

Maj 2022



ER TIDEN KOMMET TIL AT SÆLGE STATENS SAS- AKTIER?

Analyse udarbejdet af
cheføkonom Jens Hjarsbech

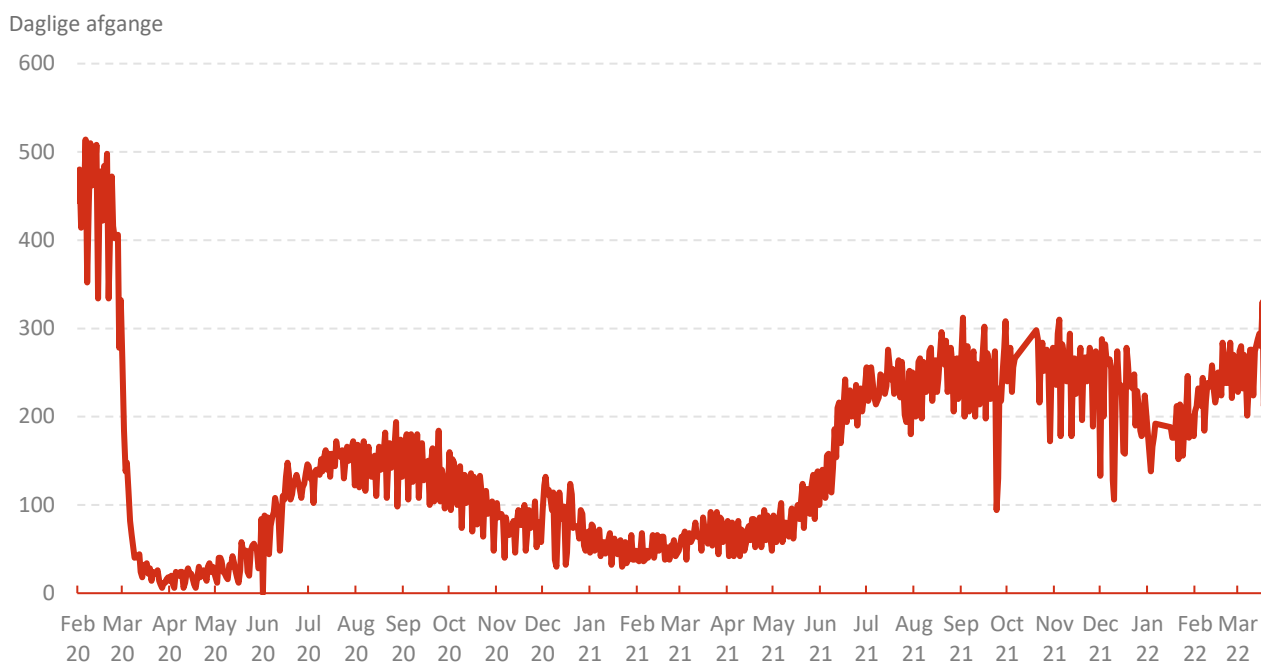
HOVEDBUDSKABER

- Coronakrisen har været særligt hård ved luftfarten, da mange lande har indført rejserestriktioner, turisterne er blevet hjemme, og forretningsmøderne er blevet afholdt virtuelt.
- Krisen medførte et akut kapitalbehov i SAS, og en redningspakke resulterede i, at den danske stats ejerandel af SAS er steget fra knap 15 pct. til nu knap 22 pct.
- SAS står på linje med andre flyselskaber over for store udfordringer de kommende år. Det gælder både med at genoprette indtjeningen efter coronakrisen og med at håndtere de kommende udgifter relateret til CO₂-udledninger, der står til at stige mærkbart.
- Tiden er derfor moden til igen at tage debatten om, hvorvidt staten bør være aktionær i et flyselskab, der ellers opererer i et konkurrencepræget internationalt marked. Statens udgifter skal stilles over for de gevinster, vi som samfund har af ejerskabet. Her er det primært effekterne af den internationale tilgængelighed, der kan tænkes at øges af et statsligt ejerskab.

CORONAKRISEN HAR VÆRET HÅRD VED SAS – SÅ HVAD NU?

Coronakrisen har været særligt hård ved luftfarten, da mange lande har indført rejserestriktioner, turisterne er blevet hjemme, og forretningsmøderne er blevet afholdt virtuelt. Antallet af afgang med passagerfly fra Københavns lufthavn faldt med ét fra 400-500 afgang om dagen lige før coronanedlukningerne i marts 2020 til stort set nul ved første nedlukning, jf. figur 1. Trafikken er langt fra blevet genoprettet siden da, selvom der nu er langt færre restriktioner både i Danmark og internationalt end tidligere i pandemien.

FIGUR 1: VOLDSOMT FALD I ANTAL PASSAGERFLYAFGANGE I KØBENHAVNS LUFTHAVN



Kilde: Danmarks Statistik

Flybranchen som helhed står over for nogle svære år. Coronapandemien ser ikke ud til at være overstået lige foreløbig, hvilket vil trække genopretningen af flytrafikken ud. Desuden kan pandemien have betydet, at særligt forretningsrejserne – som er de mest lukrative rejser for flybranchen – forbliver på et lavere niveau, da virksomhederne har lært, at mange møder kan klares virtuelt. Endeligt står flybranchen over for potentielt markant højere klimaudgifter som følge af Danmarks og EU's klimaambitioner.

SAS står på linje med resten af flybranchen over for store udfordringer med at sikre en bæredygtig drift, og den danske stat er som en af hovedaktionærerne i SAS direkte eksponeret mod disse udfordringer.

Statens ejerandel og indskud i SAS under coronakrisen

Coronakrisen medførte et akut kapitalbehov i SAS, og en redningspakke resulterede i en samlet kapitalforøgelse på 10,3 mia. kr. i 2020. Den danske og svenske stat har hver skudt 3,25 mia. kr. ind i SAS som en direkte kapitalforhøjelse. I alt betyder det, at den danske stat øger sin ejerandel af SAS fra knap 15 pct. til nu knap 22 pct. (på linje med den svenske stat – den norske stat solgte sine SAS-aktier i 2018). Dertil kommer udstedelse af hybride obligationer, så den danske stat indskyder 2,5 mia. kr.

I maj 2021 gav den svenske og danske stat tilsagn om ny likviditetsstøtte til SAS, hvoraf den danske stat stillede en statsgaranti på 1,1 mia. kr.¹

Med knap 7,3 mia. udestående aktier og en aktiekurs på aktuelt ca. 0,7 DKK (jf. figur 2) betyder det, at den danske stat ejer aktier i SAS for ca. 1,1 mia. DKK.

Den danske stat har desuden deltaget i kapitalforhøjelser i SAS i 2009, 2010 og 2018, dog med noget lavere beløb end under coronakrisen.

FIGUR 2: SAS-AKTIE ER FALDET KRAFTIGT UNDER (OG FØR) CORONAKRISEN



Kilde: Macrobond

I denne analyse ser vi nærmere på SAS' udfordringer og de samfundsøkonomiske gevinster ved statsligt medejerskab af SAS, og vi stiller til sidst spørgsmålet, om tiden er kommet til, at staten sælger sine aktier i SAS.

¹ [Danmark og Sverige giver ny hjælp til SAS \(fm.dk\)](https://fm.dk)

SAS' UDFORDRINGER: FÆRRE REJSENDE OG HØJERE KLIMAKRAV

SAS – og andre flyselskaber – står over for væsentlige udfordringer de kommende år. For det første er det usikkert, om flytrafikken bliver fuldt genoprettet efter coronapandemien, og for det andet vil høje klimakrav gøre det dyrere at drive luftfartsselskab de kommende år.

Risiko for permanent fald i flyrejsende

Som vi viser i figur 1, er antallet af flyafgange fra Københavns Lufthavn fortsat markant under niveauet lige før pandemiens indtog. Til sammenligning var de samlede danske eksportindtægter fra flytrafik i 4. kvartal 2021 stadig 24 pct. under indtægterne i 4. kvartal 2019.² For SAS lå passagerindtægterne på ca. 2 mia. SEK i april 2022, hvilket er ca. tre fjerdedele af indtægterne på 2,7 mia. kr. i april 2019.³

En del af den tabte trafik vil naturligvis komme tilbage, efterhånden som pandemien ebber ud globalt og turisterne vender tilbage. Det er dog endnu usikkert, om pandemien vil medføre varigt færre turismeflyvninger.

Flere peger dog på, at pandemien kommer til at betyde permanent færre forretningsrejsende, da mange forretningsmøder kan foretages virtuelt frem for tids- og ressourcekrævende rejseaktivitet. Bloomberg og McKinsey vurderer fx, at virksomheder globalt vil skære mellem 20 og 30 pct. af deres rejsebudgetter.⁴ Det er en væsentlig udfordring for flyselskaberne, da indtjeningen på forretningsrejsende er markant højere end på turistrejser. For SAS vil dette ifølge aktieanalysechef i Sydbank, Jacob Pedersen, betyde tabte indtægter for mellem 3,5 og 6 mia. kr. årligt.⁵ Til sammenligning havde SAS en samlet omsætning på 14,8 mia. kr. i regnskabsåret 2019/2020.

Større klimaudgifter de kommende år

Ud over en udsigt til lavere indtjening har SAS og andre luftfartsselskaber udsigt til højere udgifter for udledning af drivhusgasser. EU-kommissionen har foreslået en revision af CO2-kvotestystemet, der vil betyde markant højere udgifter for at udlede CO2. I dag er al luftfart inden for EU omfattet af CO2-kvotestystemet, men de modtager gratis kvoter, der dækker langt det meste af deres udledninger. Kommissionen foreslår, at gratiskvoterne udfases, så der fra 2027 ikke længere er gratiskvoter i branchen.⁶ Desuden er kvoteprisen steget markant det seneste år fra ca. 200 kr. pr. ton CO2 i 2019 til nu knap 700 kr. pr. ton. EU-kommissionen har i øvrigt foreslået yderligere stramninger af kvotestystemet, der kan betyde yderligere prisstigninger de kommende år.

For SAS vil dette medføre betydelige ekstraudgifter. I 2019 havde SAS CO2-kvoteudgifter på 187 mio. kr. Med samme antal gratiskvoter ville den samme udledning med de aktuelle priser alene have betydet en stigning til 715 mio. kr. Havde SAS ikke fået tildelt kvoter gratis, som vil være tilfældet i 2027 ifølge EU-kommissionen, ville udgiften have været på 1,5 mia. kr. Og med en sandsynlig stigning i prisen til fx 800 kr. ville udgiften være 10 gange så høj som i 2019, jf. figur 3.

² Kilde: statistikbanken.dk tabel BB2

³ [Microsoft Word - 2212 Aktiekommentar - SAS af den 6 maj 2022.docx \(sydbank.dk\)](#)

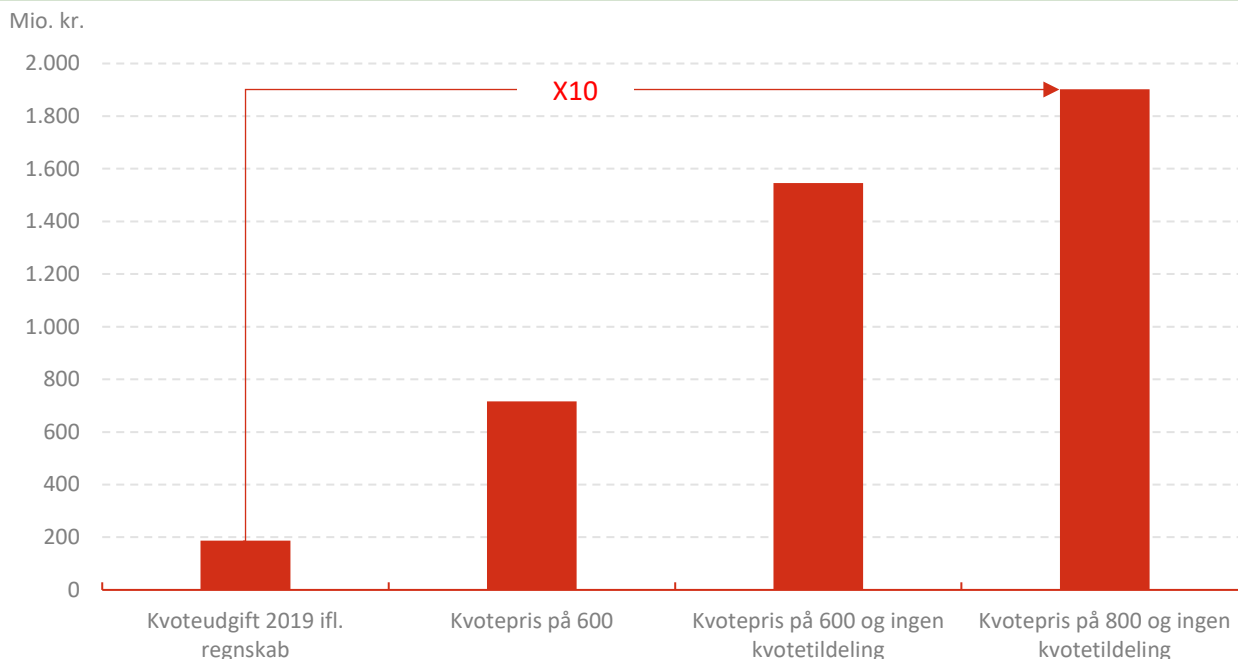
⁴ [Det bliver dyrt for flyselskaberne at færre rejser på business class - FINANS](#)

⁵ [Microsoft Word - 2129 Aktienyt - SAS af den 30 november 2021.docx \(sydbank.dk\)](#) (egen valutaomregning)

⁶ <https://axcelfuture.dk/s/EUs-revision-af-CO2-kvotestystemet.pdf>

Disse beregninger bygger naturligvis på samme trafikmængde og samme CO2-udledning pr. trafikmængde som i 2019. Coronapandemiens reduktion i trafikmængden vil naturligvis sænke udgifterne, men tilsvarende sænkes indtægterne også. Derfor lægger udsigten til markant højere CO2-udgifter et stort pres på SAS og andre luftfartsselskaber på at reducere CO2-udledningerne i deres flyvninger.

FIGUR 3: EN STIGENDE CO2-KVOTEPRIS OG ÆNDRING TIL KVOTESYSTEM VIL MANGEDOBLE SAS' CO2-KVOTEUDGIFTER



Kilde: SAS, EU-kommissionen og egne beregninger.

Note: Beregnet under antagelse af samme CO2-udledning som i 2019

LUFTFARTENS BIDRAG TIL SAMFUNDØKONOMIEN

SAS og luftfarten generelt giver store bidrag til samfundet gennem tilgængelighed med udlandet samt job- og værdiskabelse. I en rapport fra 2016 vurderer konsulenthuset Copenhagen Economics, at luftfartens aktiviteter understøtter en værdiskabelse på 43 mia. kr. årligt i Danmark. Dertil kommer værdien af den tilgængelighed, som bliver skabt af luftfarten. Øget tilgængelighed giver bedre muligheder for samhandel, interaktion og investeringer på tværs af lande, og kan dermed give et produktivitetsløft. Den tilgængelighed, der er blevet skabt gennem luftfarten de sidste 20 år, estimerer Copenhagen Economics til at repræsentere en værdi på op mod 57 mia. kr.⁷

Værdiskabelsen hænger tæt sammen med de arbejdspladser, der er forbundet med luftfarten i

⁷ [copenhagen-economics-2016-luftfartens-samfundsoekonomiske-betydning-for-danmark.pdf](https://www.copenhageneconomics.com/copenhagen-economics-2016-luftfartens-samfundsoekonomiske-betydning-for-danmark.pdf)
([copenhageneconomics.com](https://www.copenhageneconomics.com))

Danmark. Copenhagen Economics vurderer, at luftfarten giver anledning til knap 30.000 såkaldte direkte arbejdspladser, der primært ligger på lufthavnsarealet i Københavns Lufthavn. SAS beskæftigede ved opgørelsen i 2016 ca. 5.000 ansatte i Danmark, inklusive de ansatte i SAS Groundhandling. Dertil kommer den indirekte beskæftigelse, der skabes når flyselskaber, lufthavne, trafikkontrol m.v. køber varer og tjenester af andre virksomheder. Denne indirekte beskæftigelse vurderedes at være på knap 20.000 arbejdspladser. Endelig blev det vurderet, at der opretholdes ca. 20.000 arbejdspladser ved, at de ansatte i luftfarten bruger deres indkomst på varer og tjenester produceret i Danmark.

Jobskabelsen er størst for selskaber, som opererer med base i danske lufthavne, men størstedelen af væksten i antallet af luftfartsjob fra 2005 til 2015 kom dog fra selskaber med base uden for Danmark, da disse selskaber stod for den største del af passagervæksten. I Københavns Lufthavn har passagervæksten fra 2005 til 2015 givet anledning til en vækst i antallet af luftfartsjob (den direkte beskæftigelse) på godt 5.000 arbejdspladser. Heraf er 3.400 skabt af lavprisselskabernes passagervækst og 500 er skabt pga. væksten i SAS' trafik.⁸

SAS skaber mere værdi gennem knudepunktet i CPH

Et hjemligt knudepunktselskab giver anledning til en anden værdiskabelse end udenlandske netværksselskaber. Da SAS opererer et knudepunkt i Københavns Lufthavn, skaber selskabet flere arbejdspladser pr. passager end udenlandske netværksselskaber uden base i Danmark.

Copenhagen Economics vurderede i 2016, at et scenarie med en netværksrationalisering, hvor SAS nedlægger fire interkontinentale ruter fra København, ville medføre tab for passagererne på knap 600 mio. kr. årligt. Dette tab er samlet for både lokalt afgående og ankommande passagerer. Den mindskede tilgængelighed vil medføre tab for samfundet på 3-5 mia. kr. Dertil kommer, at en netværksrationalisering kan betyde, at ca. 360 luftfartsjob nedlægges.

En del af disse negative effekter vil kunne afbødes, hvis andre selskaber genopretter de nedlagte ruter eller opretter yderligere nye ruter fra København. Omvendt kan tabet også blive større, hvis nedlægningen af SAS' ruter påvirker allianceselskaberne negativt, så eksempelvis selskaber som Singapore Airlines og Thai Airways nedlægger deres ruter som respons til den mindskede transfertrafik.

SAS fylder gradvist mindre i Københavns Lufthavn

Måles der på antal passagerer, er SAS's andel af trafikken i Københavns Lufthavn dog faldende, om end stadig betydelig. I 2010 lå passagerandelen på 45 pct.⁹ og i 2014 på 42 pct.¹⁰ Med det markante indtog af lavprisselskaberne er SAS' passagerandel i Københavns Lufthavn faldet til en tredjedel i 2019.¹¹

⁸ [copenhagen-economics-2016-luffartens-samfundsoekonomiske-betydning-for-danmark.pdf](#)
([copenhageneconomics.com](#))

⁹ [De største flyselskaber i København - Viviro.com](#)

¹⁰ [Her er de 20 største flyselskaber i CPH - CHECK-IN.dk](#)

¹¹ [Her er de største flyselskaber i København - FINANS](#)

ER TIDEN KOMMET TIL AT SÆLGE STATENS AKTIER I SAS?

Ifølge Finansministeriet er "statens ejerskab af SAS primært historisk begrundet i forhold til at sikre international tilgængelighed til Danmark. I dag er det primære rationale at sikre SAS den bedst mulige langsigtede ejerstruktur med henblik på at understøtte den internationale tilgængelighed til Danmark."¹²

En øget international tilgængelighed er en gevinst for samfundet, og derfor kan det give god mening, at staten er med til at understøtte det gennem ejerskabet af SAS.

På den anden side er ejerskabet også en relativt stor udgift for staten. Ud over, at der de senere år er tilført ny kapital fra statens side over flere omgange, så har SAS-aktien ikke været en god investering i mange år. Siden 2003 har SAS haft et årligt underskud i 10 af de 19 år, jf. figur 4, og det akkumulerede underskud er på 14,3 mia. kr. Ses der bort fra coronaårene 2020 og 2021 er det akkumulerede underskud på 2,9 mia. kr.

FIGUR 4: ÅRLIG INDTJENING EFTER SKAT I SAS



Kilde: Macrobond. Omregnet til DKK fra SEK med valutakursen primo 2021

Udfordringer forude

De øgede kvoteudgifter, der er udsigt til, rammer selvfølgelig alle flyselskaber og kan derfor overvæltes i prisen uden stor skade for konkurrenceevnen (dette vil i øvrigt også gælde, hvis Danmark indfører en national flyafgift, fx for at betale for regeringens ambition om klimaneutral indenrigsflyvning i 2030). Dog vil der være en konkurrencefordel for flyselskaber, der ikke har hovedtrafikken inden for EU, da en mindre del af deres samlede udledninger er kvotedækkede. Dermed er kvotesystemet ikke uden konkurrenceeffekter, selvom det kun gælder flyvninger inden for EU.

¹² [statensselskaber2018_web.pdf \(fm.dk\)](#)

Faldet i flytrafikken vil også være en udfordring for andre flyselskaber, og det peger på, at der kan være et behov for en konsolidering i markedet – særligt hvis en betydelig del af den reducerede trafikmængde bliver permanent.

Med udsigterne til færre passagerer og flere udgifter relateret til CO2-udledninger er der ikke meget, der tyder på, at SAS-aktierne vil være en god investering for staten de kommende år. Sydbank peger i en nylig analyse på, at den nuværende kapitalstruktur er uholdbar, og at der ikke er udsigt til snarlig genopretning af indtjeningen.¹³ Det er derfor sandsynligt, at SAS snart igen må ud i en ny kapitalrejsning – måske allerede i år – hvilket kan betyde endnu en udgift for staten, hvis den vælger at gå med igen.

Tiden er derfor moden til igen at tage debatten om, hvorvidt staten bør være aktionær i et flyselskab, der ellers opererer i et konkurrencepræget internationalt marked. Statens udgifter skal stilles over for de gevinster, vi som samfund har af ejerskabet. Her er det primært effekterne af den internationale tilgængelighed, der kan tænkes at øges af et statsligt ejerskab. Dog er SAS af faldende betydning for trafikken i Københavns Lufthavn (som i 2014 stod for over 80 pct. af passagertrafikken i Danmark¹⁴), og det er ikke givet, at SAS vil reducere sin tilstedeværelse i København og resten af Danmark markant, selvom staten ikke er medejer. Det er heller ikke givet på forhånd, hvorvidt andre flyselskaber vil fylde SAS' rolle, i det omfang dette vil blive reduceret.

De potentielle effekter på samfundet af et muligt salg af statens SAS-aktier skal derfor vurderes grundigt, før beslutningen tages.

KONTAKT
JENS HJARSBECH
CHEFØKONOM
TLF. 26 19 65 25
JH@AXSELFUTURE.DK

¹³ [Microsoft Word - 2130 Aktiekommentar - SAS af den 5 december 2021.docx \(sydbank.dk\)](#)

¹⁴ [copenhagen-economics-2016-luftfartens-samfundsoekonomiske-betydning-for-danmark.pdf \(copenhageneconomics.com\)](#)