SAS

Sælg

Uændret

Aktuel kurs: 13,60 SEK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab 2012/13

Seneste analyse på selskabet:
06/06/13 – Besparelser skal sikre indtjeningsfremgang i SAS-regnskab på onsdag

Kalender:
05/07/13 – Trafiktal, juni
08/08/13 – Trafiktal, juli
04/09/13 – 3. kvartalsregnskab
10/09/13 – Trafiktal, august
19/12/13 – Årsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Fremdrift – men SAS er ikke lettet endnu – kun aktien

Vi fastholder Sælg-anbefalingen på SAS efter 2. kvartalsregnskabet. Med solid rygvind fra en stor engangsindtægt lander indtjeningen på linje med vores forventninger. SAS-aktien er lettet siden 4XNG blev gennemført – men vi vurderer, at investorerne befinder sig i særdeles tynd luft.

Indtjening løftet af engangsindtægt fra pensionsjusteringer
Omsætningen i 2. kvartal er 6% under vores forventninger og markedsforventningerne. Resultatet er som forventet belastet af et tab på Widerøe på ca. 300 mio. SEK. Resultatet før skat og ekstraordinære omkostninger er på 57 mio. SEK - tæt på vores forventninger på 91 mio. SEK og noget bedre end markedsforventningerne på -129 mio. SEK. Indeholdt i de 57 mio. SEK er dog en engangsindtægt på 450 mio. SEK fra ændrede pensionsvilkår for medarbejderne. Uden denne engangsindtægt er den underliggende udvikling klart svagere end ventet.

Fastholdt prognose – selv om 4XNG ikke når vores forventninger i kvartalet
Enhedsomkostningerne falder med 10,7% i kvartalet – men korrigeret for pensionsindtægten er faldet kun på 3,6% - og det er lavere, end vi forventede. De genforhandlede overenskomster fra november 2012 sænker lønomkostningerne med 12,8% i kvartalet, og mange andre tiltag som blandt andet it-outsourcing har endnu ingen nævneværdig effekt. Brændstofomkostningerne falder med 68 mio. SEK i kvartalet – og holder Jet Fuel prisen sig på det aktuelle niveau året ud, kan SAS' samlede brændstofregning potentielt blive op til 300 mio. SEK lavere, end vi modellerer for nuværende. SAS fastholder prognosen – på trods af Widerøe-tabet på 300 mio. SEK – men nu altså også med medvind på 450 mio. SEK fra pensionsjusteringerne.

SAS Go, SAS Plus og nye ruter skal sikre kommerciel succes
Det nye strømlinede tilbud til kunderne vil forbedre kundernes oplevelse, og det kan medvirke til at sikre en god lancering på de mange nye fritidsruter. Vi vurderer, at SAS har lidt økonomisk rum til at skrue på billetpriserne for at fylde flyene på de nye ruter – men konkurrencen er hård, og det kan derfor blive nødvendigt. Generelt ser vi dog stadig et sundere luftfartsmarked end længe – særligt fordi mange aktører fokuserer på at begrænse kapacitetsvæksten – og det giver rum til prisforhøjelser – endda i et marked, hvor brændstofpriserne for nylig er faldet.

SAS-aktien er lettet – investorerne er stadig i tynd luft
Ved nærmere gennemlæsning er regnskabet svagere, end vi havde ventet, men SAS tager vigtige skridt fremad. Besparelserne viser mere effekt, og frasalgene skrider fint frem. Lavsæson-kvartalerne er nu overstået, og vi ser stadig gode muligheder for, at SAS kan levere overskud i år. SAS-aktien afspejler dog efter vores beregninger stadig et rentabilitetsniveau, som kun de absolut stærkeste europæiske flyselskaber har leveret over en længere periode. Det er efter vores vurdering alt for tidligt at indarbejde så positive scenarier.

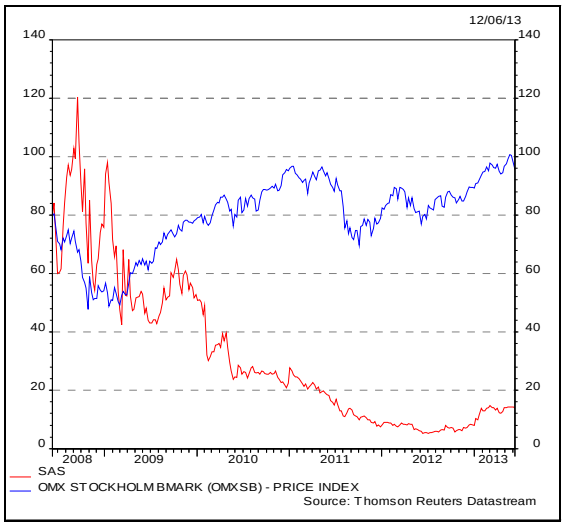
SAS, Nr. 15 / 2013
Jacob Pedersen ,CFA
Senioranalytiker
tlf. +45 74 37 44 52
jacob.pedersen@sydbank.dk
12.06.2013, kl.: 14.15

Sydbank

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. SEK	2K '11/12	2K '12/13	2012	2012/13E	2013/14E
Omsætning	10.070	9.933	35.987	42.938	44.550
EBIT (primær drift)	-482	-86	-286	1.423	2.100
Ordinært resultat før skat	-734	-306	-1.245	530	1.200
Nettoresultat	-429	-388	-985	477	780
Egenkapital forrentning (%)	-	-	-8,4%	4,2%	6,6%
Soliditet (%)	-	-	30,4%	29,7%	32,1%
EPS - udvandet	-1,30	-1,18	-2,99	1,45	2,37
P/E	-	-	neg.	9,4	5,7
EV/EBITDA	-	-	8,7	2,8	2,6
Indre værdi	-	-	34	35	37
Yield	-	-	0,0%	0,0%	0,0%

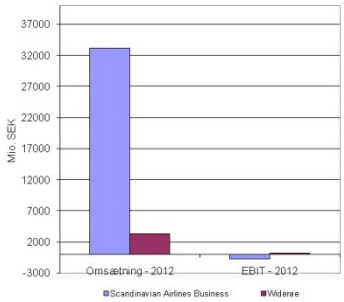
Markedsværdi :	4,5 mia. SEK	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.11-31.10	Fondskode :	1024450
Seneste udbytte :	0 SEK /aktie	Reuterkode :	SAS.ST



Forretningsområde

SAS' primære aktivitet er passagerflyvning i selskabet Scandinavian Airlines. Samlet opererer selskabet den største kapacitet i det nordiske marked med en markedsandel på ca. 28%. SAS tilbyder kunderne et globalt trafiksystem – dels via egne nordiske, europæiske og interkontinentale ruter – dels via medlemskabet af StarAlliance, der er verden største flyalliance. SAS-gruppen består af yderligere 2 flyselskaber: Widerøe og Blue 1. Widerøe er solgt med overtagelse senere i år, og SAS vil udskille SAS Ground Handling i et joint venture med Swissport. Strategiplanen 4Excellence Next Generation (4XNG) skal sænke omkostningerne.

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Negativ (Høj)
Rentedækning Negativ

Risici — Høj

Faldende økonomisk vækst dæmper passagervæksten. Prispres fra lavprisselskaber svækker indtægtsvæksten fra 2013 også på visse af langdistanceflyvningerne. Fagforeningernes magt er reduceret men kan stadig hæmme manøvredygtigheden periodisk. SAS afdækker brændstofforbruget, men indtjeningen påvirkes af strukturelle skift i prisen på Jet Fuel (og olie).

Valuta-eksponering målt ved trafikindtægter (2012)

Norden: 75,0% Europa: 15% Øvrige: 10%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	10,2 (-25%)	13,60	17,00(+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	2 år	4 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 9,2%
Vækst (% pr. år)	5,5%	7,8%	9,6%	Højvækstperiode 15 år og afkastkrav 9,2%
Afkastkrav (%)	14,7%	13,1%	12,0%	Højvækstperiode 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre — Gen. score: 2,8

Leverandører 3

Volumen har betydning ved køb af nye fly. Fagforeningernes indflydelse er stadig betydende. SAS har en fornuftig forhandlingsstyrke overfor de skandinaviske lufthavne.

Substitut 3

Højhastighedstog vinder moderat frem flere steder – ikke udtalt i Skandinavien. Finanskrisen har synliggjort muligheden for videokonferencer. Det kan sænke væksten i business.

Indgangsbarrierer 2

Lavprisselskaber har nemt åbnet konkurrerende ruter og derved udvandet indtjeningen på ruter med hyppige afgange. Politiske interesser besværliggør i nogen grad fusioner.

Kunder 3

Kraftig konkurrence på stærkt befærdede ruter. Lavprisselskaberne øger satsningen på businesspassagerer i det nordiske område.

Intensitet 3

Høj konkurrenceintensitet men fokus på kapacitetsbegrænsninger og højere priser har for en stund reduceret priskonkurrencen.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Selskabets forventninger

"…potentialet er til stede for at levere en overskudsgrad større end 3% og levere et positivt før-skat-resultat i 2012/13..

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2012/13E	1,43	1,45	1,4%
2013/14E	2,48	2,37	-4,4%

Relativ performance (AFGX)

1M	3M	12M
-2,0%	-0,4%	113,2%

Sydbank

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-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere 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.

Valutakursrisiko
Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen
Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur
Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	*Kursudvikling*	*Tidshorisont*	*Fordeling af anbefalinger*
Køb	*Bedre end gennemsnittet af virksomheden i kategorien*	*12 måneder*	51,9%
Hold	*På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	33,3%
Sælg	*Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	14,8%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:

	Køb	**Hold**	**Sælg**
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk Danske Bank NKT Holding Nokia Pandora Rockwool Vestas	DSV FLSmidth Hennes & Mauritz	Bang & Olufsen D/S NORDEN Nordea SAS
Defensive aktier	GN Store Nord Novo Nordisk Tryg	ALK-Abelló Carlsberg Chr. Hansen H. Lundbeck TDC Topdanmark	Coloplast Novozymes Royal Unibrew William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til 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 investeringsprodukter 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.

Sydbank