

# Aktiecommentar

## SAS



### Sælg Uændret

Aktuel kurs:

**17,30 SEK**

Begivenhed:

**Trafiktal, oktober**

Baggrund:

## Oktober-trafik bekræfter et sværere konkurrencemiljø

Vi fastholder Sælg-anbefalingen på SAS efter oktober-trafiktallene, der er lidt dårligere, end vi havde forventet. Konkurrencesituationen er skærpet, og det kan ramme indtægterne i de kommende kvartaler.

SAS har offentliggjort trafiktal for oktober. Hovedtallene fremgår nedenfor.

| SAS - Trafiktal - oktober | Realiseret | Sydbanks forventning |
|---------------------------|------------|----------------------|
| Belægning (cabin factor)  | 72,3%      | 73,9%                |
| Trafikvækst - RPK         | 0,8%       | 4,0%                 |
| Yield (September)         | -3,9%      | -4,0%                |

Kilde: SAS & Sydbank

Konklusion:

Trafiktallene er svagere, end vi havde ventet, men nok så vigtigt er september-yielden ikke i frit fald men på linje med vores forventninger.

Kapacitetsvæksten i oktober på 4% er en smule lavere, end vi havde ventet (5%), mens trafikvæksten på 0,8% er noget under vores forventninger. Trods kapacitetsforøgelser på indenrigs- og europæiske ruter noterer SAS her trafiktillbagegang. Den interkontinentale trafik stiger derimod, men knapt så hurtigt som kapacitetsforøgelsen.

Samlet er belægningen lidt svagere, end vi havde ventet, og det tydeliggør, at den skarpere konkurrencesituation gør det sværere at fylde flyene.

Yielden udvikler sig som forventet, og selv om faldet på 3,9% er markant, så er et totalt yield-kollaps udeblevet. Den lavere belægning i oktober kan dog være bagsiden af medaljen i et miljø, hvor SAS forsøger at værne om yielden, mens konkurrenterne sænker deres priser. SAS peger også mod faldende yield i oktober – helt som ventet.

RASK-udviklingen i september på -7,4% fortæller hele historien om et mere besværligt konkurrencemiljø. RASK-faldet i de seneste par måneder når efterhånden et niveau, der kræver en skarp eksekvering af 4XNG-strategien (eller store brændstofprisfald) for, at omkostningerne kan falde i samme tempo. SAS omtaler i øvrigt yield- og RASK-udviklingen som noget svagere end forventet.

SAS krydrer trafiktallene med prognosen om en kapacitetsvækst på 3-4% i 2013/14 – vi forventede på forhånd 5%. De lidt lavere ambitioner kan vise sig at være en sund beslutning i det, der ligner et udfordrende nordisk flymarked, hvor SAS igennem årets succesfulde sommersatsning har skabt et sværere sammenligningsgrundlag for at vokse. Vi noterer os dog, at vækst også er en integreret del af at indfri de ambitiøse mål i 4XNG.

SAS forventer nu, at det regnskabsmæssige tab på salget af Widerøe bliver 98 mio. SEK større end hidtil ventet og lander dermed formentlig omkring 350 mio. SEK. Vi finpudser vores SAS-estimer op til regnskabet 19. december, når vi også kender oktober-yielden, der offentliggøres 6. december. Umiddelbart skaber det lidt større Widerøe-tab ikke stor frygt for SAS' prognose om en overskudsgrad på 3% i 2013. Oktober-yielden er den største ubekendte, der kan sløre billedet.

Vi noterer os i øvrigt, at SAS skærper retorikken en smule i forhold til konkurrencesituationen på selskabets markeder, hvor man nu taler om en svækket efterspørgsel og intensiveret konkurrence siden juli. Det flugter fint med vores vurdering af, at SAS-investorerne i de kommende kvartaler må belave sig på lavere vækst og et sværere indtjeningsmiljø.

---

**Ordforklaring:**

ASK: Available seat kilometres. Det totale antal udbudte sæder multipliceret med det antal kilometer de flyver.

RPK : Revenue passenger kilometres. Antallet af betalende passagerer multipliceret med antallet af kilometer de flyver.

Yield: Passagerindtægter pr. RPK.

RASK: Samlede trafikindtægter (inklusive fragtindtægter)/ASK

Belægning: RPK/ASK

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 Aktientyt 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   | 33,3%                     |
| Hold       | På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien  | 12 måneder   | 37,0%                     |
| Sælg       | Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien | 12 måneder   | 29,6%                     |

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<br>Danske Bank<br>Pandora<br>Rockwool<br>Vestas | DSV<br>Hennes & Mauritz<br>NKT Holding<br>Nokia<br>Nordea   | Bang & Olufsen<br>D/S NORDEN<br>FLSmidth<br>SAS           |
| Defensive aktier | GN Store Nord<br>H. Lundbeck<br>Novo Nordisk<br>Tryg               | ALK-Abelló<br>Carlsberg<br>Chr. Hansen<br>TDC<br>Topdanmark | Coloplast<br>Novozymes<br>Royal Unibrew<br>William Demant |

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. Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover. I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter. 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, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.