



# Aktiekommentar

**SAS**  
**Undervægt**  
Uændret

**Begivenhed: Offentliggørelse af  
årsrapport 2011**

**Baggrund:**

SAS har offentliggjort årsrapporten for 2011, og den er ledsaget af både positive og negative kommentarer.

På positivsiden melder SAS om, at årets to første måneder er afviklet bedre, end forventet, og at selskabets finansielle position er klart bedre end ventet.

SAS har desuden sammen med bankerne genforhandlet betingelserne (covenants) på en del af selskabets trækningsretter for at øge den finansielle fleksibilitet. Som en del af aftalen skal SAS stille sikkerhed i forbindelse med at selskabet benytter trækningsretterne, som selskabet dog pt. ikke forventer at skulle udnytte.

SAS stiller desuden forslag om at ændre regnskabsåret til fremover at dække perioden fra 1. november-31. oktober i stedet for som nu at følge kalenderåret.

På negativsiden viser årsrapportens noter, at pensionsplanen nu er underfunded (se ordforklaringen på side 2) med 0,7 mia. SEK (overfunded med 0,3 mia. SEK i 2010). Læser man kun SAS' balance får man et helt andet positivt indtryk, da pensionsordningen er bogført som et aktiv på 11,4 mia. SEK.

**Konklusion:**

SAS har ikke offentliggjort specificerede forventninger til 2012, men vi har noteret os, at trafikallene for årets første måneder har været lidt bedre end ventet, så det er ikke en stor overraskelse, at SAS er kommet bedre fra start i år. De nyligt annoncerede brændstoftillæg bør også kunne støtte indtjeningen en smule, da de efter vores beregninger mere end kompenserer for brændstofprisstigningerne og USD-stigningen siden det seneste brændstoftillæg blev indført i december 2011.

Vi tager også positivt imod gældsjusteringerne, og særligt kommentarerne om, at SAS ikke forventer at skulle udnytte trækningsretterne tyder på, at selskabets finansielle position er i bedring.

Vi er dog tiltagende bekymrede over pensionsplanen. Læser man kun SAS' balance, ligner den en succes med et aktiv på 11,4 mia. SEK, men den reelle underfunding er på 0,7 mia. SEK. De nye regnskabsregler, der formentlig bliver godkendt i EU i foråret 2012, vil betyde, at differencen skal bogføres på egenkapitalen.

Dermed står SAS til en negativ regulering af egenkapitalen på 12,1 mia. SEK. Egenkapi-

SAS, nr. 9 / 2012  
Jacob Pedersen, CFA  
Senioranalytiker  
tlf. +45 74 37 44 52  
jacob.pedersen@sydbank.dk  
16-03-2012, kl.: 10:47

sydbank.dk  
Aktieanalysen

**Sydbank**

talen er i dag på 12,4 mia. SEK. De nye regnskabsregler vil derfor i realiteten udradere SAS' egenkapital og efterlade selskabet med en helt uholdbar skrøbelig balancestruktur. Vi tør ikke udelukke, at løsningen bliver en form for kapitaltilførsel for at genoprette egenkapitalen. Det er dog tænkeligt, at de nye regnskabsregler indeholder en form for overgangsordning, så SAS ikke fra start bliver ramt helt så hårdt.

For en god ordens skyld gør vi opmærksom på, at hele regnskabsproblematikken omkring pensionsordningen ikke har betydning for vores værdiansættelse af SAS, der allerede afspejler differencen mellem den reelle fundingsituation og det balanceførte overskud. Derimod vil de nye regnskabsregler tydeliggøre en langt mere reel og skrøbelig balance- og kapitalstruktur end den, der fremgår af SAS' regnskaber i dag.

---

**Ordforklaring:**

Overfunding: Når pensionsplanens aktiver er mere værd end nutidsværdien af de beregnede fremtidige pensionsforpligtelser.

Underfunding: Når pensionsplanens aktiver er mindre værd end nutidsværdien af de beregnede fremtidige forpligtelser i planen.

Forskel mellem fundingsituationen og det beløb, der er bogført i balancen: Opstår blandt andet fordi det historisk har været muligt at "udskyde" effekten af ændringer i pensionsplanerne ved at indregne dem løbende i stedet for at indregne dem fuldt ud med det samme. Denne mulighed forsvinder formentlig med IAS 19, som med stor sandsynlighed vedtages senere på foråret. Herefter skal alle de historiske "*udskydelser*" formentlig indregnes direkte i egenkapitalen.

## Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

### Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og kon-junkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. End-videre tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

### Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

### Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

### Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

#### På selskabsniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling          | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end branchen     | 12 måneder   | 51,2%                     |
| Neutral    | På linje med branchen  | 12 måneder   | 24,4%                     |
| Undervægt  | Dårligere end branchen | 12 måneder   | 24,4%                     |

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

#### På brancheniveau:

| Anbefaling | Kursudvikling               | Tidshorisont | Fordeling af anbefalinger |
|------------|-----------------------------|--------------|---------------------------|
| Overvægt   | Bedre end aktiemarkedet     | 12 måneder   | 30,0%                     |
| Neutral    | På linje med aktiemarkedet  | 12 måneder   | 40,0%                     |
| Undervægt  | Dårligere end aktiemarkedet | 12 måneder   | 30,0%                     |

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

|           | Industri<br>Overvægt                                                                                       | Cyklisk forbrug<br>Neutral  | Stabilt forbrug<br>Neutral   | Sundhed<br>Neutral          | Finans<br>Overvægt                          | IT<br>Undervægt  | Telekommunikation<br>Undervægt |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------|------------------|--------------------------------|
| Overvægt  | A. P. Møller Mærsk<br>DSV<br>FLSmidth<br>GN Store Nord<br>Group 4 Securicor<br>Rockwool<br>Vestas<br>Volvo | Hennes & Mauritz<br>Pandora | Chr. Hansen<br>Royal Unibrew | H. Lundbeck<br>Novo Nordisk | Alm. Brand<br>Danske Bank<br>Nordea<br>Tryg | Nokia<br>SimCorp | TDC                            |
| Neutral   | NKT Holding<br>Solar                                                                                       | IC Companys                 | Carlsberg<br>ØK              | Alk Abello<br>Coloplast     | SEB<br>Topdanmark                           | Ericsson         |                                |
| Undervægt | Auriga Industries<br>D/S Norden<br>SAS<br>Scania<br>Securitas<br>TORM<br>William Demant                    | Bang & Olufsen              | Novozymes                    |                             | Sv Handelsbanken                            |                  |                                |

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til [www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier](http://www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier).

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investering sproduktet som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen. Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.