	4223,257	4244,373208	4663,05	4756,311
Cateringkostnader	957,9633	971,3491	976,2058379	1072,501	1093,952
Handlingkostnader	1749,324	1773,768	1782,636747	1958,481	1997,651
Teknisk flyvedlikehold	2374,083	2407,256	2419,292729	2657,938	2711,097
Data- og telekommunikasjonskostnader	1790,975	1816	1825,080479	2005,111	2045,214
Andre kostnader	4165,058	4223,257	4244,373208	4663,05	4756,311
Sum driftskostnader	39151,54	39276,29	39260,45217	41501,14	42331,17
EBITDAR	2499,035	2956,28	3183,279906	5129,355	5231,942
Leasingkostnader	1859,401	1868,698	1878,041243	2063,296	2104,562
EBITDA	639,6339	1087,582	1305,238664	3066,059	3127,38
- Avskrivning	1624,372	1647,07	1655,305551	1818,589	1854,961
EBIT	-984,7386	-559,4881	-350,0668876	1247,469	1272,418
- Skatt	-275,7268	-156,6567	-98,01872853	349,2913	356,2772
+ Avskrivning	1624,372	1647,07	1655,305551	1818,589	1854,961
+ Leasingrenter	104,1264	104,6471	105,1703096	115,5446	117,8555
- Investeringer	1624,372	1647,07	1655,305551	1818,589	1854,961
+ Endring i arbeidskapital	-16,70038	-40,73947	-14,78139923	-87,11294	-89,29077
+ Endring i leasingforpliktelse	249,9972	200,0978	270,2421546	37,19743	36,07931
Årlig kontantstrøm til totalkapital	-371,5886	-138,8261	108,5829059	963,8068	980,7853

Tabell 31 - Fremtidsregnskap

11.6 Nåverdi av eksplisitt periode og terminalverdi

For å komme frem til en aksjepris er det nødvendig å regne ut nåverdi av kontantstrømmene til totalkapitalen fra tabellen ovenfor, hvor vi diskonterer kontantstrømmene med avkastningskravet til totalkapitalen på 0,0457 (WACC). Ved bruk av formel nedenfor får vi en nåverdi på MSEK 2167.

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H}$$

Deretter må det regnes ut en terminalverdi fra siste kontantstrøm, altså år 2012, hvor det antas stabil vekst på 2,5 % i evig tid fremover. Utregning av terminalverdi gjøres ved bruk av følgende formel, hvor vi kommer frem til en terminalverdi på MSEK 32151:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\frac{\text{Kontantstrøm til totalkapitalen år 2021}}{(WACC - \text{vekst})}}{(1 + WACC)^{10}}$$

11.7 Selskapsverdi og egenkapitalverdi

Tallene vi kom frem til i foregående kapittel gir oss en selskapsverdi på MSEK 34319. For å kunne estimere en aksjeverdi på denne verdien justeres for netto finansiell gjeld og leasingforpliktelser (se vedlegg 16.7). Deler vi egenkapitalverdien vi kom frem til på MSEK 2121, på antall aksjer får vi en pris på SEK 6,45 per aksje. Den 14.5.2012 var aksjekursen til SAS notert på Stockholmbørsen til SEK 7,05, som i forhold til vårt svar kan indikere en salgsanbefaling. Dog aksjeprisen vi har kommet frem til preget av stor usikkerhet da 93 % av terminalverdien stammer fra selskapsverdien.

	(MSEK)
Nåverdi eksplisitt periode	2167
+ Terminalverdi	32151
= Selskapsverdi (enterprise value)	34319
- Netto finansiell gjeld	13338
- Leasingforpliktelser	18859
= Egenkapitalverdi (equity value)	2121
/ Antall aksjer	329
= Estimert aksjeverdi	6,45

Tabell 32 - Verdsettelse aksje

12 Multiplikatoranalyse

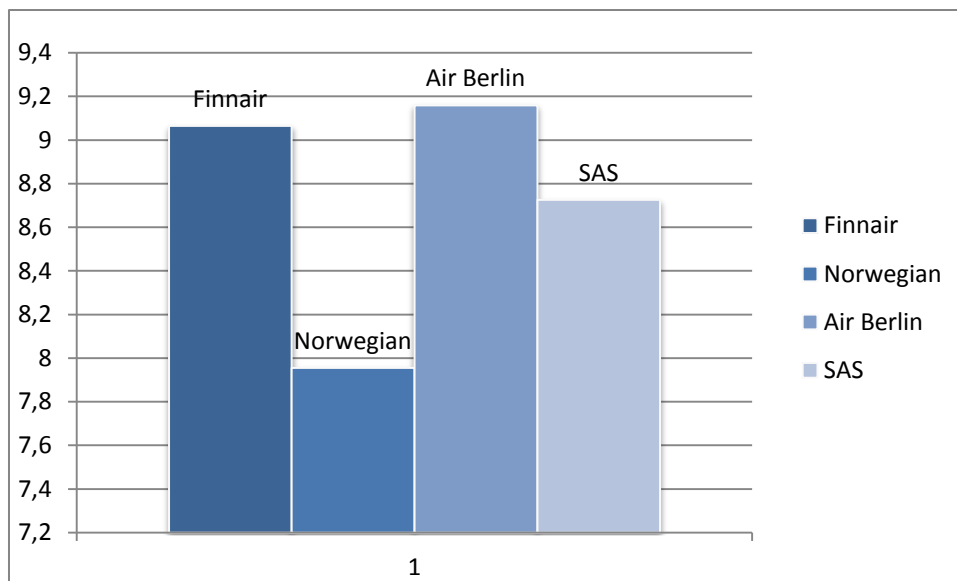
En fundamental verdsettelse er preget av stor usikkerhet da den bygger på flere forutsetninger knyttet til fremtidig kontantstrøm. Det kan derfor være lurt å bruke alternative metoder for å sjekke at svaret man har kommet frem til er sannsynlig. I den sammenheng har vi valgt å benytte P/B-, P/S- og EV/EBITDAR-metodene som er relativt enkle å bruke og krever mye mindre jobb enn en fundamental verdsettelse. I tillegg vil vi nevne hvorfor P/E-metoden ikke kan brukes for SAS. En multiplikatoranalyse bygger på å sammenligne forholdstallene man kommer frem til – i de forskjellige metodene – med andre likestilte bedrifter innenfor samme bransje. For å skape et sammenligningsgrunnlag har vi valgt å sammenligne SAS med Finnair, Norwegian og Air Berlin. Mer informasjon om de forskjellige metodene er skrevet lengre frem i oppgaven.

12.1 EV/EBITDAR-metoden

EV/EBITDAR er en multiplikator som tar for seg verdien av selskapet i forhold til resultat før skatt, rente, avskrivninger og leasingkostnader. Dette forholdstallet kan regnes ut ved følgende formel:

$$EV/EBITDAR = \frac{\textit{Enterprise value}}{\textit{Earnings before interest, taxed, depreciation and leasing}}$$

Ved utregning får SAS en EV/EBITDAR på 8,73, noe som er nøyaktig det samme som gjennomsnittet til bransjen. Etersom aksjeverdien vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen viste en lavere verdi enn børsverdien, burde egentlig EV/EBITDAR-verdien til SAS vært under bransjegjennomsnittet. En verdi lik bransjeverdien skyldes trolig at SAS ikke har noe høyere vekstforventning enn resten av bransjen.



Figur 19 - EV/EBITDAR-verdier

12.2 P/B-metoden

P/B-metoden reflekter forskjellen mellom aksjekursen og bokført egenkapital per aksje.

Aksjekursen til SAS per 14.5.2012 er på SEK 7,05 per aksje, og bokført egenkapital på 12 433 000 000. Deler vi denne egenkapitalen på totalt antall aksjer får vi en egenkapital per aksje på 37,79. Dette forholdstallet dividert på aksjekursen per aksje gir oss en P/B på 0,1866, som forteller oss at forventet avkastning i fremtiden er 18,66 % høyere enn avkastningskravet (se utregning nedenfor):

$$\frac{P}{B} = \frac{7,05}{37,79} \approx 0,1866 = 18,66\%$$

For børsnoterte selskaper er ofte dette forholdstallet over 100 %, men grunnet SAS' svake resultat over flere år ses dette på som et rimelig tall og indikerer ingen kjøpsanbefaling.

Sammenligner vi dette svaret med Norwegian ser vi at forholdstallet er mye større, noe som er forventet og underbygger påstanden ovenfor.

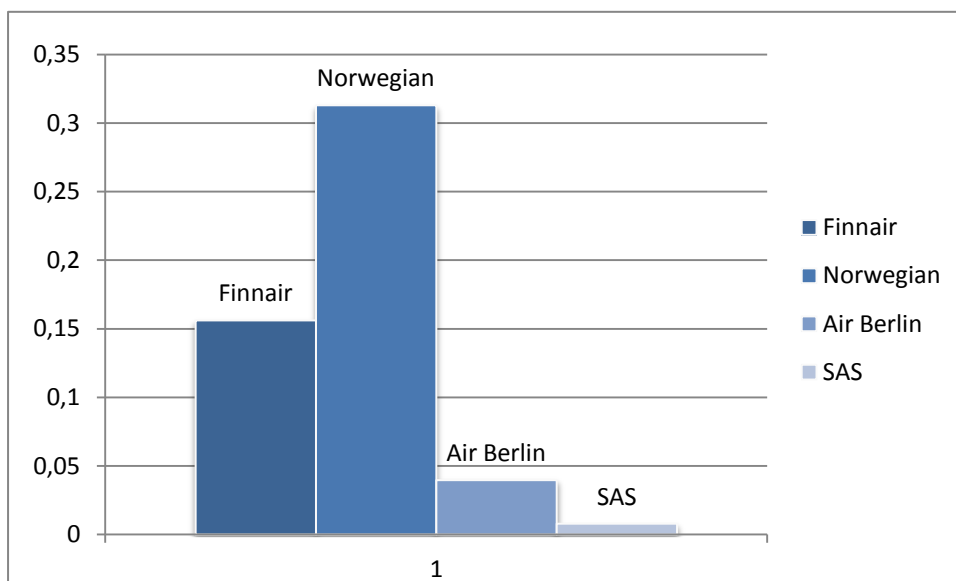
$$\frac{P}{B} = \frac{94,5}{55,78} \approx 1,694 = 169\%$$

12.3 P/S-metoden

P/S-verdien kan beregnes ved å dividere aksjekursen på omsetning per aksje:

$$P/S = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Omsetning per aksje}}$$

Boye (2002) beskriver denne metoden som unyansert og bør benyttes med stor varsomhet da den ikke tar hensyn til noen utgifter. Vi har valgt å benytte denne metoden da vi mener den kan gi oss nyttig informasjon, fordi selskapene vi sammenligner med er relativt lik SAS og derfor skaper et godt sammenligningsgrunnlag.



Figur 20 - P/S-verdier

Av tabellen ovenfor ser vi at SAS har den desidert laveste P/S-verdien og ligger over 93 % under bransjegjennomsnittet på 0,13. P/S sammenfaller med og reflekterer den dårlige økonomiske situasjonen SAS er i.

12.4 P/E-metoden

P/E-metoden går kort oppsummert ut på beregninger av verdien til et selskap ved å dele aksjekursen per aksje på fortjeneste per aksje.

$$P/E = \frac{\text{Aksjekurs per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

Dette vil gi oss et negativt svar da det i årsrapporten til SAS for 2011 er oppført en avkastning på SEK -5,13 per aksje, og vi har derfor valgt å se bort fra denne utregningsmetoden. Negativt resultat er en ulempe som følger mange selskaper i flybransjen, og fører til at sammenligning mellom enkelte selskapers multiplikator blir umulig å gjennomføre.

13 Sensitivitetsanalyse

Prognosene i fremtidsregnskapet er basert på relativt usikre forutsetninger. Som nevnt over kan det være vanskelig å spå både inntekter og flere av kostnadene. Da mange er avhengig av flere faktorer og jo flere faktorer dess større usikkerhet. Vi vil her se på hva som skjer med aksjeverdien ved en endring i WACC verdi, vekst eller endring i betaverdi. Videre vil vi også sette opp en bestcase/worstcase der vi ser på hvordan en økning/nedgang i fuelkostnader, lønnskostnader og yield påvirker aksjeprisen.

13.1.1 WACC/vekst

Ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse på WACC-verdi og vekst vil vi kunne se om en endring i de verdiene vil ha noen særlig påvirkning på aksjeverdien. Det vi ser ut ifra vår analyse er at relativt små endringer i WACC og eller vekst vil få voldsomt store utslag på aksjeverdien. Vi har lagt til grunn en endring i vekst fra 0,5 % til 4,0 % vekst med halvprosenters intervaller og en endring i WACC-verdi fra 3,00 % til 6,50 % med halvprosenters intervaller også her. Vi ser at dersom vi har 2,50 % vekst og 4,00 % i WACC så får vi en aksjeverdi på 46,68, og dersom vi har 2,50 % vekst og 5,00 % i WACC så får vi en aksjeverdi på -16,48. Altså store endringer i verdi bare på en endring på en prosent i avkastningskrav. Våre funn er presentert i tabellen under:

Terminalvekst/WACC- verdi	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,57 %	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,50 %
0,50 %	-1,14	-19,84	-33,11	-43,37	-50,64	-56,71	-61,63	-65,69
1 %	21,71	-5,25	-23,14	-36,25	-45,31	-52,61	-58,42	-63,13
1,50 %	59,79	16,62	-9,18	-26,76	-38,44	-47,50	-54,50	-60,05
2 %	135,95	53,08	11,77	-13,48	-29,29	-40,92	-49,59	-56,29
2,50 %	364,42	125,99	46,68	<u>6,45</u>	-16,48	-32,16	-43,29	-51,59
3 %	X	344,72	116,49	39,66	2,74	-19,88	-34,89	-45,55
3,50 %	-549,48	x	325,94	106,08	34,76	-1,47	-23,13	-37,50
4 %	-321,01	-530,21	x	305,34	98,82	29,22	-5,48	-26,22

Tabell 33 - Terminalvekst/WACC-verdi

Vi ser her at vi ved en nedgang i vekst eller økning i WACC faktisk vil oppleve teoretisk negative aksjeverdier. Aksjeverdien kan dog aldri bli negativ, men selskapet kan ved en nullverdi på aksjen være verdt ingenting.

13.1.2 Betaverdi

Betaverdi sier hvor mye en aksje korrelerer med markedet. Her ser vi at en endring i betaverdi gir en endring i avkastningskravet (WACC). Vi ser dermed at en endring i betaverdi vil føre til store endringer i aksjeverdi, dersom vi sammenlikner tabellen under med tabellen over. Aksjen er med andre ord følsom overfor endringer i betaverdi.

Beta variabler	0	0,2	0,4	0,6	0,8	1	1,2	1,4	1,6
Avkastningskrav til egenkapitalen	0,0158	0,0258	0,0358	0,0458	0,0558	0,0658	0,0758	0,0858	0,0958
Avkastningskrav til totalkapitalen	0,0365	0,0383	0,0400	0,0417	0,0434	0,0451	0,0468	0,0485	0,0502

Tabell 34 - Endring i beta

13.1.3 Bestcase

Her vil vi legge til grunn et optimistisk syn på fremtiden. Vi har gjennom hele oppgaven hatt strategiplanene 4Excellence i bakhodet. Dette optimistiske synet er en spådom på hvordan fremtidig kurs kan bli dersom man antar at man til en stor grad treffer målene i 4Excellence planene. Kanskje også hvis de klarer å overgå 4Excellence-planene på noen punkter. Under denne sensitivitetsdelen har vi valgt å se på hvilke utslag en fem prosents forbedring av tre nøkkelfaktorer og vanskelig prognostiserte faktorer vil bety for aksjeprisen, gitt at alt annet holdes likt. Da har vi tatt for oss en forbedring i fuelkostnader, lønnskostnader og yield.

Best case (aksjekurs)	
Fuelkostnader	40,31
Yield	18,53
Lønn	75,22

Tabell 35 - Best case (endring i aksjekurs)

Her ser vi at størst påvirkning av aksjeprisen gir lønnskostnader, deretter fuelkostnader og til sist yield. Det henger naturligvis sammen med at lønnskostnader utgjør størst del av kostnadene og fuelkostnader den nest største.

13.1.4 Worstcase

Usikkerheten i verden, med Hellas i sentrum, kan medføre store effekter som vil ramme flybransjen generelt. Konkurransemessig kan Norwegian sin fremtreden i markedet, med økende markedsandel, innebære risiko for at SAS vil prestere dårligere finansielt sett. I denne analysen vil vi derfor se hvor stor effekt en 5 % negativ forandring fra «Base Casen» medfører. Vi holder alle andre faktorer lik og forandrer en og en faktor av gangen.

Worst case (aksjekurs)	
Fuelkostnader	-27,42
Yield	-7,42872591
Lønnskostnader	-62,33

Tabell 36 - Worst case (endring i aksjekurs)

Her ser vi at samme forhold i påvirkningen gjelder. Vi ser også at en forverring i denne skalaen gir teoretisk negative aksjepriser. Altså skulle selskapet i prinsipp være verdt null, ut fra en kontantstrømbetraktning. Vi har da ikke sett på hva slakteverdien av selskapet er (virkelig verdi av eiendelene – rentebærende gjeld, inkl. leasing). Worst case analysen viser hvor avhengig SAS er av å få gjennomført 4Excellence-programmet på en tilfredsstillende måte.

14 Konklusjon og videre arbeid

Forutsetningen for denne oppgaven var å finne en verdi på aksjen til SAS AB. Gjennom strategisk analyse fant vi ut at bransjen er utsatt for høy konkurranse og intern rivalisering. Selskapet er også truet av økonomiske forhold da markedssituasjonen har innvirkning på hele virksomhetens forutsetning. Videre har SAS mange sterke sider, men er dominert av dårlig effektivitet som kan holde dem tilbake i fremtiden.

I regnskapsanalysen avdekket vi at SAS er i en svak finansiell situasjon med dårlig struktur, hvorav mye av selskapet er gjeldsfinansiert. Dette sammen med dårlig inntjening i den siste perioden har ført til lite optimistiske framtidsutsikter. Vi har benyttet CAPM-modellen for å komme frem til et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,7663 %. Videre har vi benyttet oss av WACC-modellen for å fastsette avkastningskravet til totalkapitalen som vi fant å være 4,57 %.

Avkastningskravet til totalkapitalen ble så brukt til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene vi fant ved å sette opp et fremtidsregnskap. Ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene kom vi frem til at selskapet på verdsettelsesdatoen 14. mai i være øyne er verdt 6,45 sek. Det gir en selskapsverdi på SEK 2 122 050 000. Vi kan da se at vi har kommet frem til en verdi som ligger på 91,4 % av børskursen 14. mai. Det betyr en nedside på 8,6 %. Grunnet mye usikkerhet knyttet opp til verdsettelsen vil vi ikke komme med noen kjøps- eller salgsanbefaling.

Som en fortsettelse på denne oppgaven til et eventuelt masterprosjekt kunne det ha vært interessant å se på spennende verdsettelsesmodeller som for eksempel opsjonsbasert verdsettelse. Det kunne også ha vært interessant å se på hvilken effekt periodisering av skatt har på resultatet, samt en mer omfattende analyse av leasingforhold. Intervju med ansatte, eller fagforeninger i SAS kunne også vært noe og sett på.

15 Litteraturliste

15.1 Bøker

Boye, Knut. 1998. *Verdsettelse*. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Boye, Knut og Meyer, Christine B. 2008. *Fusjoner og oppkjøp*. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo

Dahl, Gunnar A., Hansen, Terje. Hoff, Roar og Kinserdal, Arne. 1997. *Verdsettelse og teori og praksis*. 1 utgave. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Damodaran, Aswath. 2002. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 2 utgave. John Wiley & Sons, Inc. New York

Eklund, T. og Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør*, 7. utgave, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo

Heracleous, Loizos. Wirtz, Jochen. Pangarkar, Nitin. 2009. *Flying high – in a competitive industry*. McGraw- Hill Comapny.

Hoff, Kjell Gunnar. 2005. *Finansregnskap med analyse*. 13 utgave. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo

Hoff, Kjell Gunnar. Voldsund, Terje. Kolstad, Hansen. 2007. *Analyse av finansregskapet*. Universitetsforlaget. Oslo

Hoff, Kjell Gunnar. 2009. *Strategisk økonomistyring*. Universitetsforlaget. Oslo

Holloway, Stephen. 2008. *Straight and Level – Practical Airline Economics*. Ashgate Publishing Company, Burlington.

Jobber, David. Fahy, John. 2009. *Foundations of marketing*. Tredje utgave. McGraw-Hill Education, Berkshire

Johannessen, Kristoffersen og Tufta. 2004. *Forskningsmetode for Økonomisk-Administrative Fag*, 2. utgave. Abstrakt Forlag.

Johnsen, Thore. 1996. *Avkastningskrav ved vurdering av lønnsomheten i statlig eiet forretningsvirksomhet*. Stiftelsen for samfunns- og næringsvirksomhet. Bergen

Kinserdal, Arne. 2005. *Finansiell rapportering og analyse*. 13 utgave. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Penman, Stephen H. 2007. *Financial statement analysis and security valuation*. McGraw-Hill/Irwin. New York

Roos, Göran. Krogh, Georg Von. Roos, Johan. 2010. *Strategi en innføring*. 5 utgave. Fagbokforlaget Vigmostad et Bjørke AS.

Thoresen, Ole. 2006. *Verdsettelse av aksjer*. Hegnar Media. Oslo

15.2 Artikler

Boye, Knut, Dahl, Gunnar A., Mamelund, Erik. 2002. *Praktisk økonomi & finans*, nr. 1/2002. Universitetsforlaget. Oslo

Dahl, Gjesdal, Kirkøen, Kjerkreit, Gjøen, Brænd, Hansen, Løken, Ringholm, Thoresen. 2007. *Praktisk økonomi & finans*, nr.2/2007. Universitetsforlaget. Oslo

Damodaran, Aswath. *Leases, Debt and Value*. 2009. Stern School of Business. New York

Porter, Michael E. 1979. *How competitive forces shape strategy*. Harvard Business Review. March-April 1979.

15.3 Internettkilder

Aftenposten: *Dyr drift i SAS gir stort luftrom til Norwegian* (lest 12.3.2012)

<http://www.aftenposten.no/okonomi/Dyr-drift-i-SAS-gir-stort-luftrom-til-Norwegian-6764244.html>

Altinn: *Avskrivningssatser eiendeler* (lest: 21.5.2012)

<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Regnskap-og-revisjon/Hva-er-bokforingsplikt/Aktivering-eller-kostnadsforing/Avskrivninger/>

Avinor: *Avinors flyplasser i Norge* (lest: 12.3.2012)

<http://www.avinor.no/avinor/flyplasser>

Boarding: *Flyulykke i Madrid 2001* (12.4.2012)

<http://www.boarding.no/art.asp?id=32761>

Data for offentlige innkjøp: *Sparte 50.mill på nye flykontrakter* (lest: 12.3.2012)

http://www.nyheter.doffin.no/index.php?path=2&resource_id=4153

E24: *Widerøe flyr deg gratis fra Torp* (lest 16.3.2012)

<http://e24.no/naeringsliv/wideroe-flyr-deg-gratis-fra-torp/20160876>

Financial times: *Markedsdata* (lest: 18.4.2012)

<http://markets.ft.com/research/Markets/Companies-Research>

Finansielle emner: *Regresjonsanalyse* (lest 18.4.2012)

<http://finansielleemner.cappelendamm.no/c165889/sammendrag/vis.html?tid=165892>

Flightstats: *SAS' utmerkelse som mest punktlig store selskap i Europa 2011* (lest 6.5.2012)

<http://www.flightstats.com/go/Airline/airlineDetails.do?airlineCode=SK>

Fredrikstad Blad: *Lyntog mellom Oslo og København* (12.4.2012)

<http://www.f-b.no/nyheter/haabeth-sier-nei-lyntog-mellom-oslo-og-kobenhavn-1.1801267>

IATA: *Utvikling i priser på flydrivstoff* (lest 12.5.2012)

http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel_monitor/Pages/price_development.aspx

Lederkilden: *Definisjon på inntjeningsbaserte-metoder* (lest: 18.2.2012)

<http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/inntjeningsbaserte-metoder>

Lederkilden: *Definisjon på likvidasjonsverdi* (lest: 19.2.2012)

<http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/likvidasjonsverdi>

Moneyterms: *Definisjon EV/EBITDA* (lest: 20.5.2012)

http://moneyterms.co.uk/ev_ebitda/

NRK: *SAS må betale Norwegian 175 mill* (lest 16.3.2012)

<http://www.nrk.no/okonomi/sas-ma-betale-norwegian-175-mill.-1.7315533.html>

Norges Bank: *Rente på statsobligasjoner* (lest: 30.3.2012)

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

NRK: *Nedgang for SAS etter 11. september 2001* (12.4.2012)

<http://nrk.no/okonomi/sterk-nedgang-for-sas-1.544903>

Norges Bank: *Rente statsobligasjoner* (lest: 26.4.2012)

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

Regjeringen: *Definisjon på markedets risikopremie* (lest: 2.4.2012)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Regjeringen: *Anbud på regionale ruteflyging* (lest: 9.3.2012)

<http://www.regjeringen.no/mobil/nb/dep/sd/pressemeldinger/pressemeldinger/atteflyselskaper-onsker-a-drive-regiona.html?id=661632>

Regjeringen: *Fremtidig dollarkurs ved kampflyanskaffelse* (lest 4.5.2012)

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fd/tema/kampfly-til-forsvaret/f-35-anskaffelsen---oppdatert-kostnadsbi.html?id=640266>

SAS' hjemmeside: *SAS som Europas mest punktlige for tredje året på rad* (lest 15.3.2012)

<http://www.sas.no/Om-SAS-Norge/Punktlighet/?vst=true>

SAS-gruppens hjemmeside: *Luftfarten i Skandinavia – verdi og betydning* (lest: 15.3.2012)

www.sasgroup.net/SASGROUP_FACTS/CMSForeignContent/LuftfarteniSkandinavien.pdf

SAS-gruppens hjemmeside: *Fakta om SAS, historie, flåte med mer* (lest 2.3.2012)

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

SAS-gruppens hjemmeside: *«En felles aksje»- rapport* (lest: 17.2.2012):

http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/prosp_no.pdf

SAS-gruppens hjemmeside: *SAS Presentasjon 14.9.2011* (lest 13.04.2012)

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

Stockholm Børs: *Kursutvikling SAS AB* (lest 23.5.2012)

http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/Historical_prices/?Instrument=SSE13557

Transportøkonomisk institutt: *Evaluering av anbudsordning for regionale flyruter* (lest: 12.3.2012)

<https://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2010/1116-2010/sam-1116-2010.pdf>

Transportøkonomisk institutt: *Konkurransflater i persontransport* (15.3.2012)

<https://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2011/1124-2011/1124-2011-Sam.pdf>

US Energy Information Administration: Tabell 12, fremtidspriser på drivstoff (lest 12.5.2012)

http://www.eia.gov/forecasts/aeo/tables_ref.cfm

Wikipedia: *Generelt om eiergruppen bak SAS* (lest 4.3.2012)

http://sv.wikipedia.org/wiki/SAS_Group

Wikipedia: *Star Alliance* (lest 5.3.2012)

http://sv.wikipedia.org/wiki/Star_Alliance

Wikipedia: *Teori om P/S* (lest: 5.3.2012)

<http://no.wikipedia.org/wiki/P/S>

Wikipedia: *Oversikt over de største flyselskapene i verden* (lest: 9.3.2012)

http://en.wikipedia.org/wiki/Airline#Regulatory_considerations

Wikipedia: *Generelt om SAS* (lest 2.3.2012)

<http://no.wikipedia.org/wiki/SAS>

Wikipedia: *Generelt om SAS* (lest 2.3.2012)

http://sv.wikipedia.org/wiki/Scandinavian_Airlines

Wikipedia: *Vacuumtog* (12.4.2012)

<http://en.wikipedia.org/wiki/Vactrain>

Wall Street Journal: *Airbus og Boeing bestillingsordre* (lest: 21.5.2012)

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203513604577142692940610010.html>

15.4 Andre kilder

SAS Annual Report 2005 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2006 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2007 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2008 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2009 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2010 (sasgroup.net)

SAS Annual Report 2011 (sasgroup.net)

SAS interim Q1 2012 (sasgroup.net)

SAS presentation 4.9.11 4Excellence (sasgroup.net)

Årsrapport Finnair 2011 (finnair.com)

Årsrapport Air Berlin 2011 (airberlin.com)

Årsrapport Norwegian 2011 (norwegian.no)

16 Vedlegg

16.1 Bransjebeta

Bransjebeta	
SAS	0,604
Norwegian	0,9843
Ryanair	0,3658
Lufthansa	0,9449
Air France KLM	1,49
United Continental Holdings	0,8924
All Nippon Airways	0,2645
Air Berlin	0,7528
Finnair	0,7113
Easyjet	0,7086
Gjennomsnittlig bransjebeta	0,77186

Kilde: Financial Times

16.2 Egenkapitalbeta

Dato	Siste kurs	Endring	Siste kurs	Endring
	OSEAX	OSEAX	SAS	SAS
02.05.2007	483,04		285,92	
01.06.2007	501,38	3,80 %	292,23	2,21 %
02.07.2007	510,81	1,88 %	283,82	-2,88 %
01.08.2007	484,83	-5,08 %	292,23	2,96 %
03.09.2007	475,32	-1,96 %	235,46	-19,42 %
01.10.2007	498,42	4,86 %	199,72	-15,18 %
01.11.2007	507,14	1,75 %	194,99	-2,37 %
03.12.2007	487,71	-3,83 %	174,49	-10,51 %
02.01.2008	491,32	0,74 %	144,54	-17,17 %
01.02.2008	403,90	-17,79 %	114,58	-20,73 %
03.03.2008	419,39	3,83 %	94,61	-17,43 %

01.04.2008	419,33	-0,01 %	101,96	7,78 %
02.05.2008	477,14	13,78 %	89,77	-11,96 %
02.06.2008	497,12	4,19 %	81,57	-9,13 %
01.07.2008	455,16	-8,44 %	53,19	-34,79 %
01.08.2008	412,06	-9,47 %	76,95	44,66 %
01.09.2008	417,26	1,26 %	85,14	10,66 %
01.10.2008	308,54	-26,06 %	85,14	0,00 %
03.11.2008	253,86	-17,72 %	76,10	-10,62 %
01.12.2008	202,76	-20,13 %	55,29	-27,35 %
02.01.2009	239,24	17,99 %	81,36	47,15 %
02.02.2009	216,85	-9,36 %	77,16	-5,17 %
02.03.2009	205,85	-5,07 %	40,36	-47,68 %
01.04.2009	227,96	10,74 %	48,65	20,53 %
04.05.2009	266,03	16,70 %	42,89	-11,84 %
02.06.2009	305,35	14,78 %	44,30	3,28 %
01.07.2009	288,11	-5,65 %	36,87	-16,76 %
03.08.2009	305,53	6,05 %	38,92	5,56 %
01.09.2009	297,97	-2,47 %	44,30	13,82 %
01.10.2009	318,87	7,01 %	52,75	19,08 %
02.11.2009	331,99	4,11 %	45,07	-14,56 %
01.12.2009	357,75	7,76 %	45,20	0,28 %
04.01.2010	380,16	6,26 %	41,74	-7,65 %
01.02.2010	363,89	-4,28 %	40,33	-3,37 %
01.03.2010	359,87	-1,11 %	27,01	-33,02 %
06.04.2010	385,12	7,02 %	27,40	1,42 %
03.05.2010	385,35	0,06 %	30,60	11,68 %
01.06.2010	344,31	-10,65 %	20,40	-33,33 %
01.07.2010	317,89	-7,67 %	19,80	-2,94 %
02.08.2010	369,65	16,28 %	22,30	12,63 %
01.09.2010	364,52	-1,39 %	22,50	0,90 %
01.10.2010	382,72	4,99 %	21,90	-2,67 %
01.11.2010	408,73	6,80 %	22,30	1,83 %
01.12.2010	407,86	-0,21 %	19,70	-11,66 %

03.01.2011	443,21	8,67 %	21,80	10,66 %
01.02.2011	442,18	-0,23 %	22,10	1,38 %
01.03.2011	444,23	0,46 %	19,20	-13,12 %
01.04.2011	451,41	1,62 %	19,80	3,13 %
02.05.2011	446,68	-1,05 %	17,30	-12,63 %
01.06.2011	437,39	-2,08 %	17,20	-0,58 %
01.07.2011	426,12	-2,58 %	14,00	-18,60 %
01.08.2011	411,71	-3,38 %	10,40	-25,71 %
01.09.2011	380,16	-7,66 %	12,25	17,79 %
03.10.2011	334,75	-11,94 %	9,33	-23,84 %
01.11.2011	367,94	9,91 %	9,09	-2,57 %
01.12.2011	378,59	2,89 %	7,50	-17,49 %
02.01.2012	389,48	2,88 %	7,15	-4,67 %
01.02.2012	404,60	3,88 %	7,78	8,81 %
01.03.2012	428,37	5,87 %	6,35	-18,38 %
02.04.2012	430,93	0,60 %	7,05	11,02 %

16.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad (2001-2011)	
2001	8,59
2002	8,6
2003	4,66
2004	3,99
2005	4,02
2006	4,7
2007	6,65
2008	7,28
2009	4,28
2010	4,61
2011	5,03
Samlet rente 11 år	62,41
Gjennomsnittlig rente	5,673636

16.4 Leasingforpliktelser

	2011	2012	2013	2014	2015	2020	2021
Leasingforpliktelse	2684	2660	2668	2563	2400	2668,876	2829,009
Nåverdi	18 859,09						

16.5 Fremtidig flyflåte

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Flåte										
Boeing 330	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Boeing 340	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Boeing 737NG	57	69	81	81	81	81	81	81	81	81
Boeing 737	24	12								
Airbus A320Neo					4	15	22	30	35	35
Airbus A320	12	25	38	38	38	38	38	38	38	38
Boeing 717	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
DeHavilland Q400	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
MD 80	26	13								
Bombardier CRJ900	12	8	4							
Total flåte	185	181	177	173	177	188	195	203	208	208

16.6 Utregning lønnskostnader

Lønn	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Flåtestørrelse	185	181	177	173	177	188	195	203	208	208
Ansatte pr maskin	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2	83,2
Ansatte	15392	15059,2	14726,4	14393,6	14726,4	15641,6	16224	16889,6	17305,6	17305,6
Gjennomsnittslønn per ansatt	0,89297	0,92546	0,95111	0,97796	0,96064	0,92704820	0,91164494	0,89323241	0,88919568	0,9069796
Totale lønnskostnader	13744,6	13936,7	14006,4	14076,4	14146,8	14500,5172	14790,5275	15086,3381	15388,0648	15695,8261

16.7 Utregning fuelkostnader

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Oljepris	124,00	120,00	116,00	112,00	110,00	108,00	106,00	104,00	102,00	100,00
Fuelpris	148,80	144,00	142,68	137,76	135,30	132,84	130,38	127,92	125,46	123,00
Barrelpris nok	959,76	928,80	920,29	888,55	872,69	856,82	840,95	825,08	809,22	793,35
Barrelpris sek	1132,38	1095,85	1085,81	1048,37	1029,64	1010,92	992,20	973,48	954,76	936,04
ASK	37188,02	37373,96	37560,82	37748,63	37937,37	38885,81	39663,52	40456,79	41265,93	42091,25
Forbrukt	1110,47	1102,28	1118,04	1163,76	1124,69	1174,15	1220,23	1268,57	1241,71	1291,87
Pris per liter	7,13	6,90	6,83	6,60	6,48	6,36	6,24	6,13	6,01	5,89
Fuelkostnad	7913,61	7601,86	7639,87	7678,07	7287,77	7469,96	7619,36	7771,75	7460,88	7610,10

16.8 Fremtidskostnader og inntekter

Inntekter	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Passasjerinntekter	26947,92	27324,47	27461,09466	27598,4	27736,39	28429,8	28998,4	29578,37	30169,93	30773,33
Andre trafikkinntekter	7205,55	7306,234	7342,76565	7379,479	7416,377	7601,786	7753,822	7908,898	8067,076	8228,418
Andre operative inntekter	7497,104	7601,862	7639,871775	7678,071	7716,461	7909,373	8067,56	8228,912	8393,49	8561,36
Sum driftsinntekter	41650,58	42232,57	42443,73208	42655,95	42869,23	43940,96	44819,78	45716,18	46630,5	47563,11
Kostnader										
Salgskostnader	2290,782	2322,791	2122,186604	2132,798	1929,115	1977,343	1792,791	1828,647	1632,067	1664,709
Lønnskostnader	13744,69	13936,75	14006,43159	14076,46	14146,85	14500,52	14790,53	15086,34	15388,06	15695,83
Flydrivstoff	7913,61	7601,862	7639,871775	7678,071	7287,769	7469,963	7619,363	7771,75	7460,88	7610,098
Luftfartskostnader	4165,058	4223,257	4244,373208	4265,595	4286,923	4394,096	4481,978	4571,618	4663,05	4756,311
Cateringkostnader	957,9633	971,3491	976,2058379	981,0869	985,9923	1010,642	1030,855	1051,472	1072,501	1093,952
Handlingkostnader	1749,324	1773,768	1782,636747	1791,55	1800,508	1845,52	1882,431	1920,079	1958,481	1997,651
Teknisk flyvedlikehold	2374,083	2407,256	2419,292729	2431,389	2443,546	2504,635	2554,727	2605,822	2657,938	2711,097
Data- og telekommunikasjonskostnader	1790,975	1816	1825,080479	1834,206	1843,377	1889,461	1927,251	1965,796	2005,111	2045,214
Andre kostnader	4165,058	4223,257	4244,373208	4265,595	4286,923	4394,096	4481,978	4571,618	4663,05	4756,311
Sum driftskostnader	39151,54	39276,29	39260,45217	39456,75	39011	39986,27	40561,9	41373,14	41501,14	42331,17

16.9 Fremtid kontantstrøm til totalkapitalen

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDAR	2499,03	2956,28	3183,28	3199,20	3858,23	3954,69	4257,88	4343,04	5129,35	5231,94
Leasingkostnader	1859,40	1868,70	1878,04	1887,43	1896,87	1944,29	1983,18	2022,84	2063,30	2104,56
EBITDA	639,63	1087,58	1305,24	1311,76	1961,36	2010,40	2274,70	2320,20	3066,06	3127,38
- Avskrivning	1624,37	1647,07	1655,31	1663,58	1671,90	1713,70	1747,97	1782,93	1818,59	1854,96
EBIT	-984,74	-559,49	-350,07	-351,82	289,46	296,70	526,73	537,27	1247,47	1272,42
- Skatt	-275,73	-156,66	-98,02	-98,51	81,05	83,08	147,48	150,43	349,29	356,28
+ Avskrivning	1624,37	1647,07	1655,31	1663,58	1671,90	1713,70	1747,97	1782,93	1818,59	1854,96
+ Leasingrenter	104,13	104,65	105,17	105,70	106,22	108,88	111,06	113,28	115,54	117,86
- Investeringer	1624,37	1647,07	1655,31	1663,58	1671,90	1713,70	1747,97	1782,93	1818,59	1854,96
+ Endring i arbeidskapital	-16,70	-40,74	-14,78	-41,28	-15,06	-209,79	-113,30	-134,02	-87,11	-89,29
+ Endring i leasingforpliktelse	250,00	200,10	270,24	281,11	326,42	40,76	39,54	38,35	37,20	36,08
Årlig kontantstrøm til totalkapital	-371,588589	-138,826058	108,5829059	92,217306	625,996965	153,473677	416,541436	404,44098	963,806789	980,785294