



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

Verdivurdering av Widerøe Flyveselskap

Bacheloroppgave i EK208E – Regnskap og
Økonomistyring

Av Tor Liasjø Arctander og Torstein Ulriksen

Bodø
22.05.2013

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Abstract

This report has the purpose of conducting a valuation of the Norwegian airline company Widerøe Flyveselskap. Widerøe is a 100 % owned subsidiary of Scandinavian Airline Systems (SAS AB). The company is not listed on the Oslo Stock exchange (Oslo Børs). Widerøe operates both domestic and international regional air traffic. It is the largest regional airline in the Nordic region.

The calculation of the yield is conducted by using Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Weighted Average Cost of Capital (WACC). When we computed the weighted average cost of capital we got a yield of 4.99 percent. This calculation is then used in discounting the predicted future cash flows.

Our valuation is based on and Discounted Cash Flow Model (DCF). We have based our valuation on cash flow budget. The estimated cash flows base themselves on strategic and financial analysis. In the strategic analysis we conducted analysis based on makroeconomic, industry and company specified conditions. We looked at several keynumbers in the financial analysis. Historical economic development, as well as strategic predictions about the future, has been used in the task of producing a credible foundation for the establishment of the value.

When we calculated the cash flows discounted with the rate of return, and we ended up with a value of total assets of 2 786 254 195 NOK. In addition to calculate the value of total assets, we did compute the value of the equity to be 1 273 424 195 NOK. We think this value is fair, given that Widerøe continues to produce positive results in the future. Since Widerøe was about to be sold by the time we wrote this report, the value of Widerøe was a topic that was getting much attention at the time. However, valuation is not an exact science. It is based on theory and assumptions. Analysts with equal assumptions will most likely be able to value an enterprise equally.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Forord

Denne bacheloroppgaven markerer avslutningen på vårt treårige studieløp i Økonomi og Ledelse ved Handelshøyskolen i Bodø. Denne oppgaven er en del av profileringskurset EK218E Regnskap og Økonomistyring. Oppgaven utgjør 15 studiepoeng, og er skrevet våren 2012.

Oppgaven er en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap. Vi valgte temaet verdsettelse fordi vi syntes det var det mest interessante emne innenfor profileringskurset. I tillegg omfatter temaet verdsettelse store deler av de ulike kursene vi har vært i gjennom. Dermed oppnår vi en rød tråd mellom de forskjellige kursene som bachelorgraden vår består av, og det er nok denne bredden som gjør at vi fikk en interesse for verdsetting av et selskap. Valget av Widerøe baserte vi på at det er et selskap som har base i Bodø, og at det virket spennende å verdsette et flyselskap. De opererer i en vanskelig bransje, og må konkurrere mot tøffe konkurrenter.

Widerøe er ikke børsnotert. Dette har gitt oss enkelte utfordringer. Det at man ikke har vært i stand til å bruke børsopplysninger, har gjort at enkelte deler av verdsettelsen har vært vanskeligere enn de nødvendigvis hadde vært med tilgang til denne informasjonen. Det at Widerøe var midt inne i en oppkjøpsprosess gjorde at oppgaven ikke bare har vært veldig interessant, men også relevant i forhold til samtiden.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder førsteamanuensis Frode Kjærland for gode råd og nyttige tilbakemeldinger. Vi vil i tillegg takke høyskolelektor Einar Torrissen for nyttige råd og innspill.

Universitetet i Nordland avdeling Handelshøyskolen i Bodø

Mai 2013

.....
Tor Liasjø Arctander

.....
Torstein Ulriksen

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Sammendrag

Denne bacheloroppgaven omfatter en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap, som er et datterselskap av Scandinavian Airlines System (SAS). Selskapet har sitt hovedkontor i Bodø. Vår oppgave starter med en redegjørelse av valg av oppgave og problemstilling. Siden vi valgte verdivurdering av Widerøe er problemstillingen slik: *"Hva er verdien av det ikke-børsnoterte selskapet Widerøe Flyveselskap per. 01.01.2013?"*.

Vi går så videre med å presentere selskapet og bransjen.

Videre i oppgaven følger det et kapittel hvor vi tar for oss innsamling og analyse av data. I dette kapitlet velger vi hvilke metoder vi vil bruke for å kunne svare på problemstillingen. Vi har valgt å bruke både kvalitative og kvantitative metoder. De kvalitative metodene rettes mot en analyse av de faktorer som kan påvirke Widerøe i fremtiden. Vi ser der hvordan Widerøe kan rammes av sterkere konkurranse, men også at vi tror Widerøe har konkurransefortrinn som gjør selskapet i stand til å takle konkurransen. De kvantitative forskningsmetodene brukes når vi studerer og analyserer Widerøes tidligere økonomiske resultater.

I det etterfølgende kapitlet gjør vi rede for teorien bak flere ulike verdsettelsesmodeller, og begrunner vårt valg av den verdsettelsesmetoden vi synes er mest gunstig å anvende for å kunne besvare vår problemstilling. Vi velger der å bruke en modell hvor vi skal beregne fremtidige kontantstrømmer, og diskonterer dem med et avkastningskrav vi beregner med WACC-modellen. Dette avkastningskravet beregner vi å være 4,99 %.

Deretter utfører vi en strategisk analyse som omfatter en analyse av makroøkonomiske forhold, bransjeforhold og selskapsspesifikke forhold. Dette kapitlet gir oss anledning til å få et grundig innblikk i hva som vil være de største strategiske utfordringene i fremtiden. Som nevnt finner vi konkurransefortrinn, men vi ser også hvilke faktorer Widerøe bør ta hensyn til for å manøvrere seg riktig i bransjen.

Det påfølgende kapitlet er regnskapsanalysen, som omfatter en analyse av selskapets lividitet, soliditet, rentabilitet og andre nøkkeltall. Både den strategiske

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

analysen og regnskapsanalysen har dannet et bedre grunnlag for oss til å estimere de framtidige kontantstrømmene til Widerøe. Vi ser at selv om Widerøe har positive årsresultat, er det flere kimer til bekymring i den økonomiske stillingen.

Det neste kapittelet er selve verdivurderingen av selskapet. I dette kapittelet anvender vi det vi fant i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, for å bestemme de framtidige kontantstrømmene. Videre i kapittelet diskonterer vi de fremtidige kontantstrømmene med det avkastningskravet til totalkapitalen vi allerede har funnet, og får en verdi av totalkapitalen på 2 786 254 195 NOK. Etter vi har funnet verdien av totalkapitalen trekker vi i fra gjelden, og får en verdi av egenkapitalen på 1 273 424 195 NOK.

I det neste kapittelet utfører vi en sensitivitetsanalyse. Her endrer vi på noen nøkkelverdier, som driftsinntekter, betaverdi og gjeldskostnad for å se hvor følsom den beregnede verdien av egenkapitalen er i forhold til endringer. Formålet med analysen er å endre på usikre nøkkelfaktorer for å se hvordan foretakets verdi endres. Sensitivitetsanalysen viser at små endringer har stor påvirkning på verdivurderingen av selskapet.

Til slutt oppsummerer vi våre funn. Her diskuterer vi også hvordan den verdien vi har estimert Widerøe å være verdt samsvarer med salgssummen da Widerøe ble solgt i begynnelsen av mai 2013. Den beregnede kjøpssummen er anslått til å være rett over verdien av bokført kapital på i overkant av 600 millioner kroner, og er dermed vesentlig lavere enn vårt funn. Vi begrunner dette med at vi ser for oss at Widerøes fremtid ser lys ut, og dermed beregner positive kontantstrømmer i overskuelig fremtid.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Innholdsfortegnelse

Abstract	I
Forord	II
Sammendrag	III
1 Innledning	1
1.1 Valg av oppgave.....	1
1.2 Problemstilling.....	2
1.3 Tilnærming til oppgaven	2
1.4 Oppgavens utforming.....	2
2 Presentasjon av Widerøe og flybransjen	4
2.1 Widerøe Flyveselskap.....	4
2.2 Historie	4
2.3 Presentasjon av flybransjen.....	5
3 Metode	6
3.1 Innledning	6
3.2 Forberedelse	6
3.2.1 Problemstillingen	7
3.3 Forskningsdesign	7
3.3.1 Kvantitativt forskningsdesign	8
3.3.2 Kvalitativt forskningsdesign.....	8
3.4 Valg av forskningsdesign.....	8
3.5 Datainnsamling.....	9
3.6 Dataanalyse.....	10
3.6.1 Reliabilitet	10
3.6.2 Validitet.....	11
3.6.3 Feilkilder.....	11
3.7 Rapportering	11
4 Valg av verdsettelsesmetode	12
4.1 Innledning	12
4.2 Inntjeningsbaserte modeller	13
4.2.1 Kontantstrømbaserte modeller	13
4.2.2 Dividendemodeller	16
4.2.3 Residualfortjeneste	17
4.3 Balansebaserte metoder.....	19
4.3.1 Matematisk verdi/bokført egenkapital.....	19
4.3.2 Verdijustert egenkapital/substansverdi.....	19
4.3.3 Likvidasjonsverdi.....	20
4.4 Resultatmodeller	20
4.4.1 Normalresultatmetoden	20
4.5 Multiplikatormodeller.....	21
4.5.1 P/E-metoden	21
4.5.2 P/B-metoden	22
4.5.3 P/S-metoden.....	23
4.5.4 EV/EBITDA	23
4.5.5 EV/EBIT	24
4.6 Valg av verdsettelsesmodell	24
5 Avkastningskrav	25
5.1 Avkastningskravet til egenkapitalen	26
5.1.1 Risikofri rente.....	27

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

5.1.2	Markedets risikopremie.....	28
5.1.3	Beta.....	29
5.1.4	Likviditetspremie	32
5.1.5	Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen	32
5.2	Avkastningskrav til totalkapitalen etter skatt.....	33
5.2.1	Gjeldskostnad.....	33
5.2.2	Egenkapitalandel og gjeldsandel.....	34
5.3	Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen	34
6	Strategisk analyse	36
6.1	Innledning	36
6.2	Analyse av makroøkonomiske forhold.....	37
6.2.1	Økonomisk vekst.....	37
6.2.2	Inflasjon.....	38
6.2.3	Valuta.....	40
6.2.4	Oppsummering av de makroøkonomiske forholdene	41
6.3	Bransjeanalyse	41
6.3.1	Trusselen fra nye aktører	42
6.3.2	Trusselen fra substitutter.....	44
6.3.3	Økt konkurranse fra eksisterende konkurrenter.....	46
6.3.4	Leverandørens forhandlingsmakt.....	48
6.3.5	Kundenes forhandlingsmakt	50
6.3.6	Oppsummering av Five Forces	51
6.4	Analyse av interne faktorer	52
6.4.1	Menneskelige ressurser	53
6.4.2	Organisasjonsressurser	54
6.4.3	Relasjonsressurser.....	55
6.4.4	Fysiske ressurser.....	56
6.4.5	Monetære ressurser.....	57
6.4.6	Oppsummering av analyse av ressursbeholdningen.....	58
6.5	SWOT-analyse	60
6.5.1	Styrker	60
6.5.2	Svakheter	61
6.5.3	Muligheter	61
6.5.4	Trusler.....	61
7	Regnskapsanalyse.....	63
7.1	Innledning	63
7.2	Klargjøring for regnskapsanalyse.....	63
7.2.1	Analyseperiode	63
7.2.2	Analysenivå.....	63
7.2.3	Sammenligningsgrunnlag.....	64
7.3	Analyse av forholdstall.....	64
7.3.1	Rentabilitetsanalyse.....	64
7.3.2	Totalkapitalrentabilitet	65
7.3.3	Egenkapitalrentabilitet.....	67
7.3.4	Driftsmargin.....	69
7.4	Likviditet	69
7.5	Kapitalstruktur.....	72
7.5.1	Finansiering.....	72
7.5.2	Soliditet	73
7.6	Oppsummering	76
8	Verdivurdering av Widerøe	77
8.1	Innledning	77

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

8.2 Forutsetninger	77
8.3 Fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen	78
8.3.1 Driftsresultat etter skatt	78
8.4 Driftsinntekter	78
8.5 Driftskostnader	79
8.5.1 Lønnskostnader.....	80
8.5.2 Leie og leasingkostnader	81
8.5.3 Ordinære avskrivninger og nedskrivninger.....	82
8.5.4 Driftskostnader fly og bygninger	83
8.5.5 Avgifter og provisjoner	84
8.5.6 Andre driftskostnader	84
8.6 Driftsresultat før og etter skatt	85
8.7 Framtidige investeringer og avskrivninger	86
8.8 Endring i arbeidskapital	87
8.9 Fri kontantstrøm til totalkapitalen	87
8.10 Oppsummering	88
9 Sensitivitetsanalyse	90
9.1 Innledning	90
9.2 Valg av parametere	90
9.2.1 Endring i egenkapitalbeta	90
9.2.2 Endring i gjeldskostnad.....	91
9.2.3 Endring i driftsinntekt.....	91
9.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen	92
10 Oppsummering	93
10.1 Innledning	93
10.2 Grunnlaget for verdsettelsen	93
10.3 Verdsettelsen	94
10.4 Sensitivitetsanalysen	95
10.5 Salget av Widerøe	95
10.6 Avslutning	96
Litteraturliste	97
Bøker	97
Internettkilder	101
Økonomiske rapporter	104
Vedlegg A – Markedsdata for både OSEAX-kursen og SAS-kursen	106
Vedlegg B – Bankens utlånsrente ved utgangen av året	109

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Figurer

Figur 1 Forskningsprosessen	6
Figur 2 Norske statsobligasjoner	27
Figur 3 Regresjonsanalyse	30
Figur 4 Top-down-analyse	36
Figur 5 KPI anslag fra siste pengepolitiske rapport	39
Figur 6 Porters Five Forces	42
Figur 7 Den nasjonale reiseundersøkelsen 2009	46
Figur 8 Antall pasasjerer innenlands etter selskap. 2003-2011	47
Figur 9 Antall passasjerer som reiste med Widerøe fra 2009-2011	55
Figur 10 Driftsinntekter og driftskostnader i Widerøe	58
Figur 11 SWOT-analyse	60
Figur 12 DuPont-modellen (Baksaas og Hansen, 2010:243)	65
Figur 13 Driftskostnader i Widerøe i 2011	80
Figur 14 Jet fuel and crude oil price	83

Tabeller

Tabell 1 Kontantstrøm til egenkapital	15
Tabell 2 Kontantstrøm til total kapital	16
Tabell 3 Residualfortjeneste	18
Tabell 4 Egenkapitalandel og gjeldsandel	34
Tabell 5 Ressurser som kan skape konkurransefortrinn	59
Tabell 6 Kapitalens omløpshastighet	65
Tabell 7 Resultatgrad	66
Tabell 8 Return on assets	66
Tabell 9 Return on equity etter skatt	68
Tabell 10 Driftsmargin	69
Tabell 11 Likviditetsgrad 1	71
Tabell 12 Finansierungsgrad 1	72
Tabell 13 Arbeidskapital	73
Tabell 14 Egenkapitalandel	74
Tabell 15 Rentedekningsgrad	75
Tabell 16 Kontantstrøm til total kapital	77
Tabell 17 Driftsinntekter fra 2009-2011	79
Tabell 18 Framtidige driftsinntekter	79
Tabell 19 Framtidige lønnskostnader	81
Tabell 20 Historiske leie- og leasingkostnader	81
Tabell 21 Framtidige leie- og leasingkostnader	82
Tabell 22 Historiske avskrivninger og nedskrivninger	82
Tabell 23 Framtidige driftskostnader for fly og bygninger	84
Tabell 24 Framtidige avgifter og provisjoner	84
Tabell 25 Historiske tall for andre driftskostnader	85
Tabell 26 Framtidige tall for andre driftskostnader	85
Tabell 27 Framtidig driftsresultat både før og etter skatt	86
Tabell 28 Historiske tall for arbeidskapital	87

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 29 Framtidige tall for endring i arbeidskapital	87
Tabell 30 Framtidige frie kontantstrømmer	88
Tabell 31 Verdien av egenkapital og prisen per. aksje	88
Tabell 32 Endring i egenkapitalbeta.....	91
Tabell 33 Endring i gjeldskostnad	91
Tabell 34 Endring i driftsinntektene.....	92
Tabell 35 SAS-kursen og OSEAX-kursen	106
Tabell 36 Gjeldskostnad	109

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

1 Innledning

I dette kapitlet vil vi begrunne vårt valg av oppgave. Dette gjør vi med å først forklare hvordan vi gikk frem for å velge tema, før vi presenterer problemstillingen. Deretter gjør vi rede for hvilken tilnærming vi ville bruke for å angripe oppgaven, og til slutt ser vi hvordan dette ga utslag i oppgavens struktur.

1.1 Valg av oppgave

Hensikten med en bacheloroppgave er å kunne praktisk benytte seg av den teorien man har tillært seg gjennom bachelorutdannelsen. I kurset EK218E Regnskap og Økonomistyring hadde vi gjennomgått flere relevante emner. Da vi begynte å reflektere over hva vi ønsket å skrive bacheloroppgave om, startet vi med å finne ut hvilke tema vi ikke ville skrive om. Ved bruk av elimineringsmetoden stod vi til slutt igjen med et alternativ, som var verdivurdering av en virksomhet. Vi innså at dette emnet ville gi oss en rød tråd gjennom hele det treårige studieløpet, ettersom det knytter mange fag opp mot hverandre. I tillegg er dette et tema som anvendes mye innenfor det økonomiske og finansielle området. Siden vi begge var interesserte i videre utdanning innenfor siviløkonomstudiet, med muligens en spesialisering innenfor finansiering og investering, var det derfor et høyst relevant emne. Vi mente derfor at dette temaet var det som passet oss best. Det var også dette emnet som virket mest interessant.

Etter at vi hadde valgt hvilket emne vi skulle skrive, måtte vi finne ut hvilket selskap vi skulle foreta en verdivurdering av. Vi hadde bestemt oss for å velge et selskap som befant seg i nærmiljøet, ettersom det da ville bli enklere for oss å foreta intervjuer om det skulle være nødvendig. Vi hadde tre alternative selskaper som vi vurderte, selv om vi var ganske sikre på hva valget kom til å bli. Vi valgte Widerøe Flyveselskap, ettersom det var dette selskapet som vi syntes var mest interessant og spennende blant de selskapene vi vurderte. I tillegg er Widerøe ikke børsnotert, noe som gav en ekstra utfordring i forhold til å gjennomføre en god verdsettelse.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

1.2 Problemstilling

Det neste vi måtte bestemme var et tidspunkt som ville være relevant å estimere verdien av selskapet på. De fleste årsrapporter baserer seg på perioden fra årets start til enden av året. Selv om Widerøe i 2012 valgte å avslutte regnskapsperioden i oktober, er de tidligere rapportene avsluttet i desember. Dermed var det mest naturlig for oss å velge verdsettelsestidspunkt 01.01.2013. Dette ledet oss til å kunne definere problemstillingen vår slik:

”Hva er verdien av det ikke-børsnoterte selskapet Widerøe Flyveselskap per 01.01.2013?”.

1.3 Tilnærming til oppgaven

Vi måtte spørre oss selv om hvilken måte vi skulle gå frem på for å verdsette Widerøe. Selskapet er ikke børsnotert, noe som betyr at vi ikke kunne ta hensyn til aksjepriser. Siden det hadde vært mye snakk om et eventuelt oppkjøp av Widerøe rundt den tiden hvor vi begynte å skrive oppgaven, valgte vi å ta et utgangspunkt hvor vi så på oss selv som eksterne investorer. Dermed kunne vi skrive oppgaven på en relevant måte med hensyn til den tiden den ble skrevet.

Den tilgjengelige informasjonen rundt selskapets økonomiske status er den som er publisert på deres hjemmeside. Dette gir således en definert avgrensning av datamateriale. I utgangspunktet skulle ikke forhold datert til perioden etter 01.01.2013 være aktuell for oppgaven vår, men for vårt vedkommende var det to spesielle momenter som gjorde at vi var nødt til å avvike fra dette. For det første måtte vi ta et visst hensyn til regnskapet perioden 01.11.2012-31.01.2013, for å mer detaljert kunne se an den økonomiske stillingen rundt årsskiftet. For det andre ble Widerøe solgt mens vi skrev oppgaven, og denne situasjonen er så spesiell at vi var nødt til å inkludere dette i oppgaven.

1.4 Oppgavens utforming

Vi har altså startet med å innlede oppgaven i kapittel 1, hvor vi har kort forklart hva vi valgte å skrive om, og hvordan vi skulle gå frem for å besvare problemstillingen.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

I kapittel 2 presenterer vi selskapet Widerøe og bransjen de opererer i, noe som gir oss grunnlag til å kunne ta senere forutsetninger og avgjørelser.

Kapittel 3 handler om hvilken metode vi skal benytte for å besvare oppgaven. Vi velger forskningsdesign, og ser nærmere på datainnsamling, dataanalyse og rapporteringsmetode. Dette kapittelet bygger altså videre på kapittel 1, men tar også hensyn til selskapet og bransjen beskrevet i kapittel 2.

I kapittel 4 presenterer vi ulike verdsettelsesmodeller, før vi velger metode for å verdsette Widerøe.

I kapittel 5 bestemmer vi avkastningskravet. Mens de tidligere kapitlene har vært mer preget av teori, begynner vi her å selv bestemme forhold relatert direkte til verdsettelsen.

Kapittel 6 gir oss en strategisk analyse av hvilke forhold som påvirker Widerøe. Disse forholdene er makroøkonomiske forhold, bransjeforhold og forhold knyttet direkte til selskapet. Dette kapittelet skal gi oss grunnlag til å kunne si noe om hvordan vi tror fremtiden til Widerøe vil bli.

Dette grunnlaget komplementeres med kapittel 7, som innebærer en regnskapsanalyse av Widerøes historiske økonomiske stilling.

Dermed er vi klar for å foreta selve verdsettelsen i kapittel 8. Vi baserer oss på alle de foregående kapitlene, for å kunne gi en mest mulig nøyaktig verdivurdering. Det er i dette kapittelet problemstillingen besvares.

I kapittel 9 foretar vi en sensitivitetsanalyse, for å vise hvor utsatt Widerøes verdi er for endringer i konkrete faktorer.

Vi avslutter med å oppsummere våre funn i kapittel 10. Her viser vi også hvordan salget av Widerøe sammenfaller med våre funn i kapittel 8 og 9.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

2 Presentasjon av Widerøe og flybransjen

2.1 Widerøe Flyveselskap

Widerøe er et norsk flyselskap som har sitt hovedkontor i Bodø. Det har siden 2002 vært en del av konsernet SAS Group (Scandinavian Airlines). Selskapet er Nordens største regionale flyselskap, frakter over 2,5 millioner passasjerer i året og trafikkerer over 40 flyplasser i Norge og i utlandet. Widerøe har vært en del av SAS-konsernet siden 2002. SAS group er det fjerde største flyselskapet i Europa. Widerøe ble tildelt ERAs Airline of the Year Award for 2012/2013 for sin forutsigbarhet. Widerøe operer i dag med en flypark som omfatter 39 fly av typen Bombardier Dash-8 turbopropell. Widerøe er pr. 31.12.2012 et 100 % eid datterselskap av SAS. 03.05.13 ble det imidlertid opplyst om at 80 % av aksjene i Widerøe hadde blitt solgt, mens de resterende 20 % av aksjene ble beholdt av SAS (www.dn.no).

Widerøe har, i tillegg til sine egne flyruter, vunnet flere oppdrag fra Staten om å fly ruter på anbud. Disse rutene utgjør 40% av Widerøes samlede ruteflyvninger, og er hovedsakelig tilknyttet Nord- og Vest-Norge. Widerøe samarbeider med Scandinavian Airline Traffic (SAS AB) på enkelte ruter.

Widerøes visjon er å være det ledende regionale flyselskapet i Nord-Europa (www.nfk.no). Hensikten er å opprettholde tilgjengeligheten for de distriktsbosatte kundene. Widerøe betjener gjennom sine ruter en kundegruppe som ikke har andre valgmuligheter med tanke på flyreiser.

2.2 Historie

Den 19. februar 1934 stiftet den tidligere flyoffiseren Viggo Widerøe i fellesskap med fire venner, og med støtte fra broren Arild, Widerøe's Flyselskap A/S på Ingjerstrand utenfor Oslo. Frem til krigen startet var hovedaktivitetene taxi,- ambulanse,- skole- og fotoflyvning (www.wideroe.no). Under okkupasjonstiden var Norge underlagt flyforbud, men fra 1950-årene økte aktiviteten betraktelig. Sjøflyruter i Nord-Norge bidro, sammen med verkstedsdrift på Fornebu, med de største inntektene. Tilskuddene til Sjøflyaktiviteten ble etter hvert redusert, og rutene ble erstattet av landflyruter etter at myndighetene bestemte seg for å etablere kortbaneflyplasser i distriktene (Arnesen, 1984:103). I 1968 åpnet de fire første på strekningen mellom Bodø og Trondheim. I

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

1970 ble Widerøe reorganisert, siden selskapet ville være blant de største aktørene i utviklingen av flyruter i distriktene. Selskapets forretningsidé om kun å fokusere på rutedrift ble realisert hovedsaklig ved tilføring av ny kapital og statstilskudd. Dette ga selskapet sterk vekst. Den stadige utviklingen i ettertid av dette, så vel som etableringen av nye småflyplasser og tilhørende flyruter, har gjort Widerøes flyveselskap til en betydelig aktør i distrikts-Norge. Selskapets rutenett er i dag dobbelt så omfattende som det samlede innenlandske rutenettet til SAS Norge (www.Wideroe.no).

I 1998 etablerte Widerøe datterselskapet Widerøe Internet AS (WIAS), som står for drift av hjemmeside samt servicetilbud som flybestillinger, hotell og leiebil. WIAS driver også med utvikling av løsninger for andre flyselskaper rundt omkring i verden.

2.3 Presentasjon av flybransjen

Flybransjen i Norge består hovedsakelig av noen få, men store aktører. SAS er den største aktøren med ca. 13 500 ansatte, mens Norwegian har om lag 3 000 ansatte. Widerøe har 1 400 ansatte, og er den minste av de tre største flyselskapene. I 2011 var det til sammen 33 millioner reisende med fly i Norge, og 200 000 internasjonale flyavganger. Flybransjen står for om lag 2 % av BNP i Norge (www.nholuffart.no). Alt i alt er flybransjen i Norge en viktig del av transportbehovet for nordmenn, siden vi bor i et langstrakt land med lange reiseavstander. Flybransjen i Norge er kapitalkrevende og preget av stor konkurranse mellom ulike aktører, men dette er noe vi vil gå mer inn på i den strategiske analysen.

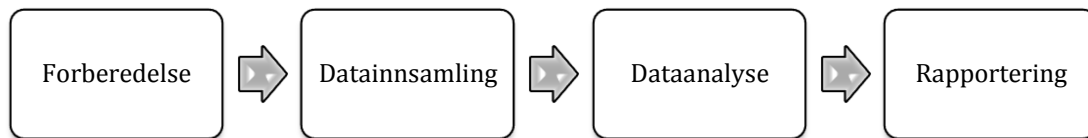
Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

3 Metode

3.1 Innledning

Dette kapitlet vil omhandle hvilke metoder som er benyttet til vår bacheloroppgave. Å bruke en metode, av det greske *methodos*, betyr å følge en bestemt vei mot et mål (Johannessen, Christoffersen og Tuft, 2011: 33). Metode handler om hvilke måter man skal benytte for å få den informasjonen man søker, hvordan den informasjonen skal analyseres, og ikke minst hva den informasjon som er samlet inn forteller oss. Vi vil videre i kapitlet belyse problemstillingen vår, og deretter vise hvilke metoder vi har brukt for å kunne få svar på forskningsspørsmålene.

Forskningsprosessen består av følgende fire faser (Johannessen et al., 2011):



Figur 1 Forskningsprosessen

3.2 Forberedelse

Forberedelsesfasen starter vanligvis med at man finner det temaet man ønsker å undersøke, og begynner med å opparbeide seg mer kunnskap om det valgte temaet. Utgangspunktet for at man skal kunne samle inn den kunnskapen man ønsker vedrørende det valgte temaet vil være nysgjerrighet. Når man har avklart hvilket emne man ønsker å undersøke, vil en nødvendig del av prosessen være å fordype seg i den litteraturen som omhandler det gjeldende emnet som man har valgt. Poenget med fordypningen i litteraturen vil være at man danner et fundament for den videre prosessen, hvor man kommer fram til hvilke forskningsspørsmål eller problemstilling man ønsker å få svar på. "En problemstilling er vanligvis spørsmål som viser hva undersøkelsen skal gi svar på" (Johannessen et al., 2011: 63). Problemstillingen er en mer konkret formulering av selve ideen (Hjerm og Lingdgren, 2011: 16). Den forberedende fasen omfatter også det å ta stilling til undersøkelsens formål (Johannessen et al., 2011: 36). I tillegg til å ta stilling til undersøkelsens formål, må

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

man ta hensyn til en del forhold som vil være avgjørende for at forskningen skal bli god.

3.2.1 Problemstillingen

Utarbeidelsen av problemstillingen er en svært viktig og sentral del av oppgaven. Valget av problemstilling skal danne fundamentet for det videre arbeidet av undersøkelsen. Problemstillingen avgjør hvilken teori og forskningsmetode, samt forskningsdesign, som er mest hensiktsmessig å anvende. Problemstillingen må være klar og definert, slik at den avgrenser og uttrykker det en skal undersøke på en riktig måte. De forskningsspørsmål/problemstillinger man kommer fram til, vil oftest ha det kjennetegnet av at de er mye mer gjennomtenkt enn de vanlig dagligdagse spørsmål er.

I denne oppgaven har vi valgt å foreta en verdivurdering av egenkapitalen i Widerøe Flyveselskap pr. 01/01.2013.

Vi mener at det kommer klart og presist fram av problemstillingen hva vi ønsker å undersøke i denne oppgaven. Vi har som tidligere nevnt tatt hensyn til salget av selskapet som skjedde noen uker før oppgaven skulle leveres. Dette til tross for at salget skjedde lenge etter det fastsatte verdsettelsestidspunktet.

3.3 Forskningsdesign

For at en forsker skal kunne gjennomføre en undersøkelse av en idé eller et fenomen, er det nødvendig å vite hvordan man skal gå fram for å kunne utdype seg om det man ønsker å undersøke. For at en skal vite hvordan man skal konkret gå fram for å hente inn informasjon om virkeligheten, må en utarbeide et forskningsdesign (Halvorsen, 2008: 96). Forskningsdesign er en prosess hvor man starter med tema og en problemstilling, og vurderer på hvilken måte man skal gjennomføre prosessen. Sagt på en annen måte så er forskningsdesignet en plan for hvordan man skal gjennomføre en undersøkelse. Prosessen i seg selv vil dreie seg om hvilken informasjon som samles inn, hvilke undersøkelsesmetoder som anvendes osv. Hensikten er at den som skal undersøke får en skisse som kan veilede ham i undersøkelsens forskjellige stadier (Frankfort-Nachmias og Nachmias, 1996:99). Forskningsdesign kan deles inn i to

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

grupper: kvantitative og kvalitative forskningsdesign. Innenfor disse to gruppene har man flere undergrupper som enten er kvalitative eller kvantitative forskningsdesign.

3.3.1 Kvantitativt forskningsdesign

Det finnes flere ulike kvantitative forskningsdesign som kan benyttes når man undersøke et tema. Kvantitative forskningsdesign tar utgangspunkt i harde data. De dataene som man innsamler er kvantitative dersom de er målbare, dvs. at de tar form som tall eller andre former for mengde (harddata) (Halvorsen, 2008: 128). Noen eksempler kan være en persons alder, vekt, høyde etc. Det vil være flere metoder som kan benyttes for samle inn kvantitative data. Det kan for eksempel skje gjennom å foreta spørreundersøkelser hvor spørsmålene er fastsatt og med svaralternativer som er vedlagt. Når innsamlingsprosessen er over bruker man ofte analyseprogrammer til å bearbeide dataene. Man kan for eksempel bruke slike programmer til å regne gjennomsnitt, korrelasjoner, standardavvik etc.

3.3.2 Kvalitativt forskningsdesign

Kvalitativt forskningsdesign fokuserer på innhenting av myke data. Myke data foreligger i formen av tekst, lyd eller bilder, som for eksempel notater eller intervjuer (Johannessen et al., 2011: 41). Meningen med kvalitative metoder er å avdekke fenomener som ikke nødvendigvis er direkte registrerbare. Innsamlingen av data skjer vanligvis gjennom intervjuer, filmopptak, observasjon el. Bakgrunnen for at man velger kvalitativt forskningsdesign kan være at man ønsker å undersøke hva informantene sier, i tillegg til at man kan studere kroppsspråket til informantene. Det vil også være tilfeller der kvalitativ tilnærming vil være den eneste måten å kunne undersøke et fenomen. Det finnes mange forskjellige kvalitative forskningsdesign som for eksempel grounded theory, fenomenologi, casedesign og etnografi. Valget av forskningsdesign vil avhenge av situasjonen, og hvor mye bakgrunnsinformasjon man allerede har om det fenomenet man ønsker å undersøke.

3.4 Valg av forskningsdesign

I denne oppgaven hvor vi skal foreta en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap, har vi besluttet å utføre en casedesign. Casestudiet har noen kjennetegn, for eksempel at en samler inn informasjon fra få caser over en kort eller en lang periode, og at en

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

forsøker å gi mest mulig informasjon om den gjeldende casen. Det benyttes flere ulike datakilder, men felles for dem er at kildene er tid- og stedsavhengige (Johannessen et al., 2011: 90). Ved casestudier kan man benytte seg både av kvalitative og kvantitative tilnærminger. Caseundersøkelser gir muligheten for at man kan kombinere ulike metoder for å skaffe seg den data man behøver. Når man skal foreta en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap kreves det at en har god innsikt i både selskapet og bransjen. Her vil det være nødvendig å analysere både tidligere regnskapstall og bransjen som selskapet opererer i. Vi mener derfor at det som er skrevet i tidligere avsnitt i denne oppgaven danner grunnlaget for valget vårt av forskningsdesign.

3.5 Datainnsamling

Den andre fasen i forskningsprosessen er datainnsamling. Det er i denne fasen at forskeren foretar intervjuer av informanter, sammenstiller tekstene, observerer forskjellig atferd eller samler inn data på andre måter som analysen skal bygges på (Hjerm og Lindgren, 2011: 18-19). Det innebærer at man må samle inn informasjon om det fenomenet som skal undersøkes. Man må derfor velge den metoden som egner seg best til å samle inn den informasjonen som skal bidra til at man får svar på problemstillingen. Valget vil her stå mellom innsamling av harde data (kvantitative) eller myke data (kvalitative). Når metoden for innsamling av data er valgt, vil det være nødvendig å foreta et utvalg av representanter som skal delta i undersøkelsen. Siden denne oppgaven vil omhandle verdivurdering av Widerøe Flyveselskap, vil mye av den dataen som blir innsamlet være kvantitative data i form av tidligere regnskaper. Regnskapsdataene vil gi oss informasjon om eiendelene til selskapet og de kontantstrømmene som selskapet har generert. En analyse av de tidligere regnskapene til selskapet vil bidra til at vi kan prognostisere hvordan fremtiden vil bli for selskapet. Vi vil i tillegg samle inn data vedrørende selskapets strategier for den strategiske analysen, hvor vi vil se på de faktorene som vil ha størst påvirkning på om selskapet vil klare å nå sine mål. Det betyr at vi vil samle inn både kvantitative data (regnskapstall) og kvalitative data (informasjon vedrørende strategi) for at vi skal kunne få et godt nok grunnlag til å besvare vår problemstilling.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

3.6 Dataanalyse

Når man er ferdig med å samle inn all informasjon, må man sette seg inn i den informasjonen som er blitt samlet inn. Analysering av data handler om å kategorisere informasjon man har samlet inn, med formålet om å beskrive hva man har funnet (Halvorsen, 2008: 176). Gjennom hele prosessen, hvor vi har samlet inn både kvalitative og kvantitative data for å kunne foreta en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap, har vi benyttet ulike teknikker og metoder for å kunne besvare problemstillingen. Analyse av kvalitative data består i å bearbeide tekst. Analyse av kvantitative data skjer ved hjelp av opptelling, der det brukes forskjellige statistiske teknikker (Johannessen et al., 2011: 37). En sentral del av dataanalysen vil være å redusere mengden av datamateriale. Den delen vil innebære at man forkaster all data som ikke bidrar til at forskerne får svar på problemstillingen. Selve analysen startet med at vi begynte med å studere selskapet ved å se på tidligere årsrapporter og å se på flybransjen. Ved å analysere tidligere regnskapstall kunne vi få innsikt i selskapets finansielle stilling, for å kunne se på for eksempel selskapets likviditet, soliditet etc. Analysen av regnskapene skulle gi oss informasjon om hvordan selskapet utvikler seg over tid, og muligheten til å kunne se på uforutsette hendelser. Ved å analysere flybransjen kunne vi danne et bedre grunnlag for å foreta strategiske analyser som for eksempel makro-analyse, Porters Five Forces, ressursanalyse og SWOT-analyse.

3.6.1 Reliabilitet

Under innsamling av data vil man som forsker i mange tilfeller motta svært mye data. Noe av den dataen som blir samlet inn kan brukes til den videre forskningen, som skal gi svar på et eller flere spørsmål eller en problemstilling, mens det vil bestandig være noe av dataene som ikke kan brukes til forskerens formål. Reliabilitet betyr pålitelighet, som også er svært viktig når man forsker på et tema. Påliteligheten (reliabiliteten) bestemmes ut i fra hvordan målingene er gjort, i tillegg til hvor nøyaktig man er i den videre behandlingen av dataene (Holme og Solvang, 1996: 153). Hvor pålitelig er forskerens informasjonskilde? Varierer resultatene når man utfører målingen flere ganger? Når man skal forske på et tema eller en problemstilling vil det være helt avgjørende at de kildene til informasjon som blir benyttet er pålitelige.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

3.6.2 Validitet

Validitet betyr gyldighet. Data er bare en representasjon av virkeligheten (Johannessen et al., 2011:73), og validiteten av innsamlet data vil gi informasjon om hvor godt dataene representerer det fenomenet som det forskes rundt, samt hvor relevant dataene er. Når man foretar en verdivurdering av et selskap er verdsettelsestidspunktet avgjørende for hvor valide de dataen man samler inn er. Grunnen til dette er at en del av dataen som samles inn vil være gyldig for en gitt periode. Det vil derfor ikke være noen grunn til se på data fra langt tilbake i tid, fordi dataene kan være foreldet. Det vil dermed være mest hensiktsmessig å bruke den nyeste tilgjengelige informasjonen, slik at den kan danne grunnlaget for oppgavens gyldighet og gi en best mulig representasjon av virkeligheten.

3.6.3 Feilkilder

Noe av den dataen som blir brukt i denne oppgaven innhentes fra en del ulike internettsider. Det kan noen ganger være vanskelig å få undersøkt hvor pålitelige kildene er. Kilder som vi har brukt er for eksempel SSB, Norges-Bank, TØI og Widerøes egen hjemmeside osv. Vi har dannet oss en formening om at de kildene vi har anvendt i oppgaven kan sies å være pålitelige. Det vil i tillegg være vanskelig å se på gyldigheten til de dataene som samles inn, ettersom enkelte forhold kan endres i oppgaveprosessen.

3.7 Rapportering

Når man har analysert ferdig dataene og problemstillingen er besvart er det på tide å rapportere resultatene (Hjerm og Lindgren, 2011: 19). Resultater av forskning presenteres vanligvis i form av skriftlig rapportering (studentoppgaver, artikler, notater, rapporter eller bøker), og det er spesielle konvensjoner for hvordan slike skriftlige tekster utformes (Johannessen et al., 2011: 37). Rapportering kan komme i ulike former, avhengig av hvilken type studie en har utført, men et viktig fellestrekk er at det er innsyn i metoden (Hjerm og Lindgren, 2011: 18-19). De som gjennomfører vitenskapelige studier skal gjøre rede for hvilke metoder som blir brukt, på en sann måte at andre personer har mulighet til å foreta en granskning av studien, i tillegg til at de selv kan gjenta den.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

4 Valg av verdsettelsesmetode

4.1 Innledning

Dette kapitlet vil omhandle en kort beskrivelse av hvorfor det i noen situasjoner foretas verdivurderinger av selskaper, i tillegg til at vi presenterer ulike modeller som blir brukt til å foreta verdivurderinger av ulike selskap. Vi vil senere i kapitlet beslutte hvilke modeller vi finner mest hensiktsmessig å bruke, og vi vil uttrykke hvorfor vi velger akkurat disse modellene. Noen av modellene som presenteres i dette kapitlet kan kanskje være mer egnet for andre virksomheter enn den bedriften vi har valgt for vår oppgave. Det kan i tillegg være modeller som blir presentert som vil være mer hensiktsmessig å bruke i andre land enn i Norge.

Det kan i flere situasjoner være nødvendig å foreta en verdivurdering av et selskap. Noen eksempler kan være kjøp og salg av bedrifter, fusjoner, eiendomstaksering, fordeling av aksjer mellom arvinger i en generasjonsskiftesituasjon, osv. Selv om det er forventninger om fremtiden som er avgjørende for verdsetting, vil historiske regnskapsdata oftest være en del av det materiale som legges til grunn ved en økonomisk analyse og vurdering (Kinserdal, 2005: 289-290).

Verdsettelse av foretak er ingen eksakt vitenskap der det finnes et fasitsvar på hvilken verdi akkurat denne bedriften skal ha. Analytikere kan komme fram til ulike svar for hvilken verdi en virksomhet skal få. Ved verdsettelse av bedrifter vil verdien variere mellom analytikere når det blir benyttet ulike forutsetninger under verdivurderingen. Verdien vil være avhengig av om man ser ut fra et kjøper- eller selgersynspunkt, om man skal verdsette enkeltaksjer, strategiske poster i selskapet eller full overtakelse av det, og hvorvidt man foretar en ”stand alone” vurdering eller en ”synenergivurdering” (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal, 1997: 4).

De metodene for verdsettelse av selskaper som vi nevner, har vi valgt å dele inn i tre hovedtyper. Vi skiller mellom inntjeningsbaserte modeller, balansebaserte modeller og resultatmodeller. Vi vil nedenfor redegjøre for de metodene som hører til innenfor de ulike hovedtypene.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

4.2 Inntjeningsbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modellene tar utgangspunkt i bedriftens evne til å generere kontantstrømmer, og diskonterer summen av dem til verdsettelsestidspunktet ved bruk av en diskonteringsrate. Verdien av et selskap eller en eiendel er nåverdien av de kontantstrømmene en forventer å få i fremtiden (Kaldestad og Møller, 2011: 29).

4.2.1 Kontantstrømbaserte modeller

Ved bruk av kontantstrømbaserte modeller foretar man beregninger av selskapet på basis av de framtidige kontantstrømmene det forventes at selskapet over tid skal generere. Den kontantstrømmen som tilflyter et foretak kan ha mange ulike former. Den kan ta formen som utbytte, aksjesalg, frynsegoder eller andre former. Når man skal bruke kontantstrømbaserte modeller trenger man forutsetninger om forventet framtidige kontantstrømmer, samt hvilken diskonteringsfaktor som skal benyttes. Disse forutsetningene kan variere. Konstant og evig strøm på samme nivå, antagelse om evig vekst, enten den er konstant eller varierende over tid, eller vekst med en bestemt tidshorisont (Kinserdal, 2005: 305). Verdsettelse av foretak ved bruk av kontantstrømbaserte modeller tar utgangspunkt i utarbeidelsen av prognoser av framtidige kontantstrømmer, på basis av historiske regnskapsdata. Man kan da utarbeide budsjetter for flere år fremover i tid. Fri kontantstrøm er et mye brukt begrep blant analytikere, og brukes særlig i forbindelse med verdsetting av børskurs i finansmarkedet (Kinserdal, 2005:305).

Her er en formel for nåverdien av fri kontantstrøm (Brealey, Myers og Allen, 2011: 119)

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

FCF = fri kontantstrøm, r = avkastningskravet og PV_H = fri kontantstrøm i terminalperioden.

Fri kontantstrøm er kontantoverskuddet fra driften, fratrukket investeringer i driftsrelatert anleggskapital og arbeidskapital (driftsrelaterte omløpsmidler minus ikke-rentebærende gjeld).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Et sentralt spørsmål vedrørende utarbeidelse av framtidige budsjetter, vil være hvor mange år fremover i tid man bør utarbeide prognoser. For å unngå å lage prognoser for mer enn nødvendig antall år frem i tid, finner vi en terminalverdi som skal fange opp all inntjening etter prognoseperioden (Kaldestad og Møller, 2011: 45).

Terminalverdien er hva en investering forventes å være verdt i framtiden når den opphører eller når den avvikles (Penman, 2010: 136). Følgende modeller er mest brukt ved beregning av terminalverdien (Dahl et al. 1997:28):

1. Konstant-vekst-modellen (Gordons formel). Her kan man for eksempel anta at siste kontantoverskudd øker i takt med inflasjon, forventet vekst i BNP eller lignende. Formelen kan i denne sammenhengen uttrykkes slik:

$$Verdi = \frac{CF}{k - g}$$

- k = avkastningskravet
 - g = årlig vekst (eksempelvis inflasjonsvekst)
2. Resultatmodell. En beregner verdien ved å multiplisere siste resultat med et P/E-tall som skal gi et bilde av forventet vekst og risiko etter budsjettperiodens utløp.
 3. Bokført verdi for verdistørrelsen når budsjettperioden er over. Her må senere avkastning tilsvare avkastningskravet.

Når man benytter seg av kontantstrømbaserte modeller kan man utarbeide kontantstrøm til egenkapitalen eller til totalkapitalen. Kontantstrøm til totalkapitalen og kontantstrøm til egenkapitalen er to måter å beregne verdien av aksjeselskapet (Thoresen, 2011: 56). Vi vil nedenfor illustrere de to ulike metodene.

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden tar man utgangspunkt i det resultatet man får etter skatt. Kontantstrømmen til egenkapitalen er penger som utelukkende er tilgjengelig

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

for aksjonærene (Thoresen, 2011: 56). Normalt beregnes disse kontantoverskuddene på årsbasis (Boye og Meyer, 2008: 125).

Metoden for kontantstrøm til egenkapitalen viser vi nedenfor:

Tabell 1 Kontantstrøm til egenkapital

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 i arbeidskapital
= Kontantstrøm til egenkapitalen

Tabellen ovenfor viser at av- og nedskrivninger legges til nettoresultatet, fordi disse ble trukket fra ved beregningene av driftsresultatet. Investeringer i anleggsmidler er kostnader som ikke er tatt hensyn til ved beregningen av driftsresultatet, og må trekkes i fra ved beregningen av kontantstrømmen til egenkapitalen. Det må også medregnes en økning i den rentebærende gjelden, ettersom den medfører kontanttilførsel som ikke tas hensyn til ved beregningen av resultatet.

(Boye og Meyer, 2008: 126). Vi ser ut i fra tabellen at hvis arbeidskapitalen øker (omløpsmidlene øker i forhold til kortsiktig gjeld), trekkes dette i fra ved beregningen av kontantstrømmen til egenkapitalen.

Totalkapitalmetoden

Forskjellen mellom egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden er at vi ved totalkapitalmetoden tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt. Metoden ser i tillegg

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

bort fra endringer i rentebærende gjeld. Vi regner med andre som om virksomheten bare er finansiert med egenkapital. Nedenfor vises oppstillingen for hvordan man beregner kontantstrøm til totalkapitalen ifølge Thoresen (2011: 56):

Tabell 2 Kontantstrøm til totalkapital

Totalkapitalmetoden
Driftsinntekter
- Av- og nedskrivninger
- Andre driftskostnader
= Driftsresultat
- Skatt på drifts. [(dr. res.) × (skattesats)]
+ Av- og nedskrivninger
- Investeringer i anleggsmidler
- Økning i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapital

4.2.2 Dividendemodeller

Dividendemodeller er verdsettelsesmodeller som baserer seg på å beregne nåverdien av de framtidige dividendeutbetalingene diskontert med avkastningskravet. I følge teorien kan en finne verdien av en aksje slik: (Boye, 1998:30)

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

- P_0 er prisen på aksjen per i dag, eventuelt verdien av selskapets egenkapital
- D_t er forventet dividende for hver aksje til år t , eventuelt totalt utbetalt til dagens aksjonær.
- k er avkastningskravet

Forutsetter man at dividenden vil øke med samme prosentandel hvert år til evig tid, kan man benytte seg av Gordons formel:

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

g = årlig vekst

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Dividendeutbetalinger er den avkastningen investorer mottar ved at de skyter inn kapital i et selskap. Ingen vil sannsynligvis lage prognoser for dividenden for en aksje for all fremtid (Dahl et al., 1997:20). Dividendeutbetalingene vil ofte variere fra år til år ettersom hvert regnskapsår skiller seg fra de foregående. Det kan være mange grunner til at ledelsen av en bedrift ønsker å holde tilbake overskuddet ved å la være å betale ut dividende. Uforutsette hendelser kan oppstå der for eksempel virksomheten er nødt til å bruke store deler av overskuddet på investeringer av nye driftsmidler. Det kan også være tilfeller der ledelsen ønsker å la være å betale ut dividender fordi bedriften da vil være bedre rustet mot dårlige tider. Bedriften kan også være i en vekstfase der ledelsen ønsker å holde tilbake overskuddet. Hvis den årlige veksten blir høyere eller lik avkastningskravet vil formelen sprekke. Modellen viser at jo høyere avkastningskrav, desto lavere blir verdien/prisen av aksjen. Verdien av aksjen vil stige når veksten øker.

Verdivurderinger av bedrifter basert på dividendemodeller er ikke vanlig i Norge. Det er mer vanlig å bruke slike modeller i andre land. I USA benyttes imidlertid slike modeller en del. Dette har muligens sammenheng med at amerikanske selskaper utdeler en større andel av sine overskudd til aksjonærene enn det norske selskaper gjør (Dahl et al., 1997:20).

4.2.3 Residualfortjeneste

Residualfortjeneste, eller superprofitt, tar utgangspunkt i den investerte kapitalen i selskapet, pluss nåverdien av fremtidig superprofitt og terminalverdien av superprofitten. Residualfortjeneste (RF) er det justerte driftsresultatet fratrukket en kapitalleie for den sysselsatte kapitalen (Hoff, 2010: 436). I ligningsform ser den slik ut, når residualfortjenesten beregnes etter skatt: *Residualfortjeneste = driftsresultat etter skatt – kapitalleie.*

Kapitalleie uttrykkes som sysselsatt kapital \times kapitalkostnad, hvor sysselsatt kapital er totalkapitalen fratrukket rentefri gjeld.

Residualfortjeneste kan skrives som vist i tabellen under:

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 3 Residualfortjeneste

Salgsinntekter
- Driftskostnader
= Driftsresultat
- Skatt
= Driftsresultat etter skatt
- kapitalleie = sysselsatt kapital × kapitalkostnad
= Residualfortjeneste

Metoden for superprofitt og den kontantstrømsbaserte metoden gir samme svar, så lenge begge metodene bygger på ekvivalente forutsetninger. I følge Kaldestad og Møller (2011: 42) kan modellens matematiske formel uttrykkes slik:

$$EV = IC + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1+avkastningskrav)^t}$$

IC = investert kapital, Ri = residualfortjeneste/superprofitt

Superprofitten, eller meravkastningen som noen omtaler det som, for en periode er resultatet i perioden der alternative kostnader er trukket fra den investerte kapitalen.

$$Ri_t = E_t \div r \times IC$$

E_t = driftsresultat minus skatt. Merk at dette tallet inkluderer verdifall/avskrivninger

R = avkastningskravet til den sysselsatte kapitalen (WACC).

Superprofittmodellen har noen fordeler i forhold til andre modeller som blir brukt for å gjøre verdivurderinger. Terminalverdien utgjør en større andel i en kontantstrømsmodell enn i en superprofittmodell (Gjesdal og Johnsen: 173). Den største fordelene ved superprofittmetoden, om man sammenligner med kontantstrømetoden, er likevel at den fokuserer på verdidriverne, nemlig lønnsomhet og vekst (www.magma.no).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

4.3 Balansebaserte metoder

Disse metodene tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt hvis nødvendig (Dahl et al., 1997:12). Vanlige balansebaserte metoder er:

- Matematisk verdi/bokført egenkapital
- Substansverdi/verdijustert egenkapital (going concern – verdier)
- Likvidasjonsverdi

4.3.1 Matematisk verdi/bokført egenkapital

Matematisk verdi står for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på aksjelovens og regnskapslovens vurderinger, og vil egentlig ikke være relevant siden disse lovene baserer seg på forsiktighetsprinsippet, eller laveste verdis prinsipp (Dahl et al., 1997:12-13). Derfor vil de egentlige verdiene ofte differere sterkt fra den bokførte egenkapitalen.

4.3.2 Verdijustert egenkapital/substansverdi

”Substansverdien av egenkapital er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skattegjeld når det er relevant” (Dahl et al., 1997:13). Når man benytter seg av denne modellen tar man utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse. Både balanseført gjeld og eiendeler korrigeres for mer- og mindreverdier. Verdien av omløpsmidler og gjeld vil normalt kunne beregnes ganske nøyaktig. Det er ofte en utfordring når man skal sette en verdi på anleggsmidlene, hvis det ikke finnes et aktivt marked for selskapets eiendeler. Denne verdsettelsesmetoden er relevant å bruke om det eksisterer et annenhåndsmarked for selskapets eiendeler. Hvis det ikke finnes et slikt marked kan markedsverdier erstattes med gjenanskaffelsesverdier som blir justert for verdiforringelse og elde. Verdsettelsen skjer på basis av forutsetningen om fortsatt drift (going concern).

Dahl et. al., (1997:13) nevner noen tilfeller der det er gunstig å bruke denne metoden:

- I situasjoner der det eksisterer et marked hvor eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten.
- Når verdien av eiendelen ikke er avhengig av virksomheten som selskapet driver.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

- Når kjøp av bedriften er et alternativ til å kjøpe eget anlegg.

4.3.3 Likvidasjonsverdi

Realisasjonsverdien, eller likvidasjonsverdien, tar også utgangspunkt i bokført egenkapital ifølge den siste balanse (Dahl et al., 1997:19). Teorien bak denne modellen er at man beregner de verdiene selskapet vil ha igjen dersom selskapet skulle bli nødt til å legges ned (derav likvidasjon). Denne verdien vil være lavere enn substansverdien, da en stort sett vil være nødt til å gi rabatt til kjøper på grunn av forsert salg i forbindelse med likvidasjonen (Dahl et al., 1997:19). I tillegg vil avviklingen av selskapet medføre ekstrakostnader.

4.4 Resultatmodeller

Det finnes flere ulike modeller som baserer seg på virksomhetens resultat. Vi vil ta for oss de som kan være mest aktuelle for vår oppgave. Resultatmodellene er mindre nøyaktige modeller hvor man forutsetter at de kapitaliserte resultatene gir en tilnærming til fremtidige netto kontantstrømmer (Dahl et al., 1997: 29).

4.4.1 Normalresultatmetoden

Dette er en metode som tar utgangspunkt i å beregne et antatt normalt resultat for fremtiden. Metoden baserer seg på de ressursene som virksomheten har i dag og det resultatpotensiale man finner ved å foreta analyser av de siste års resultater og de nærmeste års budsjetter. Analysen vil i tillegg kunne bidra til at man kan foreta korreksjoner av uforutsette ting som man ikke anser å være normalt for en periode. Det kan være flere uforutsette ting som kan oppstå ved et regnskapsår. Uforutsette ting kan for eksempel være utskifting av driftsmidler som er blitt for gamle, nedskrivninger eller gevinst på salg av driftsmidler osv.

Dette resultatet, målt i nåverdi, blir så kapitalisert med et realavkastningskrav som skal reflektere den avkastningen en investor vil kreve utover den risikofrie rente for å kompensere for inflasjonsjustert risiko (Dahl et al., 1997: 29). Når man benytter seg av normalresultatmetoden må man estimere fremtidig anslått resultat i tillegg til et passende avkastningskrav. Det vil i tillegg være nødvendig å anslå framtidig realvekst

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

for normalresultatet og tidshorisont for kapitalisering. Eventuelt må det estimeres en restverdi ved slutten av tidshorisonten ved begrenset tidshorisont.

4.5 Multiplikatormodeller

En måte å verdsette selskaper på er å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper. Å verddivurdere ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen eller balansen, og så multiplisere dette med en faktor. Dette kan gjøres fordi en kjenner- eller har erfaring med- hvilke multipler som er normale for bransjen eller tilsvarende selskaper. Vi kan bruke denne sammenhengen hos andre selskaper for å få et estimat på verdien av vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2011:151)

Hensikten er å estimere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte. Utgangspunktet tas i prisingen på andre selskaper, hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og antar at det samme forholdet mellom verdi og faktoren vi ser på gjelder for vårt selskap. Multiplene er en konsekvens av observert markedsverdi. Overført til selskapet vi ønsker å vurdere, er det ikke sikkert at de underliggende verdidriverne er de samme. Multiplene kan benyttes til å rimelighets sjekke verdiene man får fra kontantstrømanalysen. En kan også regne ut verdien av selskapet direkte ved å kombinere regnskapstallene til selskapet med multiplene fra andre selskaper.

En bør være forsiktig med prising på grunnlag av multiplikatormodeller.

Forutsetningen om sammenlignbarhet er normalt ikke oppfylt. Dessuten forutsetter bruk av slike modeller at prisingen innebygd i den er korrekt. (Boye, 1998:44)

4.5.1 P/E-metoden

P/E-metoden (price-earnings) er en variant av avkastningsverdimetoden. Resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E-faktor. Denne reflekterer blant annet risiko og vekstpotensiale. Dette tallet er et greit sammenligningsgrunnlag mot andre bedrifter. *“Det du først gjør er å se på P/E tall for tilsvarende selskaper på børsen, for så å justere for faktorer som ikke er like med det selskapet du ser på.”* (Pedersen og Staavi, 2003:76)

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Eksempler på påvirkende faktorer for P/E-tallet er (Dahl et al. 1997:35):

Realrentenivået, inflasjonsforventinger, risiko (forretningsmessig og finansiell), vekstmuligheter, utbyttepolitikk.

Beregningen av verdi med P/E-metoden:

Verdi = (Resultat før ekstraordinære poster minus skatt) * P/E-faktor

Beregning av P/E-faktoren:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Dette er en svært populær metode i praksis. Likevel bør den brukes som en sekundær verdsettelsesmetode, spesielt pga. ulempen ved at den påvirkes av selskapets finansieringsgrad (Kaldestad og Møller, 2011:158). Et hovedproblem med denne metoden er å finne sammenlignbare, børsnoterte selskaper, men dette kan løses ved å se på utenlandske selskaper. P/E-tallet avhenger primært av risiko og forventet avkastning. P/E-tallet beregnes ofte på grunnlag av dagens børskurs og forrige års resultat. Da må man benytte forrige års resultat for selskapet som skal verdsettes. Alternativt benytter man estimerte resultater. Ved forskjell mellom selskapene benyttes skjønsmessige justeringer (Boye og Meyer, 2008:165). P/E-tallets betydning er antall år med nåværende resultater nødvendig for å forsvare dagens aksjekurs. P/E-tallet bør beregnes ut fra langsiktig snittinntjening. (Thoresen, 2011:111)

4.5.2 P/B-metoden

P/B-metoden (price-book) viser børskurs satt i forhold til bokført egenkapital (Boye, 1998:50). Et forholdstall på over 100 % betyr at markedet forventer at selskapene vil oppnå en framtidig avkastning høyere enn aksjonærenes avkastningskrav (Boye, 1998:50). Derfor bør et selskap med høy avkastning på egenkapitalen ha en høy P/B. (Thoresen, 2011:123)

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Metoden er enkel å bruke, og kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Regnskapsmessige effekter som for eksempel avskrivningsprofil kan gi to ellers identiske selskaper ulik multiplikator. Modellen gir mest nøyaktig resultat i bransjer med en høy andel materielle verdier (Kaldestad og Møller, 2011:161-162).

4.5.3 P/S-metoden

P/S-metoden (Price-Sales) gir en beregnet verdi på grunnlag av salgsinntekter (Boye, 1998:51). Formelen kan defineres slik (Pedersen og Staavi, 2003:74):

$$\frac{\text{Price}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Omsetning}}{\text{Gj.snittlig antall aksjer}}$$

Denne modellen gir en indikasjon på hvordan selskapet er priset i forhold til tilsvarende selskaper, og om det er mulighet for forbedringer. Siden omsetning ikke vil være avgjørende for om selskapet i fremtiden vil gi aksjonærene gode inntekter er nøkkeltallet vanskelig å bruke, og bør brukes kun som en indikasjon (Pedersen og Staavi, 2003:74). Modellen kan kun benyttes dersom samtlige selskaper har lik kapitalstruktur, noe som sjelden er tilfellet. (Kaldestad og Møller, 2011:159) Det korrigeres ikke for forskjeller i gjeldsandel, og forholdstallet sammenligner dermed epler og bananer som Thoresen (2011:123) uttrykker det som.

4.5.4 EV/EBITDA

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

En av de mest anvendte multiplikator metodene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper. Metoden gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften av selskapene. Ved å måle driftsresultat før avskrivninger ekskluderes forskjeller som oppstår pga. forskjellig avskrivningsprofil og goodwill. Problemet med metoden er at den ikke tar hensyn til elementer som forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. Modellen er uansett nyttig i mange sammenhenger, blant annet fordi mange bruker den. Den må imidlertid brukes sammen med flere andre multipler for å kompensere for at investeringsbehovet ignoreres (Kaldestad, 2011:160).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

4.5.5 EV/EBIT

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Sammenligner selskapenes underliggende drift, som EV/EBITDA. Tar i tillegg med avskrivninger for å til en viss grad ta hensyn til investeringsbehovet (Kaldestad og Møller 2011:160).

4.6 Valg av verdsettelsesmodell

Vi har illustrert flere ulike modeller ovenfor som kan benyttes for å foreta en verdivurdering av et selskap, selv at det må nevnes at noen av de modellene som er blitt presentert vil være mer hensiktsmessig å bruke enn andre. Dahl et al., (1997:37) mener at siden det å kjøpe et selskap betyr å kjøpe dets fremtidige kontantstrømmer, vil den korrekte verdsettelsesmetoden være den kontantstrømbaserte metoden. Kinserdal (2005:305) sier at nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er idealmodellen for verdsetting, fordi den fanger opp alle sider ved selskapet som skaper kontantstrømmer. Dette gjør at vi velger å bruke en estimering av de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen som verdsettelsesmodell. Vi benytter oss også av Gordons formel til å beregne terminalverdien.

Det at Widerøe ikke er børsnotert gjør at vi i denne oppgaven må utelukke flere av metodene vi har nevnt ovenfor. Å bruke eksempelvis P/E- eller P/B-metoden til å kontrollere verdien vi finner vil av denne grunn ikke la seg gjøre på en god måte. Vi må derfor forholde oss til bare den kontantstrømbaserte metoden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

5 Avkastningskrav

Dette kapitlet omhandler redegjørelsen om hva et avkastningskrav er, samt hvilke metoder som kan brukes for å fastsette avkastningskravet. Vi vil i tillegg bruke teorien til å finne de parametere som er nødvendig for å kunne beregne avkastningskravet. Vi vil avslutte kapitlet med å fastsette avkastningskravet som er nødvendig for å diskontere kontantstrømmene.

”Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastning over tid som er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten” (Dahl, et al., 1997:40). Mer presist kan kravet defineres som den avkastning en kunne forvente å oppnå på kapitalmarkedet, med en plassering med samme risiko som selskapet (Dahl, 1997:40). I følge Gjesdal og Johnsen (1999: 18-19) vektlegger denne definisjonen fire forhold:

1. Den forventede avkastningen er ukjent. Det vil dermed være nødvendig å estimere verdiskapningen for de framtidige kontantstrømmene.
2. Avkastningen skal kunne uttrykke hva investoren kunne ha tjent ved å investere alternativt med like stor risiko. Tilfredsstillelse av dette kravet til avkastningen vil være nødvendig for å kunne sikre tilførsel av kapital også i framtiden.
3. Avkastningskravet bestemmes ut i fra den lønnsomheten man oppnår ved å plassere i risikomessig sammenlignbare markedsplasseringer. Dette forutsetter at markedet reflekterer investors reelle alternativavkastning, som igjen avhenger av et åpent integrert og effektivt kapitalmarked (Gjesdal og Johnsen, 1999: 19).
4. Avkastningskravet vil være avhengig av virksomhetens risiko, altså muligheten for at den forventede avkastningen avviker. Investorer anses vanligvis for å være risikoavers, og de vil dermed kreve en høyere forventet avkastning for å påta seg en høyere risiko.

Det er viktig å være klar over at fastsettelse av et avkastningskrav langt fra er en eksakt vitenskap, men en blanding av teori og skjønn (Gjesdal og Johnsen, 1999: 17). Når man skal fastsette avkastningskravet som skal brukes i de ulike modellene, vil det oftest være nødvendig å foreta noen anslag om hva den enkelte verdien for de gitte parameterne vil være. Grunnen til at man må foreta estimering av verdiene for noen

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

av de ulike faktorene, er fordi det er ingen som vet helt sikkert hva den rette verdien for den gitte faktoren er.

Vi skiller mellom to ulike metoder å beregne avkastningskravet som benyttes av de ulike verdsettelsesmodellene. Vi vil nedenfor vise to metoder for å beregne avkastningskravet. Vi skiller mellom å beregne avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen. Vi vil deretter gjøre rede for teorien som ligger bak de ulike faktorene som inngår i modellene, samt å vise til de beregningene som er nødvendig for å kunne fastsette avkastningskravet.

5.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Det finnes flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapital. Noen eksempler er Arbitrage Pricing Model og Fama-French trekantmodell (Kaldestad og Møller, 2011: 107). Vi vil ikke presentere disse, men vil heller gjøre rede for kapitalverdimodellen som er den modellen som blir benyttet mest.

I den tradisjonelle utgaven av kapitalverdimodellen (KVM) vil en investor fordele investeringene sine mellom to referanseplasseringer (Gjesdal og Johnsen, 1999: 20). Det første er et aksjefond med forventet avkastning R_M , og det andre er en risikofri plassering med avkastning R_f . Et av problemene ved å bruke kapitalverdimodellen er å bestemme hvilken risikokompensasjon som blir krevd av investorer som påtar seg risiko. Dette er en kompensasjon investorene krever, da de som regel er risikoavers. Dette betyr at de misliker risiko (Boye og Meyer, 2008: 97).

Hvordan formelen ser ut, og hvilke faktorer som må være til stede for å kunne fastsette avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt, er illustrert i likningen nedenfor:

$$E(R_i) = R_f(1-S) + [(E(R_m) - R_f(1-S))] \beta_i$$

$E(R_i)$ – forventet avkastning

R_f – risikofri rente

S – skattesats

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

β_i – markedets systematiske risiko

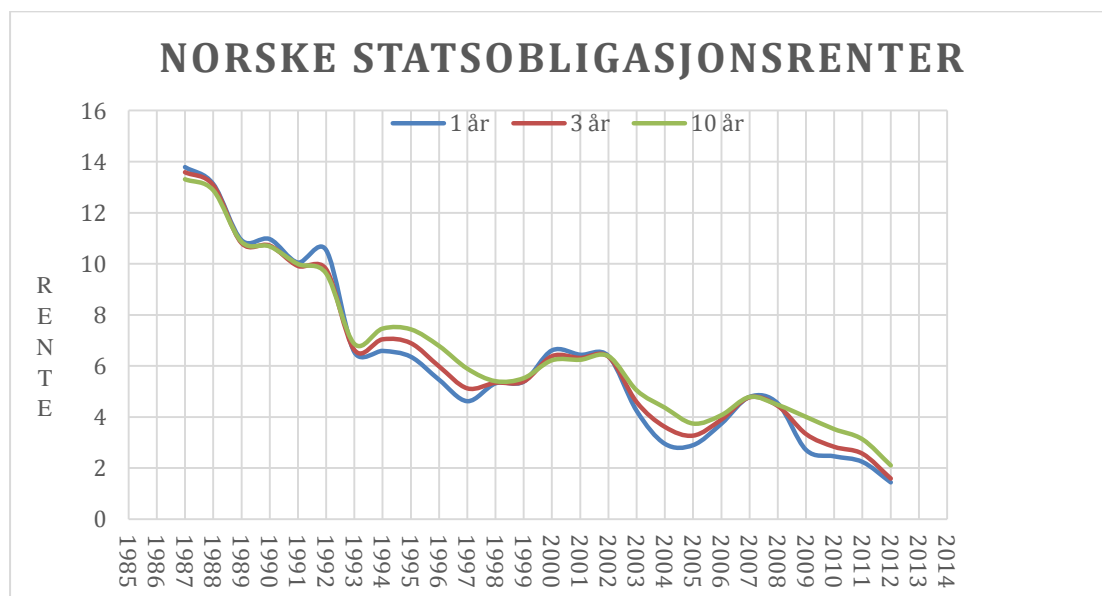
$E(R_m)$ – markedets risikopremie

5.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente indikerer at en får avkastning på en sikker investering som ikke kan bli negativ, dvs. at man ikke kan tape penger på den investeringen.

Risikofri rente er en av nøkkelfaktorene man må ha for å kunne bruke kapitalverdimodellen, slik at man kan beregne avkastningskravet. Det er norske statsobligasjoner som bestemmer hvilken rente som skal benyttes. Hvilken rente som er mest hensiktsmessig å bruke vil også avhenge av om det er en langsiktig eller kortsiktig investering. Ved oppkjøp av et foretak er som oftest hensikten at man ønsker en langsiktig investering. Man benytter derfor ofte den langsiktige statsobligasjonsrenten for å finne den risikofrie rente (Dahl et al., 1997:6).

Man kan også benytte seg av en kortsiktig risikofri rente. Den korte renten er likevel ikke særlig egnet i avkastningskravet, fordi den har større svingninger. Fordi den lange renten varierer mindre enn en kort rente, vil den gi et mer stabilt avkastningskrav (Kaldestad og Møller, 2011: 110). Vi vil illustrere svingningene til de ulike rentene med en figur (www.norgesbank.no):



Figur 2 Norske statsobligasjoner

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Når man skal foreta en verdivurdering er det anbefalt at man benytter seg av en rente på statsobligasjoner som har samme tilsvarende løpetid som investeringsprosjektet. Ved bruk av dagens lange obligasjonsrente når man beregner avkastningskravet for aksjer, hvis man benytter avkastningskravet ved diskontering av budsjetterte kontantoverskudd, bør de fremtidige kontantoverskuddene samsvare med den inflasjonsutviklingen som ligger i avkastningskravet (Dahl et al., 1997:6).

Ved verdivurderingen av Widerøe Flyveselskap vil vi ta utgangspunkt i de historiske regnskapsdata for de siste fem årene, og vi vil utarbeide prognoser for de framtidige budsjetterte kontantstrømmene for et tidsperspektiv på 5 år fremover i tid. Vi mener at en aktuell investor for Widerøe vil se på et oppkjøp av selskapet som en langsiktig investering. Siden vi har valgt en investeringsperiode på 5 år vil vi benytte oss av den femårige norske statsobligasjonsrenten. Den femårige norske statsobligasjonsrenten var 28.12.2012 på 1,54 %. Den 10-årige statsobligasjonsrenten var på samme tidspunkt 2,04 %. Den risikofrie renten for 10-årige statsobligasjoner er historisk lav, og er under inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %. Vi mener at det er urealistisk å benytte seg av en risikofri rente som er så lav når vi skal beregne avkastningskravet. Vi vil derfor justere opp den risikofrie renten til 2,0 %, som er litt lavere enn den tiårige statsobligasjonsrenten 28.12.2012. Vi velger å benytte oss av en risikofri rente på 2,0 % videre i oppgaven.

5.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2011: 117).

Aksjemarkedet vil her være Oslo Børs. I perioden 1967-1998 har Oslo Børs totalindeks i gjennomsnitt gitt 6,2 % meravkastning i forhold til kort statsrente (Gjesdal og Johnsen, 1999: 62). Om en baserer seg på historiske fremtidsrettede estimater, vil en passende markedspremie være rundt 4,5 – 5,5 % (Koller, Goedhart og Wessels, 2005: 302). Flesteparten av forskningsstudier på langsiktig oppnådd risikopremie gir en indikasjon på at premien har ligget rundt 4-5 % gjennom de siste 100 årene (Thoresen, 2011: 91). Risikopremien etter skatt beregnes ut i fra følgende uttrykk: $(E(R_m) - R_f(1-S))$.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Det er ingen som vet helt sikkert hva som er en riktig risikopremie for Oslo Børs. Premien vil variere med børsens risikonivå og med investors risikoholdning. Det vil derfor være nødvendig å anslå risikopremien, selv om det ikke er helt enkelt å estimere en markedspremie. Når man skal estimere risikopremien vil man normalt basere seg på de historiske risikopremiene. Det vil likevel være flere grunner til å mene at markedspremiens normalnivå for fremtiden vil være lavere enn historisk premie på ca. 6 % (Gjesdal og Johnsen, 1999: 62-63). Vi mener dermed at en risikopremie på 5 % er riktig å bruke. Justert for skatt på risikofri rente gir dette oss en risikopremie etter skatt på 5,56 ut i fra følgende beregning ($5\% + 0,28 \times 2,0$). Vi benytter oss dermed av denne risikopremien etter skatt for våre beregninger for avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen.

5.1.3 Beta

Beta uttrykker den enkelte risiko relativt til aksjemarkedet, og i hvilken grad man blir utsatt for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad og Møller, 2011: 111). I henhold til kapitalverdimodellen vil beta drive aksjens forventede avkastning, siden denne er et mål for hvor mye aksjen og markedet svinger (Koller et al., 2005: 312).

En beta på for eksempel 1,0 indikerer at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet. Når $\beta = 0,5$, betyr dette at avkastningen for denne aksjen bare er 50 % så variabel som avkastningen for alle børsnoterte aksjer slått sammen (Dahl et al., 1997:5). Kravet til risikokompensasjon bør være større enn kompensasjonen fra markedet totalt sett når $\beta > 1$, og det bør være mindre når $\beta < 1$ (Boye og Koekebakker, 2006: 246).

Aksjer som har avkastning med null samvariasjon i forhold til markedsavkastningen, vil resultere i at verdien av beta er lik null. Det betyr ikke at aksjen ikke har risiko. Betaverdi på 0 indikerer bare at risikoen til aksjen kun består av usystematisk risiko. I følge Thoresen (2011:81) uttrykkes beta av følgende uttrykk:

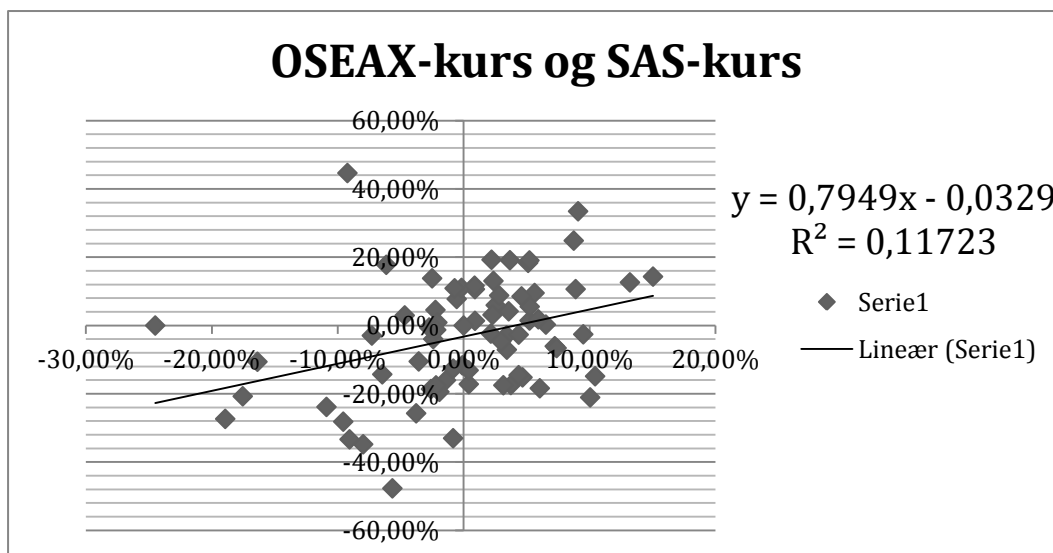
$$Beta(i) = \frac{\text{Kovariansen (markedsavkastning, aksjeavkastning)}}{\text{Variansen (markedsavkastningen)}}$$

Kovariansen er et mål for følsomhet, men standardiseres av variansen i markedet. Den er skalert slik at markedet som en helhet har en beta lik 1,0 (Penman, 2010: 112).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Ettersom Widerøe ikke er et børsnotert selskap, vil det derfor være vanskelig å fastsette en beta for selskapet. Selv om betaverdien hadde vært tilgjengelig, er det ikke sikkert den hadde vært aktuell å bruke siden mange analytikere benytter seg av korte tidsperioder ved beregninger av beta, slik som 1 år. Vi mener at en tidsperiode på 1 år er en for kort tidsperiode for å kunne beregne betaverdien.

Siden beta ikke kan bli observert direkte, må vi estimere verdien (Koller et al., 2005: 312). Vi har derfor foretatt beregninger av betaverdien til SAS. Vi mener at Widerøe er eksponert for mye av den samme risikoen som SAS, men ikke i like stor grad, og har derfor tatt utgangspunkt i dette selskapet ved beregningen av beta. Vi har utført en regresjonsanalyse ved bruk av Excel hvor vi har sammenlignet svingninger i aksjekursen til SAS sammenlignet med OSEAX. Vi har benyttet oss av norske kurser for SAS ettersom SAS delvis er eid av Norge, Sverige og Danmark. Vi har foretatt en analyse av de månedlige kursene fra 1.1.2007 til 1.1.2013, i alt 72 observasjoner. Vi har valgt å bruke OSEAX-indeksen ettersom indeksen omfatter alle aksjene som er listet på Oslo Børs, istedenfor å bruke OBX som kun består av de 25 mest omsatte aksjene som er notert på Oslo Børs.



Figur 3 Regresjonsanalyse

Regresjonsanalysen som er vist ovenfor, viser at stigningstallet (β , betaverdien) til regresjonslinjen er 0,7949. Dette indikerer at i gjennomsnitt vil en månedlig

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

avkastning på 1 % for OSEAX føre til 0,7949 % økning for SAS. Ved en nedgang for OSEAX på 1 %, vil dette føre til det motsatte, altså en avkastning på -0,7949.

Regresjonsanalysen viser i tillegg skjæringspunktet (α , alfa) som er -0,0329. Dette tallet forteller oss at hvis OSEAX har en månedlig avkastning på 0 %, vil SAS få en avkastning på -0,0329. R^2 som er 0,11723, indikerer at 11,723 % av variasjonen til SAS kan forklares med svingningene til OSEAX, mens de resterende 88,277 forklares av feilledet.

Noen ganger justerer man den betaverdien man har funnet opp mot 1,00. Grunnen til at man justerer betaverdien er for å fjerne støy i utvalget. Formelen for dette kan uttrykkes som følgende:

$$\beta_E \times \frac{2}{3} + \frac{1}{3} \times \beta_M$$

β_E = Egenkapitalbetaen

β_M = Markedsbeta

Vi justerer egenkapitalbetaen vi har funnet opp mot normalen (altså 1,00) ved følgende beregning:

$$0,7949 \times \frac{2}{3} + \frac{1}{3} \times 1,00 = 0,8632$$

Det hadde vært mest fornuftig å finne noen flere selskaper som hadde vært mer sammenlignbare, og foretatt beregninger av egenkapitalbetaen deres, men det er vanskelig å finne slike selskaper.

Det er verdt å merke seg at spesielle forhold som påvirker målte betaer ikke nødvendigvis kan ventes å gjenta seg i fremtiden (Thoresen, 2011: 82). Ettersom beregningen av betaen til SAS er beregnet under finanskrisen i Norge og årene etter, mener vi at finanskrisen kan ha påvirket verdien av betaene for selskapene, ved å ha skapt uvanlige situasjoner hvor blant annet selskapet har fluktuert mer enn normalt. Som nevnt tidligere mener vi at Widerøe ikke er eksponert for risiko i like stor grad som SAS. Vi mener derfor at betaverdien for Widerøe bør senkes til et nivå som er noe lavere enn betaverdien for SAS. Med begrunnelsen om at vi tror at Widerøes

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

betaverdi er noe lavere enn SAS sin, mener vi at en egenkapitalbeta for Widerøe på 0,80 er et fornuftig valg. Vi vil benytte oss av denne verdien av beta videre når vi skal fastsette avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen.

5.1.4 Likviditetspremie

Enkelte aksjer er mindre omsettelige enn andre, som for eksempel aksjer som ikke er børsnoterte. Det kan derfor være aktuelt å legge til en likviditetspremie til det betabaserte egenkapitalkravet. Ved å supplere en likviditetspremie vil det resultere i at avkastningskravet blir litt høyere enn det ville vært uten premien. Den meravkastningen som man oppnår, kalles for en likviditetspremie.

Likviditetspremien skal kompensere investor for risikoen en pådrar seg i forhold til at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av aksjen (Kaldestad og Møller, 2011: 122). Likviditetspremier i egenkapitalkravet kan fint være 2-3 % for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs, og sannsynligvis 4-5 % for unoterte, og spesielt mindre selskaper (Gjesdal og Johnsen, 1999: 36).

5.1.5 Fastsettelse av avkastningskravet til egenkapitalen

Vi har tidligere i kapittelet skrevet om kapitalverdimodellen, og hvordan den kan benyttes til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Formelen er uttrykt nedenfor:

$$E(R_i) = R_f(1-S) + [(E(R_m) - R_f(1-S))] \beta_i$$

Når man bruker de fastsatte tallene for risikofri rente, markedets risikopremie og beta får vi dette avkastningskravet til egenkapitalen:

$$E(R_i) = 2,00 \times (1-0,28) + 5,56 \times 0,80 = 5,89$$

Vi har valg å supplere en likviditetspremie på 3 % til tross for at Widerøe Flyveselskap ikke er noe børsnotert selskap. Bakgrunnen for dette er at vi tror at selskapet har fått flere interesserte kjøpere som ønsker å investere i selskapet etter at

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

SAS utlyste at de skulle selge selskapet. Vi mener derfor det er riktig å legge til likviditetspremien på 3 prosent.

Når vi legger til likviditetspremien på 3 % får vi et avkastningskrav til egenkapitalen på 8,89 %.

5.2 Avkastningskrav til totalkapitalen etter skatt

Når man foretar verddivurderinger av virksomheter diskonterer man ofte kontantstrømmen til totalkapitalen. Totalkapitalavkastningskravet WACC, som på engelsk står for Weighted Average Cost of Capital, er et selskaps vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. Det kan ofte være behov for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Kapitalkostnaden for virksomheten er definert som den veide gjennomsnittlige kapitalkostnad for egenkapitalen og kapitalkostnad for netto gjeld (Penman, 2010: 452).

Avkastningskravet for totalkapitalen kan vi finne ved å veie sammen avkastningskravet for egenkapitalen og gjeldskostnaden for rentebærende gjeld (Boye og Koekebakker, 2006: 252). Grunnen til at vi ser på avkastningskravet til totalkapitalen er at den frie, diskonterte kontantstrømmen en beregner for å finne selskapets verdi, skal kunne dekke alle de ulike finansieringskildene (Kaldestad og Møller, 2011: 105).

For å beregne avkastningskravet til totalkapitalen (WACC), kalkulerer man tre komponenter: egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets kapitalstruktur (Koller et al., 2005: 298).

5.2.1 Gjeldskostnad

Vi kunne ikke finne lånerenten i årsregnskapene til Widerøe, og det kan derfor virke som det er klassifisert informasjon. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i statistisk sentralbyrås statistikk over bankens årlige utlån og innskuddsrente. Den gjennomsnittlige utlånsrenten fra 2002-2012 er (i følge www.ssb.no) ca. 5,00 (se vedlegg).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

5.2.2 Egenkapitalandel og gjeldsandel

Siden vi ikke har tilgang til regnskapstall for 31.12.2012, er vi nødt til å bruke de tallene som er offentliggjort. Alternativet er at vi kunne estimert hva egenkapitalen, kortsiktig gjeld og langsiktig gjeld ville vært 31.12, men det ville vært en vanskelig oppgave. Vi forutsetter derfor at det ikke blir noen endring.

Tabell 4 Egenkapitalandel og gjeldsandel

	31.10.12	Prosentandel av totalkapitalen 31.10.12	31.12.12
Egenkapital	573 177	26,29 %	573 177
Langsiktig gjeld	292 761		292 761
Kortsiktig gjeld	1 314 188		1 314 188
Sum gjeld	1 606 950	73,71 %	1 606 950
Sum egenkapital og gjeld	2 180 126	100 %	2 180 126

5.3 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen

Formelen for beregning av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) skiller seg ut på enkelte områder i forhold til formelen for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM). Det matematiske uttrykket for beregningen av avkastningskravet er i følge Boye og Koekebakker (2006: 253):

$$WACC = A_{EK} \times K_{EK} + A_g \times K_G (1-S)$$

WACC = avkastningskravet til totalkapitalen

A_{EK} = egenkapitalandel

A_g = gjeldsandel

K_{EK} = avkastningskrav for egenkapitalen/egenkapitalkostnad

K_G = gjeldskostnad

S = skattesats (Vi tar utgangspunkt i at selskapsskattesatsen er 28 %)

Vi setter inn de verdiene vi har beregnet:

$$A_{EK} = 26,29 \%$$

$$A_g = 73,71 \%$$

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

$$K_{EK} = 8,89 \%$$

$$K_G = 5,0 \%$$

$$S = 28 \%$$

$$WACC = 0,2631 \times 8,89 + 0,7369 \times 5,0 \times (1-0,28) = 4,99$$

Beregningene våre av avkastningskravet til totalkapitalen gir oss 4,99 %. Dette avkastningskravet til totalkapitalen vil vi benytte oss av videre i oppgaven når vi skal beregne kontantstrømmene. Normalt kunne man kanskje trodd at avkastningskravet skulle vært noe høyere, men på grunn av Widerøes høye gjeldsandel blir det trukket ned mot gjeldskostnaden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

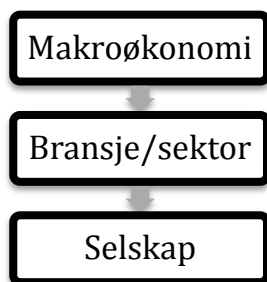
6 Strategisk analyse

6.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en strategisk analyse av Widerøe.

Vi begynner med å analysere de eksterne forholdene som kan påvirke selskapet. Vi vil videre foreta en intern analyse av selskapet. Analysene vil bidra til at man oppnår et bedre grunnlag for utarbeidelsen av de framtidige regnskapene. For at en verdivurdering av et selskap skal gi en mest mulig realistisk verdi, må man opparbeide seg kunnskaper om den bransjen virksomheten operer i. Det er dette som er bakgrunnen for at vi foretar disse analysene, og som eksterne investorer er vi interessert i å kartlegge hvilke faktorer som kan påvirke Widerøe både nå og i fremtiden.

Alle bedrifter innehar verdidrivere. *”Verdidriverne er de forhold som påvirker bedriftens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden, og til øke verdien av selskapets eiendeler”* (Thoresen, 2011: 39). Det er viktig å avdekke og analysere de viktigste verdidriverne i selskapet, og disse verdidriverne kan være forskjellige for ulike virksomheter. For å avdekke verdidriverne i Widerøe vil vi utføre en top-down-analyse, hvor vi begynner med å analysere de makroøkonomiske forholdene, og videre vil vi gjennomføre en bransjeanalyse. Vi avslutter med å analysere de selskapsspesifikke forholdene. Nedenfor vises en top-down-analyse (Thoresen, 2011: 39).



Figur 4 Top-down-analyse

Analysen av de makroøkonomiske faktorene omhandler hvilke forhold som virker inn på flybransjen, og vi vil deretter benytte oss av Porters Five Forces bransjeanalyse for å analysere flybransjen som Widerøe operer i. Til slutt vil vi foreta en analyse av

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

ressursbeholdningen til Widerøe og en SWOT-analyse som baserer seg på spesifikke forhold ved selskapet.

6.2 Analyse av makroøkonomiske forhold

I denne delen av kapittelet vil vi se på de makroøkonomiske forholdene som kan ha størst betydning for at Widerøe skal kunne generere kontantstrømmer i tiden framover, og øke verdien av selskapets eiendeler. De fleste selskaper vil være avhengige av hvordan makroøkonomien utvikler seg. Bedre økonomiske tider gir økning i etterspørselen etter de aller fleste produkter (Thoresen, 2011: 40). Det kan bidra til økt etterspørsel etter flyreiser. Det er vanskelig å predikere hvordan den makroøkonomiske utviklingen vil bli i framtiden. Man bør derfor sikte på å anslå hva som er normalt, og basere verdsettelsen sin av aksjene på det. Endringer i inflasjon, konjunkturer og renter er faktorer som kan påvirke bransjen.

6.2.1 Økonomisk vekst

Bruttonasjonalprodukt (BNP) er det målet som er mest brukt på samlet økonomisk aktivitet. ”BNP er verdien av den samlede innenlandske produksjonen av ferdige varer og tjenester - verdsatt til markedspriser - i en gitt periode, som et år eller et kvartal” (Steigum, 2004: 38). BNP kan forklares ut i fra følgende uttrykk:

$$Y = C + I + G + NX$$

Y = BNP, C = privat konsum, I = bruttoinvestering, G = offentlig konsum, NX = netto eksport

Den økonomiske aktiviteten og sysselsettingen tenderer til å svinge over tid, og slike svingninger blir ofte omtalt som konjunktursykluser. Konjunkturer kan ha svært store påvirkninger på bransjen. Når det er høykonjunktur er arbeidsledigheten lav, og den økonomiske aktiviteten er høy. Mens i tider med lavkonjunktur er arbeidsledigheten høy, og den økonomiske aktiviteten har stoppet opp eller vil få en tilbakegang. Prognoser om konjunkturer er ofte usikre, fordi endringer i konjunkturer gjerne er uforutsigbare.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Nordea (www.nordea.com) skriver 04.12.12 at den norske økonomien fortsetter å vokse raskt på grunn av sterk vekst i etterspørselen fra husholdningene og sterk oppgang i oljeinvesteringene. Både Danmark, Sverige og Finland har lavkonjunktur.

Dårlige økonomiske tider i et land kan resultere i at kunder velger å fly med selskaper som opererer med lave priser, i stedet for at de velger å benytte seg av flyselskap som fører vanlige priser. Siden de aller fleste av Widerøes ruter befinner seg i Norge, vil ikke selskapet være like utsatt for denne typen risiko som andre konkurrenter er. Likevel er det flere såkalte billige flyselskaper som har etablert seg, eller ønsker å gjøre det, i Norge. Widerøe og flere andre selskaper i Norge kan bli utsatt for lavere inntjening om det skulle bli dårligere økonomiske tider i Norge. Lavkonjunkturer i andre land som Widerøe flyr til kan i liten grad redusere lønnsomheten for selskapets utenlandsreiser, ved at kundene har en redusert kjøpekraft og vil ofte velge den billigste løsningen.

6.2.2 Inflasjon

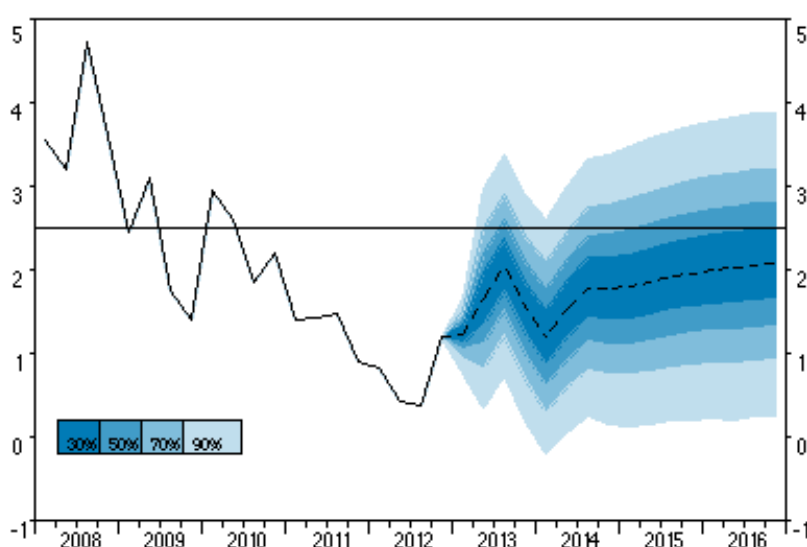
Prisstigning, eller inflasjon, er et uttrykk for hvordan prisene på varer og tjenester øker fra år til år. Inflasjonen påvirker flere makroøkonomiske størrelser, for eksempel lønnsutvikling, rentenivå og valutakurser (Steigum, 2004:17). Inflasjon kan måles ved at man beregner gjennomsnittlig utvikling av prisene på et stort utvalg av varer og tjenester (Davidsen, 1997: 22). Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken. Pengepolitikken er innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med nær 2,5 prosent årlig (www.Norges-bank.no). Svingninger i økonomien medfører også svingninger på nivået på prisene: Høy prisstigning vil være en konsekvens av høy økonomisk aktivitet, og man registrerer mindre prisstigning når aktiviteten er lav (Vale, 2010: 12).

Inflasjon er en nominell størrelse som kan ha store påvirkninger på verdien av penger. Skattesystemet er bygget opp slik at nominelle størrelser blir beskattet. Eksempler på nominelle størrelser er skatt på rente, inntekter, aksjeutbytte osv. Dersom man ikke justerer skattesatsene, vil høyere inflasjon dermed gi større skatteinntekter (Opstad, 2010: 285). Inflasjonen har en del innvirkninger på næringslivet. For eksempel vil verdien av lineære avskrivninger reduseres, som fører til at det blir mindre lønnsomt for selskapet å gjennomføre investeringer. Siden flybransjen er preget av at

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

investeringene som utføres er relativt store, vil en økning i inflasjonen være en faktor som kan true lønnsomheten til de aktørene som operer der.

Den metoden som er mest brukt til å måle inflasjon er den metoden som tar utgangspunkt i konsumprisindeksen. Figuren under viser inflasjonen i prosent de siste årene og estimeringer av utviklingen framover. Den linjen som er heltrukket viser den faktiske inflasjonsutviklingen, mens den stiplede linjen viser anslagene til Norges Bank (www.norges-bank.no).



Figur 5 KPI anslag fra siste pengepolitiske rapport

Norge har fokus på å normalisere inflasjonsnivået, noe som for næringslivet betyr at prisnivået i større grad sikres. I styrets beretning for 2011 blir det opplyst at rentekostnader på lån har vært delvis sikret gjennom bruk av opsjoner (caper) og renteswapper. I tillegg kommer det fram av styrets beretning at Widerøe er eksponert for endringer i valutakurser, og selskapet har valgt å delvis sikre dette med swapper med bakgrunn i underliggende behov. Det er ellers verdt å nevne at inflasjon og endring i valutakurser er gjensidig påvirkende krefter, og en endring i den ene faktoren vil legge føringer for utviklingen av den andre. Vi vil ta for oss endringer i valutakurser mer grundig i delkapittelet om valutakurser.

Hyppige endringer i priser på grunn av inflasjon medfører risiko vedrørende produksjon og innkjøp. For selskaper som har bestilt produkter eller tjenester som

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

skal leveres på et framtidig tidspunkt, kan inflasjonen bidra til at det oppstår usikkerhet eller uenighet vedrørende hvordan utviklingen av priser skal håndteres. Hvis for eksempel Widerøe har foretatt en bestilling på fly fra produsenten Bombardier, kan det by på utfordringer i forhold til hvilken pris som skal velges, og fly er produkter som ofte har en lang leveringstid. Dette kan medføre at prisen på leveringstidspunktet kan ha endret seg mye i forhold til prisen på bestillingstidspunktet. Man må da ta stilling til om man skal benytte seg av prisen i dag, eller bruke prisen på leveringstidspunktet.

Ved stabilisering av inflasjonen vil det bidra til at det vil bli enklere å spå hva som er riktig pris på et framtidig tidspunkt. Usikkerhet i priser kan føre til at investorer som vurderer ulike prosjekter vil kreve en større avkastning som kompensasjon for usikkerheten vedrørende priser. I tillegg kan inflasjon bidra til usikkerhet for valutakurser. Hvis prisstigningen i et land avviker fra den internasjonale prisstigningen, kan det bidra til støy for konkurranseutsatte bransjer. Eksempler på dette kan være faste valutakurser. Noen ganger vil det være nødvendig med justeringer for å forhindre vridninger i konkurranseforholdet mellom internasjonale og nasjonale bedrifter.

6.2.3 Valuta

Valutakursen uttrykker det bytteforholdet i penger som eksisterer mellom ulike land. For eksempel hvis dollarkursen er på 5,70, vil det bety at en dollar koster 5,70 norske kroner. Dersom kursen på euro synker (kronekursen stiger), vil euro *depresiere* mot kroner, noe som betyr at euro faller relativt i verdi i forhold til NOK. (Steigum, 2004: 73). Motsatt vil synkende kronekurs bety at euro appresierer mot kroner.

Valutakursutvikling kan ha en enormt stor påvirkning på økonomien til selskapene. Resultatene til bedrifter som omsetter i andre land enn hjemlandet sitt vil variere mye pga. valutaeffekter. En god del av kostnadene til flyselskaper er i utenlandske valuta. Det vil si at flere flyselskaper vil være eksponert for endringer i valutakurser, ved at det kan føre til endringer i kostnader.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Det kommer fram av styrets beretning for 2011 at Widerøe er eksponert for endringer i valutakurser for blant annet USD, EUR og GBP. Risikoen for at valutakursene endrer seg er knyttet til at en endring i kursene vil påvirke drivstoffkostnadene, leasingkostnader, forsikringsutgifter, utgifter til teknisk drift, avgifter med mer. Siden selskapet er eksponert for risikoen for at det skal oppstå endringer i prisene på drivstoff, har de valgt sikre seg delvis med opsjonsstrukturer.

6.2.4 Oppsummering av de makroøkonomiske forholdene

Det er nevnt tidligere i kapitlet at det er vanskelig å predikere hvordan de framtidige makroøkonomiske forholdene vil utvikle seg. Widerøe har delvis sikret rentekostnadene på lån og endringer i valutakurser. Det vil derfor være en gjenværende risiko som Widerøe er eksponert for. Endringer i drivstoffpriser vil ha påvirkning på Widerøe og alle andre selskaper som operer i bransjen, ettersom alle selskaper i flybransjen er eksponert for endringer i drivstoffpriser. Dersom inflasjonen skulle endres dramatisk vil investeringer og annen handel med utenlandske aktører innebære større risiko. Norge har fokus på å normalisere inflasjonsnivået, noe som for næringslivet betyr at prisnivået i større grad sikres. Det er ellers verdt å nevne at inflasjon og endring i valutakurser er gjensidig påvirkende krefter, og en endring i den ene faktoren vil legge føringer for utviklingen av den andre.

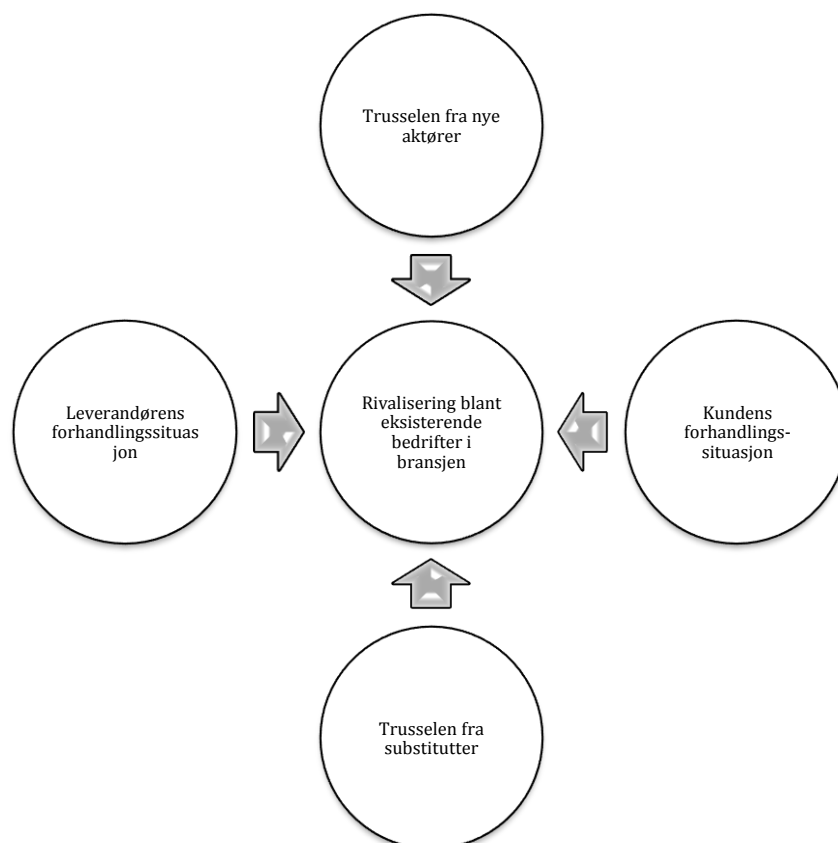
Widerøe driver nesten alle sine flyvninger innenlands. Selskapet er derfor mindre følsom i forhold til endringer i utenlandsk økonomi enn selskaper som har flere flyvninger innenlands og utenlands. Ved en nedgangskonjunktur vil færre kunder velge å fly, siden flyreiser er et gode som oftest vil være enkelt å kutte ned på. Dette innebærer at inntektene reduseres, og flyselskapene vil konkurrere hardere om den gjenværende kundemassen. Like fullt opererer Widerøe mange ruter som i dag ikke har konkurranse fra andre selskaper, og er også her mindre utsatt enn flere av sine konkurrenter.

6.3 Bransjeanalyse

I denne delen av kapitlet skal vi ta for oss hvordan situasjonen i flybransjen er for øyeblikket, samt i hvilken grad den vil utvikle seg i årene fremover. Når man skal analysere bransjen er det mange analysemodeller som kan benyttes. For eksempel kan

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

man benytte seg av Porters Five Forces som er en analysemodell mye brukt ved verddivurderinger. For de aller fleste bedrifter vil det eksistere et sett av faktorer i de nære omgivelsene som på en eller flere måter påvirker bedriftens muligheter til å opparbeide og beholde konkurransefortrinn. Ofte kan man knytte disse faktorene til konkurransesituasjonen i den aktuelle bransjen (Roos, von Krogh og Roos, 2010: 69). Porters Five Forces er en analyse som framstiller disse faktorene. Faktorene kan deles opp i fem faktorer, som er vist i figuren nedenfor (Roos et al., 2010: 69):



Figur 6 Porters Five Forces

6.3.1 Trusselen fra nye aktører

Denne delen av analysen vil omhandle trusselen fra nye aktører, hvor vi vil analysere de forhold som vi mener kan ha en sterk innvirkning på de aktørene som operer i flybransjen.

Trusselen fra nye aktører avhenger av hvor lett det er å etablere seg i bransjen. I enkelte bransjer finnes ulike inngangsbarrierer. Eksempler på inngangsbarrierer, som hindrer de nye aktørene å etablere seg, er høye investeringsbehov, teknologiske

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

barrierer, etablerte varemerker og sterke kunderelasjoner. Man kan også nevne naturlige monopoler så vel som bedrifter med beskyttende reguleringer som hindrer inntrengere (Reve og Stokke, 1996: 45).

En betingelse for at et selskap skal kunne etablere seg i flybransjen er at selskapet har en tilstrekkelig stor nok kapital. I enkelte tilfeller vil det kreves enorme investeringer for å etablere seg, hvor det kan være knyttet usikkerhet til hvorvidt investeringene vil være lønnsomme eller ikke. Selskaper som ønsker å etablere seg i flybransjen kan blant annet kjøpe eller lease fly. Det vil ofte kreves store kostnader i forhold til at den nye aktøren skal kunne markedsføre flyreisene sine, og til ansettelser av en nødvendig arbeidsstokk.

Stordriftsfordeler betyr at kostnadene pr. enhet synker ettersom produksjonen av et produkt øker. Dersom slike fordeler er til stede, betyr det at nye aktører enten må starte i stor skala eller finne seg i at de opplever kostnadsulemper ved å produsere i liten skala (Roos et al., 2010: 70). Dette vil da fungere som et etableringshinder for de aktørene som ønsker å etablere seg i bransjen. Det eksisterer stordriftsfordeler i flybransjen. Disse fordelene er forbundet med markedsføring, administrasjon, disponering av mannskaper og fly, og å ha reservekapasitet i bakhånd hvis det skulle forekomme uventede hendelser i form av sykdom, teknisk svikt eller andre hendelser. Det kan også være stordriftsfordeler knyttet til rutetilbud.

På flere av rutene i distrikts-Norge kan flyselskap i bransjen anse det som ulønnsomt, eller lite lønnsomt, å ta del i konkurransen. Pr. 04.01.2013 var det bare Widerøe og DAT (Danish Air Transport AS) som hadde ønsket om å fly regionale ruter i Finnmark og Nord-Troms (www.Regjeringen.no). For flere av rutene i distrikts-Norge er rullebanene så korte at det kreves at flyselskapene har fly som er tilpasset rullebanene. Flere av de rutene der det har vært korte rullebaner har det ikke vært stor konkurranse om anbudene. På de flyrutene hvor rullebanen har vært lengre har det vært mer konkurranse, hvor andre flyselskaper har konkurrert om å kunne fly.

I enkelte bransjer kan det eksistere kostnadsulemper som ikke er knyttet til størrelsesfaktoren. Etablerte selskaper vil ofte ha kostnadsfordeler som går ut over de kostnadene en kan knytte direkte til selskapets størrelse (Roos et al., 2010: 71). I

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

flybransjen er det kjent at korte flyruter resulterer i høyere kostnader. En forutsetning for god driftsøkonomi i flybransjen er høy utnyttelse av fly og mannskaper (Lian, Thune-Larsen og Draagen, 2010). Mange av flyrutene som man finner i distriktene preges av at distansene mellom flyplassene er relativt korte, og aktører som flyselskaper tjener ikke penger når flyene står på bakken. Derimot tjener de penger når flyet befinner seg i lufta. Korte flyruter som man finner i distriktene gir ofte mye bakketid, som resulterer i færre flytimer. Dette kan virke som et etableringshinder for mange aktører som ønsker å etablere seg i bransjen, ettersom flere aktører kanskje vil anse de rutene som befinner seg i distriktene som ulønnsomme, eller kanskje ikke lønnsomme nok til at de ønsker å ta del i konkurransen.

Kostnadene til staten for flyruter i distriktene har økt de siste årene. Graden av konkurranse om anbudene i disse områdene har vært liten. Den manglende konkurranse om anbudene kan være en av de viktigste årsakene til at prisene har økt. Den største grunnen til dette er nok at kun Widerøe kan kombinere fly med 30 seter og en trykkabin på korte rullebaner (Lian, Thune-Larsen og Draagen, 2010). På de flyrutene hvor rullebanen er lengre har det vært mer konkurranse, hvor andre flyselskaper har konkurrert om å kunne fly.

I Norge fins det mange eksempler der myndighetene gjennom sin politikk begrenser adgangen til å etablere seg i enkelte bransjer (Roos et al., 2010: 71). Avgiftene til staten kan fungere som en inngangsbarriere. Det vil da ikke være tilstrekkelig med en solid kapital. Det vil også kreves at de flyselskapene som ønsker å etablere seg i bransjen faktisk klarer å generere inntekter som er tilstrekkelig til at de klarer å overleve i bransjen.

6.3.2 Trusselen fra substitutter

Det vil vanligvis finnes en rekke substitutter i den bransjen som virksomheten opererer i. Substitutter er alternative produkter som dekker det samme behovet. Alternative produkter bidrar ofte til aktørene i bransjen opplever redusert lønnsomhet for sine produkter. Det kan være flere grunner årsaker til at kunder ønsker å benytte seg av substitutter. I følge Jobber og Fahy (2009: 321) avhenger trusselen fra substitutter av følgende faktorer:

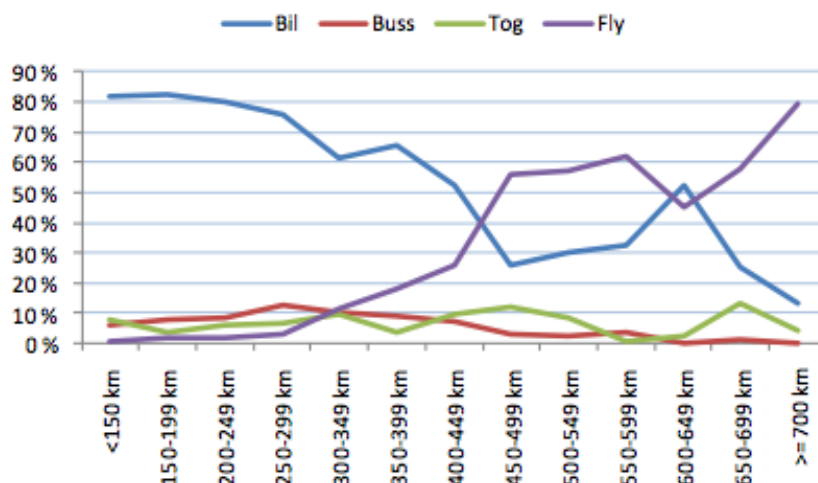
Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

- Kjøpers vilje til å substituere
- Den relative prisen og ytelsen til substituttene
- Kostnaden ved å bytte produkt

Widerøe vil konkurrere med flere aktører på enkelte av sine ruter, mens de også vil være den eneste aktøren på andre. De alternative produktene som tilbys av konkurrenter behøver ikke nødvendigvis å være flyreiser. Bil, båt, buss og tog er alternative produkter for flytransport som kan dekke det samme behovet for kunder, for eksempel behovet om å komme seg fra punkt A til B. En annen type substitutt som stadig blir mer populært er elektronisk kommunikasjon ved bruk av datamaskiner eller lignende. Denne typen kommunikasjon bidrar til at man ikke nødvendigvis har behov for å benytte seg av transport for å kunne delta på møter og konferanser. Ved slik kommunikasjon kan man holde videokonferanser der deltakerne kan delta på konferansen, uten at det er nødvendig med fysisk tilstedeværelse. I tillegg vil at et substitutt som dette være langt billigere, spesielt på sikt.

Trusselen fra substitutter vil avhenge av hvor gunstig tilbudene fra de alternative reisemåtene er. Det vil derfor være flere faktorer som spiller inn som bidrar til at kunder ønsker å substituere. Det er ikke bare kostnadene som spiller en rolle, men reisetid vil antakeligvis også være en faktor som kan bidra til at kunder ønsker å benytte seg av substitutter. Nedenfor viser vi en statistikk hentet fra Transportøkonomisk institutt som viser transportmiddelbruk på ulike avstander og forskjellige transportmidler i Norge (Denstadli og Rideng, 2012:7).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap



Kilde: Den nasjonale reisevaneundersøkelsen 2009

Figur 7 Den nasjonale reiseundersøkelsen 2009

Ut i fra figuren ovenfor ser vi at markedsandelene til fly øker ettersom reiselengden øker. Trusselen fra substitutter ser ut til å variere med lengden på reisen. Jo lengre reisestrekning, jo mindre fare er det for at alternative transportmidler blir benyttet.

6.3.3 Økt konkurranse fra eksisterende konkurrenter

Det er en rekke forhold som kan bidra til at konkurranseintensiteten i bransjen blir høyere. Priskonkurranse, annonsekrig, produktlanseringer, bedre kundeservice og garantibetingelser er kjente virkemidler for bedrifter som forsøker å komme seg i en best mulig posisjon i forhold til konkurrenten (Roos et al., 2010: 72). I følge Jobber og Fahy (2009: 321) vil blant annet rivaliseringen mellom konkurrenter i bransjen være avhengig av følgende faktorer:

- Konkurransesstrukturen
- Kostnadsstrukturen
- Graden av differensiering
- Strategiske mål

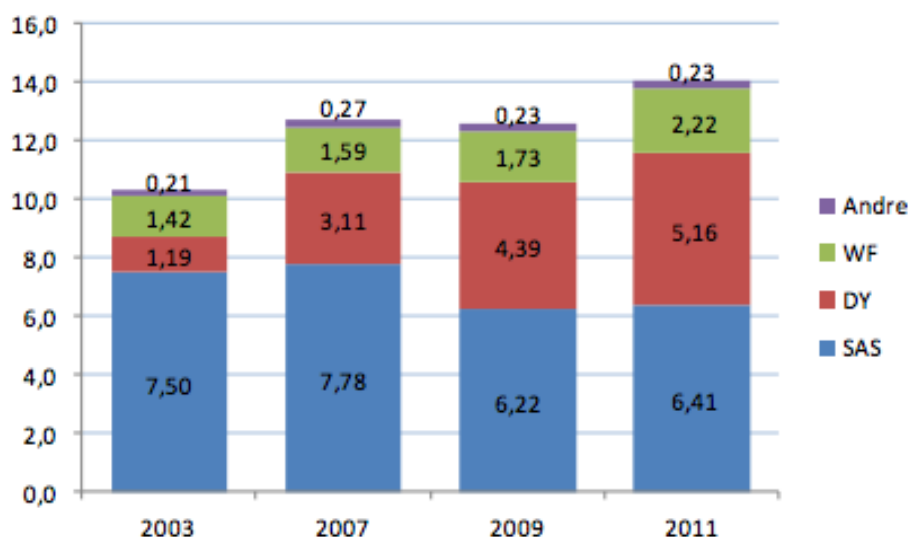
Hvis veksten i en bransje er lav, vil det resultere i at aktørene som operer i bransjen kaprer markedsandeler fra hverandre. Flytrafikken i Norge har økt de siste årene, som et resultat av at nordmenn flyr stadig mer. Dette har ført til at bransjen har vokst både for inn- og utenlandsreiser.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Strategiske mål bidrar til at man oppnår ulike posisjoner i markedet, og er med på å påvirker de aktørene som opererer i markedet. De aller fleste flyselskap vil ha et mål om å utvikle seg på en eller annen måte, slik at de klarer å øke markedsandelene sine. Dette bidrar oftest til å øke intensiteten i bransjen. Widerøe økte sine markedsandeler for innenriksmarkedet mellom 2009 og 2011 fra 13 % til 16 %, men har tapt markedsandeler innenfor utenlandsreiser fra 4 % til 2 % fra 2003 til 2011. En sentral del av det å danne seg en ønsket markedsposisjon vil være at man tilfredsstiller kundene sine, og skaper gode relasjoner ved at man skaper et godt kundeforhold. En tommelfingerregel er at de mest fornøyde kundene er de som er lojale, og det er også de som er mest lønnsomme. Widerøe skaper nok bedre kunderelasjoner ved at de for eksempel tilbyr gratis frokost på noen av innlandsrutene sine som har en reisetid på over 40 minutter.

Antallet konkurrenter i bransjen kan være en avgjørende faktor for hvor lønnsomt det er for aktørene som opererer i bransjen. Konkurransenintensiteten vil være høy når det er et stort antall konkurrenter, eller et fåtall av konkurrenter som er like store.

Nedenfor vises en tabell for antall passasjerer i millioner innenlands etter selskap for 2003, 2007, 2009 og 2011 (Denstadli og Rideng, 2012:13).



Figur 8 Antall pasasjerer innenlands etter selskap. 2003-2011

DY – Norwegian, WF – Widerøe Flyveselskap

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Ut i fra tabellen ser man at antallet passasjerer som reiser med Widerøe har økt de siste årene. Tabellen viser også at konkurrenter som Norwegian har økt sine passasjertall for innenlandsreiser siden 2003. Norwegian er klart en stor konkurrent ved de største flyplassene i Norge, og har vokst mye de siste årene.

I flybransjen, og i de fleste andre bransjer, er bedriftens kostnadsstruktur viktig. Klarer man å kutte kostnadene, har man en mulighet til å redusere prisene på flybillettene. Man kan også ha muligheten til å operere med et lavere kostnadsnivå enn konkurrentene. Reduserte priser på flybilletter på grunn av reduserte kostnader vil som oftest resultere i økt lønnsomhet. Widerøe har vunnet mange anbudskonkurranser tidligere, og en lavere kostnadsstruktur for Widerøe kan kanskje bidra til at de vinner enda flere anbudskonkurranser i fremtiden.

Innenfor flybransjen er det ikke mye differensiering av produkter. Det finnes enkelte selskaper som skiller seg ut ved at de kun fører en lavprisstrategi for å tiltrekke seg flest mulig kunder, og det finnes selskaper som har vanlige priser men kommer med tilbud på lave flybillettpriser en gang i blant. Ryanair er for eksempel et selskap som fører en lavprisstrategi, og det kan tenkes at dette og andre europeiske lavflyselskaper vil i større grad få opp øynene for norske innenlandsflyvninger. Flere av selskapene som tilbyr lavprisbilletter vil ofte pålegge en del tilleggsgebyrer for ulike ekstratjenester som kundene ønsker. For de selskapene som vanligvis operer med ”vanlige priser” vil en del tjenester og service være inkludert i prisen. Når det er lavkonjunkturer i økonomien vil kundene ofte velge det billigste valget, fordi de vil ha et større fokus på prisene.

6.3.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt kan være en trussel dersom leverandøren har stor innflytelse på priser, for eksempel materialpriser og drivstoffpriser. Leverandøren kan i noen tilfeller bidra til å presse ned lønnsomheten i bransjen. Dette kan skje gjennom å gi trusler om å øke prisnivået, eller ved å redusere kvaliteten på produktene og tjenestene som tilbys. Leverandørens forhandlingsmakt vil være stor hvis det er få leverandører og mange kjøpere. I følge Roos et al. (2010: 75) er leverandørens forhandlingsmakt sterk under følgende forhold:

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

- Leverandørgruppen domineres av få bedrifter, noe som gjør den mer konsentrert enn bransjen den selger til.
- Det er ingen substitutter i bransjen som kan utkonkurrere leverandørene.
- Leverandørens produkt er viktig for produksjonen til kunden.
- Leverandørgruppens produkter er differensierte, eller de er bygget opp av byttekostnader.
- Leverandørgruppen kan i fremtiden tenkes å integrere framover, noe som kalles vertikal integrasjon.

For Widerøe og mange andre flyselskaper vil det være flere ulike leverandører som kan utøve en trussel for selskapet. Eksempler på slike leverandører kan være ansatte, flyprodusenter, flyplasser og andre leverandører.

Flyselskapene er avhengige av flyplassene og omvendt. Flyplassene og andre leverandører kan ha en forhandlingsmakt ettersom de tilbyr mange tjenester som flyselskapene er avhengig av. Tjenestene som tilbys kan for eksempel være sikkerhetskontroll, flybuss, leasing av utstyr etc. Det tilbys også andre tjenester og produkter hvor leverandørene kan ha en stor forhandlingsmakt over, og det er tax-free varer og flymat (catering).

De ansatte kan utøve stor forhandlingsmakt ved at de kan presse arbeidsgiver hvis de mener at arbeidsforholdene ikke er tilfredsstillende. For mange flytimer for pilotene eller reduksjon i lønn for kabinansatte kan være noen eksempler på oppsigelses- eller streikegrunner. Ansatte i sikkerhetskontrollen kan også utøve en forhandlingsmakt ettersom flyselskapene er totalt avhengig av at det føres tilstrekkelig kontroll.

Flyene til Widerøe blir produsert av den Canadiske produsenten Bombardier. Ut i fra Widerøes flypark kan det se ut til at det kun eksisterer en leverandør for flyene som Widerøe bruker. Leverandørens forhandlingsmakt vil være stor hvis denne leverandøren er viktig for Widerøe, ved at det ikke finnes konkurrerende substitutter som selskapet kan bruke. Leverandørens forhandlingsposisjon kan sies å være svekket etter internettets framgang. Grunnen til dette er at for eksempel Widerøe vil ha tilgang til mye mer informasjon vedrørende produsenter av fly, leasing av fly og leverandører

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

av reservedeler eller lignende. Internett styrker også leverandørens forhandlingsmakt ved at det vil være enklere for dem å kommunisere med kundene sine.

6.3.5 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt dreier seg om i hvilken grad kundene kan påvirke prisnivået i bransjen. Kunder vil vanligvis ha et ønske om å få redusert prisene på de produktene som tilbys, i tillegg til at de ønsker bedre kvalitet og service.

Lønnsomheten for de aktørene som opererer i bransjen vil reduseres når kundene forsøker å presse prisene ned. I følge Roos et al. (2010: 74) vil forhandlingsposisjonen til en kundegruppe være sterk under følgende forhold:

- Kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum.
- Produkter utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp.
- Produktene er standardiserte eller udifferensierte.
- Kunden kan tenkes å integrere bakover (vertikal integrasjon)
- Produktet har liten betydning for kvaliteten for kundens varer eller tjenester videre.
- Kunden har tilgang til full informasjon.

Forhandlingsposisjonen til kundene vil variere ettersom hvor stor kundegruppen er. Enkeltindivider vil ha en vesentlig mindre forhandlingsmakt enn det en stor gruppe vil ha. En av grunnene til dette er at en kundegruppe som er misfornøyd vil bli lagt merke til i langt større grad enn misfornøyde enkeltindivider. Utviklingen av sosiale medier har ført til at det har vært flere tilfeller der flere kunder har vært misfornøyd med produkter og tjenester, og har valgt å opprette sine egne sider på sosiale medier for å kunne utøve sin forhandlingsmakt ovenfor leverandøren av produktet. I flere av disse tilfellene har dette ført til at leverandørene måtte gi etter for kundens misnøye. Misfornøyde kunder kan også true med å skifte leverandør hvis de ikke får det som de ønsker. Utviklingen av internett i Norge har ført til at kundene har tilgang til mye mer informasjon om de ulike flyselskapene enn det de hadde for 15 år siden. Kundene har nå mulighet til å sammenligne priser, reisetid og andre ting for de ulike flyselskapene før de bestiller billetten sin.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Når det gjelder Widerøe vil det være flere ulike kundegrupper som benytter seg av Widerøe som flyselskap. Widerøes kundegrupper vil bestå av flere ulike kunder som for eksempel privatpersoner og bedriftskunder. Forskjellige kundegrupper vil legge vekt på ulike preferanser. Bedriftskunder vil for eksempel legge stor vekt på Widerøes punktlighet, slik at de ankommer i god tid til deres gjøremål. Privatpersoner vil ofte være mer prissensitive enn det bedriftskunder er, og vil legge større vekt på lave priser. Det finnes også andre kundegrupper som for eksempel pasientreiser og forsvaret. Grupper som dette kan ha avtaler om å få lavere priser på flybilletter. Enkelte steder i distrikts-Norge er det bare Widerøe som tilbyr flyreiser. I steder som dette vil Widerøe være avhengig av tillitten til befolkningen. Noen steder i distrikts-Norge, hvor det er kun Widerøe som flyr, og der det bare er et fåtall av alternative transportmidler, vil kundene ha liten mulighet til velge andre leverandører som dekker det samme kundebehovet.

6.3.6 Oppsummering av Five Forces

Trusselen for økt konkurranse i flybransjen anses for å være høy, grunnet blant annet lave marginer som fører til aggressiv markedsføring for å kapre større markedsandeler. Vi ser at flere konkurrenter blir større, samtidig som de i større grad fokuserer på markeder hvor Widerøe tidligere ikke hadde den samme konkurransen.

Trusselen fra substitutter er moderat ettersom trusselen tenderer til å variere med lengden på reisen. Kortere reisevei representerer større trussel enn lange strekninger. En ser at det stadig er bilen som er det mest brukte reisemiddelet i Norge. I tillegg gir teknologisk utvikling stadig større grunnlag for å kunne la være å reise på konferanser, seminarer etc. Dette er en trussel som må sees på som ytterst reell, og en bør vurdere mottiltak. Eksempelvis går det kanskje an for flyselskapet å etablere tettere samarbeid med hoteller og andre som er utsatt for den samme trusselen.

Trusselen for nye aktører anses som lav fordi det eksisterer flere høye etableringshinder. Blant annet krever det store investeringskostnader, en går ofte glipp av stordriftsfordeler, og de mest lønnsomme rutene er allerede preget av hard konkurranse. En må også ha et bredt kontaktnettverk så vel som tilgang på de ressursene en trenger for å kunne etablere seg i flybransjen.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Leverandørens forhandlingsstyrke sees på som moderat ettersom Widerøe har flere leverandører som har varierende makt. Enkelte leverandører er selskapet helt nødvendige av, som for eksempel flyplassene. Widerøe kan ikke finne alternative leverandører av flyplasser på de plassene de flyr til, og er dermed prisgitt deres krav og betingelser. De ansatte er til en viss grad mulig å erstatte i små mengder av gangen, men som gruppe utøver de ansatte en stor forhandlingsmakt ovenfor bedriften. Widerøe kan ikke drive sin forretning uten at de ansatte gjør jobben sin.

Kundenes forhandlingsmakt er liten som enkeltindivider, men de kan oppnå en større makt som gruppe. Med dette mener vi at kundene har vanskelig for å få gjennomslag for sine krav og ønsker om de er alene. Utviklingen av sosiale medier har ført til at individer lettere kan samles og utøve press på bedriften. Ikke bare i kraft av påvirkning direkte rettet mot selskapet, men også i form av indirekte press for at selskapet skal unngå negativt omdømme blant kundegruppene.

6.4 Analyse av interne faktorer

I denne delen av kapittelet vil vi analysere Widerøes ressursbeholdning. Her vil vi analysere hvilke ressurser som selskapet har tilgjengelig. Vi vil analysere virksomhetens ressurser som inneholder konkurransefortrinn. I følge Roos et al. (2010: 103) kan vedvarende konkurransefortrinn kun baseres på de ressurser som har følgende egenskaper:

- De må være verdifulle. Verdifulle ressurser gjør selskaper i stand til å implementere strategier som forbedrer effektiviteten
- De må være sjeldne, i markedet og blant konkurrenter. Hvis ressursene er sjeldne kan de skape konkurransefortrinn.
- De må være svært vanskelige å imitere for konkurrentene. Hvis ressursene til selskapet er lett tilgjengelig for konkurrentene, vil de ikke være vedvarende konkurransefortrinn.
- Det må ikke finnes likeverdige substitutter. Selskapet mister konkurransefortrinnene sine hvis konkurrenter har tilgang til andre strategier som gir samme konkurransefortrinn.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Ved analysen av ressursbeholdning vil vi se på om ressursene har vedvarende konkurransefortrinn, og vi vil analysere følgende ressurser:

- Menneskelige ressurser
- Organisasjonsressurser
- Relasjonsressurser
- Fysiske ressurser
- Monetære ressurser

6.4.1 Menneskelige ressurser

Med menneskelige ressurser tenker man på ansattes evne til innovasjon, ekspertise, kompetanse, lojalitet, ferdigheter og så videre.

I følge styrets beretning for 2011 hadde Widerøe flyveselskap AS ved utgangen av 2011 til sammen 1404 medarbeidere fordelt på i alt 1261 årsverk. Antall ansatte er fordelt på 417 piloter, 293 kabinansatte, 278 medarbeidere som jobber innen teknisk drift, og 211 som jobber på stasjonene.

Widerøe arbeider for å legge til rette for allsidighet og motivasjon til fleksibilitet og endringsvilje, økt kreativitet og nye løsninger. I tillegg ønsker de et sunnere og bedre arbeidsmiljø (www.wideroe.no). Økt kreativitet og fleksibilitet kan bidra til at de ansatte blir mer effektive, og i et helhetsbilde vil selskapet bli mer effektivt. Widerøes opplæring og utviklingsprogrammer skal gjenspeile at deres arbeidstakere har ulike forutsetninger, og ulike behov for veiledning og opplæring. Selskapet ønsker ansatte med ulik arbeidserfaring som tør å utfordre og tenke nytt. Ansatte som er dyktige på sine fagområder er en verdifull ressurs, og det kan være et vedvarende konkurransefortrinn for selskapet. Men da må kompetansen eller ferdighetene inneholde de kriteriene som må være tilstede for at det skal karakteriseres som et vedvarende konkurransefortrinn.

Ansatte som er dyktige på sine fagområder kan være verdifulle ressurser, og et konkurransefortrinn for selskapet. Widerøe er ikke alene om å ha arbeidstakere som er dyktige. De menneskelige ressursene til selskapet oppfyller ikke alle kravene, men det kan sies at de menneskelige ressursene er til en viss grad et konkurransefortrinn.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

6.4.2 Organisasjonsressurser

I følge Roos et al. (2010: 105) omfatter organisasjonsressurser prosesser, systemer, strukturer, varemerker, IR (immaterielle rettigheter), kulturmønstre, renommé osv. Det er vanskelig for konkurrenter å imitere slike ressurser fordi de ressursene ofte er unike.

I følge Jakobsen og Thorsvik (2009: 17) består organisasjonskultur av *“verdier, gruppenormer, sosialt samhold og gruppepress, for eksempel uttrykt gjennom uformelle regler for hva slags atferd som aksepteres i en organisasjon.”*

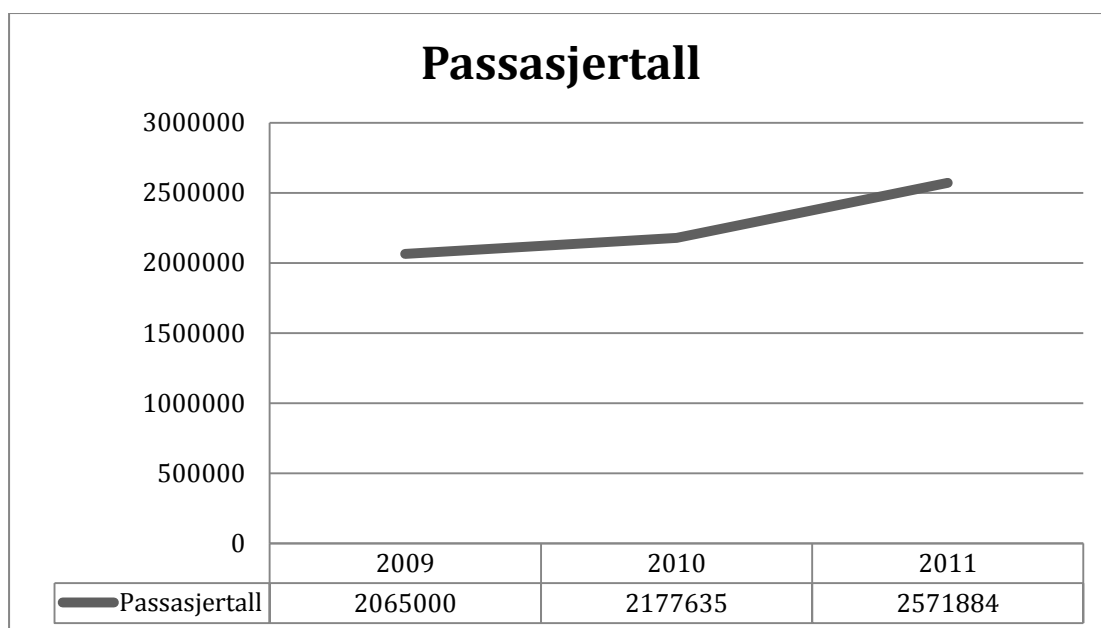
Bedriftskulturen til et selskap er ofte unik, og er svært vanskelig å kopiere.

Organisasjonskultur påvirker alle ansatte i virksomheten, og kan ha ulike innvirkninger på bedriften som helhet. Organisasjonskulturen kan for eksempel påvirke virksomhetens sykefravær blant de ansatte. Ansattes mistriivsel kan noen ganger resultere med at bedriftens totale sykefravær øker.

Renommé er viktig for de aller fleste bedrifter. Renommé forteller noe om bedriftens rykte og posisjon, i forhold til konkurrenter, kunder og samarbeidspartnere. Renommé opparbeides ofte på grunnlag av kvalitet, prisnivå, pålitelighet, kundetilfredshet osv.

Widerøe er et kjent merkenavn i Norge. Mange assosierer navnet Widerøe med et selskap som tilbyr flyreiser over hele Norge. Diagrammet nedenfor viser utviklingen i Widerøes passasjertall de siste tre årene.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap



Figur 9 Antall passasjerer som reiste med Widerøe fra 2009-2011

I en pressemelding 19.01.2012 opplyses det at Widerøe er kåret til Norges beste på kundeservice i 2011. (www.wideroe.no). Det er kundespesialistene Dolphin og TNS Gallup som har spurt 38 000 Nordmenn gjennom hele året. Widerøe var best innenfor reisebransjen.

Et godt rykte er et viktig konkurransefortrinn, særlig i en bransje som flybransjen der konkurransen er hard og fortjenestemarginene er små. Et godt renommé bidrar til at kunder velger selskapets produkter og tjenester istedenfor konkurrentenes. I tillegg bidrar et godt rykte til at virksomheten overlever i bransjen, ved at økte kundemasser fører til økt salg av flybilletter. Ut fra tabellen ovenfor kan man si at Widerøe har styrket sitt omdømme de siste årene. Vi tror at Widerøe har et godt renommé ettersom selskapet er Nordens største regionale flyselskap. Det er av den grunn mange personer i Norge som er avhengig av å benytte seg av selskapet.

6.4.3 Relasjonsressurser

Ressurser som er knyttet til relasjoner bygger på relasjonen til leverandører, kunder, partnere etc. Et eksempel på en viktig relasjonsressurs kan være et godt forhandlingsnettverk.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Vi anser de ansatte for å være en leverandør av arbeidskraft, Da er det svært viktig at de ansatte i selskapet trives med det de gjør, og at miljøet på arbeidsplassen er godt. Trivsel på arbeidsplassen kan bidra til at arbeidstakerne klarer å utføre en bedre jobb, og siden de ansatte er bedriftens viktigste ressurser vil det være essensielt å ha gode relasjoner med de ansatte. Widerøe utførte en medarbeiderundersøkelse i 2011, og denne viste at både motivasjonen og arbeidsgleden var høy. Det fremgår av styrets beretning for 2011 at det var et totalt sykefravær på 5,8 % i 2011. Dette kan være et godt tegn, ettersom ansatte som mistrives har en tendens til å ha et høyere sykefravær. Høyt sykefravær vil redusere effektiviteten i selskapet, og det vil øke kostnadene.

Andre leverandører som det kan være viktig å ha gode relasjoner til er for eksempel flyprodusenter, Avinors eller selvstendige flyplasser og leverandører av drivstoff. Gode relasjoner til leverandørene øker oftest tillitten til selskapet, og kan føre til at selskapet som er kunde av leverandøren kan få reduserte priser på for eksempel råvarer, leasingtilbud og andre produkter.

I tillegg til å ha gode relasjoner til selskapets leverandører er det også viktig å ha gode relasjoner til kundene sine. Det er kundene til selskapet som oftest står for den største delen av pengestrømmen. Widerøe gjennomførte i 2011 en del merkevarebyggende og salgsløsende tiltak for å øke attraktiviteten og lojaliteten hos nye og eksisterende kunder, i tillegg til deres samarbeidspartnere. Slike merkevarebyggende tiltak kan styrke markedsposisjon til Widerøe i flybransjen, fordi det kan bidra til at selskapet klarer å trekke til seg en større kundemasse.

6.4.4 Fysiske ressurser

Fysiske ressurser er for eksempel selskapets bygninger, maskiner, lokalisering, produksjonsutstyrets standard og alder, tilgangen på ressurser og så videre.

Widerøe har sitt hovedkontor i Bodø. I 2011 hadde selskapet 5 crewbaser og to tekniske baser omkring i Norge. I følge styrets beretning 2011 er virksomhetens hovedgjefte passasjerflygning i små og mellomstore markeder.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Selskapets fysiske ressurser blir påvirket av hvor hyppig de fysiske ressursene blir brukt, og hvilken alder ressursene er i. For Widerøe handler dette blant annet om flyflåten som selskapet operer med. Det kommer fram av styrets beretning 2011 at Widerøe eide 21 av flyene, mens resten av flyparken ble leaset. Selskapet har økt antall leasede fly fra 13 i 2009 til 17 i 2011. Det kan tenkes Widerøe vil fortsette å øke antall fly som leases i framtiden. I dag opererer Widerøe med en flyflåte på til sammen 39 fly av typen Bombardier Dash-8 turbopropell. Alle flyene er bygget mellom 1990 og 2010 (www.Wideroe.no).

Den 03.05.2012 ble det nevnt i en pressemelding at de største flyene til Widerøe, Q400NG, er mellom ett og tre år gamle. De eldste utgavene av Widerøes minste fly, DH8-100, nærmer seg 80 000 landinger (www.Wideroe.no). Derfor ble det kjøpt inn 3 DH8-Q200 for å kunne bruke på kortbanenettet. Det er viktig at Widerøe foretar innkjøp av nye fly en gang i blant, siden nye innkjøp noen ganger kan være mer økonomisk enn å få reparert de gamle flyene. Det kan også være hensiktsmessig å kjøpe nye fly hvis teknologien til flyene er blitt foreldet. Med flere fly vil selskapet i tillegg kunne takle enkelte situasjoner der det kreves reservekapasitet bedre. Nye fly kan også føre til at kundetilfredsheten øker hos de som reiser med Widerøe. Slike ting som er nevnt ovenfor kan være med på å bidra til at Widerøe får en sterkere posisjon i markedet.

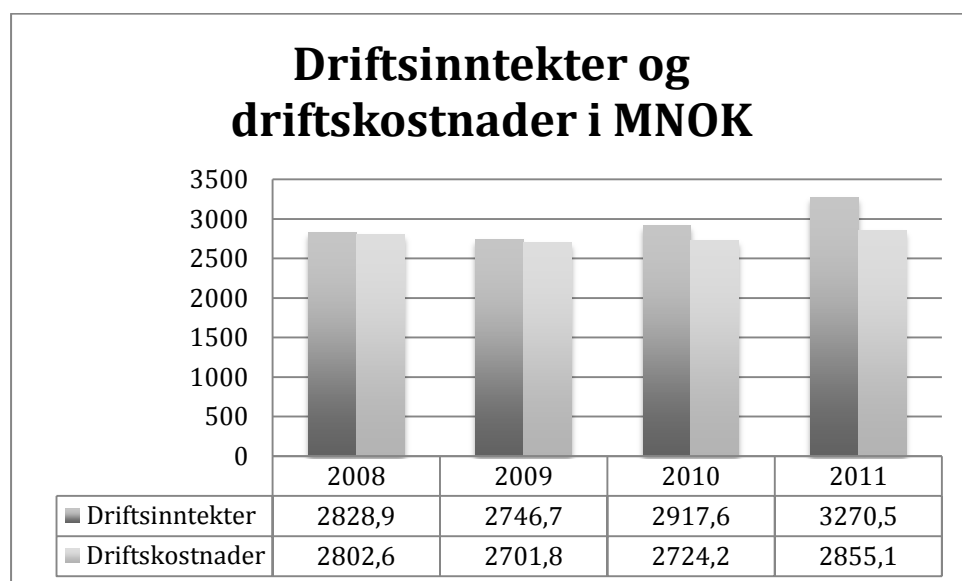
6.4.5 Monetære ressurser

Ressurser som er monetære omhandler selskapets inntekter, og hvor likvid selskapet er. En undersøkelse av de monetære ressursene vil innebære kartlegging av kildene til kapital, anvendelsen av pengene, finansiering, kontrollen av leverandørgjeld og kundefordringer.

Monetære ressurser er svært verdifulle ressurser siden flybransjen er såpass kapitalkrevende. De monetære ressursene kan bli analysert og kartlagt ved å se på selskapets regnskapstall. Vi vil analysere disse tallene mye mer grundig senere i oppgaven, så vi vil ikke gå i dybden på det akkurat her.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Diagrammet nedenfor viser utviklingen av både driftsinntekter og driftskostnader i løpet av de siste fire årene.



Figur 10 Driftsinntekter og driftskostnader i Widerøe

Selskapet hadde et driftsresultat på 415,4 millioner kroner i 2011, mens i 2010 var driftsresultatet på 193,4 millioner kroner. I følge styrets beretning for Widerøe skyldes den positive utviklingen i forhold til resultatet i 2010 i første rekke økte salgsinntekter og stabile kostnader knyttet til drift, lønn og pensjoner. Økte salgsinntekter har en sammenheng med den økningen i passasjertall som er vist ovenfor.

6.4.6 Oppsummering av analyse av ressursbeholdningen

Vi har valgt å lage en tabell som oppsummerer i hvilken grad ressursene samsvarer med de egenskapene som må være tilstede for at de skal være vedvarende konkurransefortrinn.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 5 Ressurser som kan skape konkurransefortrinn

Ressurskategori	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Vanskelig å erstatte
Menneskelig	Ja	Ja	Nei	Nei
Organisasjon	Ja	Ja	Nei	Ja
Relasjon	Ja	Nei	Ja	Nei
Fysiske	Ja	Nei	Ja	Nei
Monetære	Ja	Nei	Ja	Nei

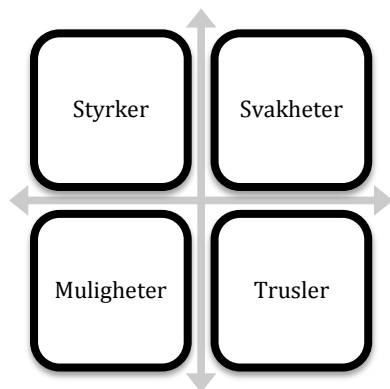
Ut fra tabellen ovenfor ser vi at det er ingen av de ressursene som er analysert, som har de egenskapene som må være tilstede for at de skal karakteriseres som vedvarende konkurransefortrinn. Selv om ingen av ressursene har disse egenskapene, viser analysen av ressursbeholdningen at Widerøe har mange ressurser som er viktige for selskapet. Alle ressursene er verdifulle, mens det ikke er alle ressursene som er sjeldne. De sjeldne ressursene kommer av at selskapet har et renommé og en bedriftskultur som er unik, i tillegg til at virksomheten har ansatte som innehar sjelden kunnskap og kompetanse. Både de menneskelige og organisasjonsressursene er ikke-imiterbare ettersom de blant annet er unike. De andre ressursene vil være mulig å imitere. Det kommer fram fra styrets beretning 2011 for Widerøe at Danish Air Transport (DAT) har skaffet Dash 8-100 for å bruke på norske ruter der landingsbanen er kort. De fysiske ressursene som Widerøe bruker er dermed tilgjengelig for andre flyselskaper. Både menneskelige, relasjons- og fysiske ressurser er mulig å erstatte, ettersom andre flyselskaper har tilgang til disse ressursene. De monetære ressursene er til en viss grad imiterbare ved at investorer kan skyte inn kapital, men en betingelse vil være at investorene finner selskapet tilstrekkelig lønnsomt. Ettersom Widerøe har hatt god inntjening de siste årene, er det ikke vanskelig å finne investorer som kan styrke disse ressursene.

Organisasjonsressursene er vanskelig å erstatte ettersom disse ressursene er unike. Vi mener ut i fra det som er nevnt ovenfor at Widerøe håndterer sine ressurser godt, og at flere av ressursene vil kunne bidra til at selskapet klarer å generere positive kontantstrømmer i framtiden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

6.5 SWOT-analyse

En SWOT-analyse er et eksempel på en analyse som skal gi utgangspunkt for beslutninger (Johannessen et al., 2011: 61). SWOT-analysen er et verktøy som blir brukt til å identifisere og kartlegge fire nøkkelfaktorer. Denne analysen vil bidra til at vi får undersøkt Widerøes interne styrker og svakheter, i tillegg til at vi får analysert selskapets eksterne muligheter og trusler. Dette kan igjen brukes til å posisjonere seg riktig i bransjen, for å utnytte sine konkurransefortrinn best mulig.



Figur 11 SWOT-analyse

6.5.1 Styrker

Widerøe har flere ulike styrker som bidrar til at selskapet har en del fordeler i forhold til konkurrentene sine. Widerøe er Nordens største regionale flyselskap, og har over tid oppnådd tillitt og lojalitet fra kundene sine ved å tilby ulike flyruter rundt omkring i Norge. Ved å tilby flyreiser rundt omkring i Norge har de over tid opparbeidet seg til å bli en merkevare. ERAs Airline of the Year Award deles ut en gang i året, og i 2012 var det Widerøe som gikk til topps (www.era.com). På flere av de regionale rutene i Nord-Norge har Widerøe den fordel at de allerede har etablert seg med en flypark som er tilpasset størrelsen for de små rullebanene som finnes i distrikts-Norge. Widerøe har foretatt installasjoner av utstyr beregnet på Avinors nye satelittbaserte innflygningssystem, som er ment å gjøre sikkerheten bedre på flyplassene i Norge (www.avinor.no). Dette utstyret er innført i alle deres fly av modellen Dash 8-100. Dette utstyret er med på å danne konkurransefortrinn for Widerøe, fordi dette utstyret bidrar til at sikkerheten ved flygninger blir bedre.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

6.5.2 Svakheter

Widerøe har noen svakheter som gjør at selskapet vil være mer sårbar enn andre selskaper på ulike områder. Widerøe opererer med en flypark bestående av 39 fly av typen Bombardier Dash-8 turbopropell. Widerøe trafikkerer 47 flyplasser i inn- og utlandet, hvor sommerruter er inkludert. Det kan trolig tenkes at flyparken til Widerøe ikke er stor nok til å dekke den kapasiteten som er nødvendig, særlig i tilfeller der det kreves at selskapet har reservekapasitet. Hvis ikke selskapet har tilstrekkelig med reservekapasitet kan de bli nødt til å innstille avganger. En annen svakhet, i forhold til konkurrentene, er personalpolitikken i Widerøe. I Widerøe er de ansatte tilknyttet sterke fagforbund. Hvis ikke arbeidstakerne som jobber i personalet er fornøyde med jobbmiljøet, lønnen sin eller lignende, kan det resultere i at de utøver sin makt i form av streik eller at de forlater selskapet. Dette er ting som blant annet kan føre til at kunder mister tillitten til Widerøe. Flere av flyene som Widerøe bruker innehar foreldet teknologi. For eksempel tilbyr ikke Widerøes fly trådløst internett om bord i flyene sine. Dette er noe konkurrenten Norwegian gjør, og i en tid med et stadig økt fokus på teknologi vil dette være en svakhet for Widerøe.

6.5.3 Muligheter

Hvis Widerøe klarer å øke sine markedsandeler, kan dette åpne dørene for nye muligheter som selskapet kan benytte seg av. En økning i markedsandeler kan blant annet medføre at selskapet får økt kjøpekraft. Widerøe har muligheter til å tilby nye produkter i form av at de oppretter nye rutetilbud. Mulighetene for utvidelsen av rutetilbud vil dels avhenge av de konsesjoner som staten utlyser i flymarkedet. Hvis Widerøe skulle ha mulighet til å utvide rutetilbudet sitt, vil god markedsføring av disse nye rutene være essensielt, fordi det vil i de fleste tilfeller øke muligheten for at Widerøe klarer å øke antallet kunder. Selskapet har mulighet til å redusere sannsynligheten for at avganger blir innstilt på grunn av mangel på tilgjengelige flymaskiner, ved at de utvider flyparken sin. En utvidelse av flyparken kan også bidra til at Widerøe kan tilby flere avganger for de flyrutene som selskapet allerede har.

6.5.4 Trusler

Widerøe vil ha flere konkurrenter ved de store flyplassene enn de små, men det vil hele tiden være trusler fra konkurrenter som ønsker å ta del i konkurransen. Det

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

danske flyselskapet Danish Air Transport (DAT) har, som nevnt tidligere, ved flere anledninger konkurrert om anbudene for flere flyruter. Økte flyavgifter kan fungere som trusler, og kan resultere i kutt i flyruter på grunn av redusert lønnsomhet. En annen trussel som kan ramme både Widerøe og flere andre flyselskaper er naturkatastrofer, som for eksempel vulkanutbrudd. Vulkaner som får utbrudd kan skape askeskyer som kan føre til at flyselskapene blir nødt til å kansellere avganger. Store variasjoner i oljepriser kan føre med seg vesentlige variasjoner i et flyselskaps totale kostnader. Høyere etterspørsel etter olje er noe som kan bidra til at oljeprisene stiger. Dette vil resultere i høyere kostnader for selskaper i flybransjen.

Det er viktig å være preventiv i forhold til truslene. Klarer man raskt å eliminere forhold som kan utgjøre fare for virksomhetens resultater, vil dette gi trygghet så vel som et mulig konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. Om man i tillegg utnytter sine muligheter så godt som mulig vil dette nærmest garantert sikre en positiv fremtid.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

7 Regnskapsanalyse

7.1 Innledning

Regnskapsanalyse er en systematisk undersøkelse av regnskapsdata som skal gi oss muligheten til å analysere de økonomiske forholdene som ligger bak (Brevik, Ottersen og Øyen, 1993: 9). Finansregnskapet gir et viktig bilde av bedriftens økonomiske situasjon, og formålet med systematiske analyser er å ”... *formidle informasjon til sentrale interessegrupper*” (Banken og Busch, 2001: 13).

I dette kapittelet vil vi foreta en regnskapsanalyse av Widerøe.

7.2 Klargjøring for regnskapsanalyse

Før man setter i gang med å analysere regnskapene til selskapet er det en del elementer man bør ha klart på forhånd. Man bør foreta vurderinger vedrørende analyseperiode, analysenivå og sammenligningsgrunnlag.

7.2.1 Analyseperiode

For å predikere hvordan et selskap vil utvikle seg økonomisk over tid, vil det være behov for å analysere de tidligere års regnskaper. Selskapets historiske regnskapstall vil bli brukt til å foreta budsjetteringer av virksomhetens framtidige regnskaper. Ved å se på tidligere regnskaper kan man ta stilling til hvordan den økonomiske utviklingen har foregått i selskapet fra år til år. Man bør deretter begynne med å bestemme seg for hvor stort tidsrom man skal bruke for sin analyse. Når man skal analysere en bedrifts utvikling, bør vi arbeide med flere års regnskaper – minst tre (Eklund og Knutsen, 2011: 237). Vi har her valgt ta utgangspunkt i Widerøes tilgjengelige regnskaper. Dermed blir analysen bestående av regnskapene fra årene 2009-2012, og oppfyller derfor kravet om å analysere historiske regnskapsdata fra tre år tilbake i tid.

7.2.2 Analysenivå

Widerøe er en del av SAS-konsernet, men vi har valgt å kun fokusere på å ta stilling til de regnskapstallene som knytter seg til Widerøe. Målet er at vi som eksterne investorer skal klare å få et så klart som mulig bilde av selskapets utvikling de siste årene. Resultatet for 2012 begrenser seg for perioden frem til 31.10.2012. For å gi et mest mulig nøyaktig bilde av dette årets samlede resultat, så vi det nødvendig å

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

summere tallene i dette resultatregnskapet med 2/3 av resultatregnskapet for perioden 01.11.2012-31.01.2013. Balansesummene leser vi derimot av fra regnskapet fra 2012, dermed blir 31.10.2012 det tellende tidspunktet her.

7.2.3 Sammenligningsgrunnlag

Når man skal sammenligne de nøkkeltallene man får fra regnskapsanalysen, kan man sammenligne dem med historiske tall, eller tall fra konkurrenter i bransjen. Det vil også være mulig å sammenligne tall fra andre selskaper i konsernet, som for eksempel at vi sammenligner de nøkkeltallene vi får med SAS. Men å sammenligne de tallene man får i regnskapsanalysen med tallene til konkurrentene eller andre aktører kan by på noen problemer, ettersom det ikke er så usannsynlig at konkurrentene befinner seg i andre posisjoner i markedet enn selskapet man analyserer. Vi har derfor valgt å benytte oss av en sammenligning med de historiske tallene.

7.3 Analyse av forholdstall

Beregning av forholdstall er første skritt for å kunne komme bak tallene som gis gjennom finansielle rapporter fra et foretak (Kinserdal, 2005: 234). Forholdstallene som beregnes kan være selskapets likviditet, inntjening, soliditet og finansiering. Disse forholdstallene vil gi en bedre innsikt i selskapets økonomisk utvikling. En nøkkeltallsanalyse omfatter analyse av rentabilitet, likviditet og kapitalstruktur (Eklund og Knudsen, 2011:107).

7.3.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten viser avkastning på investert kapital. Man ser hvordan selskapet er i stand til å lage omsetning basert på bruk av de eiendelene det har disponibelt.

Rentabiliteten defineres dermed slik (Eklund og Knudsen, 2011:107):

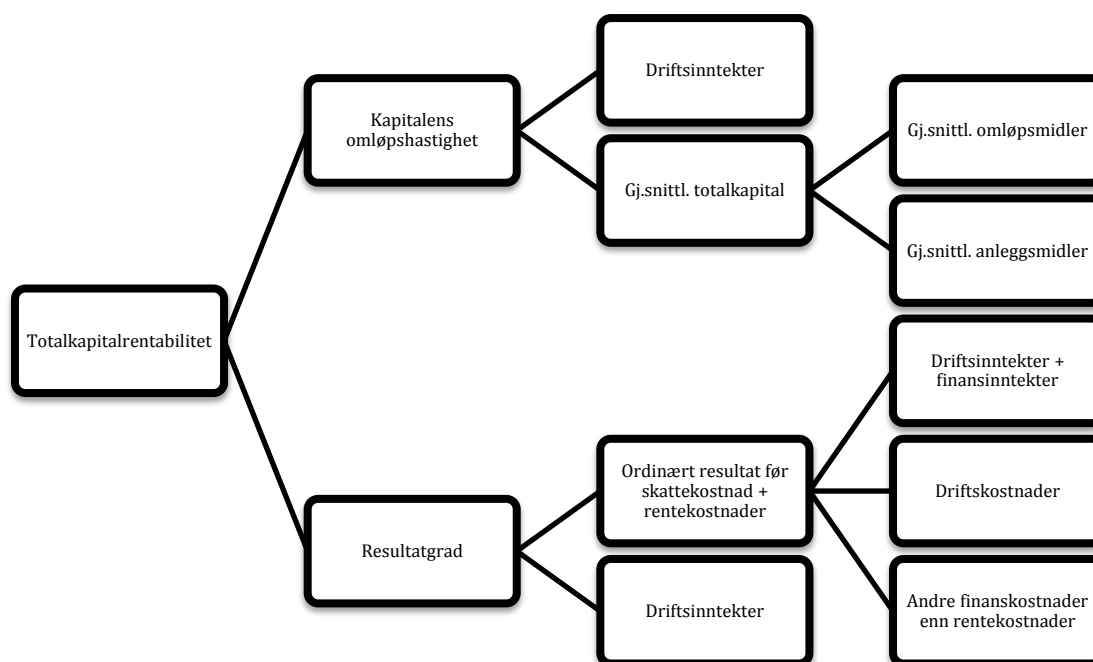
$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat som tilfaller egenkapitalen} * 100}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

De viktigste nøkkeltall innenfor denne analysen er totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet (Eklund og Knudsen, 2011:108).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

7.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet (return on assets, eller ROA) viser avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften (Kristoffersen, 2005:413). En modell som benyttes for å analysere total kapitalrentabiliteten, og vise dens bestanddeler er DuPont-modellen (Baksaas og Hansen, 2010:243).



Figur 12 DuPont-modellen (Baksaas og Hansen, 2010:243).

Først regner vi ut kapitalens omløpshastighet, som er forholdet mellom driftsinntekter og gjennomsnittlig total kapital.

Tabell 6 Kapitalens omløpshastighet

TNOK	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 402 781
Gj.sn. tot.kap.	1 610 852	1 603 186	1 765 749	2 150 994
Kap. Oml.	1,71	1,82	1,85	1,58
Hast				

Kapitalens omløpshastighet forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å utnytte kapitalen som er bundet i bedriften (Kristoffersen, 2005:443). Omløpshastigheten for Widerøe er relativt lav. Dette kan forklares med at Widerøe har investert tungt i

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

anleggsmidler som fly og deler. Omløpshastigheten holder seg også relativt stabil over hele perioden, noe som ser ut til å skyldes at driftsinntektene stiger noenlunde proporsjonalt med investeringer.

Deretter beregner vi resultatgraden, som er forholdet mellom ordinært resultat før skatt pluss rentekostnader og driftsinntekter:

Tabell 7 Resultatgrad

TNOK	2009	2010	2011	2012
Res. før skatt	70 485	177 359	380 477	204 032
+ rentekost.				
Driftsinntekter	2 746 689	2 917 654	3 270 482	3 402 781
Resultatgrad	2.57 %	6.08 %	11.63 %	6.00 %

Resultatgraden gir oss prosentandelen av hver omsatt krone som tilfaller kapitalen (Eklund og Knudsen, 2011:109). Resultatgraden fordoblet seg omtrent både i 2010 og 2011 sammenlignet med det foregående året, før den halverte seg igjen i 2012.

Driftsinntektene har hatt en noenlunde jevn stigning hele perioden, så forklaringen for de relativt store forskjellene i resultatgrad ligger i kostnadene. Spesielt driftskostnadene for fly og bygninger har økt ganske kraftig de par siste årene.

Gjennomsnittlig resultatgrad for børsnoterte foretak i Norge har i perioden 2011-2012 vært ca. 16,7% (www.ssb.no).

Så multipliserer vi omløpshastigheten med resultatgrad, og får ROA:

Tabell 8 Return on assets

	2009	2010	2011	2012
ROA	4.38 %	11.06 %	21.54 %	9.48 %

Det vi ser er at ROA har svingt voldsomt, med et absolutt toppår i 2011. 21,54 øre inntjening per investerte krone må sies å være riktig bra. Selv om 2010 og 2012 ikke var i nærheten av like gode, kan de sies å være akseptable. En kan se av balansen at det har vært investert solid i fly og reservedeler de siste to årene. En noe gammel

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

flypark vil nok også i ganske nær fremtid tvinge frem ytterligere investeringer her. Alternativt kan det tenkes at Widerøe heller mot å lease en større del av sin flåte. Større verdi på anleggsmidler vil senke ROA ytterligere. Kravet til total kapitalrentabiliteten er at den skal være høyere enn summen av risikofri rente og risikotillegg for bransje og selskap (Baksaas og Hansen, 2010:241). Renten på 10 års statsobligasjoner har i måleperioden i all hovedsak ligget mellom 2-4 %.

Risikotillegget kan vi ikke uttale oss nøyaktig om, men det er nok relativt stor bransjerisiko i flyindustrien. Dermed kan vi nok konkludere med at en ROA på 10-11% ikke er mer enn den bør være.

Noe som taler mot bruk av ROA er at gjeldsposter som leverandørgjeld og skattegjeld ikke krever avkastning, og derfor ikke er av interesse. Investorene er hovedsakelig opptatt av rentebærende gjeld (Thoresen, 2011:68). I tillegg leaser Widerøe nesten halvparten av flyene sine, slik at summen på anleggsmidler- og dermed balansesummen- ikke er der den hadde vært om Widerøe eide alle flyene selv.

Et alternativ er avkastning på sysselsatt kapital, ROCE. Dette nøkkeltallet viser forholdet mellom driftsresultatet og summen av netto rentebærende gjeld og egenkapital. Ifølge Thoresen (2011:68) er ROCE det beste måltallet for lønnsomhet. Det fins flere måter å regne ROCE på (Mills, 1994:9), men en vil uansett ha problemer med å isolere og finne korrekt rentesats på den rentebærende gjelden.

7.3.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (return on equity, eller ROE) viser avkastningen på eiernes investering i bedriften (Eklund og Knudsen, 2011:112). Endringer i dette nøkkeltallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg, og kan brukes til å sammenligne bedrifter (Kristoffersen, 2005:415). ROE kan regnes ut både før og etter skatt. Vi velger ROE etter skatt, siden vi ikke får et riktig bilde av avkastningen uten at skatten er tatt hensyn til (Kristoffersen, 2005:418). Formelen for ROE etter skatt blir slik:

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

Egenkapitalrentabiliteten for Widerøe årene 2009-2012 blir dermed (tall i 1000):

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 9 Return on equity etter skatt

TNOK	2009	2010	2011	2012
Resultat etter skatt	33 932	116 550	266 495	145 936
Gjennomsnittlig egenkapital	451 254	498 664	531 945	553 980
ROE etter skatt	7.52 %	23.37 %	50.10 %	26.34 %

Widerøe har gjennom hele perioden positiv lønnsomhet til egenkapitalen. Også her er 2011 og 2009 i særklasse i hver sin retning. Egenkapitalen økte hele perioden.

Årsresultatet har derimot variert. Det kommer fram av styrets beretning for 2011 at hovedårsaken til det gode resultatet i 2011 sammenlignet med året før er oppstart av nye ruter, samt overtagelse av ruter fra SAS. Samtidig startet Norwegian flere ruter som konkurrerer direkte med Widerøe, noe som kan være med på å forklare et lavere resultat i 2012. Basert på disse opplysningene, tar vi utgangspunkt i at en ROE på rundt 25 % er et mer normalt resultat. ROE er langt høyere enn ROA for samme periode, noe den også bør være da egenkapitalen bærer en høyere risiko enn fremmedkapitalen (Baksaas og Hansen, 2010:247). Uten å vite eiernes avkastningskrav er det vanskelig å uttale seg om ROE er tilfredsstillende. Baksaas og Hansen (2010:247) sier videre at gjeldsgraden kan være et mål på risikoen. I tillegg må man også her ta hensyn til bransje- og selskapsrisiko, slik at det ikke er mulig for oss å definere avkastningskravet nærmere enn å si at det nok er relativt høyt.

Når man foretar rentabilitetsberegninger må man være oppmerksom på at det foreligger stor usikkerhet, slik at det er vanskelig å kunne fastslå beregningene nøyaktig. Videre kan tallene være misledende, og det trengs en grundig innsikt i regnskapstallene for å kunne trekke sikre konklusjoner (Eklund og Knudsen, 2011:123). Vi må også gjenta at det å fastsette avkastningskrav er problematisk. Med tanke på disse problemene mener vi at disse beregningene ikke kan gi oss noen fasit, men de fungerer som en pekepinn på Widerøes avkastning.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

7.3.4 Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvor stor del av driftsinntektene som holder seg i selskapet. Om driftsmarginen reduseres over tid, kan dette skyldes at driften ikke er rasjonalisert nok, eller at salgsprisen ikke øker proporsjonalt med kostnadene (Sending, 2006:402).

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

Tabell 10 Driftsmargin

TNOK	2009	2010	2011	2012
Driftsresultat	44 685	193 351	415 430	196 352
Driftsinntekt	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 402 781
Driftsmargin	1.63	6.63	12.70	5.77

Driftsmarginen for perioden er lav. Selv i toppåret 2011 gikk bare 12,70 øre til selskapet for hver omsatt krone. Årsakene til den lave marginen ligger hovedsakelig i lønnskostnader og driftskostnader til fly og bygninger. Det siste er som vi har nevnt en årsak av blant annet nyinvesteringer samt at de andre flyene blir stadig eldre. Men også svingninger i drivstoffpris, som følge av at oljeprisen stadig endrer seg, er sterkt medvirkende. Lønnskostnadene er nok så høye som de er fordi Widerøe hovedsakelig har norske ansatte, og dermed må forholde seg til norske tariffer. Sammenligner vi med Norwegian, ser vi at mens lønnskostnadene er 35% av driftsinntektene i Widerøe i 2011, er det samme tallet i Norwegian samme år 17%. I en åpenbart marginal bransje har disse kostnadene stor innvirkning på marginene. Valutakurser påvirker også resultatet, siden kostnader til leasing, vedlikehold, drivstoff, forsikring og avgifter svinger med kursendringer i USD, EUR og GBP. Widerøe har som tidligere nevnt delvis forsøkt å sikre seg mot valutakursendringer og drivstoffprisendringer med swapper. Det er fint lite som tyder på at Widerøe kommer til å fjerne ansatte, og driftskostnadene vil variere. Derfor virker det greit å anta at driftsmarginen vil være stabilt lav.

7.4 Likviditet

En likviditetsanalyse gir oss muligheten til å studere selskapets evne til å imøtekomme dets kortsiktige forpliktelser, og fokuserer primært på selskapets

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

kortsiktige kontantbehov (Robinson, Munter og Grant, 2004:236-237). Om selskapet har dårlig likviditet, betyr dette at det sliter med å imøtekomme kreditorers krav, og faren for konkurs øker. En rapport (Coughtrie, Morley og Ward, 2009:3) slår fast at en av hovedårsakene til at europeiske bedrifter gikk konkurs i 2009 var at de ikke var i stand til å betjene gjelden sin etter at finanskrisen slo til, altså var likviditeten for dårlig.

Det er den kortsiktige gjelden som skaper likviditetsproblemer, og de midlene som skal betale den kortsiktige gjelden finnes blant omløpsmidlene (Baksaas og Hansen, 2010:217). Dermed er det viktig i likviditetsanalysen å sammenligne omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 gir oss forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Omløpsmidler er midler som forventes å skape innbetalinger i løpet av kort tid, mens kortsiktig gjeld er midler som skal skape utbetalinger i løpet av kort tid. Om vi forholder oss til Kristoffersens (2005:127) definisjon av langsiktig gjeld som sier at den har tilbakebetalingstid på lengre enn et år, så kan vi dermed påstå at likviditetsgrad 1 beregner de forventede betalingsstrømmer inn og ut av bedriften i løpet av neste ettårsperiode. Er forholdet større enn 1, betyr det at en har kontanter (eller midler som lett kan konverteres til kontanter) nok til å dekke den kortsiktige gjelden i perioden, og fremviser positiv arbeidskapital (Robinson et al, 2004:237). Historisk sett har kravet til likviditetsgrad 1 vært større enn 2 (Kristoffersen, 2005:429). Baksaas og Hansen (2010:217-218) forteller at dette kravet er basert på amerikanske forhold, og norske tall ligger godt under dette. Siden vi får forskjellige krav fra forskjellige kilder, velger vi å forholde oss til Proff™ Forvalt som definerer likviditetsgrad 1 slik:

<0,5 = ikke tilfredsstillende

0,5-0,99 = svak

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

1,0-1,49 = tilfredsstillende

1,5-2,0 = god

>2,0 = meget god.

Tabell 11 Likviditetsgrad 1

TNOK	2009	2010	2011	2012
Omløpsmidler	383 668	362 330	507 010	623 595
Kortsiktig gjeld	692 267	722 693	1 095 499	1 314 189
Likviditetsgrad1	0,554	0,501	0,463	0,475

Om man følger Proff™ Forvalt sin definisjon, er likviditeten til Widerøe ikke tilfredsstillende. Det som gjør tallene mer dramatisk, er at likviditeten har synket jevnlig. 2012 viste et tegn til at man har klart å stabilisere likviditeten igjen, men disse tallene er bare for årets 10 første måneder, og må dermed tas med en liten klype salt. Vi velger likevel å tro at likviditeten ikke kommer til å gå lenger ned nå, mest av alt fordi styret blir tvunget til å gjøre noe med de dårlige tallene. Tar man i betraktning at flyindustrien er en bransje utsatt for relativt stor risiko, ser man at man bør gå inn for å redusere den kortsiktige gjelden, slik at en kan skaffe seg en større buffer. Dette på tross av at man ifølge Baksaas og Hansen (2010:218) bør være forsiktig med å trekke for konkrete avgjørelser basert på likviditetstallene.

Likviditetsgrad 2 er et annet mål på likviditet. Utrekningsmåten er den samme som for likviditetsgrad 1, men en ser bort fra de mindre likvide omløpsmidlene, noe som i all hovedsak betyr varelageret. Dette forholdstallet bør være større enn 1 ifølge gammel vane, men dette kravet er på lik måte som kravet for likviditetsgrad 1 omdiskutert. Widerøe har et relativt beskjedent varelager sammenlignet med summen av omløpsmidler, og vi ser derfor ikke det store behovet for å regne ut dette tallet da det ikke vil avvike stort fra likviditetsgrad 1. Vi har uansett konkludert med at likviditeten er dårlig, og det bør innføres tiltak for å høyne denne.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

7.5 Kapitalstruktur

Denne analysen skal gi oss et bedre innblikk i hvordan Widerøe har finansiert sine eiendeler. Soliditetsanalyse har også sitt grunnlag i kapitalstrukturen (Eklund og Knudsen, 2011:163), og vi lar også denne analysen inngå i dette kapitlet.

7.5.1 Finansiering

Bedriftens eiendeler kan finansieres med egenkapital eller gjeld (Baksaas og Hansen, 2010:210). Anleggsmidlene bør ikke finansieres kortsiktig, da en reduserer disponible midler til den daglige driften (Eklund og Knudsen, 2011:165). Langsiktig kapital defineres som summen av egenkapital og langsiktig gjeld. For å avdekke hvor stor andel av anleggsmidlene som dekkes av langsiktig kapital, benytter vi oss av nøkkeltallet finansieringsgrad 1.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Dette forholdstallet bør være mindre enn 1, slik at den langsiktige kapitalen også finansierer de minst likvide omløpsmidlene (Eklund og Knudsen, 2011:164).

Widerøes finansieringsgrad 1 ser slik ut:

Tabell 12 Finansieringsgrad 1

TNOK	2009	2010	2011	2012
Anleggsmidler	1 184 883	1 275 490	1 386 668	1 556 532
Egenkapital	468 220	529 108	534 782	573 177
Langsiktig gjeld	408 064	386 019	263 397	292 761
Finansieringsgrad1	1,352	1,394	1,737	1,798

Tabellen viser at finansieringsgrad 1 ikke er i nærheten av å tilfredsstillere minstekravet. I tillegg er tendensen stigende, slik at en stadig større del av kortsiktig gjeld går med til å finansiere anleggsmidlene. Dette er en uheldig utvikling, og er nært knyttet til resultatet vi kom frem til under likviditetsanalysen. Om vi analyserer arbeidskapitalen, får vi frem det samme poenget. Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og bør være positiv slik at ikke kortsiktig gjeld finansierer kapital bundet i anleggsmidler (Kristoffersen, 2005:211).

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Det kommer fram av en artikkel at Widerøe skylder SAS 600 millioner kroner i tilbakeholdt konsernbidrag (www.nrk.no). Vi mener det er fornuftig å trekke fra denne gjelden fra kortsiktig gjeld når man skal beregne arbeidskapitalen. Vi trekker derfor fra denne gjelden fra kortsiktig gjeld for 2012.

Tabell 13 Arbeidskapital

TNOK	2009	2010	2011	2012
Omløpsmidler	383 668	362 330	507 010	623 595
Kortsiktig gjeld	692 267	722 693	1 095 499	625 658
Arbeidskapital	-308 599	-360 363	-588 489	-2 063

Negativ arbeidskapital betyr at en risikerer å få problemer med å innfri sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2005:212). Også arbeidskapitalen til Widerøe blir stadig dårligere. Vi ser at den kortsiktige gjelden økte kraftig i 2011, dette kan ha en sammenheng med at Widerøe i 2011 gjorde store grep for å styrke sin merkevare og posisjon i markedet. Samtidig startet Widerøe som nevnt tidligere nye ruter, noe som kan ha medført behov for rask tilgang på kapital. Vi regner med at Widerøe vil sørge for å snu trenden, og forbedre arbeidskapitalen i årene fremover. De uttaler i en pressemelding for 1. kvartal 2013 at de har et stort fokus på å kutte kostnader, og vi tar utgangspunkt i at man da kan kvitte seg med gjeld. Vi forventer også at nye langsiktige investeringer finansieres langsiktig siden et fokus på å kutte kostnader vil innebære at man også vil forbedre finansieringsstrukturen.

7.5.2 Soliditet

Soliditeten gir et innblikk i bedriftens evne til å tåle tap, og kan knyttes til finansieringen (Kristoffersen, 2005:424). Soliditetsanalysen tar for seg egenkapitalens andel av totalkapitalen, og vi kan si at den viser bedriftens evne til å takle sine langsiktige fordringer (Robinson et al, 2004:239).

De to første nøkkeltallene vi ser på henger sammen, og de er gjeldsgrad og egenkapitalandel.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital} \quad Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital * 100}{Totalkapital}$$

Gjeldsgraden forteller oss forholdet mellom utenforståendes kapital og eiernes kapital (Kristoffersen, 2005:424), altså hvor stor andel av kapitalen som er finansiert utenfra. Lav gjeldsgrad er et uttrykk for god soliditet. Egenkapitalandelen viser forholdet mellom egenkapital og totalkapital, altså hvor stor andel av eiendelene som er egenfinansiert. Vi kan også se hvor mye bedriften tåler å tape før gjelden risikerer tap (Kristoffersen, 2005:424). Egenkapitalandelen gir bedre soliditet desto høyere den er.

Som nevnt ovenfor er det en sammenheng mellom de to nøkkeltallene. Er gjeldsgraden 1, vil egenkapitalandelen være 50%. Øker gjeldsgraden, vil egenkapitalandelen reduseres (Kristoffersen, 2005:424). Det vil derfor være gunstig å studere utviklingen av disse nøkkeltallene i samme tabell, og vi er interessert i utviklingen av forholdstallene over måleperioden.

Tabell 14 Egenkapitalandel

TNOK	2009	2010	2011	2012
Gjeld	1 100 331	1 108 712	1 358 896	1 606 950
Egenkapital	468 220	529 108	534 782	573 177
Totalkapital	1 568 551	1 637 820	1 893 678	2 180 127
Gjeldsgrad	2,35	2,10	2,54	2,80
Egenkapitalandel	30%	32%	28%	26%

Utviklingen er negativ, på tross av at egenkapitalen vokser over hele perioden. Dette skyldes med andre ord at gjelden øker. Widerøe er eksponert for valutakursendringer, jamfør styrets beretning for 2011, og er følsom for konjunkturer. Dette krever en relativt høy egenkapitalandel. Baksaa og Hansen (2010:215) mener at egenkapitalandelen bør være minst 30%, selv om dette er et anslag og ikke fastsatt minstekrav. Ut fra disse opplysningene, og at egenkapitalen øker jevnt, mener vi at resultatet av analysen er noenlunde tilfredsstillende. Widerøe vil tåle noe tap, før det er grunn til å bli bekymret. Vi merker oss likevel at egenkapitalen og gjeldsgraden har en negativ utvikling, og det er fordelaktig å få stanset denne trenden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Kristoffersen (2005:426) sier at det er vanlig å se på resultatregnskapet også når man foretar en soliditetsanalyse. Dette kan vi gjøre ved å måle rentedekningsgraden.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Rentedekningsgraden sier noe om hvordan bedriften klarer å håndtere rentekostnadene sine. Den kan også brukes til å si noe om i hvilken grad bedriften kan ta opp mer gjeld de neste årene (Eklund og Knudsen, 2011:166). Mange sier at rentedekningsgraden bør være over 3 for å ha en sikkerhetsmargin, men dette er ikke noe krav. Uansett bør den være over 1, ellers går bedriften med underskudd (Kristoffersen, 2005:426).

Tabell 15 Rentedeckningsgrad

TNOK	2009	2010	2011	2012
Ord. res. før skatt	47 073	162 256	370 498	202 948
Rentekostnad	61 486	52 209	57 152	-928
Rentedekningsgrad	1,77	4,11	7,48	

Widerøe har sikret store deler av sine rentekostnader gjennom bruk av opsjoner og renteswapper. Dette medfører at rentekostnadene ikke viser korrekt beløp i resultatregnskapet, og vi har ført opp andre finanskostnader i tillegg til rentekostnadene. Våre resultater samsvarer med Proff™ Forvalt sine resultater, så vi setter vår lit til at de stemmer. De foreløpige tallene for 2012 gir imidlertid ingen mening. Dermed må vi forholde oss til de foregående tallene, som viser en positiv utvikling. En rentedeckningsgrad på over 7 må sies å være meget tilfredsstillende, men det er grunn til å tro at et svekket resultat i 2012 vil være med på å redusere dette tallet noe. Lav rentesats de siste årene har nok innvirkning på det gode tallet. Analyseselskapet Pöyry (2012) mener at rentenivået vil holde seg såpass lavt i hvert fall ut 2014, kanskje lenger, avhengig av når konjunktorene i den internasjonale økonomien forbedres.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

7.6 Oppsummering

Et sammendrag av regnskapsanalysen vi har utført forteller at avkastningen til Widerøe de siste årene har vært akseptabel. Vi nevnte at gjeldsgraden kunne være et avkastningsmål på risiko, og med utgangspunkt i dette ser vi at rentabiliteten tilsynelatende er på et tilfredsstillende nivå. Likviditeten er under anbefalt nivå, noe som innebærer at Widerøe bør få inn mer kapital. Det er imidlertid ikke spesielt stor grunn til å tro at dette blir prioritert, da Widerøe selv mener likviditeten er tilfredsstillende. Vi har sett at den kortsiktige gjelden er stor, mens den langsiktige gjelden ikke er relativt beskjeden. Resultatene har vært positive gjennom hele perioden. Risiko i form av renteøkning og valutakurser er delvis sikret gjennom finansielle instrumenter. Om Widerøe klarer å beholde rutene de for tiden innehar på anbud, og de fortsetter å starte nye ruter, gir det grunn til å være optimistiske for de fremtidige resultater også. Den solide rentedekningsgraden gir et signal om at det er mulig å ta opp langsiktige lån, i tillegg til de positive resultatenes bidrag til egenkapitalen, for å bedre likviditeten. Like fullt må man være bevisst på at egenkapitalandelen ikke bør senkes drastisk. Marginene er små (og vil nok fortsette å være det i fremtiden), så vi mener at Widerøe på kort sikt bør være opptatt av å ha et fortsatt fokus på å kutte kostnader, i tillegg til å kvitte seg med kortsiktig gjeld (selv om det på kort sikt kan minske resultatet). Innskutt egenkapital fra eier SAS ser lite sannsynlig ut med tanke på deres dårlige økonomiske situasjon, men et eventuelt oppkjøp vil muligens hjelpe på situasjonen.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

8 Verdivurdering av Widerøe

8.1 Innledning

I de foregående kapitlene har vi fortalt om Widerøes nåværende situasjon, i tillegg til å analysere selskapets fremtidsutsikter gjennom en strategisk analyse. I dette kapitlet skal vi ta utgangspunkt i det vi har funnet ut gjennom disse analysene, og dermed predikere Widerøes fremtidige kontantstrømmer. Disse vil vi bruke når vi verdsetter selskapet. For å estimere de fremtidige kontantstrømmene skal vi, som nevnt i kapittel 4, bruke modellen for fri kontantstrøm til totalkapitalen. De anslagene vi foretar er preget av usikkerhet ettersom framtiden er vanskelig å predikere. Modellen for kontantstrøm til totalkapitalen ser sånn ut:

Tabell 16 Kontantstrøm til totalkapital

Totalkapitalmetoden
Driftsinntekter
– Av- og nedskrivninger
- Andre driftskostnader
= Driftsresultat
– Skatt på drifts. $[(dr. res.) \times (skattesats)]$
+ Av- og nedskrivninger
- Investeringer i anleggsmidler
– Økning i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapital

Etter at de fremtidige kontantstrømmene er estimert, vil vi diskontere dem ved hjelp av avkastningskravet vi fant i kapittel 5. Vi legger også til en terminalverdi, slik at vi kan fastsette den evige verdien av selskapet.

8.2 Forutsetninger

Det er visse forutsetninger man må legge til grunn for å kunne utføre en vellykket verdsettelsesprosess. Først må vi finne ut hvor mange år vi skal beregne fremtidige kontantstrømmer for. Mercer og Harms (2008:4) sier at estimeringer over en periode lenger enn 5-10 år sjelden er troverdige. Ifølge Penman (2010:165) anslår man

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

inntektene for et til to år, før man anvender en vekstrate for normalt tre til fem år etter dette. Soffer og Soffer (2003:220) sier 5 år eller mindre for et modent selskap, mens Dahl et al. (1997:24) sier 7-15 år. Koller et al. (2005:234) anbefaler en detaljert estimering for de første 5-7 år, med en forenklet estimering for en like lang periode. Dette viser at det er mange forskjellige oppfatninger rundt dette, men vi ser at beregningene blir mer og mer usikre, etter hvor mange år man legger til grunn. Siden det er vanskelig for oss å fremskaffe nøyaktige og korrekte regnskapstall, velger vi å benytte oss av en periode på 6 år, hvorav det siste året skal brukes i beregningen av terminalverdien. Vi vil benytte oss av en beregningsperiode der vi tar utgangspunkt i at Widerøe opprettholder sin flypark, ettersom vi har begrenset informasjon vedrørende framtidige investeringer, men dette vil vi gjøre rede for senere i kapitlet.

Videre må vi bestemme fremgangsmåten for den fremtidige veksten. Vi har ikke noen forutsetning for å regne oss til de enkelte års inntekter og kostnader enkeltvis. Dermed ser vi oss nødt til å anvende en vekstfaktor, noe som betyr at hhv. omsetning og kostnader øker/avtar med en viss prosent fra år til år.

8.3 Fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen

8.3.1 Driftsresultat etter skatt

Det er nødvendig å vite i hvilken grad driftsinntektene og driftskostnadene utvikler seg over tid, for å kunne beregne framtidig driftsresultat. Vi baserer oss på tidligere regnskapstall og den strategiske analysen for å kunne estimere hvordan de framtidige regnskapstallene vil bli.

8.4 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Widerøe omfatter salgsinntekter og andre inntekter. Widerøe har som nevnt tidligere mange av sine ruter tildelt på konsesjon fra staten, representert ved Samferdselsdepartementet. Skal Widerøe opprettholde sine positive resultater, er de avhengige av å beholde sine flyruter. Vi tror at dette er fullt mulig, og baserer oss på dette. Når det gjelder de framtidige driftsinntektene, velger vi å basere oss på historiske tall. Nedenfor vises en tabell som illustrerer hvordan utviklingen i driftsinntekter har vært de siste tre årene. Driftsinntektene var svært høye i 2011, og fortsetter å være det i 2012, sammenlignet med de tidligere årene.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 17 Driftsinntekter fra 2009-2011

TNOK	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 402 781

Vi forutsetter at de framtidige driftsinntektene ikke vil fortsette å stige fremover. Bakgrunnen for disse antakelsene er at vi forutsetter at konkurransen i flybransjen skjerper seg i de neste årene som kommer. Likevel mener vi at dagens rutetilbud skal være mulig å opprettholdes. Med skjerpet konkurranse i bransjen anslår vi at Widerøe kan bli nødt til å operere med lavere priser, samtidig som at det tar tid å omstille seg for å møte konkurranse i områder der en ikke har hatt dette før. Dette gjør at vi tror at driftsinntektene vil reduseres i perioden, men at den negative veksten vil flate ut etterhvert.

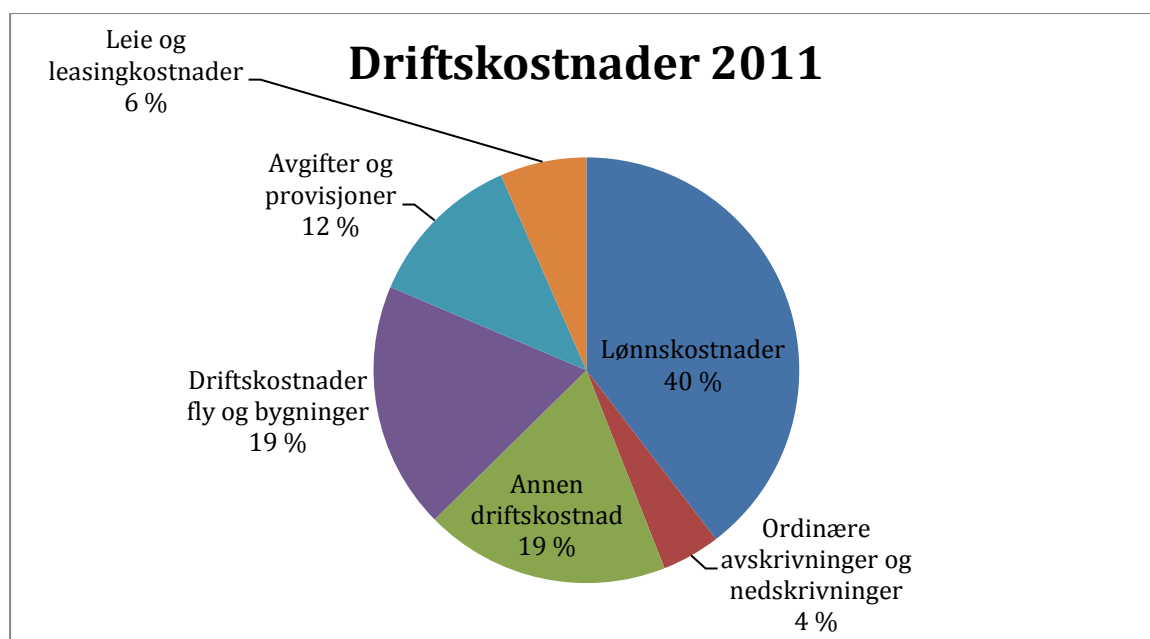
Tabell 18 Framtidige driftsinntekter

TNOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vekstfaktor	-2,0 %	-2,0 %	-0,8%	-0,8 %	-0,2%	-0,2 %
Driftsinntekter	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357

8.5 Driftskostnader

Det vil være nødvendig å estimere driftskostnadene på akkurat samme måte som vi gjorde for driftsinntektene. Vi vil anslå hvordan utviklingen i driftskostnader vil bli i framtiden basert på en rekke forhold, som for eksempel endrede lønnskostnader, avgifter, leasingkostnader etc. Vi vil legge til grunn historiske driftskostnader for å kunne se på hvor mange prosent de ulike kostnadene utgjør av driftsinntektene. Nedenfor viser vi hvordan kostnadene fordelte seg i 2011.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap



Figur 13 Driftskostnader i Widerøe i 2011

Vi vil nedenfor ta for oss noen av de seks kostnadspostene som figuren illustrer, for å understreke de begrunnelsene vi tar når vi skal anslå hvordan de framtidige driftskostnadene vil utvikle seg i årene framover. Widerøe har fokusert tidligere på å kutte kostnader for å beholde lønnsomheten i selskapet. Som vi nevnte tidligere i kapittelet forutsetter vi at konkurransen i flybransjen øker, og derfor forutsetter vi at Widerøe vil fortsette å ha et fokus på kostnadskutt også i fremtiden.

8.5.1 Lønnskostnader

Ut i fra figuren ovenfor ser vi at lønnskostnadene utgjør den største delen av driftskostnadene. Endringen i lønnskostnader i framtiden vil avhenge av mange forhold. Det kan være forhold som at Widerøe øker antall ansatte. Widerøe hadde 1293 ansatte ved utgangen av 2009, og i 31.12.2011 hadde de 1404 medarbeidere. Disse tallene viser at det har vært en økning i antall ansatte i selskapet de siste årene. Ettersom selskapet fokuserer på kostnadsbesparelse forutsetter vi at virksomheten opprettholder det samme antallet ansatte i årene som kommer, ved å ansatte nye medarbeidere når det trengs. En ting som vil påvirke de framtidige lønnskostnadene til selskapet er i hvilken grad Widerøe klarer å forhandle gode lønnsavtaler med sine ansatte. Det vil være vanskelig å spå hvordan de framtidige lønnskostnadene vil bli. Når vi beregner lønnskostnadene til Widerøe vil vi gå ta utgangspunkt i tidligere regnskaper. Lønnskostnadene har de tre siste årene ligget i snitt i underkant av 36 %

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

av de totale driftsinntektene. Vi tror imidlertid at dette forholdstallet vil øke noe, på grunn av negativ vekst i driftsinntektene. Ikke alle lønnskostnader varierer med omsetningen. Vi mener derfor det er fornuftig å anta at lønnskostnadene i fremtiden øker relativt til inntektene de første årene, før de stabiliserer seg på 39 % av de totale driftsinntektene.

Tabell 19 Framtidige lønnskostnader

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lønnskostnad	1 257 178	1 233 849	1 241 852	1 264 336	1 254 221	1 290 891	1 288 309
Prosent av driftsinntektene		37 %	38 %	39 %	39 %	39 %	39 %

8.5.2 Leie og leasingkostnader

Kostnadene vedrørende leie og leasingkostnader gjelder leie av utstyr, leasing av fly osv. Den største delen av denne kostnadsgruppen er leasing av fly. Ved utgangen av 2009 hadde Widerøe 13 fly på leasingavtaler, som ble vurdert som operasjonell leasing. Selskapet hadde ved slutten av året 2010 15 fly på leasingavtaler som er vurdert som operasjonell leasing. Det kommer fram fra styrets beretning 2011 at Widerøe eide 21 av til sammen 38 fly. Resten av flyparken ble leaset, dvs. at 17 av 38 fly som Widerøe opererte med i 2011 ble leaset. De siste årene har Widerøe økt antall fly som ble leaset med to fly hvert år. Vi leser av årsberetningene at Widerøe har solgt flere fly, for å lease de tilbake de senere årene. Vi anslår at Widerøe vil fortsette utviklingen, selv om to fly per år blir for voldsomt med tanke på det lave antallet fly i flåten. Vi har ingen forutsetning for å kunne anslå deres fremtidige behov for nye fly, men kan ikke se at det totale antallet kommer til å øke noe særlig med det første. Vi tror at de nye flyene blir leaset, og må da forvente noe økning i leasingkostnader i fremtiden. For å beregne de fremtidige leie- og leasingkostnadene må vi se litt på de foregående tallene først.

Tabell 20 Historiske leie- og leasingkostnader

TNOK	2009	2010	2011	2012
Leie- og leasingkostnader	178 289	173 769	187 686	215 787
Prosent av driftsinntekter	6,5 %	6,0 %	5,7 %	7,4 %

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Leie- og leasingkostnadene har ligget i gjennomsnitt litt under 7 % av driftsinntektene i denne perioden. Vi ser at Widerøe ikke har noen voldsom økning i disse kostnadene, selv om antallet leasede fly har økt jevnt mellom 2009 og 2011. Vi tar utgangspunkt i at leasingkostnadene øker noe i forhold til driftsinntektene. Dette begrunner vi med at Widerøe som nevnt mest sannsynlig vil lease nye fly etterhvert som de kommer, samtidig som de mest sannsynlig vil fortsette å selge fly for å lease de tilbake. Derfor mener vi at et gjennomsnitt på 7,5 % av driftsinntektene vil være en forsvarlig antagelse i fremtiden.

Tabell 21 Framtidige leie- og leasingkostnader

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	3 402 781	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357
% av driftsinntekt	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Leie- og leasingkostnader	215 787	250 104	245 102	243 142	241 196	248 248	247 752

8.5.3 Ordinære avskrivninger og nedskrivninger

Som vi ser fra figuren ovenfor utgjør Ordinære avskrivninger og nedskrivninger 4 % av de totale kostnadene for 2011. Det vil være vanskelig å kunne forutse framtidige nedskrivninger, ettersom nedskrivninger er uforutsette. Det vil være en enklere oppgave å predikere hvordan de framtidige avskrivningene vil utvikle seg. Nedenfor vises kostnadsutviklingen i ordinære avskrivninger og nedskrivninger fra 2008 til 2011.

Tabell 22 Historiske avskrivninger og nedskrivninger

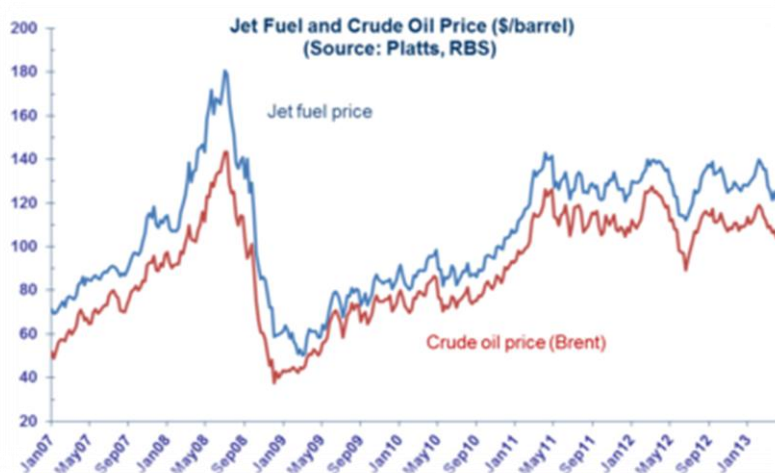
MNOK	2008	2009	2010	2011
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	135,6	121,7	127,1	126,5

Som vi ser var kostnadene noe høy i 2008, men den ser ut til å stabilisert seg noe mer de siste tre årene. Gjennomsnittlig ordinære avskrivninger og nedskrivninger er på 128 millioner kroner, og vi tror at det vil samsvare greit med avskrivningene i fremtiden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

8.5.4 Driftskostnader fly og bygninger

Denne kostnadsposten utgjør 19 % av de totale driftskostnadene i 2011. For Widerøe vil det være store kostnader som er forbundet til vedlikehold av fly, leie av lokaler, investeringer i nye fly, drivstoffkostnader osv. En høyere etterspørsel for drivstoff vil kunne påvirke prisnivået i framtiden. De siste årene har disse kostnadene ligget på gjennomsnittlig 15 % av driftinntektene. Økning i disse kostnadene kan skyldes flere faktorer. Økning av flyparken er en årsak. Andre årsaker kan for eksempel være økte vedlikeholdskostnader og økte drivstoffkostnader. Figuren under viser prisnivået for råolje og jet fuel i perioden 2007-2012 (www.airportwatch.org.uk). Grafene samsvarer til en viss grad med utviklingen av driftskostnadene på fly og bygninger. Widerøe har ifølge styrets beretning for 2011 valgt å delvis sikre seg mot prisendringer ved hjelp av opsjonsstrukturer og swapper, noe som vil dempe fluktuasjonene. Likevel må man ta hensyn til endring i fremtidige drivstoffpriser når vi skal foreta estimeringen, selv om dette ikke er eneste påvirkende faktor.



Figur 14 Jet fuel and crude oil price

Vi tror drivstoffprisen vil svinge en del over måleperioden. Vi forutsetter at Widerøe ikke blir påvirket nevneverdig av svingningene. Videre anslår vi at de øvrige driftskostnadene på anleggsmidlene vil holde seg relativt stabile i forhold til driftsinntektene. Siden disse driftskostnadene delvis influeres av det internasjonale markedet legger vi til grunn en lite økning, og mener at de vil ligge på 16 % av driftsinntektene i terminalperioden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 23 Framtidige driftskostnader for fly og bygninger

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	3 402 781	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357
% av driftsinntekter		16 %	16 %	16 %	16 %	16 %	16 %
Driftskostnader fly og bygninger	620 204	533 556	522 885	518 702	514 552	529 596	528 537

8.5.5 Avgifter og provisjoner

For Widerøe og andre flyselskaper vil det være avgifter som er forbundet med å bruke flyplassene til Avinor. Kostnadsposten avgifter og provisjoner utgjør 12 % av de totale driftskostnadene. Fra 01.01.2013 er som nevnt startavgiftene på Avinors flyplasser vedtatt økt med 24%, noe som gjorde at Widerøe truet med rutekutt for å imøtekomme de økte avgiftene. Senere ble det bestemt at andre avgifter skulle reduseres tilsvarende, slik at de samlede avgiftene i 2013 skal ligge på samme nivået som i 2012 (www.wideroe.no). Vi regner likevel med at et stadig økt miljøfokus gjør at avgiftene kommer til å øke i fremtiden. I de tidligere årene har disse kostnadene ligget på et gjennomsnitt av driftsinntektene på ca 12 %, hvor 2012-nivået var 10% av driftsinntektene. Vi anslår at avgiftene og provisjonene for 2013 er 10% av driftsinntektene, med en årlig økning i forholdet på 0,020% i resten av perioden.

Tabell 24 Framtidige avgifter og provisjoner

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	3 402 781	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357
% av driftsinntekter		10,00 %	10,20 %	10,40 %	10,60 %	10,80 %	11,00 %
Avgifter og provisjoner	342 009	333 473	333 339	337 156	340 891	357 478	363 369

8.5.6 Andre driftskostnader

Med andre driftskostnader mener vi de kostnadene som relaterer seg til den daglige driften, uten å bli fanget opp i de øvrige postene. Eklund og Knudsen (2011:32) lister opp eksempler på hva andre driftskostnader kan innebære. Eksempler som kan være relevante for Widerøe er tap på fordringer, tap ved salg av anleggsmidler, kommunale avgifter osv. Disse kostnadene er ikke spesifiserte i årsberetningene, og følgelig er det ikke mulig for oss å foreta noe dypere innblikk. Det eneste vi kan gjøre er å studere de tidligere regnskapsårene for å se på utviklingen.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 25 Historiske tall for andre driftskostnader

TNOK	2009	2010	2011	2012
Andre driftskostnader	563 746	569 492	531 622	635 336
Endring i %		1,0 %	-6,6 %	19,5 %
Prosent av driftsinntekter	20,5 %	19,5 %	16,3 %	21,8 %

Vi ser at disse driftskostnadene i alle årene, med unntak i 2011 som hadde svært solid omsetning i forhold til de andre, har ligget på et nivå på rundt 19,50-20% av driftsinntektene. Vi forholder oss til at disse kostnadene vil utgjøre 19,50% av inntektene i årene som kommer.

Tabell 26 Framtidige tall for andre driftskostnader

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	3 402 781	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357
Annen driftskostnad	635 336	650 272	637 266	632 168	627 111	645 446	644 155
Prosent av driftsinntekter		19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %	19,50 %

8.6 Driftsresultat før og etter skatt

Ved å sette inn de tallene vi har funnet får vi dermed disse beregnede driftsresultatene før og etter skatt, med en skattesats på 28 %.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 27 Framtidig driftsresultat både før og etter skatt

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	3 402 781	3 334 726	3 268 031	3 241 887	3 215 952	3 309 978	3 303 357
Lønnskostnader	1 257 178	1 233 849	1 241 852	1 264 336	1 254 221	1 290 891	1 288 309
Ordinære avskrivninger og nedskrivninger	135 916	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000
Annen driftskostnad	635 336	650 272	637 266	632 168	627 111	645 446	644 155
Driftskostnader fly og bygninger	620 204	533 556	522 885	518 702	514 552	529 596	528 537
Avgifter og provisjoner	340 278	333 473	333 339	337 156	340 891	357 478	363 369
Leie og leasingkostnader	215 787	250 104	245 102	243 142	241 196	248 248	247 752
Sum driftskostnader	3 204 699	3129253	3108444	3123504	3105972	3199660	3 200 122
Driftsresultat	198 082	205 473	159 587	118 383	109 980	110318	103 235
28% skatt	55 463	57 532	44684	33147	30795	30889	28906
Driftsresultat etter skatt	142 619	147 941	114 903	85 236	79 185	79429	74 329

8.7 Framtidige investeringer og avskrivninger

Det har ikke vært mulig for oss å kunne få tak i informasjon vedrørende Widerøes fremtidige investeringsplaner i årsrapporten. Vi har dermed et begrenset grunnlag for å kunne gi anslag for de framtidige investeringene. De største investeringene til Widerøe er anskaffelsen av nye fly, men det vil også være andre investeringer som er knyttet til driften av virksomheten. De investeringene som er knyttet til driften av selskapet utgjør en mindre del av de totale investeringskostnadene. Store investeringer som for eksempel kjøp av nye fly skjer nok ikke hvert år, men det er vanlig at det investeres jevnlig i nye anleggsmidler når det er behov for det. Widerøe har i de siste årene investert i flere nye fly, samtidig som en stor del av flyflåten til selskapet leases. Sannsynligheten for at selskapet vil investere i nye fly i fremtiden avhenger av mange forhold. Widerøe vil være avhengig av at selskapet har en flypark som har en tilstrekkelig kapasitet. Kinserdal (2005:304) nevner at en kan se på de årlige investeringene som nødvendige størrelser for å opprettholde kapasiteten. Når det gjelder ordinære avskrivninger, kan de over tid bli sett på som nødvendige reinvesteringer for å kunne opprettholde kapasiteten. På grunnlag av dette mener vi at de årlige framtidige investeringene vil være like de årlige framtidige avskrivningene. Siden vi forutsetter at framtidige avskrivninger er lik framtidige investeringer, velger vi å benytte oss av en framtidig avskrivningsbeløp på 128 millioner kroner som vi fant tidligere i oppgaven.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

8.8 Endring i arbeidskapital

Vi skrev i regnskapsanalysen at arbeidskapitalen blir funnet ved forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen til Widerøe har de siste årene vært negativ, og den negative utviklingen har økt hvert av årene. Dette er uheldig, da en negativ arbeidskapital kan bety at en får problemer med å innfri sine forpliktelser ved forfall.

Tabell 28 Historiske tall for arbeidskapital

TNOK	2009	2010	2011	2012
Arbeidskapital	-308 599	-360 363	-588 489	-2 063
		-16,7 %	-63,3 %	

Her merker vi oss at arbeidskapitalen for 2012 er fratrukket det skyldte konsernbidraget på 600 millioner kroner til SAS. Å beregne en fremtidig arbeidskapital ut fra disse tallene vil være vanskelig. Vi tror at Widerøe vil sørge for å unngå å ha negativ arbeidskapital i fremtiden. Når vi beregner arbeidskapitalen og dens endringer, forutsetter vi at kortsiktig gjeld og omløpsmidler vil bli lik hverandre i framtiden, noe som vil bety at det ikke vil være noe som helst endringer i arbeidskapitalen i årene som kommer.

Tabell 29 Framtidige tall for endring i arbeidskapital

TNOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omløpsmidler	623 595	623 595	623 595	623 595	623 595	623 595	623 595
Kortsiktig gjeld	625 658	623 595	623 595	623 595	623 595	623 595	623 595
Arbeidskapital	-2 063	0	0	0	0	0	0
Endring arbeidskapital		0	0	0	0	0	0

8.9 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Nedenfor vises tabellen for beregninger av fri kontantstrøm til totalkapitalen.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 30 Framtidige frie kontantstrømmer

TNOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat etter skatt	147 941	114 903	85 236	79 185	79429	74 329
+avskrivninger	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000
-Investeringer	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000	128 000
-Økning i arbeidskapital	0	0	0	0	0	0
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	147 941	114 903	85 236	79 185	79429	74 329

Dermed har vi de opplysningene vi trenger for å beregne verdien av selskapet.

Diskonteringsraten er, som funnet i kapittel 5, avkastningskravet til totalkapitalen på 4,99 %. Som vekstfaktor i Gordons formel, som vi bruker for å finne terminalverdien, bruker vi inflasjonsmålet på 2,5 %.

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \frac{FCF_4}{(1+r)^4} + \frac{FCF_5 + \left(\frac{FCF_5}{(1+r)-g}\right)}{(1+r)^5}$$

$$\frac{147\,941}{(1+0,0499)} + \frac{114\,903}{(1+0,0499)^2} + \frac{85\,236}{(1+0,0499)^3} + \frac{79\,185}{(1+0,0499)^4} + \frac{(79\,429 + \left(\frac{74\,329}{(0,0499-0,025)}\right))}{(1+0,0499)^5}$$

Tabell 31 Verdien av egenkapital og prisen per aksje

Nåverdi av diskonterte fremtidige kontantstrømmer:	2 786 254 195
÷ Gjeld	1 512 830 000
Verdi av egenkapitalen per 01.01.2013	1 273 424 195
Antall aksjer	365 660
Pris per aksje	3 483

Etter å ha diskontert de fremtidige kontantstrømmene fant vi verdien av totalkapitalen i selskapet. Vi trakk deretter fra gjelden i selskapet for å finne verdien av egenkapitalen til Widerøe. Vi ser at verdien av Widerøe per 01.01.2013 er 1 273 424 195 kroner. Siden antallet aksjer er såpass lavt, blir prisen per aksje 3 483 kroner. Dette er uansett et teoretisk beløp, og legges ikke vekt på utover dette.

8.10 Oppsummering

I dette kapittelet har vi foretatt mange forutsetninger for å kunne foreta verddivurderingen. De forutsetningene vi har tatt er preget av stor usikkerhet, som er med på å svekke troverdigheten i vår vurdering av selskapets verdi. Som nevnt

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

tidligere er ikke verdsettelse noen eksakt vitenskap. En verdivurdering er ikke bedre enn forutsetningene vi bruker når vi estimerer (Soffer og Soffer, 2003:236). Dette har vi virkelig erfart siden vi har hatt i underkant av hva man bør ha av informasjon for å kunne utføre en fullt ut tilfredsstillende verdsettelse. Vi har måttet benytte oss av de regnskapstallene vi hadde tilgjengelig, og fant ut at verdien av egenkapitalen er 1 273 424 195 kroner. Vi ser at vårt estimat ligger rett i overkant av SAS sitt anslag på 1 milliard kroner. Vårt estimat ligger godt over Widerøes eget anslag som er i overkant av 600 millioner kroner. Når man evaluerer egne verdivurderinger er det viktig å huske på at investorer som har ekvivalente forutsetninger vil komme fram til samme verdi. Widerøe har nok et bedre utgangspunkt for å verdsette seg selv ettersom de har tilgang til mye mer informasjon om selskapet enn det vi har. Vi anser den verdien av egenkapitalen som vi har kommet fram til for være et fornuftig anslag ut fra de forutsetningene vi har tatt.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

9 Sensitivitetsanalyse

9.1 Innledning

En verdivurdering er ikke bedre enn forutsetningene vi bruker når vi estimerer (Soffer og Soffer, 2003:236). Det betyr at man alltid vil ha en høy grad av usikkerhet knyttet til den verdsettelsen en har utført. En sensitivitetsanalyse viser hvordan den modellen vi har laget takler alternative forutsetninger (Koller et al. 2005:362). Det man kan gjøre i en sensitivitetsanalyse er å forandre på enkelte forutsetninger slik at de varierer fra et "best case"-scenario til et "worst-case"-scenario (Soffer og Soffer, 2003:236). De forutsetningene vi har lagt til grunn er usikre, og vi benytter denne analysen på noen av de punktene vi mener er mest usikker for å belyse analysens funn på en best mulig måte. Dette gjør vi ved å forandre verdien på enkelte nøkkelparametere.

9.2 Valg av parametere

Det er mange faktorer man kan endre på, og som vil ha effekt på det resultatet vi fant under kapittel 8. Vi vil ta utgangspunkt i de faktorene vi mener er mest viktig å ta hensyn til. Først vil vi ta utgangspunkt i avkastningskravet, som forteller oss hvilken rente vi skal diskontere de fremtidige kontantstrømmene med. Vi ser på betaverdien og gjeldskostnaden, hvor endringer i disse vil endre avkastningskravet til egenkapitalen. Dette vil igjen endre på avkastningskravet til totalkapitalen, noe som vil gi utslag på Widerøes egenkapitalverdi.

Deretter ser vi hvordan verdien endrer seg om driftsinntektenes vekst avviker fra det nivået vi har forutsatt. Markedssituasjonen i flybransjen er vanskelig å spå for fremtiden, så det kan være lurt å se på hvordan verdien av selskapet endrer seg om de fremtidige inntektene skulle avvike fra det nivået vi har forutsatt.

9.2.1 Endring i egenkapitalbeta

Tabellen nedenfor viser hvor sensitiv avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen er i forhold til endring i betaverdien.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Tabell 32 Endring i egenkapitalbeta

Beta	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,6
Avkastningskrav til egenkapitalen	7,78 %	8,89 %	10,00 %	11,11 %	12,22 %	13,34 %
Avkastningskrav til totalkapitalen	4,70 %	4,99 %	5,28 %	5,58 %	5,87 %	6,16 %
Verdi av egenkapitalen	1 621 938 278	1 273 424 195	997 477 008	766 561 692	582 305 271	427 142 624
Endring i verdien i prosent	27 %	0	-22	-40	-54	-66

Betaverdien er en viktig parameter ved utregning av avkastningskravet. Dette ser vi ut i fra tabellen ovenfor. I tillegg ser vi at avkastningskravet har stor påvirkning på verdien av totalkapitalen.

9.2.2 Endring i gjeldskostnad

Widerøe har en gjeldsandel på nesten 74 %, noe som er meget høyt. Skulle gjeldskostnaden endre seg, er det derfor logisk å trekke en slutning om at dette kan gjøre store utslag på verdien av egenkapitalen til Widerøe. Gjeldskostnaden har vi funnet å være 5,0. Vi finner verdier mellom 4,0 og 5,5, for å illustrere hvor sensitiv resultatet vårt er for endring i gjeldskostnaden.

Tabell 33 Endring i gjeldskostnad

Gjeldskostnad	4,0	4,5	5,0	5,5
Avkastningskrav til totalkapitalen	4,46	4,73	4,99	5,26
Egenkapitalverdiverdi	1 988 199 069	1 581 690 026	1 273 424 195	1 014 650 772
Endring egenkapitalverdi i prosent	56 %	24 %	0 %	-20 %

Som vi mistenkte fører en forholdsvis begrenset endring på gjeldskostnaden til en markant forskjell i resultatet vi kom frem til i verdsettelsen vår. Dette skyldes altså at gjeldsandelen er såpass høy som den er, noe som gjør at gjeldskostnaden får større betydning enn den nødvendigvis hadde hatt ved en lavere gjeldsandel.

9.2.3 Endring i driftsinntekt

Det er mange faktorer som kan påvirke omsetningen. Endres denne vil også resultatet endres, noe som vil medføre endringer i terminalverdien. Eksempler på hendelser som kan endre inntektene er endring i konkurransesituasjonen, endring i kundepreferanser og selskapets strategi og vekst i fremtiden. Dette er bare noen eksempler på påvirkende faktorer, så det er klart at driftsinntekter er et høyst usikkert parameter i

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

fremtiden. Derfor velger vi å se hvordan verdien av Widerøe endrer seg ved en viss endring i driftsinntektene i forhold til våre beregnede verdier. Vi velger å sette en beskjeden endring på hhv 1 og 2 prosent i begge retninger, for å se an hvor kraftig verdien av selskapet endrer seg i kraft av disse forskjellene.

Tabell 34 Endring i driftsinntektene

Endring driftsinntekt i prosent	-2 %	-1 %	0	+1 %	+2 %
Verdi av egenkapitalen	1 151 681 338	1 215 552 290	1 273 424 195	1 334 294 110	1 395 165 885
Endring av verdien i prosent	- 10 %	- 5 %	0 %	5 %	10 %

Vi ser at selv en minimal prosentvis forskjell i driftsinntektene medfører betydelig forskjell i selskapsverdien. Dette kan vi forklare ved at hovedandelen av verdien ligger i terminalverdien. Uansett er dette et tegn på usikkerheten i både våre beregninger og fremtiden for øvrig.

9.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Vi har i denne analysen foretatt noen enkle justeringer for å få et generelt innblikk i hvor sensitivt den egenkapitalverdien vi fant i verdsettelsen vår er. Vi har bare endret noen verdier, og dette kun enkeltvis. En mer realistisk sensitivitetsanalyse kunne gjerne bestå av endringer i flere faktorer samtidig.

Hensikten vår var imidlertid å illustrere et poeng, og vi opererer uansett med usikre tall. Vi ser at små justeringer på enkelte parametre er nok til å gjøre store utslag på resultatet. Dette gir oss et godt grunnlag for å kunne slå fast at verdsettelse ikke er en nøyaktig vitenskap. Man må være oppmerksom på at det estimerte tallet består av forutsetninger og til en viss grad spådommer om fremtiden.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

10 Oppsummering

10.1 Innledning

I dette kapittelet vil vi kort oppsummere de viktigste punktene fra oppgaven vår. Hensikten er å få frem det mest sentrale vi har funnet, for å kunne få et best mulig grunnlag til å besvare vår problemstilling. I denne oppgaven var målet å foreta en verdivurdering av Widerøe Flyveselskap. For at vi skulle kunne foreta en verdivurdering av Widerøe, var det nødvendig for oss å ta noen avgjørelser i forhold til hvilke tilnærminger vi skulle bruke for å nå målet vårt. Siden vi har drøftet våre valg i de tidligere kapitlene, vil vi her nøye oss med å gjengi konklusjonene.

10.2 Grunlaget for verdsettelsen

Widerøe er et ikke-børsnotert selskap. Dermed har vi ikke anledning til å benytte oss av verdsettelsesmetoder som innebærer bruk av aksjepriser. Den beste metoden for å finne verdien av et selskap har vi funnet å være den kontantstrømbaserte metoden. Denne innebærer å summere de beregnede fremtidige kontantstrømmer, for så å diskontere dem med avkastningskravet til totalkapitalen. Siden denne metoden bare finner verdien for beregningsperioden, måtte vi legge til en terminalverdi, representert ved Gordons formel. Terminalverdien beregnet vi ved å finne siste beregnede kontantoverskudd, og la det vokse med en evig vekstrate.

Strategisk analyse

For at vi skulle få et grunnlag for å beregne de fremtidige kontantstrømmene har vi måttet ta hensyn til en mengde faktorer. Det er ikke mulig å vite nøyaktig hvordan fremtiden vil bli, og det er av denne grunn man kan si at det å verdsette et selskap ikke er noen eksakt vitenskap. I den strategiske analysen fant vi at Widerøe blant annet er utsatt for en del makroøkonomiske forhold. Analysen bidro til at vi fikk sett nøyere på konkurranseforholdet i bransjen og de interne forholdene i virksomheten. De makroøkonomiske forholdene er vanskelig å spå for fremtiden, men Widerøe er ikke like utsatt for disse som flere av konkurrentene. Derimot er det konkurransesituasjonen som vi tror blir den viktigste strategiske utfordringen for selskapet i fremtiden. Konkurrentene vil gjerne ha en "bit av kaken" til et selskap som, i motsetning til flere av sine konkurrenter, har solide økonomiske resultater

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

årlig. Uansett er alle de nevnte forholdene med på å forme Widerøes fremtid, og må dermed tas hensyn til i arbeidet med å finne fremtidige kontantstrømmer.

Regnskapsanalyse

Det andre hovedmomentet i våre beregninger er de historiske tallene til Widerøe. Ved å se på tidligere økonomiske rapporter og nøkkeltall, fant vi at selv om årsresultatene har vært positive, er det likvide utfordringer for selskapet. Hovedproblemet later til å være en høy andel av kortsiktig gjeld. I tillegg er kostnadsnivået høyt, og dette gjør sammen med en forventet tøffere konkurransesituasjon- at Widerøe har et kraftig fokus på å kutte kostnader. Dette er imidlertid ikke så enkelt å snu over natten, og kan fort føre til at inntektene også reduseres. Uansett har vi funnet ut at den økonomiske situasjonen er relativt solid, noe som gir et godt grunnlag for fremtidige positive kontantstrømmer.

10.3 Verdsettelsen

Avkastningskravet til totalkapitalen

Vi fant gjennom WACC-modellen ut at avkastningskravet til totalkapitalen er 4,99 %. Dette tallet er nok litt lavere enn man ellers kunne forvente. En plausibel årsak til dette er gjeldsandelen på nærmere 75%, som nedtoner avkastningskravet til egenkapitalen en god del. Dette avkastningskravet fant vi forøvrig å bli 8,89%. I og med at Widerøe ikke er børsnotert har ikke selskapet en registrert selskapsbeta, noe som gjorde at vi måtte beregne betaverdien på basis av andre selskaper. Dette er naturligvis også med på å gjøre avkastningskravet mer usikkert, men vi mener likevel at vi ut fra forutsetningene har fått en fornuftig diskonteringsrente.

De fremtidige kontantstrømmene

Vi beregnet så de fremtidige kontantstrømmene for de neste 6 årene, hvorav det siste resultatet skulle benyttes til å beregne terminalverdien. Vi baserte oss på de overnevnte faktorer under arbeidet med å estimere verdiene av kontantstrømmene. Vi la til grunn at de fremtidige kontantstrømmene vil bli positive, og at de vil fortsette å være dette også for terminalperioden. Nettopp terminalperioden bestemmer en nokså stor del av verdien av selskapet.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Verdien av egenkapitalen

Verdien av egenkapitalen til Widerøe har vi anslått til å være 1 273 424 195 per 01.01.2013. I og med at selskapet var inne i en salgsprosess under arbeidet med å verdsette selskapet, var det flere som hadde prisvurdert selskapet omtrent samtidig. Anslagene lå mellom ca 600 000 000 (rundt verdien av egenkapitalen på salgstidspunktet) og 1 500 000 000. Det store spriket mener vi implisitt er med på å forsterke inntrykket av at å verdsette et selskap, og kanskje spesielt et selskap som Widerøe, er en prosess preget av usikkerhet og egne forutsetninger. Widerøe har i ettertid blitt solgt, noe vi skal diskutere litt senere.

10.4 Sensitivitetsanalysen

I sensitivitetsanalysen så vi hvordan verdien forandret seg om enkelte faktorer endret seg. Vi tok i vår analyse for oss faktorer som vi ikke hadde ekstern tilgang til, altså som vi var nødt å beregne på egenhånd. Disse faktorene var betaverdi og fremtidige inntekter. I tillegg tok vi for oss gjeldskostnaden, siden Widerøe som nevnt har en såpass høy gjeldsandel. Felles for disse faktorene var at små endringer utgjorde store endringer i verdien av egenkapitalen. Endring i inntektene utgjorde minst forskjell i fremtidig verdi av analysene våre, noe som viser at Widerøe er utsatt for eksterne forhold.

10.5 Salget av Widerøe

I starten av mai 2013 ble 80% av aksjene i Widerøe solgt fra SAS til en investorgruppe bestående av Fjord1, Torghatten og Nordland fylkeskommune. Prisen for denne andelen ble av media først anslått til å være rundt 2 mrd. svenske kroner, men dette beløpet ble redusert kraftig etterhvert. Dette fordi konsernbidrag fra Widerøe til SAS og et salg av ti fly også inngikk i prisen. Avtalen som er gjort verdsetter egenkapitalen i Widerøe til maksimalt 625 millioner kroner (www.dn.no). Om vi skal peke på årsaker til at verdien er såpass lav, er nok en av dem at Widerøe før salget skyldte 600 millioner kroner i konsernbidrag til SAS. En annen årsak kan være at kjøper har vært mer negativ, med tanke på fremtidig konkurransesituasjon, enn vi har vært i vår vurdering. Vi har også, gjennom sensitivitetsanalysen, vist at små utslag i forutsetningene gir store utslag i egenkapitalverdien. Blant annet ville en beta

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

verdi på 1,4 tilsis en verdi på under 600 millioner kroner, som er mindre enn den aktuelle summen. Vi vil likevel si at vi mener at investorgruppen har gjort et godt kjøp. Dette begrunner vi med at summen av egenkapitalen i selskapet den 31.01.2013 var 609 millioner kroner, noe som innebærer at verdsatt egenkapital omtrent tilsvarer dagens egenkapital. Fremtidige overskudd, som vi mener Widerøe kommer til å ha, er dermed ikke tatt med i den avtalte kjøpesummen. Dette er også en grunn til at vi mener at vi kan forsvare vår estimerte verdi på litt over 1,2 milliarder kroner, siden vi i dette estimatet har kalkulert med årsoverskudd i ”all fremtid”.

10.6 Avslutning

Vår verdsettelse er satt til den 01.01.2013. Salget av Widerøe skjedde i ettertid av dette, men vi valgte likevel å nevne det i oppgaven på grunn av de spesielle omstendighetene rundt oppgaven. Ellers er det slik at de forutsetninger og valg en tar, rettet mot den valgte dato, kan endre seg frem mot den dagen oppgaven er innlevert. De historiske tallene vi har tatt utgangspunkt i har til tider vært mindre utfyllende enn vi skulle ønske, men vi mener likevel å ha fått til et fornuftig estimat. Vi har hatt god nytte av pensumbøker, andre bøker og internettkilder. I perioden vi skrev oppgaven var Widerøe under en salgsprosess. Dette medførte at selskapet av naturlige årsaker var meget motvillig til å besvare de spørsmål vi lurte på angående de økonomiske rapportene og andre finansielle forhold. Dermed var vi nødt til å utelukkende basere oss på den tilgjengelige informasjonen som var publisert på forhånd.

I vårt arbeid med denne oppgaven har vi lært mye interessant, og klart å oppnå en rød tråd mellom flere ulike fagretninger. Oppgaven har uten tvil vært tidkrevende og utfordrende. Men den har også vært en svært god læringsprosess i forhold til videre studier, som for eksempel en spesialisering innen finansiering og investering. Prosessen med å gjøre denne oppgaven har virkelig gitt anledning til å kunne fordype seg i et bredt spekter av pensum, fra mange fag fordelt på de tre årene vi har studert ved Universitetet i Nordland og Handelshøyskolen i Bodø.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Litteraturliste

Bøker

Arnesen, Odd, 1984. *Grønne vinger over Norge*. Ukjent forlag, Oslo.

Baksaas, Kjell Magne og Øystein Hansen. 2010. *Finansregnskap med analyse*. 1. utgave. Oslo. Gyldendal Norsk Forlag AS

Banken, Kjell og Tor Busch. 2001. *Analyse av finansregnskapet*. Universitetsforlaget.

Boye, Knut. 1998. *Verdsettelse*. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag AS.

Boye, Knut. 1999. *Finansielle emner 1*. 3. utgave. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag.

Boye, Knut og Steen Koekebakker. 2006. *Finansielle emner*. 1. Utgave. Oslo. J.W. Cappelens Forlag AS

Boye, Knut og Christine B. Meyer. 2008. *Fusjoner og oppkjøp*. 1. utgave, 1. opplag 2008. Cappelen Akademiske Forlag.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen. 2011. *Principles of Corporate Finance. Global Edition*. 10. Utgave. New York. The McGraw-hill company.

Brevik, Erling, Lars Ottesen og Alf H. Øyen. 1993. *Regnskapsanalyse: med økonomiske beregninger*. 2. Utgave. Sandefjord. Økonomiforlaget.

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

Daidsen, Bjørn-Ivar. 1997. *Makroøkonomi – en innføring*. 1. utgave. Kristiansand S. Høyskoleforlaget as.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Eklund, Trond og Knut Knutsen. 2011. *Regnskapsanalyse. Aktiv bruk av regnskapet*. 8. utgave. Oslo. Gyldendal Norsk Forlag AS.

Frankfort-Nachmias, Chava & Nachmias, David, 1996. *Research Methods in the Social Sciences*. 5. Utgave. Hodder Education, London.

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. 1. utgave. Oslo. Cappelen Akademiske Forlag.

Halvorsen, Knut. 2008. *Å forske på samfunnet*. 5. utgave. Oslo. J.W. Cappelens Forlag as

Hjerm, Mikael og Simon Lindgren. 2010. *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig analyse*. 1. utgave. Oslo. Gyldendal Norsk Forlag AS.

Holme, Idar M. og Bernt Krohn Solvang. 1996. *Metodevalg og metodebruk*. 3. utgave. Ukjent sted. TANO A.S.

Hoff, Kjell Gunnar, 2010. *Driftsregnskap og Budsjettering*. 5. utgave. Universitetsforlaget, Oslo.

Jakobsen, Dag Ingvar og Jan Thorsvik. 2009. *Hvordan organisasjoner fungerer*. 3. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Johannessen, Asbjørn, Line Christoffersen og Per Arne Tufte. 2011. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. 2. utgave. Oslo. Abstrakt forlag AS.

Jobber, David og John Fahy. 2009. *Foundations of marketing*. 3. Utgave. Berkshire. McGraw-Hill Education

Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Første utgave. Kolbotn. Nets Digitalprint AS.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Kinserdal, Arne (2005). *Finansiell Rapportering og Analyse*. 13. utgave. Cappelen Akademisk Forlag Oslo 2005.

Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2005. *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. 4. utgave. New Jersey. John Wiley & sons, Inc.

Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 2. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Mercer, Z. Christopher og Travis W. Harms. 2008. *Business valuation*. New Jersey. John Wiley & sons, Inc.

Mills, Roger W. 1994. *Strategic value analysis*. 1. utgave. Ukjent sted. Eget forlag.

Opstad, Leiv. 2010. *Innføring i makroøkonomi for økonomisk-administrative studenter*. 1. utgave. Ukjent sted. Cappelen Damm AS.

Pedersen, Rune og Tom Staavi. 2003. *Aksjer og pengeplassering 2003*. Oslo. Pengeforlaget AS.

Penman, Stephen H. 2010. *Financial statement analysis and security valuation*. 4. utgave. New York. McGraw-Hill Companies, Inc.

Reve, Torger og Per. R. Stokke. 1996. *Strategisk analyse: Grunnlaget for praktisk strategiutvikling*. 1. Utgave. Bergen. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS

Robinson, Thomas R., Paul Munter og Julia Grant. 2004. *Financial statement analysis. A global perspective. International Edition*. New Jersey. Pearson Education Inc.

Roos, Göran, Georg von Krogh og Johan Roos. 2010. *Strategi – en innføring*. 5. Utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Sending, Aage. 2006. *Innføring i bedriftsøkonomi*. 4. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Soffer, Leonard og Robin Soffer. 2003. *Financial statement analysis: A valuation approach*. Ukjent utgave. New Jersey. Pearson Education, Inc.

Steigum, Erling. 2004. *Moderne makroøkonomi*. 1. utgave. Oslo. Gyldendal Norsk Forlag

Thoresen, Ole. 2011. *Verdsettelse av aksjer*. 2. utgave. Oslo. Hegnar Media as.

Vale, Per Halvor. 2010. *Makroøkonomi- Har vi kontroll med utviklingen?* 3. Utgave. Oslo. Abstrakt forlag AS.

.

.

.

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Internettkilder

Om superprofitt

<http://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell> (25.02.13)

Om Widerøe.

<http://www.wideroe.no/om-wideroe/om-selskapet>
(01.03.13)

Visjonen til Widerøe

<http://www.nfk.no/Artikkel.aspx?AId=15268&Sprak=Norsk&MIId=0&Print=1>
(03.03.13)

OSEAX på Oslo børs

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEAX&newt_menuCtx=1.6.3
(05.03.13)

SAS på Oslo børs

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=SAS+NOK
(05.05.13)

Estimering av beta

<http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180> (06.03.13)

Widerøe skylder SAS over 600 millioner i konsernbidrag

<http://www.nrk.no/nordland/wideroe-skylder-sas-over-600-mill.-1.10901323>
(06.03.13)

Lian, Jon Inge, Harald Thune-Larsen og Lars Draagen. 2010. *Sammendrag:*

Evaluering av anbudsordningen for regionale flyruter. [Internett]. Tilgjengelig fra:

<https://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2010/1116-2010/sam-1116-2010.pdf>
(08.03.13)

Økte flyavgifter fører til kutt av 1600 flygninger

<http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/okte-flyavgifter-forer-til-kutt-av-1600-flygninger-i-distriktene/EDEB5D8A-A112-4AF6-B26E-42132CD7B1F3/1>
(12.03.13)

Widerøe omgjør rutekutt

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

<http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/wideroe-omgjor-rutekutt-/2895DDDE-8A0E-47DF-88B1-A2BA3B91A9BB/1> (12.03.13)

Bare Widerøe og DAT ville fly i Finnmark og nord-Troms

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/pressesenter/pressemeldinger/2013/to-flyveselskap-onsker-a-fly-regionale-rut.html?id=711190> (12.03.13)

Denstadli, Jon Martin og Arne Rideng. 2012. *Reisevaner på fly 2011*. [Internett].

Tilgjengelig fra:

<https://www.toi.no/getfile.php/mmarkiv/Forside%202012/1209-hele%20rapporten%20trykk.pdf> (15.03.13)

Regnskap perioden 2007-2011 for Widerøe hos proff.no

<http://www.proff.no/regnskap/wider%C3%B8es-flyveselskap-as/skonseng/-/Z0GMZC7R/> (15.03.13)

Avinor innfører nye satelittbaserte innflygningssystem

http://www.avinor.no/avinor/presse/30_Prosjekter (16.03.13)

Widerøe ønsker sunnere og bedre arbeidsmiljø

<http://www.wideroe.no/enkeltsider-no/annet/personalpolitikk> (01.04.13)

Widerøe vant ERAs Airline of the year award 2012

<http://www.eraa.org/newsroom/news-releases/953-wideroe-wins-airline-of-the-year-gold-award> (01.04.13)

Inflasjonsmål for konsumprisene

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/> (06.04.13)

Renten på 10 års statsobligasjoner- Norges Bank

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/> (08.04.13)

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Regnskap Norwegian 2011- Norwegian

http://annualreport.norwegian.no/2011/consolidated_accounts/income_statement

(08.04.13)

Gjennomsnittlig resultatgrad for børsnoterte foretak i Norge- Statistisk sentralbyrå

<http://ssb.no/bedrifter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnbors/kvartal/2013-03-12?fane=tabell&sort=nummer&tabell=99921>

(08.04.13)

Coughtrie, Duncan, John Morley og Terry Ward, *Restructuring in bankruptcy: recent national case examples*. [Internett]. Tilgjengelig fra:

<http://www.eurofound.europa.eu/docs/erm/tn0908026s/tn0908026s.pdf>

(09.04.13)

Hjemmeside Proff™ Forvalt

<http://www.forvalt.no/>

(09.04.13)

Pöyry. 2012. *Norsk økonomi, Vol.1, nr. 3-2012*

http://www.poyry.no/sites/www.poyry.no/files/norsk_ekonomi_nr._3-2012_kortversjon.pdf

(10.04.13)

Widerøe kåret til Norges beste på kundeservice i 2011

<http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/wideroe-er-norges-beste-pa-kundeservice/D9D2EAF9-20E6-456E-B656-A3F8E14BD76B/1>

(14.04.13)

Prisnivået for råolje og jet fuel 2007-2012

http://www.airportwatch.org.uk/?page_id=2092

(14.04.13)

Widerøes minste fly nærmer seg 80 000 landinger

<http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/godt-resultat-i-wideroe-1.-kvartal/F7865346-966B-4621-898E-8941EB39DA28/1>

(14.04.13)

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Bankenes årlige utlånsrenter ved utgangen av året

<http://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrent/kvartal/2013-02-21?fane=tabell&sort=nummer&tabell=98307> (17.04.13)

80 % av aksjene solgt, SAS beholder 20 %

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2608127.ece> (04.05.13)

SAS selger Widerøe for 2 milliarder

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2607685.ece> (19.05.13)

NHO luftfart

www.nholuftfart.no/ (19.05.13)

Norsk økonomi forsetter å vokse- Nordea.com

<http://newsroom.nordea.com/no/2012/12/04/nordisk-okonomisk-oversikt-desember-2012-hap-om-en-lys-vinter/> (21.05.13)

Økonomiske rapporter

Widerøe, resultat 1. kvartal 2013

<http://www.wideroe.no/okonomi/2013>

Widerøe, resultatregnskap og balanse 2012

<http://www.wideroe.no/okonomi/2012>

Widerøe, styrets berertning, resultatregnskap og balanse 2011

<http://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=6240d4b3-5fa0-4488-9308-86ddfc17fb3c>

Widerøe, styrets beretning, noter, resultatregnskap og balanse 2010

<http://www.wideroe.no/okonomi/2010>

Widerøe, årsberetning 2009

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

<http://www.wideroe.no/okonomi/2009>

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Vedlegg A – Markedsdata for både OSEAX-kursen og SAS-kursen

Kilder:

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEAX&newt_menuCtx=1.6.3

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=SAS+NOK

Tabell 35 SAS-kursen og OSEAX-kursen

Dato	Siste Kurs OSEAX	Endring OSEAX	Siste Kurs SAS	Endring SAS
01.01.2007	502,38		206,91	
01.02.2007	528,12	5,12 %	244,89	18,36 %
01.03.2007	493,99	-6,46 %	209,9	-14,29 %
01.04.2007	521,83	5,64 %	229,9	9,53 %
01.05.2007	541,01	3,68 %	273,88	19,13 %
01.06.2007	569,34	5,24 %	277,87	1,46 %
01.07.2007	588,81	3,42 %	269,88	-2,88 %
01.08.2007	561,26	-4,68 %	277,87	2,96 %
01.09.2007	550,46	-1,92 %	223,9	-19,42 %
01.10.2007	576,21	4,68 %	189,91	-15,18 %
01.11.2007	588,66	2,16 %	185,42	-2,36 %
01.12.2007	567,65	-3,57 %	165,92	-10,52 %
01.01.2008	569,97	0,41 %	137,44	-17,16 %
01.02.2008	469,96	-17,55 %	108,95	-20,73 %
01.03.2008	487,58	3,75 %	89,96	-17,43 %
01.04.2008	484,89	-0,55 %	96,96	7,78 %
01.05.2008	535,53	10,44 %	82,56	-14,85 %
01.06.2008	574,29	7,24 %	77,56	-6,06 %
01.07.2008	528,46	-7,98 %	50,58	-34,79 %
01.08.2008	479,67	-9,23 %	73,17	44,66 %
01.09.2008	483,97	0,90 %	80,96	10,65 %
01.10.2008	365,4	-24,50 %	80,96	0,00 %
01.11.2008	305,55	-16,38 %	72,37	-10,61 %
01.12.2008	247,68	-18,94 %	52,58	-27,35 %
01.01.2009	270,2	9,09 %	70,17	33,45 %
01.02.2009	264,15	-2,24 %	73,37	4,56 %
01.03.2009	249,2	-5,66 %	38,38	-47,69 %

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

01.04.2009	271	8,75 %	47,92	24,86 %
01.05.2009	298,24	10,05 %	37,83	-21,06 %
01.06.2009	343,11	15,04 %	43,25	14,33 %
01.07.2009	338,3	-1,40 %	36,32	-16,02 %
01.08.2009	356,06	5,25 %	38,33	5,53 %
01.09.2009	347,15	-2,50 %	43,63	13,83 %
01.10.2009	365,3	5,23 %	51,95	19,07 %
01.11.2009	381,25	4,37 %	44,39	-14,55 %
01.12.2009	406,16	6,53 %	44,51	0,27 %
01.01.2010	420,09	3,43 %	41,36	-7,08 %
01.02.2010	409,94	-2,42 %	39,72	-3,97 %
01.03.2010	406,52	-0,83 %	26,61	-33,01 %
01.04.2010	425,22	4,60 %	28,88	8,53 %
01.05.2010	436,06	2,55 %	30,6	5,96 %
01.06.2010	396,54	-9,06 %	20,4	-33,33 %
01.07.2010	367,63	-7,29 %	19,8	-2,94 %
01.08.2010	416,19	13,21 %	22,3	12,63 %
01.09.2010	407,5	-2,09 %	22,5	0,90 %
01.10.2010	425,32	4,37 %	21,9	-2,67 %
01.11.2010	450,56	5,93 %	22,3	1,83 %
01.12.2010	450,11	-0,10 %	19,7	-11,66 %
01.01.2011	490,16	8,90 %	21,8	10,66 %
01.02.2011	494,57	0,90 %	22,1	1,38 %
01.03.2011	496,54	0,40 %	19,2	-13,12 %
01.04.2011	507,93	2,29 %	19,8	3,13 %
01.05.2011	503,74	-0,82 %	17,3	-12,63 %
01.06.2011	489,94	-2,74 %	17,2	-0,58 %
01.07.2011	477,24	-2,59 %	14	-18,60 %
01.08.2011	459,24	-3,77 %	10,4	-25,71 %
01.09.2011	431,01	-6,15 %	12,25	17,79 %
01.10.2011	384,05	-10,90 %	9,33	-23,84 %
01.11.2011	420,55	9,50 %	9,09	-2,57 %
01.12.2011	433,82	3,16 %	7,5	-17,49 %
01.01.2012	446,76	2,98 %	7,15	-4,67 %
01.02.2012	459,37	2,82 %	7,78	8,81 %
01.03.2012	487,16	6,05 %	6,35	-18,38 %
01.04.2012	486,34	-0,17 %	7,05	11,02 %
01.05.2012	475,75	-2,18 %	6,96	-1,28 %
01.06.2012	430,26	-9,56 %	5	-28,16 %
01.07.2012	462,04	7,39 %	4,67	-6,60 %
01.08.2012	472,99	2,37 %	5,28	13,06 %
01.09.2012	489,91	3,58 %	5,5	4,17 %

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

01.10.2012	500,77	2,22 %	6,56	19,27 %
01.11.2012	489,79	-2,19 %	5,41	-17,53 %
01.12.2012	486,28	-0,72 %	6	10,91 %
01.01.2013	490,52	0,87 %	6,7	11,67 %

Verdsettelse av Widerøe Flyveselskap

Vedlegg B – Bankens utlånsrente ved utgangen av året

Tabell 36 Gjeldskostnad

Gjeldskostnad for 2003-2012	
2012	4,76
2011	5,03
2010	4,61
2009	4,28
2008	7,28
2007	6,65
2006	4,70
2005	4,02
2004	3,99
2003	4,66
Sum	49,98
Gjennomsnitt	4,998