

Verdsettelse av Widerøe's Flyveselskap AS

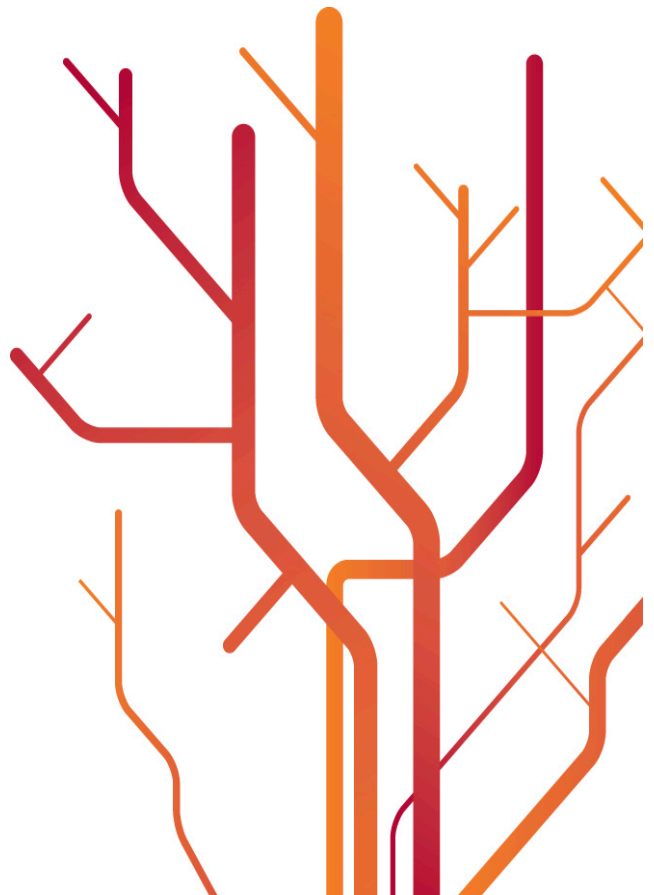


Kirsti Moe

Nina Opeide

Masteroppgave i økonomi og administrasjon
- studieretning økonomisk analyse (30 stp.)

Mai 2013



Forord

Denne avhandlingen marker avslutningen på vårt siviløkonomstudium ved Handelshøgskolen i Tromsø.

Bakgrunn for valg av fagdisiplin er verdsettelsesfagets evne til å inkludere store deler av den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studiet. I en slik oppgave får vi brukt ferdigheter opparbeidet fra blant annet økonomisk analyse, finans, bedriftsøkonomi og strategi. Det ferdige resultatet representerer dermed et svært godt mål på bredden i det en siviløkonom skal kunne beherske. Valg av verdsettelsesobjekt ble gjort på bakgrunn av Widerøes kritiske rolle i Norges, og spesielt Nord-Norges infrastruktur. Aktualiteten rundt salget av selskapet forsterket vår interesse, og gjorde at vi fikk lyst til å bidra i diskusjonen ved å foreta vår egen analyse av verdien.

Arbeidet med studien har vært svært utfordrende og lærerikt. Det ble samtidig mer krevende enn vi hadde forestilt oss, i hovedsak på grunn av at Widerøe ikke er børsnotert. Dette kombinert med den sterke konfidensialiteten rundt informasjon utover det som er offentliggjort, som oppsto grunnet salget, gjorde at vi måtte sette flere forutsetninger underveis.

Vi vil rette en stor takk til vår hovedveileder professor Terje Vassdal som har bidratt med sin kunnskap, tid og konstruktive innspill. Vi vil også takke vår biveileder førsteamanuensis Jan Yngve Sand som har hjulpet oss med sin innsikt i luftfartsindustrien og strategisk atferd.

Avslutningsvis vil vi takke familiene våre for god støtte, samt studiekameratene på kontor 5.342 som har gjort arbeidet med avhandlingen alt annet enn kjedelig.

Tromsø, 31. mai 2013

Kirsti Moe

Nina Opeide

Sammendrag

Formålet med denne avhandlingen har vært å estimere den teoretiske markedsverdien av Widerøes Flyveselskap AS, med bakgrunn i at morselskapet SAS ble måtte selge på grunn av likviditetsproblemer. Prosessen resulterte i en verdi på egenkapitalen på NOK 2 424 millioner.

Verdivurderingen er gjennomført i henhold til rammeverket fundamental analyse. I tråd med dette rammeverket startet vi med å kartlegge selskapet og bransjen de opererer i, luftfartsindustrien, før vi videre gjennomførte ulike analyser. Herunder en utførlig strategisk analyse der vi identifiserte de viktigste makro- og mikroøkonomiske faktorene som påvirker selskapets verdi. Modellverktøyene som ble benyttet her var PESTEL, Porters Five Forces, SWOT, samt en egenkomponert intern analyse der vi studerte selskapets styrker og svakheter. Videre gjennomførte vi en grundig analyse av regnskap og økonomisk stilling, i tillegg til at vi omgrupperte Widerøes regnskapsrapporter for verdivurdering i et investorperspektiv.

Hovedfunnene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble deretter anvendt som forankring for fremtidsbudsjetteringen av selskapets regnskaper i prognoseperioden.

Prognosene ble videre benyttet for å estimere verdien gjennom en diskontert kontantstrøm (DCF) verdsettelse, der fremtidige kontantstrømmer ble neddiskontert med avkastningskravet WACC. Verdiestimatet ble så rimelighetstestet ved økonomisk profitt og markedsbasert verdsettelse, samt en analyse av estimatets sensitivitet ovenfor endringer i nøkkelparametere. Studien avdekket at det foreligger en betydelig risiko i verdianslaget, og at de nye eierne har betalt relativt mye for selskapet.

Nøkkelord: Widerøe's Flyveselskap AS, Widerøe, luftfart, verdsettelse

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING	2
1.1	Bakgrunn og aktualisering	2
1.2	Formål	3
1.3	Problemformulering	3
1.4	Avgrensing	3
1.5	Oppgavens oppbygning	4
2	BRANSJE- OG SELSKAPSBESKRIVELSE	5
2.1	Bransjebeskrivelse	5
2.1.1	Luftfartsindustrien	5
2.1.2	Kostnadsstruktur	5
2.1.3	Inntektsdrivere	8
2.1.4	Konkurransen	10
2.2	Selskapsbeskrivelse	10
2.2.1	Introduksjon til selskapet	10
2.2.2	Virksomhetsområder	12
2.2.3	Konkurrenter	13
2.2.4	Eierforhold	15
3	TEORETISK FUNDAMENT OG METODE	16
3.1	Verdidrivere	16
3.1.1	Avkastning på investert kapital (ROIC)	16
3.1.2	Vekst (g)	17
3.1.3	Avkastningskravet (WACC)	17
3.2	Verdsettelsesmetoder	22
3.2.1	Fundamental verdsettelse	23
3.2.2	Komparativ verdsettelse	29
3.2.3	Opsjonsbasert verdsettelse	30
3.3	Forskningsdesign og valg av metode	32

3.3.1	Forskningsdesign	32
3.3.2	Valg av metode	32
3.3.3	Datainnsamling	33
3.3.4	Dataanalyse	33
3.3.5	Validitet og reliabilitet	33
4	ANALYSE AV STRATEGISK OG ØKONOMISK POSISJON	35
4.1	Strategisk analyse	35
4.1.1	Formål og oppbygning av analysen	35
4.1.2	Ekstern analyse	35
4.1.3	Intern analyse	54
4.1.4	Delvis oppsummering - SWOT	56
4.1.5	Oppsummering – strategisk posisjon	57
4.2	Regnskapsanalyse	59
4.2.1	Formål med analysen	59
4.2.2	Forutsetninger	59
4.2.3	Presentasjon av regnskapene	61
4.2.4	Omgruppering av regnskapene	63
4.2.5	Endelig omgruppering av regnskapet presenteres	71
4.3	Analyse av lønnsomhet og vekst	73
4.3.1	Lønnsomhetsanalyse – ROIC	73
4.3.2	Vekstanalyse	74
5	VERDIVURDERING	78
5.1	Prognoser for fremtiden	78
5.1.1	Prognose av resultatregnskap og NOPLAT	78
5.1.2	Prognostisert investert kapital	85
5.1.3	Prognostisert ROIC og fri kontantstrøm (FCF)	89
5.2	Avkastningskravet – WACC	90
5.2.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	90
5.2.2	Etter-skatts kostnaden av gjeld	96
5.2.3	Markedsverdien av egenkapital og gjeld	98
5.2.4	Utrekning av avkastningskravet	99
5.3	Verdiberegning	100
5.3.1	Diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden	101

5.3.2	Terminalverdi	101
5.3.3	Verdi av egenkapital	102
5.4	Alternative verdibetraktninger	102
5.4.1	Økonomisk profitt verdsettelse	103
5.4.2	Markedsbasert verdsettelse	103
5.5	Sensitivitetsanalyse	106
5.5.1	Endringer i WACC og langsiktig vekst	106
5.5.2	Endringer i NOPLAT	107
5.5.3	Endring i andre usikre parametere	108
6	DISKUSJON OG KONKLUSJON	112
6.1	Diskusjon	112
6.1.1	Post-script: Salg av Widerøe	113
6.2	Konklusjon	115
	LITTERATURLISTE	116
	Økonomiske rapporter	118
	Internettkilder	118
	VEDLEGG	123
	Vedlegg 1: Resultatregnskap Widerøe 2007-2011	123
	Vedlegg 2: Balanse Widerøe 2007-2011	124
	Vedlegg 3: Resultatregnskap og balanse Widerøe, 2012	126
	Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert resultatregnskap	130
	Vedlegg 5: Fullstendig omgruppert balanse	131
	Vedlegg 6: Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning for Norwegian	133
	Vedlegg 7: Økonomisk profitt verdsettelse	135
	Vedlegg 8: Data for BNP, rente og passasjertrafikk	135

Figuroversikt

FIGUR 1 UTVIKLING I RÅOLJEPRIS 2007-2013	38
FIGUR 2 BNP OG PASSASJERTRAFIKKUTVIKLING 2000-2011	41
FIGUR 3 HISTORISK BNP UTVIKLING OG ESTIMERT FREMTIDIG UTVIKLING	42
FIGUR 4 KREFTER SOM DRIVER INDUSTRIKONKURRANSEN.	49
FIGUR 5 KONKURRANSEKREFTER OPPSUMMERT	53
FIGUR 6 SWOT ANALYSE	57
FIGUR 7 UTVIKLING AV 1-ÅRS GLIDENDE BETA FOR NORWEGIAN 2008-2012	94

Tabelloversikt

TABELL 1 OVERSIKT AVGIFTER	37
TABELL 2 PROGNOTISERT RÅOLJEPRIS 2013-2025	39
TABELL 3 BNP OG RENTES EFFEKT PÅ PASSASJERTRAFIKK	42
TABELL 4 ENHETSKOSTNADER (CASK)	56
TABELL 5 ENHETSINNTEKTER (RASK)	56
TABELL 6 ESTIMERT ÅRSRESULTAT 2012	61
TABELL 7 RESULTATREGNSKAP 2007-2012	62
TABELL 8 BALANSE 2007-2012	62
TABELL 9 OMGRUPPERING AV SKYLDIG KONSERNBIDRAG	64
TABELL 10 OVERSIKT UNORMALE INNTEKTER	66
TABELL 11 PENSJONSKOSTNADER	67
TABELL 12 OVERSKUDDSLIKVIDITET	68
TABELL 13 OVERSIKT LEASING	71
TABELL 14 OMGRUPPERT BALANSE	71
TABELL 15 DRIFTSRELATERT SKATTESATS	72
TABELL 16 OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	72
TABELL 17 ROIC	73
TABELL 18 DEKOMPONERT ROIC	74
TABELL 19 INNTEKTSVEKST	75
TABELL 20 UTVIKLING I INNTEKTSDRIVERE	75
TABELL 21 UTVIKLING I NOPLAT	77
TABELL 22 VEKST I INVESTERT KAPITAL	77
TABELL 23 LØNNKOSTNADER	81
TABELL 24 AVSKRIVNINGER	82
TABELL 25 ANNEN DRIFTSKOSTNAD	83
TABELL 26 DRIFTSKOSTNAD FLY OG BYGNINGER	83
TABELL 27 AVGIFTER OG PROVISJONER	84
TABELL 28 LEIE- OG LEASINGKOSTNADER	84
TABELL 29 PROGNOTISERT NOPLAT	85
TABELL 30 DRIFTSRELATERT ARBEIDSKAPITAL	86
TABELL 31 NETTO ANLEGGSMIDLER	87
TABELL 32 KAPITALISERT OPERASJONELL LEASING	88
TABELL 33 PROGNOTISERT INVESTERT KAPITAL	88
TABELL 34 PROGNOTISERT ROIC	89
TABELL 35 PROGNOTISERT FRI KONTANTSTRØM	89
TABELL 36 BETA OG FORKLARINGSGRAD	93
TABELL 37 INDUSTRIBETA	95
TABELL 38 GJELDSRENTE	97
TABELL 39 WACC	100

TABELL 40 DISKONTERT FRI KONTANTSTRØM.....	101
TABELL 41 DCF VERDIESTIMAT.....	102
TABELL 42 ØKONOMISK PROFITT VERDIESTIMAT.....	103
TABELL 43 P/B VERDIESTIMAT.....	104
TABELL 44 P/E VERDIESTIMAT.....	105
TABELL 45 EV/EBITDA MULTIPLIKATOR.....	106
TABELL 46 ENDRING I WACC OG LANGSIKTIG VEKST.....	107
TABELL 47 ENDRING I NOPLAT.....	108
TABELL 48 TABELLARISK OPPSETT AV VÅRE VERDIESTIMATER.....	113

Begrepsavklaring

ASK Available Seat Kilometer – Produksjon målt i tilgjengelige setekilometer

BNP – Brutto nasjonalprodukt

CAPM Capital Asset Pricing Model – Kapitalverdimodellen

CASK Cost Per Available Seat Kilometer – Enhetskostnader

DCF Discounted Cash Flow – Diskontert kontantstrøm

EBITA Earnings Before Interest, Taxes and Amortization

EBITDA Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

Economic-profit – Økonomisk profitt

EV Enterprise Value – Selskapsverdien

FCF Free Cash Flow – Fri kontantstrøm

Investert kapital - Kapital investert i selskapets kjerneaktiviteter

Kabinfaktor – Utnyttelse av tilgjengelig kapasitet

NGAAP Norwegian Generally Accepted Accounting Principles

NOPLAT Net Operating Profits Less Adjusted Taxes – Netto driftsresultat fratrukket justert skatt

OSEBX Oslo Børs Hovedindeks

RASK Revenue per available seat kilometer – enhetsinntekter

ROIC Return on Invested Capital – Avkastning på investert kapital

RONIC Return on New Invested Capital – Avkastning på ny investert kapital

RPK Revenue Passenger Kilometer – Inntekt målt i solgte setekilometere

TV Terminalverdien

WACC Weighted Average Cost of Capital – Avkastningskravet til total kapitalen

YIELD Inntekt per solgt setekilometer

1 Innledning

1.1 Bakgrunn og aktualisering

Widerøes Flyveselskap AS (heretter omtalt som Widerøe) har siden de ble etablert i 1934 innehatt en viktig rolle innenfor norsk luftfart, og kan på mange måter anses som en livsnerve for distriktene i landet. Selskapet har i en årrekke sørget for at folk både kan bosette seg og drive virksomhet over hele landet, og på den måte bidrar de til å knytte vårt landstrakte land sammen.

12. november 2012 presenterte den konkurstruede SAS-gruppen sin nye spareplan for å oppnå tilstrekkelig likviditet til å kunne drive videre. Et av hovedpunktene i planen var at det suksessfulle datterselskapet, den grønne juvelen Widerøe måtte selges. Media presenterte raskt ulike potensielle investorer, samt at flere begynte å spekulere i hva et selskap som Widerøe kunne være verdt, og om det i det hele tatt hadde noen verdi uten å være under SAS' vinger.

Det er altså flere aspekter som gjør Widerøe som selskap til et interessant verdivurderingsobjekt. Luftfartsindustrien har de siste årene gjennomgått drastiske endringer som følge av offentlige reguleringer og lavprisaktørens inntreden i markedet. Dette har ført til at konkurransen har endret seg markant, og tradisjonelle selskaper sliter med å drive økonomisk. Widerøe har likevel vist seg å være lønnsomme år etter år, med en sterk posisjon på det norske regionale rutenettet.

Samtidig som fagfeltet verdivurdering er interessant grunnet den brede kombinasjonen av fagkunnskap som må anvendes, følte vi at Widerøe ville representere et spennende forskningsobjekt. Først og fremst fordi vi ikke kunne finne noen tidligere utredninger med formål om å verdsette selskapet. Videre grunnet at man ved et salg vil kunne få "fasiten", det virkelige svaret på problemstillingen. Salget har også vært jevnlig diskutert i media, noe som peker på en aktuell nytteverdi også utover vår egen interesse. Studien "Verdsettelse av Widerøes Flyveselskap AS" kan i tillegg til dette gjøre nytte som et deskriptivt eksempel på hvordan en bør gå frem for å verdsette et selskap som ikke er notert på børs. Dette er noe som innebærer store utfordringer, spesielt i forhold til mengden data en har tilgjengelig.

1.2 Formål

Formålet med denne oppgaven er å estimere den teoretiske markedsverdien av egenkapitalen til Widerøe, med bakgrunn i at Widerøe i slutten av 2012 ble ”lagt ut” for salg.

1.3 Problemformulering

Vi vil bruke fundamental verdsettelsesteori for å gi et estimat på den teoretiske markedsverdien av Widerøe. På bakgrunn av dette har vi definert følgende problemstilling:

”Hva er verdien av Widerøe’s Flyveselskap AS?”

Denne problemformuleringen, og studien den legger opp til, anser vi på bakgrunn av overnevnte drøftelser vil gi nytteverdi utover vår egen, spesielt til økonomistudenter og andre med interesse for økonomiske fagretninger.

1.4 Avgrensning

Vi har tatt en posisjon som eksterne analytikere, og oppgaven skrives på bakgrunn av allmenn tilgjengelig informasjon. I forbindelse med at Widerøe var i en salgsprosess kunne lite informasjon utover dette offentliggjøres, og underveis i oppgaven har vi tatt nødvendige forutsetninger, som vi selv mener har godt feste i virkeligheten. Disse redegjøres for fortløpende.

Verdiestimatet fremkommer gjennom en anvendelse av fundamental verdsettelse og den såkalte diskontert kontantstrøm metoden (DCF). Vi vil i tillegg diskutere alternative verdibetraktninger som vi anser som egnede for studien.

Vi har videre en avgrensning i forhold til Widerøes få direkte sammenlignbare konkurrenter. Vi har derfor valgt å ikke gjennomføre sammenligninger mot konkurrenter i regnskapsanalysen, men heller se på en tidsserieanalyse av Widerøes utvikling.

Vi har også valgt å sette en grense for ny informasjon. Dette settes til 30.04.2013, og det vil derfor kun tas hensyn til informasjon tilgjengelig før nevnte dato.

1.5 Oppgavens oppbygning

Kapittel 2 vil presentere Widerøe som selskap, dets historie og luftfartsindustrien, bransjen Widerøe opererer i. Videre i kapittel 3 viser vi studiens teoretiske fundament, og valg av metode for verdsettingen.

Kapittel 4 og 5 utgjør majoriteten av oppgaven og omhandler de ulike analysene gjennomført for å avdekke/komme frem til Widerøes verdi. Kapittel 4 dekker både historiske og nåværende analyser av selskapets strategi og økonomiske stilling. Her gjennomfører vi både eksterne og interne analyser av historisk prestasjon og nåværende markedsforhold.

Kapittel 5, verdivurdering, presenterer innledningsvis prognoser for fremtidig inntjening, som danner grunnlaget for de videre beregningene. Etterfølgende utreder vi de ulike beregningene som inngår i vår valgte verdsettelsesmodell, herunder fri kontantstrøm, avkastningskravet WACC og selve verdiberegningen. Avslutningsvis i kapitlet foretar vi alternative verdiberegninger og sensitivitetsanalyser for å supplere verdiestimatet med ytterligere validering.

I kapittel 6 utføres diskusjoner av resultatene utledet i kapittel 5, hvor vi presenterer en sammenstilling av de ulike verdiestimatene. Avslutningsvis følger studiens konklusjon, der vi drøfter verdiestimatet opp mot den faktiske salgsprisen.

Alle beregninger, figurer og tabeller i denne studien vil for øvrig være oppført i 1000 NOK dersom ikke annet er nevnt.

2 Bransje- og selskapsbeskrivelse

I dette kapittelet vil vi først presentere ulike forhold som karakteriserer bransjen Widerøe opererer i, luftfartsindustrien. Videre vil vi gjøre rede for Widerøe som selskap, herunder dets historie, virksomhetsområder, viktigste konkurrenter og nåværende situasjon.

2.1 Bransjebeskrivelse

2.1.1 Luftfartsindustrien

Luftfartsindustrien presenterer på mange måter et paradoks, da industrien har opplevd kontinuerlig og sterk vekst i løpet av de siste 50 årene, samtidig som industrien har en svak lønnsomhets margin på 0,5 %. Veksten i verdens flytrafikk har over de siste 30 årene i gjennomsnitt vært på ca. 5 % [1], hvor årlig vekst i flytrafikken har vært nesten det dobbelte av årlig vekst i BNP. Luftfartsindustrien er syklisk, noe som vil si at aktiviteten i industrien varierer med sesongene og konjunktursituasjonen i løpet av et år. Dette påvirker vekstraten, samt lønnsomheten fra år til år.

På det globale markedet operer omkring 2000 flyselskap med mer enn 23 000 fly som dekker over 3800 flyplasser [2]. I 2012 ble om lag 2,9 milliarder passasjerer fraktet på verdensbasis. Innlandstrafikken i Norge har vokst relativt jevnt, med unntak av små perioder med nedgang, blant annet ved finanskrisen i 2009. Fra 2010 til 2011 opplevde innlandsaktiviteten en ny vekstakselerering på 13 % sammenlagt, med totalt 14,2 millioner innlandspassasjerer (Denstadli & Rideng, 2012).

2.1.2 Kostnadsstruktur

Luftfartsindustrien preges av høye kostnader hvor kostnadselementene kan kategoriseres som variable og faste driftsrelaterte kostnader og ikke-driftsrelaterte kostnader. Den vanligste kategoriseringen identifiserer følgende fem enheter som ikke-driftsrelaterte kostnader (Doganis, 2002):

1. Gevinster eller tap fra pensjonering av eiendom, anlegg og utstyr.
2. Rente betalt på lån, samt all rente mottatt fra bank eller andre depositum.
3. All profitt eller tap oppstått fra et flyselskaps affilierte selskap.
4. Andre ikke-driftsrelaterte elementer som ikke faller innenfor noen av de andre kategoriene, slik som gevinster eller tap fra utenlands valutatransaksjoner eller fra salg av aksjer eller verdipapirer.

5. Det siste elementet inkluderer alle direkte eller indirekte myndighetssubsidier eller skatter på profitt eller andre foretaksskatter.

Driftsrelaterte kostnader

Variable kostnader er kostnader som kan unngås direkte på kort sikt. Dette er kostnader som uteblir hvis en flyvning eller en serie av flyvninger kanselleres. De største variable kostnadene er drivstoff, flybesetningens lønn, navigasjonssystem som brukes under flyvningen, avgifter, kostnader for passasjermåltider og lignende. Mindre åpenlyse kostnader er de forbundet med vedlikehold og utskiftninger som klassifiseres som variable. Flere vedlikeholdskontroller av ulike deler av flyet som både involverer lønnskostnader og utskiftning av reservedeler. Disse er som regel planlagt å foregå etter et visst antall timer med flyvning eller etter et foreskrevet antall av flyvningssykluser (en take-off og landing), og vil sådan klassifiseres som variable (Doganis, 2002).

Faste kostnader er de driftsrelaterte kostnadene som på kort sikt ikke varierer med spesifikke flyvninger eller en serie flyvninger. De er kostnader som på kort eller mellom-lang sikt ikke er unngåelige. De kan ikke endres innenfor en planlagt periode, da justeringer av flåten, ansatte og vedlikeholds krav er satt til å møte en bestemt timeplan (Doganis, 2002). Vanligvis introduseres nye rutetilbud to ganger i året, noe som gjør at kostnadene vil være faste eller så å si faste på en ett- til toårig basis, avhengig av hvor raskt selskapet klarer å tilpasse seg. Altså vil de fleste mannskapskostnadene for piloter, kabinbesetning, eller vedlikeholds ingeniører være faste på kort sikt (Doganis, 2002). Dette vil også gjelde leasingkostnader, da flyflåten ikke kan endres på kort sikt.

Det viktigste kostnadselementet er kostnaden av flydrift, som er det absolutt største elementet av faste driftsrelaterte kostnader som dekker avskrivning og leasing kostnader, samt forsikring av fly etterfulgt av drivstoff, olje, landingsavgift og bakkekostnader (Doganis, 2002).

Nettopp grunnet de høye kostnadene oppnår sjelden flyselskapene høyere nettopprofitt etter rente og skatt på over 2% av inntekten. Det som avgjør lønnsomheten til aktørene er flyselskapets evne til å generere enhetsinntekter som er høyere enn dens enhetskostnader (Doganis, 2002). Til tross for høye driftsrelaterte kostnader presenterer ikke dette nødvendigvis et etableringshinder for nye aktører som ønsker å entre industrien, da store deler

av de nødvendige investeringene kan unngås ved å kjøpe tjenester som for eksempel bakkehåndtering, istedenfor å utføre det selv, samt mulighetene for leasing av fly.

Stordriftsfordeler

Det fokuseres mye på stordriftsfordeler ved etablering og utvikling av strategi for flyselskaper, da dette vil redusere enhetskostnadene. Risikoen for manglende oppnåelse av stordriftsfordeler anses som et insentiv for å unngå etablering fra nye aktører [3].

Skalaøkonomi i luftfarten er et resultat av nettverksdesignet, altså hvordan rutenettet er organisert. I følge Steen (2005) kan skalaøkonomi oppnås gjennom tre ulike dimensjoner:

1. Flystørrelsen, hvor større fly reduserer gjennomsnittskostnadene per passasjer, og muliggjør bedre kapasitetsutnyttelse.
2. Flåtestørrelse og kapasitetsutnyttelse, hvor landingsavgifter faller med økende passasjerantall i tilfeller hvor avgiften er basert på vekt og ikke antall passasjerer. En større flypark vil også gi lavere enhetskostnader da de faste kostnadene vil fordeles på et større grunnlag.
3. Lengden på rutene, der lengre ruter fører til en reduksjon i kostnadene per setekilometer.

Utnyttelsen av slike forhold vil kunne gi langt høyere profitt, som er årsaken til at enkelte selskap finner det svært lønnsomt å drive innenfor bransjen. Kostnadsstrukturen varierer veldig fra selskap til selskap, noe som henger sammen med at valgt strategi har stor påvirkning på kostnadsstruktur og kostnadsnivå (Doganis, 2002).

Nettverksdesign

Valg av nettverksdesign gjøres på bakgrunn av nettverksøkonomien som kan oppnås, altså skala, samdrift og tetthetsøkonomi (Steen, 2005). Innen luftfart er det tre ulike nettverksstrukturer som benyttes; linjenettverk, gitternettverk og nav-eke-nettverk, som alle gir ulike fordeler og ulemper.

I et linjenettverk starter flyet på en base og reiser via flere mellomstopp langs en linje før det når sin endelige destinasjon (Steen, 2005). Denne typen nettverk er vanlig for små fly som reiser korte distanser. Widerøe benytter seg i stor grad av slike flyvninger på distriktsrutene, hvor de bruker stoppene til å fylle drivstoff og ta på flere passasjerer som skal til samme destinasjon. Linjenettverk byr på både etterspørsels- og kostnadsulemper da kostnadene blir

høye ved mange stop samtidig som de spres utover et lite antall passasjerer, dermed oppnår selskapene lav kabinfaktor og lav inntekt (Steen, 2005).

Gitternettverk er noe som ofte benyttes i nasjonale luftfartsnett hvor nettverksarkitekturen er basert på en ”triangel” mellom flere flyplasser som gir den fordel at flyene kan brukes på mange ruter uten å måtte returnere først. Et slikt design gir høy tidsutnyttelse på både fly og mannskap og fører til økninger i både frekvens og passasjerstrøm i nettverket (Steen, 2005).

Nav-eke-nettverk er bygget opp ved at man har en eller flere hovedflyplasser (nav) som hver har en rekke tilkoblede ruter (eker) som gjør det mulig å kombinere flere flyruter ved at passasjerer fra ulike destinasjoner samles før de flys videre. Et slikt design byr på frekvensfordeler i likhet med gitternettverk i tillegg til den fordel at mulige destinasjoner økes betydelig (Steen, 2005).

Valg av nettverkdesign vil også avhenge av valgt strategi, da de tre nettverkstypene byr på svært ulike kostnader og frekvensfordeler (Steen, 2005). I enkelte tilfeller vil det ikke være mulig å designe nettverket fritt da strukturelle eller økonomiske begrensninger vil eksistere. Dette vil være tilfelle for Widerøe som operer mange av flyvningene sine på anbud og dermed må benytte seg av et linjenettverk for å dekke de geografiske områdene spesifisert i anbudskontraktene. Ikke alle flyselskap velger å benytte seg av et nettverksdesign. Vi ser at flere av de nye lavkostnadselskapene, som for eksempel Norwegian, heller benytter en punkt-til-punkt strategi, hvor de flyr direkte mellom populære destinasjoner.

2.1.3 Inntektsdrivere

ASK

Available Seat Kilometer, tilgjengelige setekilometer er et mål på produksjonen til et flyselskap gjennom tilgjengelig kapasitet (Doganis, 2002). ASK i seg selv sier ikke noe om lønnsomheten til selskapet eller inntekt, men kun tilgjengelig kapasitet og der igjennom inntjeningspotensialet. ASK måler antall tilgjengelige seter for transportering av passasjerer multiplisert med distansen som flys i kilometer. ASK kan dermed utledes direkte fra antall seter i flyparken og kan kun forbedres gjennom utvidelse av flyflåten eller utskiftning til større fly. ASK øker når størrelsen på flyene øker.

RPK

Revenue Passenger Kilometer er et mål på inntekten per solgte flysete og henger derfor tett sammen med ASK. RPK måler antallet inntektsgivende passasjerer multiplisert med distansen flydd i kilometer (Doganis, 2002).

Kabinfaktor

Kabinfaktor sier noe om kapasitetsutnyttelsen til et flyselskap da dette er forholdet mellom ASK og RPK (Doganis, 2002). Kabinfaktoren måler altså hvor mange av de tilgjengelige setene som er fylt med betalende passasjerer. Kabinfaktor kan derfor anses som et mål på produktiviteten til selskapet, gjennom deres evne til å fylle flyene og dermed forbedre lønnsomheten.

Yield

I luftfartsindustrien er yield et vanlig mål på inntekt, hvor yield er inntekten per solgte setekilometer (RPK). Yield kan defineres som den gjennomsnittlige oppnådde inntekten per passasjerkilometer. Passasjeryield kan kalkuleres ved å dividere totale passasjerinntekter fra en flyvning på antallet passasjerkilometer generert på flyvningen (Doganis, 2002).

Yield avhenger av flere faktorer hvor den viktigste faktoren vil være selve prisingsstrategien til selskapet, da yield utledes av inntektene som oppnås gjennom billettprisene. I tillegg til dette vil geografisk plassering ha stor betydning for størrelsen på yield, hvor europeiske flyselskap, i sær aktører i Nord Europa generelt sett oppnår en mye høyere yield enn eksempelvis asiatiske selskap (Doganis, 2002). Dette henger sammen med den generelle levestandarden og kostnadsnivået i Europa samt geografiske påvirkninger fra lengden på flyvningene. Mengden konkurranse på rutene vil også prege yield, hvor ruter med svært mange tilbydere vil drive ned prisene og sådan yield. Rutelengde har også en betydelig påvirkning hvor yield faller med økt lengde på flyvningen. Basert på dette vil også trafikksammensetningen til flyselskapene påvirke yield, da valg av ruter, lengde og geografisk lokalisering alle vil ha konsekvenser for yield. Doganis (2002) påpeker at rutesammensetningen vil ha en større kollektiv effekt på yield enn det noen enkeltruter vil ha. Til slutt påpeker han at valutakurser og svingninger vil påvirke yield for internasjonale aktører, noe som ikke vil være aktuelt for Widerøe.

Et annet viktig mål på inntekter er RASK, revenue per available seat kilometer. Dette regnes som yield multiplisert med kabinfaktor, og er et godt mål på selskapets enhetsinntekter.

2.1.4 Konkurransen

Den norske luftfartsindustrien er ikke like sterkt preget av konkurranse som den internasjonale da vi i Norge har et duopol bestående av to store aktører, SAS gruppen (herunder datterselskapet Widerøe) og Norwegian Air Shuttle (heretter referert til som Norwegian). Internasjonalt er konkurransen veldig sterk da det er mange aktører på markedet, samtidig som enkelte spekulerer over at vi nå kommer inn i en periode preget av større tilbud enn etterspørsel. Det er for mange fly, for mange ruter og for stort tilbud [4] .

Alle industrier, selskaper og produkter har en naturlig livssyklus bestående av en oppstartsfase, en sterk vekstfase, en modningsfase og nedgangs fase (Johnson, Whittington, & Scholes, 2012). Luftfartsindustrien er en moden industri som kjennetegnes ved at markedet er fullstendig mettet. Etterspørselen er begrenset til en slags ”erstatnings”-etterspørsel, slik at all opplevd etterspørsel kommer fra nye konsumenter som erstatter de tidligere, samt at veksten er lav eller ikke-eksisterende (Hill & Jones, 2009). Veksten som eksisterer i industrien kommer fra ekspansjon i populasjonen som fører til nye konsumenter i markedet eller en økt ”erstatnings” etterspørsel. Dette gir begrensede muligheter for aktørene å akselerere veksten gjennom prisingstiltak eller økt promotering. Når en industri entrer modenhetsfasen øker tradisjonelt sett inngangsbarrierene som fører til at trusselen for nye inntrengere synker. Ettersom veksten sakker ned kan ikke bedriftene opprettholde deres historiske vekstrate ved kun å holde på deres markedsandel, noe som skaper konkurranse om markedsandelene som kan drive ned prisene og derved føre til priskrig. Da vekstpotensialet for aktørene er begrenset grunnet metningen i markedet vil aktørene måtte fokusere på kostnadsreduksjoner og oppbygning av merkeloyalitet for å overleve i en slik industri (Hill & Jones, 2009).

2.2 Selskapsbeskrivelse

2.2.1 Introduksjon til selskapet

Widerøe er et norsk flyselskap heleid av SAS konsernet. Selskapet er Nordens største regionale flyselskap med om lag 1400 medarbeidere og en årlig omsetning på 3,3 milliarder kroner. I Norge har de det største innenlandske rutenettet der de betjener hele 40 flyplasser, i tillegg til 6 i utlandet. På årlig basis utgjør dette transport av 2,5 millioner passasjerer [5].

Dette antallet fordeler seg mellom kommersielle ruter innenriks og til utlandet, og anbudsruiter i distriktene.

Widerøe har et heleid datterselskap, Widerøe Internett AS (WIAS), som blant annet er ansvarlig for driften av nettsiden wideroe.no. Nettsiden har de siste årene blitt utviklet til en komplett søkemotor for å finne både fly, hotell og leiebil. Selskapet jobber også med konsulentvirksomhet og utvikler løsninger for andre selskap. WIAS hadde i 2011 salgssinntekter på 28,3 millioner, og en driftsmargin på 28,6 % [6].

Widerøes historie går tilbake til 19. Februar 1934, da Viggo Widerøe sammen med fire andre flyentusiaster stiftet Widerøe's Flyveselskap A/S. Det første flyet til selskapet var et grønnlakkert Waco sjøfly, og grønn har siden da vært selskapets farge. I de første årene var virksomheten knyttet til taxi-, ambulanse-, skole- og fotoflyvning, samt enkelte ruteflygninger med sjøfly. 1954 fikk de kontrakt på ruteflygninger for SAS i Nord-Norge, og først da ble ruteflygninger den største inntektskilden. Senere ble sjøflyene erstattet med landfly da myndighetene besluttet å etablere kortbaneflyplasser i distriktene. I 1968 ble de første rutene åpnet, og Widerøe var da med på å starte flygningene på det regionale flyplassnett. I 1970 ble Widerøe reorganisert, da selskapet ønsket å spille en ledende rolle i utviklingen av flyruiter i distriktene. En forretningsidé om rendyrket rutedrift ble realisert, blant annet ved tilføring av ny kapital, noe som ga selskapet sterk vekst. Utviklingen har siden den tid vært stor, noe som har gjort Widerøe til en betydelig transportør i distrikts-Norge. I 1980 kjøpte de opp flyselskapet Norsk Air, som hadde hovedbase på Sandefjord lufthavn Torp. Dette markerte starten på de kommersielle flygningene til selskapet [5].

Widerøes visjon er å bli Europas ledende regionale flyselskap [7], noe som jobbes med kontinuerlig gjennom kvalitets- og lønnsomhetsforbedringer. Selskapet ønsker å bli forbundet med langsiktighet og troverdighet, og deres forretningsidé er å spare tid for de som reiser med dem [8]. Dette viser at også punktlighet er viktig for Widerøe. I september 2012 fikk de utmerkelsen "Årets flyselskap", en kåring som utføres hvert år av Den Europeiske Flyorganisasjonen (ERA). Kriteriene som lå bak prisen var kvalitet, økonomi og posisjon, og juryen berømmet Widerøe for å være forutsigbar i et uforutsigbart miljø. Widerøe mottok også priser for både kundebehandling, markedsføring og ledelse i ulike kåringer som foregikk i 2012 [7].

Flyflåte

Widerøe opererer per 2012 en flyflåte på 39 fly av typen Bombardier Dash-8 turbopropell. Disse er fordelt mellom 20 Dash 8 100, 3 Dash 8 Q200, 8 Dash 8 300 og 8 Dash 8 Q400. De to førstnevnte tar 39 passasjerer og benyttes på kortbaneflyplasser i distriktene, mens de sistnevnte tar henholdsvis 50 og 78 passasjerer, og trenger dermed noe lengre rullebaner [5].

Alle flyene er bygget mellom 1990 og 2010 og har en gjennomsnittlig alder på 14,9 år. Flyenes økonomiske levetid er på 20 år, men Widerøe utfører selv mye vedlikehold og utskiftning av alle deler slik at levetiden øker. Det er kun de to største flytypene som fortsatt er i produksjon hos leverandøren.

Widerøe både eier og leaser flyene sine. Det er stort sett de minste flytypene som er eid av selskapet, mens flere av de store flytypene leases. I hovedsak benyttes operasjonelle leasingkontrakter med blant annet morselskapet SAS.

2.2.2 Virksomhetsområder

Widerøes daglige virksomhet er delt mellom ordinære kommersielle flygninger og konsesjonsflygninger på kortbanenettet i distriktene. I dag utgjør de kommersielle rutene om lag 60 % av selskapets virksomhet, mens anbudsrutene står for de resterende 40 %. I praksis er skillet mellom virksomhetsområdene noe diffust, da de både opererer konsesjons- og kommersiell flygning fra de samme flyplassene. Totalt har de en markedsandel på om lag 16 % i Norge (Widerøe, 2011). I tillegg til de daglige flygningene tilbyr Widerøe tidvis også utleie av hele fly med besetning for chartervirksomhet.

Kommersiell flygning

Widerøe flyr kommersielt både i Norge og til utlandet. På grunn av økt passasjermengde har selskapet de siste årene startet opp flere ruter fra små distriktsflyplasser, ofte som direkteruter inn til de større flyplassene. De nevner i sine årsberetninger at de fortsatt har som mål å øke sine kommersielle flygninger, da disse rutene innebærer lavere enhetskostnader og større muligheter for skalafordeler enn anbudsrutene.

Anbudsruiter

I 2011 ble 19 ruteområder i distriktene fra Nordland og sørover utlyst på anbud, og Widerøe fikk til slutt enerett på å drive flygninger på 18 av disse rutene [9,10]. Anbudskontraktene har

en varighet på fire år, foruten om ruter som er lokalisert i svært perifere regioner hvor kontraktperioden er på fem år. 12 av Widerøes nåværende anbudskontrakter har en varighet på fem år og går først ut 31.03.2017. De resterende 6 anbudskontraktene til selskapet har en varighet på fire år og går ut 31.03.2016 [11]. Widerøe har også de siste årene hatt anbudet for konsesjonsflygningene i Finnmark, og fikk i 2013 fornyet tillit på disse rutene også i fem år til [12]. Widerøe har som mål å beholde sin sterke posisjon på anbudsrutene, der de nå har en markedsandel på over 90 % (Widerøe, 2011).

2.2.3 Konkurrenter

Widerøe er et flyselskap som kan anses som tredelt når det gjelder virksomhetsområder, markeder og konkurranse. På enkelte strekninger opplever selskapet stor konkurranse da det er flere aktører som driver kommersielle flyvninger her, mens de på andre strekninger nesten kan anses å ha monopol. Vi finner det hensiktsmessig å dele inn markedet etter Widerøes to hovedtyper flyvninger: anbudsruiter (herunder kortbane operasjoner) og kommersielle flyvninger.

Anbudsruiter (herunder kortbane flyvninger)

Den norske luftfartsindustrien er stekt preget av konsesjoner på distrikts- og regionale ruter. I 2011 ble det lagt ut anbudsutlysninger på 19 ruteområder, mens det i 2012 var utvidet med to tilleggs ruteområder, rutenettet for Troms- og Finnmark.

En konsesjon er å gi en markedsaktør en særlig rettighet til å økonomisk utnytte noe som det offentlige eier eller disponerer. For å sikre et godt flyrutetilbud på strekninger det der ikke er bedriftsøkonomisk lønnsomt å drive flyruter, kjøper staten flyrutetjenester av flyselskap på 28 regionale lufthavner og to stamlufthaver i Norge. Konsesjon for å drive disse rutene blir tildelt flyselskap etter anbudskonkurranse som er åpen for alle flyselskap som er godkjent for å drive i EØS-området [13].

Anbudsmarkedet er ikke like sterkt preget av konkurranse som det kommersielle, da det er færre, mindre aktører som konkurrerer her. I dette segmentet vil konkurransen omhandle om å vinne selve anbudet da strekningene i seg selv ikke er preget av konkurranse. Flyselskapene som deltok i anbudsrunder i 2012 og dermed Widerøes største konkurrenter på kortbane operasjoner og anbud er Svenska Direktflyg AB, NexJet AB, AVIES AS, Helitrans AS, North Flying A/S, UAB DOT LT og Danish Air Transport A/S. Til tross for flere aktører på dette

markedet stiller Widerøe sterkt da de som nevnt vant anbud på majoriteten av ruteområdene i 2012.

Widerøe har liten konkurranse når det kommer til kortbaneoperasjoner da de stiller som overlegne på anbudsutlysninger for flyplasser med kort rullebane, fordi de er de eneste som klarer å kombinere dette med 30 seters fly og trykkabin (Lian, Thune- Larsen, & Draagen, 2010). Danish Air Transport A/S mener samferdselsdepartementet har skapt en monopolsituasjon på kortbanenettet i Nord-Norge gjennom kravet om satellittbasert innflyging. Det satellittbaserte innflygingssystemet SCAT-1 som er utviklet i samarbeid mellom Widerøe og norske myndigheter, er blitt innført som en nødvendighet for å fly mellom de krevende flyplassene i Nord-Norge. Dette kravet medfører at andre flyselskap ikke er konkurransedyktige og gir Widerøe en klar konkurransemessig fordel på store deler av anbudsrutene [14].

Kommersielle ruter

På det kommersielle markedet har Widerøe, som del av SAS, i dag kun én hovedkonkurrent, Norwegian. I 2011 hadde SAS gruppen den største markedsandelen innenlands med 46 % mens Norwegian hadde 37 %. Til tross for få aktører i Widerøes nåværende kommersielle marked vil andre europeiske regionale flyselskap ha mulighet til å entre det norske markedet, eller by på hard konkurranse hvis Widerøe skulle ekspandere og etablere flere internasjonale flyvninger. Selv om det er få aktører i Norge oppleves det et konkurransepress fra andre land.

De potensielle konkurrentene Widerøe står ovenfor i realiseringen av deres visjon om å bli Europas ledende regionale flyselskap er mange og geografisk spredt da flere europeiske land har sterke regionale aktører. De største konkurrentene vil være Flybe som per dags dato er Europas største regionale flyselskap, etterfulgt av KLM CityHopper. Hop som ble dannet i 2013, som resultatet av en fusjon mellom Régional, Brit Air og Arlinair vil kunne bli en stor konkurrent med deres lavpris strategi og flåtestørrelse. Aegan Airlines er Europas tredje største regionale flyselskap og driver både regionalt, nasjonalt og internasjonalt. Aegean Airlines kjøpte Olympic Air i 2012, som førte til at Widerøes resterende konkurrenter vil være Air Nostrum og Air Baltic [15]. De ulike regionale flyselskapene i Europa inkluderer nasjonale flyselskap (flag carriers), heleide datterselskap av nasjonale flyselskap, uavhengige flyselskap som jobber på vegne av andre selskap eller helt uavhengige flyselskap som operer deres egne nettverk [15]. De eksisterende aktørene vil altså kunne by på sterk konkurranse

for Widerøe ved økt lønnsomhet på innlandsruter eller etablering av nye ruter, noe som kan gjøre realiseringen av Widerøes visjon utfordrende.

2.2.4 Eierforhold

Widerøe AS har siden 2002 vært et heleid datterselskap av skandinaviske SAS Group. På grunn av SAS' økonomiske krise ble det i november 2012 annonsert at flere forretningsenheter måtte selges for å oppnå bedre likviditet, og deriblant Widerøe. Det er i skrivende stund ikke klart hvem som blir den eventuelle kjøperen, men flere aktører har meldt sin interesse, der de største interessentene er Torghatten, Fjord1, Flybe, en gruppe av Widerøes ansatte, og Per G. Braathen [16].

3 Teoretisk fundament og metode

Vi vil i dette kapitlet presentere det teoretiske fundamentet for verdsettelsen av Widerøe. Vi vil starte med å gjøre rede for verdi og de viktigste verdidriverne. Videre vil dagens mest anvendte metoder for verdsettelse av selskaper presenteres, med styrker, svakheter og anbefalte bruksområder. Avslutningsvis vil vi gjøre rede for vårt valg av verdsettelsesmetode og hvordan vi vil sikre validitet og reliabilitet i gjennomføringen.

3.1 Verdidrivere

Prinsippet med verdiskapning er å skape merverdi ved å investere kapital som tjenes fra investorer for å generere fremtidig kontantstrøm med større avkastning enn kapitalkostnaden, det vil si "renten" investorer krever for bruk av deres kapital. Et selskaps verdi drives dermed av dets evne til å tjene en god avkastning på investert kapital, og dets evne til å vokse (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

3.1.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)

ROIC er avkastningen en bedrift oppnår for hver krone investert i selskapets kjerneaktiviteter. Koller et al. (2010) definerer ROIC på følgende måte:

$$\text{ROIC}_t = \frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Investert kapital}_{t-1}}$$

Hvor:

NOPLAT_t = Net Operating Profit Less Adjusted Taxes i tidspunkt t

$\text{Investert kapital}_{t-1}$ = Kapital investert i selskapets kjerneaktiviteter i tidspunkt t-1.

Dersom en bedrift har konkurransefortrinn vil den tjene en høyere ROIC da den enten tar et pristillegg for produktet eller er i stand til å produsere mer effektivt enn sine konkurrenter. Strategimodellen som ligger bak denne tankegangen er structure-conduct-performance (SCP) rammeverket. Ifølge dette rammeverket påvirker industriens struktur konkurrentenes atferd, som igjen driver ytelsen til bedriftene i industrien.

Når man ser på verdier lengre frem i tiden er begrepet RONIC ofte aktuelt. Man ser da på hvilken inkrementell avkastning man vil få dersom ny kapital investeres i bedriften.

3.1.2 Vekst (g)

Vekst (g) er raten en bedrifts NOPLAT og kontantstrøm øker med hvert år. En vanlig feilantakelse om vekst er at selskaper må vokse for å overleve og skape verdi. Vekst i seg selv skaper kun verdi når selskapets nye kunder, prosjekter eller oppkjøp generer en ROIC høyere enn avkastningen som kreves av investorene (WACC) (Koller et al., 2010). Hvis ROIC er lavere enn WACC vil verdi faktisk tapes dersom veksten er positiv, mens med en ROIC lik WACC vil ikke vekst ha noen effekt på verdien. Bedrifter med høy ROIC vil altså finne det lønnsomt å øke veksten, mens selskaper med lav ROIC heller bør fokusere på å forbedre denne, ovenfor å øke vekst.

3.1.3 Avkastningskravet (WACC)

Det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet (WACC) er avkastningsraten investorene forventer å tjene fra investeringer i selskapet. WACC representerer altså alternativkostnaden for hva investorene kan oppnå ved å foreta en alternativ investering, og sådan et minimumskrav for avkastning. Koller et al., (2010) definerer WACC gjennom følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

Hvor:

D = Rentebærende gjeld (til markedsverdi)

E = Egenkapital (til markedsverdi)

V = Totalkapital (V = E + D)

T_m = Marginal skattesats

k_e = Egenkapitalens kostnad

k_d = Gjeldens kostnad

Formelen viser WACC i dens enkleste form bestående av tre kritiske komponenter; kostnaden av egenkapital og etter-skatts kostnaden av gjeld, samt bedriftens målsatte sammensetningen av egenkapital og gjeld (Koller et al., 2010). Kapitalkostnaden bør baseres på målsatte vektorer av gjeld og egenkapital, ovenfor de nåværende vektene, da selskapets nåværende kapitalstruktur ikke nødvendigvis er den ønskede. Utover dette vil den nåværende

kapitalstrukturen kunne forandre seg over selskapets levetid og sådan reflektere et annet nivå enn det forventede

Ingen av komponentene i WACC kan observeres direkte og må derfor estimeres gjennom ulike modeller. Modellene estimerer den forventede avkastningen på alternative investeringer med lik markedsrisiko ved bruk av markedspriser (Koller et al., 2010).

Estimering av egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden består av tre faktorer: den risikofrie renten, markedets risikopremie, og en risikojustering som reflekterer bedriftens usikkerhet i forhold til andre bedrifter. For å beregne kostnaden av egenkapitalen eksisterer det tre ulike hovedmodeller; kapitalverdimodellen (CAPM), Fama-French tre-faktormodell og arbitrasje prisingsteori (APT). De tre modellene skiller seg fra hverandre primært gjennom måten de definerer risiko på, der CAPM definerer en aksjes risiko som dens sensitivitet til aksjemarkedet. Fama-French definerer risiko som en aksjes sensitivitet til tre porteføljer: aksjemarkedet, en portefølje basert på selskapsstørrelse, og en portefølje basert på bok-til-marked ratioer (Koller et al., 2010) mens APT baseres på konseptet om at multiple lineære risikofaktorer påvirker et verdipapirs avkastning. APT i likhet med Fama-French benytter seg av flere faktorer, hvor risiko for hver faktor måles gjennom faktorens tilhørende betaverdi (Koller et al., 2010). Den mest brukte og anbefalte modellen er CAPM, som vi vil benytte oss av.

Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM modellen definerer en aksjes risiko som dens sensitivitet til aksjemarkedet gjennom risikojusteringsfaktoren beta.

CAPM modellen postulerer at den forventede avkastningsrenten til en hver aksje er lik den risikofrie renten pluss aksjens beta multiplisert med markedets risikopremie:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$$

Hvor:

$E(r_i)$ = forventet avkastning for verdipapir i

r_f = risikofri rente

β_i = aksjens sensitivitet til markedet

$E(r_m)$ = forventet avkastning fra markedet

$E(r_m - r_f) = \text{Markedets risikopremie}$

I CAPM modellen er den risikofrie renten og markedets risikopremie lik for alle bedrifter, mens kun beta varierer fra bedrift til bedrift. Beta måler aksjens kovarians med markedet og representerer i hvilken grad en aksje kan diversifisere investorenes portefølje (Koller et al., 2010). Beta representerer sådan en aksjes inkrementelle risiko for en diversifisert investor.

Risikofri rente

Den risikofrie renten er lik renten en oppnår på en risikofri plassering. For denne anbefales det å benytte en langsiktig statsobligasjonsrente. Denne kan ansees som et gjennomsnitt av fremtidig kortsiktig rente, og dermed avspeiler den forventede fremtidige prissettingen (Koller et al., 2010). Gjesdal og Johnsen (1999) argumenterer for at valget av risikofri basisrente, altså langsiktig eller kortsiktig rente, avhenger av hva en skal bruke kravet til, hvordan en tolker forskjellen mellom lange og kortsiktige renter, og analysens inflasjonsforutsetninger. Deres anbefaling er å bruke det de definerer som en langsiktig rente, nemlig treårig statsrente beregnet av Oslo Børs.

Koller et al. (2010) påpeker at det ideelle er å diskontere hver kontantstrøm med en rente med samme forfall, altså bruk av en tiårig statsobligasjonsrente for å diskontere en kontantstrøm som forekommer ti år fra nå, og en femårig statsobligasjon for en kontantstrøm som forekommer fem år frem i tid. I realiteten er det få som benytter seg av en slik praksis, hvor de fleste velger et avkastningskrav med samme forfall som den samlede kontantstrømmen og dermed bruker den samme statsobligasjonsrenten for alle år. Damodaran (2002) støtter også opp rundt bruken av en langsiktig statsobligasjonsrente, og inkluderer dette som gitt ved beregning av den risikofrie renten. Da valget mellom lang- eller kortsiktig statsrente vil ha stor betydning for størrelsen på avkastningskravet vil det være naturlig å tenke at denne avgjørelsen foretas basert på forholdene rundt verdsettelsesobjektet slik Gjesdal og Johnsen (1999) poengterer.

Da selskap som regel er langsiktige investeringer vil det være naturlig å benytte seg av en langsiktig statsobligasjonsrente for den risikofrie renten i verdsettelsen. Bruk av en langsiktig rente vil også føre til en stabilisering av avkastningskravet, noe som i seg selv har en verdi og derfor fører til at en langsiktig rente er mest brukt som risikofri basisrente (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten, $E(r_m) - r_f$. Risikopremien er et mye omdiskutert område i finans hvor det ikke foreligger en enkelt estimeringsmetode som har oppnådd universal aksept. Selv om mange er uenige om hvordan man måler markedets risikopremie antas den å ligge mellom 4,5 og 6 % etter skatt (Boye & Meyer, 2000; Koller et al., 2010). De ulike estimeringsmetodene kan deles inn i tre generelle kategorier:

- Estimering av fremtidig risikopremie ved måling og ekstrapolering av historisk avkastning.
- Bruk av regresjonsanalyse for å linke nåværende markedsvariabler til å projekte den forventede markedsrisikopremien.
- Bruk av DCF verdsettelse sammen med estimater for avkastning på investinger og vekst, for å dekonstruere markedets kapitalkostnad.

Revisjons- og rådgivningsselskapet PwC har i samarbeid med NFF (Norwegian Society of Financial Analysts) for andre året på rad utført en undersøkelse om markedets risikopremie og konkluderte med at risikopremien for det norske markedet for 2012 var uendret fra 2011, og ligger på 5 % [17].

Beta

Beta kan ikke observeres direkte, og dens størrelse må derfor estimeres. Dette gjøres ved å måle råbeta gjennom en regresjonsmodell, og videre forbedre estimatene ved å bruke glattingsteknikker slik som Bloomberg justeringer eller industri sammenlikninger (Koller et al., 2010). Den mest vanlige regresjonsmodellen brukt for å estimere et selskaps råbeta er markedsmodellen (Koller et al., 2010):

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Hvor:

R_i = aksjens avkastning

α = skjæringspunkt

R_m = markedets avkastning

ε = feilledd

Beta (β) er et mål på den markedsrelaterede risikoen for aksjen og kan defineres slik:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \text{Corr}(R_i, R_m) \times \frac{\text{SD}(R_i)}{\text{SD}(R_m)}$$

Hvor:

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = Kovariansen mellom aksjens og markedets avkastning

$\text{Var}(R_m)$ = Variansen til markedets avkastning

$\text{Corr}(R_i, R_m)$ = Korrelasjonskoeffisienten mellom avkastningen til aksjen og til markedet.

$\text{SD}(R_i)$ = Standardavviket til avkastningen i aksje i

$\text{SD}(R_m)$ = Standardavviket til avkastningen til markedet

I gjennomsnitt er beta lik 1 for børsnoterte aksjer. Når beta er lavere enn 1 innebærer det at avkastningen for den aktuelle aksjen er mindre variabel enn avkastningen for børsnoterte aksjer helhetlig. Når beta er større enn 1 er aksjen altså mer variabel enn avkastningen til en gjennomsnittsaksje (Boye & Dahl, 1997). En høy beta representerer både høy forretningsrisiko og høy finansiell risiko, slik at en lav beta er ønskelig (Boye & Dahl, 1997).

Kritikk av CAPM

CAPM-modellen har møtt kritikk fra flere akademikere. Penman (2011) er en av de fremste kritikerne til modellen og påpeker flere konseptuelle problemer, slik som CAPMs antakelse om at avkastning følger normalfordelingen, i tillegg til vanskelighetene ved implementering. Han fremhever spesielt problemene beta representerer ved at beta er vanskelig å beregne og selve betamålet inneholder betydelige feil da beta ikke er konstant. Dette fører til at bruk av betaestimat beregnet fra historisk avkastning for å estimere fremtidig avkastning blir problematisk (Penman, 2011). Han peker også på at markedets risikopremie som beta multipliseres med, er et svært usikkert mål som er resultatet av spekulative antagelser. Penman mener kapitalkostnaden ikke kan måles, og at bruk av CAPM modellen vil føre til at spekulasjon bygges inn i verdsettelsen (Penman, 2011). Til tross for dette velger vi å bruke videre da den fremstår som det beste alternativet.

Estimering av etter-skatts kostnaden av gjeld

Kostnaden av gjeld måler selskapets kostnad ved å låne finansieringsmidler fra kreditorer.

Generelt sett bestemmes gjeldskostnaden av følgende variabler (Damodaran, 2002):

- Risikofri rente
- Risiko for mislighold
- Skattefordelen assosiert med å ha gjeld.

I følge Damodaran (2002) kan risiko for mislighold beregnes enten ved å se på tidligere lånehistorikk, eller ved estimering av syntetisk rating. Gjesdal og Johnsen (1999) påpeker at man også kan benytte de overnevnte CAPM-formlene for å finne avkastningskravet for selskapets rentebærende gjeld. For et normalt selskap forventes imidlertid gjeldsbetaen å være svært lav, fordi man forutsetter en veldiversifisert investor. Det som er mer vanlig, er å justere risikofri rente for et tapstillegg, det vil si forventet tap. For normal forretningsvirksomhet ligger dette tapstillegget i intervallet 0,7 – 2 % (Gjesdal & Johnsen, 1999). En annen metode for å beregne gjeldskostnaden er å se på historisk rentebetaling i forhold til rentebærende gjeld (Boye & Meyer, 2000).

For å finne frem til etter-skatts kostnaden av gjeld må gjeldskostnaden reduseres ved den marginale skatteraten T_m :

Etter-skatts kostnaden av gjeld = kostnaden av gjeld $\times (1 - T_m)$. I Norge er den marginale skatteraten på 28 %. Poenget her er at gjeldskostnaden skal reduseres med samme skattesats som trekkes fra driftsresultatet i NOPLAT.

3.2 Verdsettelsesmetoder

Det finnes ulike syn på hvordan man kategoriserer ulike verdsettelsesmetoder. Dahl og Boye (1997) klassifiserer metodene som enten balansebaserte eller inntjeningsbaserte verdivurderingsmodeller, mens Kaldestad og Møller (2011) beskriver hele 5 kategorier av verdsettelsesmetoder basert på deres definisjon av verdi; inntjeningsbasert tilnærming, markedsbasert tilnærming, balansebasert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming. Penman (2010) derimot trekker kun et skille mellom fundamental og komparativ verdsettelse. Kategoriene har flere fellestrekk og enkelte overlapper hverandre. Vi vil videre tolke dette som at det i teorien finnes tre hovedkategorier av verdsettelsesmetoder:

fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Metodene er ikke gjensidig utelukkende, men fungerer fint i samspill med hverandre.

3.2.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en metode der man analyserer informasjon, prognostiserer fremtidig inntjening og gjennomfører en verdivurdering basert på disse prognosene. Prognosene er forankret i historiske regnskap for å få mest mulig reelle tall, slik at risikoen i beregningene man foretar reduseres (Penman, 2010). En fundamental analyse består i utgangspunktet av fem steg som vi i det følgende vil presentere:

Steg 1 – kjenne bedriften

Å forstå bedriften er en forutsetning for å kunne gjennomføre en verdsettelse. Herunder å kjenne til deres produkter og hva som skaper merverdi, hvilken kunnskapsbase de besitter, konkurranseforhold, lovmessige forhold og bedriftens ledelse (Penman, 2010).

Steg 2 – analysere informasjon

Etter å ha opparbeidet generell kunnskap om bedriften vil det være aktuelt å gå i dybden på selskapets informasjon. Denne informasjonen kommer fra flere kilder, og en av de viktigste kildene til informasjon er årsregnskapet. Man må også analysere annen kvalitativ informasjon, deriblant kundebasen og ledelsen. Det er viktig å klare å skille relevant fra irrelevant informasjon slik at man kan utarbeide best mulige prognoser for fremtiden (Penman, 2010).

Steg 3 – utvikle prognoser

Det tredje steget innebærer å utvikle prognoser for fremtidig inntjening. Dette er antakelig det viktigste steget og samtidig det mest krevende. Verdien av et selskap avhenger av fremtidig inntjening, og man må derfor være grundig i utarbeidelsen av disse prognosene (Penman, 2010).

Steg 4 – konvertere prognoser til en verdivurdering

Strømmen av fremtidig inntjening må her omgjøres til en verdi på selskapet. Siden inntjeningene som prognostiseres kommer i fremtiden, må disse neddiskonteres til dagens verdi. De må også justeres for risiko, i og med at prognoser for fremtiden medfører usikkerhet (Penman, 2010).

Steg 5 – investeringsbeslutning

Når man har funnet verdien av selskapet, må denne sammenlignes med prisen på selskapets aksje. Dette for å avgjøre om man vil tjene på å investere (Penman, 2010). I Widerøes tilfelle, i og med at de står ovenfor et eierskifte, kan det være interessant å se om det blir en differanse mellom verdien og den faktiske salgsprisen, og eventuelt størrelsen på denne.

Det vanligste er å bruke inntjeningsbaserte metoder ved gjennomføringen av en fundamental verdsettelse, eventuelt kan en balansebasert metode benyttes. Vi vil videre se på de ulike inntjeningsbaserte metodene, mens balansebasert metode nevnes kort under de komparative verdsettelsesmetodene.

Inntjeningsbaserte metoder

I følge de inntjeningsbaserte metodene er verdien av et selskap eller en eiendel lik nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2011). Herunder finner vi fire modeller; dividendemodellen, normalresultatmodellen, diskontert kontantstrøm (DCF) og økonomisk profitt. Felles for metodene er at det må utvikles prognoser på fremtidige kontantstrømmer og estimeres et avkastningskrav, før kontantstrømmene så diskonteres tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet.

Dividendemodeller er ikke så mye brukt i verdsetting i Norge, noe som kan komme av at norske selskaper ikke betaler ut dividende i like stor grad som for eksempel amerikanske (Dahl & Boye, 1997). Modellen forutsetter at verdien av egenkapitalen til selskapet er lik nåverdien av all fremtidig dividende.

Normalresultatmetoden er noe mer brukt. Her beregnes et antatt ”normalt” resultat i fremtiden, basert på dagens ressurser og historiske regnskaper (Dahl & Boye, 1997). Tallstørrelsen gir et realistisk anslag på det resultatet en kan forvente at bedriften vil generere, målt i beregningsårets pengeverdi. Flere av variablene er imidlertid skjønnsmessig bestemt, noe som fører til høyere grad av risiko enn andre metoder. Vi vil verken benytte oss av dividende- eller normalresultatmodellen i verdsettelsen av Widerøe, disse diskuteres dermed ikke noe videre.

Diskontert kontantstrøm-metoden (DCF)

Koller et al. (2010) forklarer at DCF-metoden går ut på å diskontere fri kontantstrøm (FCF), det vil si kontantstrøm som er tilgjengelig for alle investorer, med veid kapitalkostnad, WACC. Dette er den vanligste metoden for verdsettelse og kalles av Boye og Meyer (2000) for totalkapitalmetoden. Man kan også verdsette egenkapitalen direkte, gjennom tidligere nevnte dividendemodeller (Koller et al., 2010). Metodene gir identisk resultat dersom de gjennomføres riktig, men egenkapitalmetoden medfører større utfordringer fordi det er vanskelig å matche kontantstrømmen til egenkapitalen med riktig avkastningskrav til egenkapitalen. Det anbefales derfor å bruke totalkapitalmetoden ved verdsetting av foretak (Koller et al., 2010; Boye og Meyer, 2000), med unntak av finansinstitusjoner der det ofte kan være lettere å beregne kontantoverskuddene til egenkapitalen (Boye og Dahl, 1997).

I en DCF-verdsettelse tolker man altså verdien som summen av fremtidige kontantstrømmer:

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{FCF}_1}{\text{WACC}-g}$$

Eller uttrykt gjennom verdidriverformelen der FCF substitueres:

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{NOPLAT}_1 \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC}-g}$$

For å kunne gjennomføre en DCF-verdsettelse må man først reorganisere regnskapet til nye utsagn som skiller driftsrelaterte og finansielle poster, samt unormale og ekstraordinære inntekter og kostnader. Resultatregnskapet omorganiseres for å finne NOPLAT, net operating profit less adjusted taxes, mens balansen omorganiseres for å finne selskapets investerte kapital, det vil si de netto driftsrelaterte eiendelene til selskapet, summert med arbeidskapitalen (Koller et al. 2010).

NOPLAT er utgangspunktet for å beregne fri kontantstrøm (FCF):

Driftsresultat

- Effektiv skatt av driftsresultatet

= NOPLAT

+ Avskrivninger og amortiseringer

- Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler

- Endring i arbeidskapital

= Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCF)

Ved gjennomføringen av en verdivurdering med DCF-metoden starter man med å prognostisere fri kontantstrøm over en bestemt periode. Koller et al (2010) kaller dette den eksplisitte prognoseperioden. Det anbefales at man utarbeider slike budsjetter for alt mellom 5-15 år (Boye og Dahl, 1997; Boye og Meyer, 2008), det viktige er at selskapet når en stabil tilstand. Ofte defineres dette som stabil vekst og stabil bruttomargin (Kaldestad & Møller, 2011). Deretter må man estimere verdien av kontantstrømmene som kommer etter den eksplisitte prognoseperioden. Dette kalles terminalverdien, og ofte utgjør den over halvparten av selskapsverdien i en DCF-verdsettelse. Det er derfor viktig vurdere hva størrelsen innebærer, altså hvilke parametere som legges til grunn. Det mest vanlige er å forutsette konstant vekst (Gordons formel) og Koller et al. (2010) foreslår følgende formel der de viktigste verdidriverne tas med:

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Hvor:

NOPLAT_{t+1} = NOPLAT året etter den eksplisitte prognoseperioden

RONIC = langsiktig forventet avkastning på ny investert kapital etter år t

WACC = vektet kapitalavkastningskrav

g = langsiktig vekst i NOPLAT

$\frac{g}{\text{RONIC}}$ = reinvesteringsrate for kapital investert etter år t

En vanlig misforståelse når det gjelder terminalverdi er at en høy verdi betyr at mesteparten av verdien skapes etter den eksplisitte perioden. Selv om dette ikke konkret er tilfelle, vil i realiteten lengden på planleggingsperioden påvirke størrelsen på terminalverdien. Jo lenger inn i fremtiden man planlegger, desto mer usikre er beregningene man foretar. Man bør derfor ha en eksplisitt planleggingsperiode som er lang nok til at bedriften når en stabil tilstand (Koller et al., 2010).

For å finne verdien av selskapet må man til slutt diskontere de frie kontantstrømmene med avkastningskravet til investorene for å finne nåverdien til kontantstrømmene.

$$\text{Verdi} = \left(\text{Nåverdi av kontantstrømmer i} \right) + \left(\text{Nåverdi av terminalverdien} \right)$$

eksplisitt planleggingsperiode i planleggingsperioden

Når man har funnet verdien av driften til selskapet kan man gå videre for å estimere selskapsverdi, ”enterprise value”, og verdien til egenkapitalen. Siden kontantstrømmer genereres hele året, og ikke bare ved årets slutt anbefales det at man foretar en midt-års justering der man justerer nåverdien opp med et halvt års rente (Koller et al., 2010). For å finne selskapsverdi må man så legge verdien av ikke-driftsrelaterte eiendeler til nåverdien av driften. Når man så trekker fra finansiell gjeld og andre krav som ikke er egenkapitalrelatert ender man opp med verdien av egenkapitalen.

DCF modellen er en klar favoritt blant akademikere siden den utelukkende baseres på hvordan kontanter strømmer inn og ut av bedriften, ovenfor regnskapsbasert inntjening. Modellen fokuserer i hovedsak på forventet inntjening, og beregner verdi på bakgrunn av dette (Koller et al., 2010). En god analyse må fokusere på nøkkelriverne av verdi: ROIC, vekst og FCF, noe DCF verdsettelse gjør. Modellen er fleksibel og kan benyttes til verdsettelse av alle typer selskap, forretningsenheter og prosjekter. DCF verdsettelsen er mindre komplisert enn økonomisk profitt metoden og beregner verdi for en lengre tidshorisont, som gjør metoden svært anvendelig. En ulempe ved DCF verdsettelse er at hvert års kontantstrøm gir liten innsikt i bedriftens økonomiske ytelse, noe som svekker DCF fremgangsmåten, sammenlignet med for eksempel økonomisk profitt metoden (Koller et al., 2010).

Økonomisk profitt-metoden

Økonomisk profitt- eller residualinntekt-metoden er den verdsettelsesmodellen som tar hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Verdien av et selskap er den investerte kapitalen +/- nåverdien av mer/mindreavkastningen som denne kapitalen genererer. Noe som gjør metoden populær er at den bygger bro mellom verdsettelse, strategi og regnskapsanalyse (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden belyser hva et selskaps verdi avhenger av; differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, kapitalbasen og vekst i denne, samt lengden på perioden med økonomisk profitt.

Økonomisk profitt måler verdien det enkelte selskapet genererer i en bestemt periode og er definert som følger (Koller et al., 2010):

$$\text{Økonomisk profitt}_t = \text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Økonomisk profitt-metoden har det samme utgangspunktet som DCF-modellen, det vil si at man antar at verdien tilsvare diskontert fri kontantstrøm. For å demonstrere hvordan økonomisk profitt kan brukes i verdsettelse starter vi med formelen for verdi i en tradisjonell DCF-verdivurdering (Koller et al., 2010):

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{FCF}_1}{\text{WACC-g}}$$

Denne formelen kan transformeres til en nøkkeldriverformel basert på økonomisk profitt:

$$\text{Verdi}_0 = \frac{\text{Investert kapital}_0 \times (\text{ROIC} - \text{WACC})}{\text{WACC-g}}$$

Til slutt kan vi substituere med definisjonen av økonomisk profitt:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \frac{\text{Økonomisk profitt}_1}{\text{WACC-g}}$$

Modellen overfor illustrerer at verdi på et selskap finnes ved å summere bokført verdi av investert kapital og nåverdien av all fremtidig verdiskapning (Koller et al., 2010). Modellen

viser også at dersom avkastningen vi får på investert kapital er lik avkastningskravet vil verdien av selskapet være lik bokført investert kapital (Koller et al., 2010).

På grunn av at modellen benytter seg av samme utgangspunkt som DCF-modellen vil verdier utledet av disse metodene gi samme resultat, gitt at de samme forutsetninger er lagt til grunn (Gjesdal & Johnsen, 1999). Det er derfor vanskelig å hevde at den ene modellen er bedre enn den andre. Gjesdal og Johnsen (1999) taler for økonomisk profitt-metodens egnethet med det at den fokuserer på viktige verdidrivere. Verdidriverne her er kapitalen som skytes inn i virksomheten og den avkastning den genererer. Modellen viser at merverdi forutsetter inntjening over avkastningskravet. Kaldestad og Møller (2011) peker på at økonomisk profitt-metoden kan være et effektivt styringsverktøy for ledelsen, i motsetning til kontantstrømmer som sjelden benyttes til oppfølging og kontroll.

3.2.2 Komparativ verdsettelse

Det største skillet mellom fundamental og komparativ verdsettelse er at komparativ verdsettelse ikke forsøker å si noe om fremtiden (Penman, 2010). Verdsettelsen blir dermed enklere og mindre tidkrevende og kostbar. Komparativ verdsettelse kan utføres ved hjelp av to hovedmetoder: markedsbaserte multiplikatormetoder og balansebaserte substansverdimetoder.

Markedsbaserte modeller

Ved denne tilnærmingen estimeres verdien basert på hva lignende selskap eller eiendeler omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden er enkel, men forutsetter at det faktisk er mulig å finne sammenlignbare selskap. Når man bruker slike modeller multipliserer man ofte en regnskapsstørrelse for et selskap som skal verdsettes, med en multiplikator som er beregnet (Boye & Meyer, 2000). Den mest brukte multiplikatoren er P/E (Price/Earnings). P/E-tallet representerer det gjennomsnittlige forholdet mellom børskurs (pris) og årsresultat (earnings). Når metoden benyttes, beregnes verdi slik (Boye & Meyer, 2000):

$$\text{Verdi} = \text{Årsresultat} \times \text{P/E-tall}$$

Det finnes også en rekke andre forholdstall som kan brukes til sammenligning, blant annet den foretrukne EV/EBITDA (enterprise value/earnings before tax, interest, depreciation and amortization). I følge Koller et al. (2010) er dette den multiplikatoren som sier mest om et

selskaps verdi. Andre vanlige multipler er EV/Salg og P/B (markedsverdi på egenkapital/bokført verdi på egenkapital). Hovedproblemet ved bruk av slike multiplikatorer er å finne børsnoterte selskaper som er sammenlignbare (Boye & Meyer, 2000). Blir selskapene for ulike vil ikke resultatene være gyldige, og de er dermed ubrukelige. Penman (2011) trekker fram et fundamentalt prinsipp som kritikk mot metodene; pris er ikke nødvendigvis verdi. Multiplikatorer kan imidlertid fungere fint som et supplement til mer grundig verdivurdering for å kontrollere beregnet verdi i forhold til resultat og bokført egenkapital.

Balansebaserte modeller

Her ser man på hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag (Kaldestad & Møller, 2011). Den mest vanlige metoden her er substansverdi, der man tar utgangspunkt i balansen og sier at verdien av egenkapitalen er lik markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden (Boye & Meyer, 2000). Likvidasjonsverdi kan også benyttes, hvor man antar at driften skal avvikles, og prøver å finne fram til minimumsbeløpet som aksjonærene da vil sitte igjen med.

Normalt kan markedsverdien av omløpsmidlene og gjelden anslås med stor nøyaktighet, mens markedsverdien av anleggsmidlene er noe vanskeligere å fastsette, på grunn av at de er bokført til historisk kost (Boye & Meyer, 2000; Penman, 2010). Det kan også hende at det ikke finnes noe effektivt marked å selge eiendelene på, eller at markedsverdien ikke representerer den verdien som eiendelen utgjør for bedriften. Et annet moment som gjør at aktivaverdien avviker fra markedsverdien er at vi må ta hensyn til uidentifiserbare eiendeler og gjeld, det vil si goodwill, merkevare og lignende som ofte ikke er oppgitt i balansen (Penman, 2010). Metoden er vanskelig og dermed kostbar, og gjennomføres sjelden i praksis. Penman (2010) peker på at aktivabasert verdsettelse er best egnet dersom man analyserer såkalte aktivabaserte selskap, det vil si bedrifter som har en spesiell naturressurs som sin viktigste eiendel, for eksempel olje. Vi vil naturligvis ikke bruke balansebasert tilnærming videre i denne studien, da Widerøe som selskap ikke passer til denne typen verdsettelse.

3.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Den største svakheten ved bruk av kontantstrømbasert verdsettelse er at det ikke tas hensyn til fleksibilitet. Ledere har mulighet til å reagere på endringer i omgivelsene, og justere planer og strategier etter endringene bedriften opplever. Fleksibiliteten flere ledere opplever er ikke det

samme som usikkerhet, men referer seg heller til valg mellom alternative planer som ledere iverksetter som respons på hendelser i de interne eller eksterne omgivelsene (Koller et al., 2010). Fleksibilitet kan altså ha en betydelig verdi, såfremt ledelsen faktisk nyttiggjør seg av fleksibiliteten. Tradisjonelle verdsettelsesmetoder slik som kontantstrømbaserte modeller undervurderer systematisk nettoverdien av prosjekter og/eller produkter, nettopp på grunn av manglende hensyn til endringer i selskapet eller omgivelsene rundt (Copeland & Antikarov, 2001). Fleksibiliteten presenterer en opsjon, et handlingsvalg. En opsjon er et verdipapir som gir deg retten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en eiendel, gitt visse forhold, innenfor en tidsperiode (Black & Scholes, 1973). Copeland og Antikarov (2001) definerer en realopsjon som:

”A real option is the right, but not the obligation, to take an action (e.g., deferring, expanding, contracting, or abandoning) at a predetermined cost called the exercise price, for a predetermined period of time- the life of the option.”

Realopsjonstankegangen kombinerer teorien bak prising av finansielle instrumenter som opsjoner, med investeringer i realaktiva (Kaldestad & Møller, 2011). Opsjonsbasert prissetting verdsetter fleksibilitet ved å ta den diskonterte kontantstrømmen (fra en DCF-verdsettelse) pluss verdien av fleksibilitet (realopsjonsverdi) som utgjør verdien på et prosjekt med en opsjon:

$$E = V_0 + \text{opsjonsverdien}$$

Hvor:

E = verdien av et prosjekt med opsjon

V₀ = verdien av et prosjekt uten opsjonen

En opsjon kan anses som en kontrakt med en usymmetrisk belønning. Dette forholdet kommer fram ved at en opsjon ikke kan ha en negativ verdi, da et ugunstig utfall ikke vil velges, slik at verdien enten øker eller blir 0. Verdien av en opsjon er differansen mellom prosjektet med fleksibilitet og prosjektet uten fleksibilitet (Koller et al., 2010). Opsjonsbasert verdsettelse prognostiserer den fremtidige frie kontantstrømmen betinget på den fremtidige tilstanden av verden og ledelses beslutninger, som diskonteres til dagens verdi.

I Widerøe sitt tilfelle ville fleksibiliteten til å selge seg ut være en aktuell realopsjon, skulle markedsforholdene endre seg og gjøre det ulønnsomt å drive videre. Denne opsjonen oppstår gjennom deres mulighet til å selge unna hele eller store deler av flyflåten, altså forlate drift permanent. Ved utøvelse av denne opsjonen vil Widerøe realisere omsalgsverdien av deres aktiva i annenhåndsmarkedet, noe som er viktig i kapitalintensive industrier, slik som flybransjen. Widerøe har også en potensiell mulighet til å utvide sin markedsposisjon, da de kan ekspandere sitt virksomhetsområde ved å entre nye geografiske segmenter. Det er imidlertid vanskelig å bestemme verdien av slike realopsjoner, og hvilken sannsynlighet de representerer. Vi velger dermed å utelate slike analyser fra denne avhandlingen, selv om dette kunne vært et interessant supplement til studien.

3.3 Forskningsdesign og valg av metode

3.3.1 Forskningsdesign

Denne avhandlingen er et beskrivende casestudie. Et casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et moderne fenomen i sine naturlige omgivelser, der multiple informasjonskilder og verktøy benyttes (Blumberg, Cooper, & Schindler, 2011). I oppgaven går vi dypt inn i caset Widerøe, og undersøker flere aspekter rundt bedriften ved bruk av både kvantitative og kvalitative metoder. Casestudien vår vil være beskrivende da formålet bak studien er oppdage hva verdien av Widerøe er.

3.3.2 Valg av metode

På bakgrunn av den overnevnte teorien rundt de ulike verdsettelsesmetodene anser vi fundamental verdsettelse etter rammeverket utviklet av Penman (2011) som det beste alternativet for å fastslå verdien av Widerøe. Vi vil videre benytte oss av en standard diskontert fri kontantstrøm modell for den kommende verdivurderingen.

Flybransjen er svært konjunkturutsatt noe som gjør at inntjening kan variere i perioder. Widerøe er i en salgsprosess, noe som fører til ytterligere usikkerhet, gjennom mulige strukturelle, interne endringer, som fører til at framtidige kontantstrømmer kan være vanskelig å estimere. Til tross for dette føler vi en DCF-analyse vil være det best egnede alternativet.

Vi har valgt å benytte oss av en slik modell da denne inkorporerer viktige verdidrivere. Da både total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden gir identiske resultat ved riktig gjennomførelse, anser vi total kapitalmodellen som overlegen da denne fokuserer på de faktorene som faktisk skaper verdi, slik som vekst og ROIC, samt at flere av utfordringene med egen kapitalmodellen elimineres. En klar fordel med DCF-modellen er at den er uavhengig av kapitalstruktur siden den ikke tar hensyn til gjeldsgraden da det er den frie kontantstrømmen som beregnes.

Vi vil kryssjekke resultatene fra kontantstrømanalysen ved å gjennomføre en verdsettelse ved bruk av økonomisk profitt metoden. Fordelen med bruk av en slik metode er at mer av verddivurderingen forankres i det vi kjenner, de bokførte, historiske tallene, og en slik triangulering med metoder vil gjøre våre resultater mer valide. Vi vil også ta i bruk multipler for ytterligere validering av resultatene.

3.3.3 Datainnsamling

Oppgavens datainnsamling baserer seg i all hovedsak på analyse av sekundærdata og offentlig kjent informasjon. Det vil si årsrapporter, kvartalsrapporter, regnskapsdata, selskapspresentasjoner, offentlige statistikker og artikler i media. Dette er det primære grunnlaget for analysen og verdsettelsen av selskapet.

3.3.4 Dataanalyse

Analysen er i tråd med den fundamentale verdsettelsesmetodikken todelt; først gjennomfører vi en kvalitativt fundert strategisk analyse, og deretter en kvantitativt fundert regnskapsanalyse. Disse analysene vil i samspill med hverandre skape et godt grunnlag for å finne en realistisk verdi av selskapet. Den strategiske analysen vil i hovedsak baseres på kvalitative sekundærdata, mens enkelte statistikker som benyttes regnes som kvantitative. Resultatet av analysen er en kvalitativ formening om strategisk posisjon og konkurransedyktighet, samt forventning til økonomi og utvikling for selskapet. Disse resultatene virker inn på regnskapsanalysen og senere på fremtidsbudsjetteringen av kontantstrømmene. Selve verddivurderingen er dermed både kvalitativ og kvantitativ.

3.3.5 Validitet og reliabilitet

Validitet betyr at en undersøkelse måler det man som forsker ønsker å måle. Det betyr at de konklusjonene man trekker i studiet representerer virkeligheten på en god måte (Blumberg et

al., 2011). Hovedsakelig baseres verdsettelsen på offentlig tilgjengelig informasjon utarbeidet etter strenge krav, noe som gjør at dataene anses som reliable. Samtidig kan studiets validitet svekkes av de kvalitative slutningene som trekkes i den strategiske analysen, samt de forutsetninger som må tas i forhold til vekst og avkastningskrav i forbindelse med prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer.

Forutsetningene som tas forankres imidlertid i historisk utvikling samt dagens virkelighet, i tillegg til at den verdien som fremkommer kryssjekkes ved bruk av andre metoder. Verdien vil også kunne sammenlignes med den faktiske salgsprisen som oppnås ved realisering av salget og begrunnelsene for denne. Validiteten i oppgaven anses dermed som tilfredsstillende.

Reliabilitet dreier seg om nøyaktighet, presisjon og konsistens i målingene (Blumberg et al., 2011). Det er et nødvendig, men ikke et tilstrekkelig kriterium for en undersøkelses validitet. Oppgaven baseres som tidligere nevnt hovedsakelig på offentlig tilgjengelige data. Store deler av dette er regnskapsdata utarbeidet i samsvar med norsk lovverk, og godkjent av ekstern revisor. Graden av reliabilitet anses dermed som høy.

Den strategiske analysen har en mer kvalitativ tilnærming, og resultatene blir dermed påvirket av både egne og andres meninger og holdninger både til selskapet, bransjen og fremtiden. Vi har likevel valgt å være kritisk i kildebruken og forsøkt å vurdere forholdene fra flere sider. Vi vil også teste verdiestimatet gjennom utførelse av sensitivitetsanalyser, slik at oppgaven blir både så valid og så reliabel som mulig.

4 Analyse av strategisk og økonomisk posisjon

I denne delen av oppgaven har vi analysert Widerøes historiske og nåværende posisjon. Først gjennomførte vi en strategisk analyse av Widerøe og bransjen de opererer i. En slik analyse bidrar til å identifisere hvilke faktorer ved bransjen og selskapet som skaper verdier i form av økt lønnsomhet. Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse for å komme frem til økonomisk stilling og utvikling. Disse analysene er viktig for å kunne gjennomføre en robust verdivurdering.

4.1 Strategisk analyse

4.1.1 Formål og oppbygning av analysen

For å få et bedre innblikk, samt en mer representativ vurdering av Widerøes verdi må strategiske forhold inkluderes i verdsettelsen. Dette for å identifisere vekstmuligheter, konkurransefortrinn og kartlegge Widerøes strategiske posisjon. Vår strategiske analyse er delt inn i tre nivåer. Vi har først gjennomført en PESTEL analyse for å dekke de eksterne makroøkonomiske forholdene. På industrinivå analyseres videre de mikroøkonomiske omgivelsene ved hjelp av Michael Porters "Five-Forces" rammeverk. For å analysere Widerøe internt har vi sett på selskapets viktigste styrker og svakheter. Oppsummeringsvis har vi utført en SWOT analyse for Widerøes markedsituasjon, der de ikke-finansielle elementene som påvirker vår verdsettelse vil belyses. Den innledende beskrivelsen av selskapet og bransjen, kapittel 2, vil benyttes som referanse for den kommende analysen, samt offentlig tilgjengelig informasjon gjennom årsrapporter, artikler i media og reiselivsstatistikk.

4.1.2 Ekstern analyse

Luftfartsindustrien kan anses som et direkte produkt av markedsforholdene da makroøkonomiske endringer har en tendens til å påvirke industrien direkte.

Makroøkonomiske krefter påvirker en nasjons generelle økonomiske helse, som igjen påvirker en bedrifts eller en industris evne til å tjene en tilstrekkelig avkastningsrate. Da markedet er i konstant endring vil en analyse av de makroøkonomiske forholdene bidra til å identifisere mulige endringer i disse størrelsene ved å se på historisk utvikling samt hvordan forholdene er i dag. En analyse av disse forholdene vil kunne gi et representativt bilde av Widerøes fremtidige vekst og avkastning.

PESTEL

En PESTEL-analyse har til hensikt å kartlegge de eksterne makroøkonomiske forholdene som påvirker bedriften ved å kategorisere disse innen seks ulike grupper av makroøkonomiske krefter: politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovlige.

Politiske faktorer

Politiske krefter omhandler især myndighetenes rolle og dekker gjerne faktorer slik som reguleringer, rentenivå, offentlig forbruk, brutto nasjonal produkt (BNP), arbeidsledighet, inflasjonsnivå, og valutakurs. Politiske hensyn vil derfor påvirke et hvert flyselskap på flere områder. De to viktigste politiske organene for Widerøe er Luftfartstilsynet og samferdselsdepartementet da deres avgiftspolitik i stor grad vil påvirke kostnadsnivået til Widerøe.

Luftfarts- og lufthavnsavgifter

Mulige endringer vil kunne forekomme innen skatte- og avgiftspolitikken da vi står ovenfor et potensielt regjeringsskifte i forbindelse med valget høsten 2013. Dette kan ha en påvirkning på kostnadsstrukturen i luftfartsindustrien siden de fleste avgiftssatsene er bestemt av myndighetene. Størrelsen på avgifter påvirker etterspørselen etter flyreiser og flyrutetilbudet som fører til at flyselskapene ikke kan belaste konsumentene med for stor andel av avgiftene, og dermed at deres kostnader heller øker som et resultat av økte avgifter. Flyselskapene må betale stadig mer for tjenestene fra Avinor og Luftfartstilsynet. Luftfartstilsynets gebyrer som inkluderer blant annet sertifikater og overflygningsavgifter øker mer enn konsumprisindeksen. De foreslåtte økningene i gebyrregulativet fra Luftfartstilsynet vil samlet sett gi en vesentlig kostnadsøkning for de kommersielle luftfartsaktørene i Norge [18]. Etter de opplysningene Luftfartstilsynet presenterer vil økningen i pålagte gebyr bli rundt 20 % fra 2012 til 2013, noe som vil svekke norsk luftfartsnæring og bidra til svakere konkurransevilkår. Lufthavnavgiftene som kreves av Avinor øker gjennomsnittlig på linje med konsumprisindeksen [19]. Denne økte med 1 % fra februar 2012 til februar 2013 [20]. Flere av Avinors avgifter har imidlertid blitt redusert fra 2012 til 2013, slik som startavgift som ble redusert med ca. 4 % for alle vektclassene, terminalavgift som ble redusert med 15 %, og underveisavgift som falt 10 % [21].

Tabell 1 Oversikt avgifter [21]

Avgifter (NOK)	2011	2012	2013
Startavgift per tonn			
MTOW			
tonn 4-75	69	70	67
tonn 76-150	34,5	35	33,5
tonn > 151	14	14	13,4
Passasjeravgift innland	44	46	47
Passasjeravgift utland	59	60	61
Sikkerhetsavgift	58	47	55
Terminalavgift	1912	1857	1609
Underveisavgift	530,04	475,06	430,28

Til tross for en reduksjon dette året vil de samlede avgiftene mest sannsynligvis øke litt i de kommende årene basert på opplysningene fra NHO Luftfart ovenfor. Avgiftene Widerøe betaler utgjør omtrent 13 % av totale driftskostnader slik at potensielle avgiftsøkninger kan ha en påvirkning på Widerøes kostnadsnivå og sådan fremtidig utvikling. For anbudsdelen av Widerøes virksomhet vil ikke dette være tilfellet da Widerøe ikke direkte belastes med avgiftene siden de kompenseres for rutene de flyr på oppdrag for staten og justeringer i selskapets kostnadsnivået tilpasses i kompensasjonen.

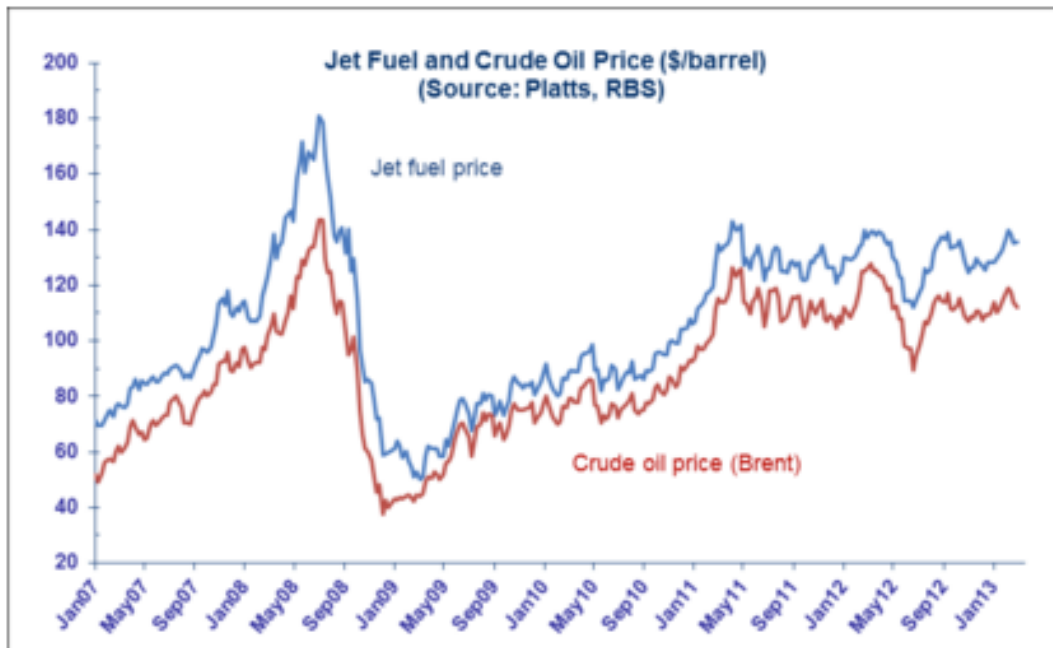
Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer refererer seg til makroøkonomiske faktorer slik som valutakurser, ”business-cycles”, og økonomisk vekst (Johnson et al., 2012). På lik linje med de politiske kreftene inkluderer de økonomiske blant annet BNP, rentenivå, inflasjon, arbeidsledighet og inntektsnivå, samt ulike industrispesifikke forhold.

Oljeprisene

I Widerøes tilfelle anser vi oljeprisene som den viktigste økonomiske faktoren, grunnet den store andelen drivstoffkostnader utgjør av totale kostnader, samt usikkerheten knyttet til oljeprisens utvikling. Oljeprisene har hatt en sterk økning siden 2009, noe som har ført til en nedjustering i resultatgraden til industrien [22]. Drivstoffkostnader utgjør som regel 15-18 % av totale kostnader for flyselskapene, og representerer dermed en viktig variabel. Prisen på drivstoff utledes fra prisen på råolje, slik at drivstoffkostnadene i hovedsak avhenger av

råoljeprisen, samt at de til en viss grad påvirkes av valutasvingninger og variasjoner fra de ulike flyplassene (Doganis, 2002). Fra figur 1 ser vi en tydelig samvariasjon mellom råoljeprisene og drivstoffprisene, og konkluderer dermed med at råoljeprisene i hovedsak vil være avgjørende for drivstoffprisene, mens valuta kun til en viss grad vil ha noen effekt på utvikling. Dette gjør altså drivstoffkostnader til en upåvirkbar variabel for luftfartsindustrien.



Figur 1 Utvikling i råoljepris 2007-2013 [23]

Den amerikanske administrasjonen for energiinformasjon (EIA) har utarbeidet prognoser over fremtidig råoljepris helt fram til år 2040. Nedenfor har vi gjengitt prognosen på råoljepriser frem til år 2025. Deres estimater viser til en økning på 2,1 % årlig fra 2017 til 2025, mens økningen er lavere mellom 2013 og 2016.

Tabell 2 Prognostisert råoljepris 2013-2025 [24]

	USD per fat	Estimert vekst
2013	96,81	
2014	97,00	0,2 %
2015	95,91	-1,1 %
2016	97,00	1,1 %
2017	99,08	2,1 %
2018	101,20	2,1 %
2019	103,36	2,1 %
2020	105,57	2,1 %
2021	107,83	2,1 %
2022	110,14	2,1 %
2023	112,50	2,1 %
2024	114,91	2,1 %
2025	117,36	2,1 %

Da drivstoffprisene er svært volatile ”hedger” de aller fleste flyselskapene store mengder av drivstofforbruket sitt for å sikre seg mot betydelige kostnadssvingninger. Flyselskapene bruker å sikre seg løpende på månedlig basis med alt fra 40-80% av det prognostiserte forbruket for de kommende tolv månedene [25] .

Hedging kan defineres som et tiltak for å redusere usikkerheten rundt fremtidige priser, uavhengig av nivå. I dens enkleste form tillater hedging sikringen av framtidige drivstoffkostnader til et fast eller begrenset nivå for å kunne dekke framtidige utgifter, glatte ut uforutsette topper i oljeprisene og bidra med en viss sikkerhet i forhold til marginene (Blanco, Lehman, & Shimoda, 2005). Selskap som behøver betydelige kvantum av råolje kan hedge mot økende råoljepriser.

Widerøe benytter seg delvis av call-opsjoner og delvis av swaps som hedging strategi for å sikre leasingkostnader, vedlikehold av fly, drivstoff og forsikringsutgifter som påvirkes av USD kursen. Eksponeringen av endringer i prisen på flydrivstoff JET A1 sikrer de ved hjelp av opsjonsstrukturer og swaps med bakgrunn i månedlige behov.

Opsjoner, inklusive ”collar structures” og swaps er de primære derivatene innen luftfartsindustrien. ”Collar structures”, også kalt korridoropsjoner, er bygd opp av to andre hedging strategier hvor investoren foretar salg av en call opsjon og samtidig kjøper en put opsjon med samme forfall. Slike ”over-the-counter” instrumenter foregår uten noen mellomledd, hvor derivatene handles direkte mellom flyselskapene og investeringsbankene, og sådan har motpartsrisiko som fører til at flere av flyselskapene foretrekker å diversifisere risikoen og oppnå best mulige priser ved å handle med flere ulike banker (Cobbs & Wolf, 2004). Muligheten for å tilpasse disse kontraktene forenkler i stor grad implementeringen av en dynamisk hedging strategi.

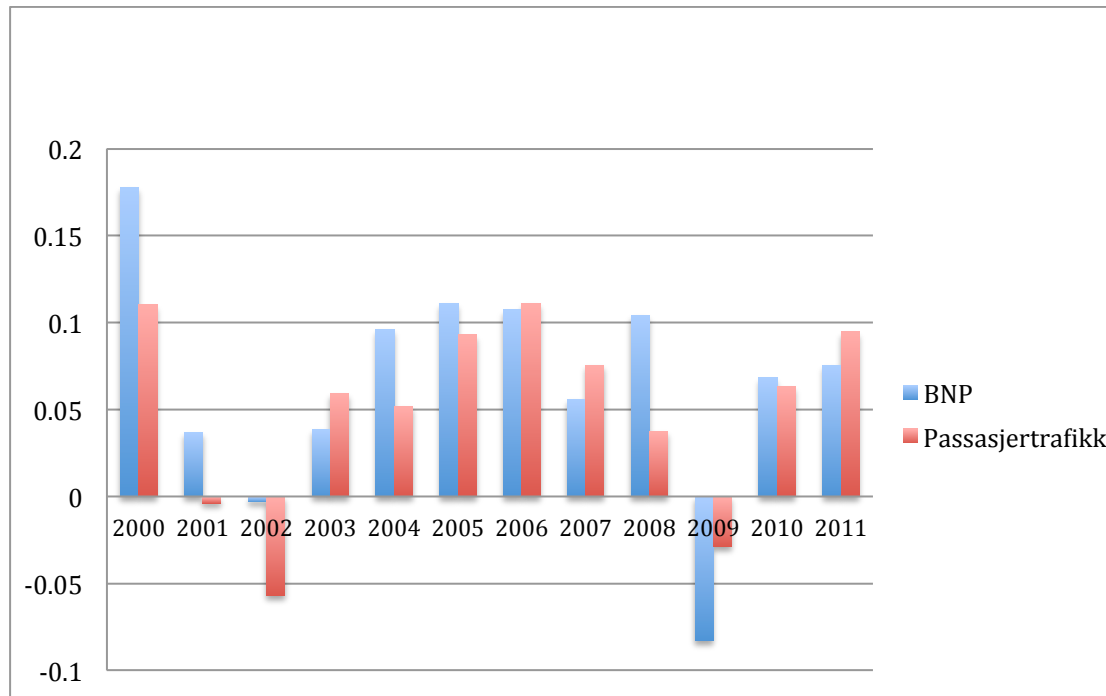
Kjøp av drivstoff-swaps anses som regel som den mest grunnleggende hedging-strategien og baserer seg på en avtale hvor en flytende markedspris utveksles med en fast pris over en spesifikk tidsperiode, ved at kjøper og selger av en swap bytter kontantstrømmer [26]. Flyselskaper benytter drivstoff swaps for å låse eller oppnå en fast pris på drivstoffkostnadene deres, på samme måte som swaps kan benyttes for sikring av eksponering ovenfor valutasvingninger, renter og annen prisrisiko. Kjøp av drivstoff swaps tillater et flyselskap å hedge deres eksponering til volatile drivstoffpriser og låse fast deres profittmarginer [26]. Slik hedging medfører naturligvis kostnader, og potensielle inntekter, da Widerøe foretar betalinger for sikkerheten, noe vi ser gjennom finanskostnadene, og finansinntektene til selskapet.

For Widerøes anbudsruiter vil påvirkningen fra endringer i drivstoffprisene bli noe ulik. Samferdselsdepartementets regler ved anbudsinvitasjon innebærer at operatøren av de utlyste anbudsrutene beholder alle inntekter som trafikktilbudet generer. Skulle inntektene bli større eller utgiftene mindre enn det som er lagt til grunn i det anbudsbudsjettet som fulgte med anbudet, får operatøren beholde mellomlegget [27] . Da alle ruter på anbud kompenseres fra samferdselsdepartementet ved økninger i driftskostnadene, ser vi at Widerøe vil være sikret ved økninger i drivstoffkostnader på disse rutene, noe som fører til en lavere økonomisk usikkerhet.

Brutto nasjonal produkt (BNP)

BNP for Norge hadde en kraftig vekst i 2012 på 3,3 % og er videre prognostisert å vokse med 3,1 %, 3,3 % og 3,4 % for de kommende årene [28] . Vi ser altså at veksten i BNP er antatt å falle litt dette året før den tar seg opp i 2014 grunnet blant annet høye oljeinvesteringer. En

slik utvikling vil kunne ha en positiv innvirkning på luftfartsindustrien som antas å øke lineært med BNP (Lian, 2007). Nedenfor ser vi den historiske utviklingen i BNP og passasjertrafikk.



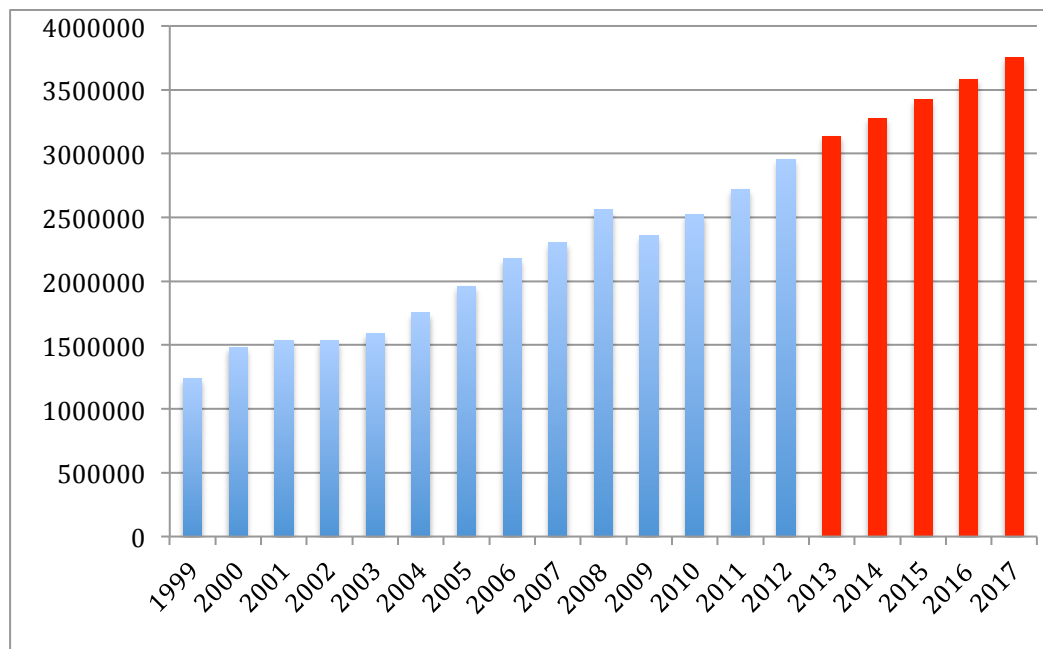
Figur 2 BNP og passasjertrafikkutvikling 2000-2011 [28,29]

For å undersøke om det finnes en sammenheng mellom BNP og passasjertrafikk har vi valgt å utføre en regresjonsanalyse, og setter vår nullhypotese lik eksistensen av et lineært forhold mellomvariablene. For å avdekke om vår hypotese er gyldig har vi gjennomført en regresjonsanalyse med årlig endring i BNP som den uavhengige x-variabelen og endring i passasjertrafikk som den avhengige y-variabelen for de siste 13 årene. Vi har brukt en lineær modell som inkluderer både rente og BNP da en felles regresjonsmodell vil framstille de makroøkonomiske forholdenes påvirkning på passasjertrafikk bedre enn ved en separat regresjon. Dette har vi valgt da det vil styrke modellen ved at det potensielle forholdet mellom BNP og rente tas hensyn til. Videre vil det være enklere å korrigere for autokorrelasjon mellom variablene i modellen, som oppstår som en konsekvens av at variablene bygger på hverandre. Dette har vi gjort for å oppnå en mest mulig korrekt modell. Resultatene fra regresjonsanalysen er oppsummert i tabell 3. Betydning av rente i forhold til passasjertrafikk diskuteres senere.

Tabell 3 BNP og rentes effekt på passasjertrafikk

Symbol	R-kvadrat	Koeffisienter	P-verdi
Rente	0,9945	-0.02633	0,235
BNP		1.0295	0,000

Vi ser altså at BNP kan forklare 99,45 % av variasjonen i passasjertrafikken gitt at modellen vår er gyldig, noe som gjør det rimelig å anta at luftfartsindustrien kan benytte seg av prognoser for BNP til å estimere økningen i passasjerantallet. Vi ser også at koeffisienten til BNP er positiv, noe som signaliserer at økning i BNP vil ha en positiv påvirkning på passasjertrafikken. Nedenfor vises historisk og prognostisert utvikling i BNP.



Figur 3 Historisk BNP utvikling og estimert fremtidig utvikling [28]

Da nullhypotesen vår ikke forkastes og vi dermed forutsetter et lineært forhold mellom BNP og passasjertrafikk vil en økning i BNP de neste årene kunne bidra til økt passasjertrafikk for Widerøe samtidig som posisjonen deres på flere av de konkurranseutsatte rutene kan svekkes, da flere aktører vil kunne drive lønnsomt.

Resesjoner

Resesjoner er en tidsperiode bestående av to eller flere kvartaler med nedgang i BNP, altså negativ økonomisk vekst (Bruce, 2008). Resesjoner fører gjerne med seg økt arbeidsledighet og endringer i priser som fører til endringer i forbruket. I 2009 opplevde Norge det som

teoretisk sett kan klassifiseres som en resesjon men heller bør anses som en tilbakegang i norsk økonomi da nedgangen i BNP var marginal, på 0,8 % i 4.kvartal 2008 og 1,0 % i 1.kvartal 2009 [30]. Den første reelle resesjonen Norge opplevde etter andre verdenskrig var resesjonen i 1988-1989 grunnet bankkrisen. Dette peker på at resesjoner i praksis oppstår svært sporadisk, og at det derved ikke vil være hensiktsmessig å ta hensyn til potensielle resesjoner i norsk økonomi i analysen vår.

Rente og inflasjon

Myndighetene benytter seg av styringsrenten for å justere inflasjonen og holde den på det målsatte nivået, som for tiden er på 2,5 %. Monetære retningslinjer eksisterer også for å kontrollere konsum, nettopp gjennom renten. Da lønnsveksten for 2013 ikke forventes å bli like høy som i 2012 vil dette kunne føre til redusert konsum fra befolkningen. Til tross for dette holder inflasjonen seg lav, noe som fører til at Norges Bank ikke vil heve renten umiddelbart [31]. Det forventes en renteøkning i August 2013, som vil kunne påvirke BNP og forbruksnivået.

En økning i renten antas ikke å påvirke luftfartsindustrien direkte da de fleste selskaper benytter seg av rente-swaps slik at renteøkninger ikke reflekteres i kostnadene deres i betydelig grad. Renteøkninger kan likevel ha en indirekte effekt ved at etterspørselen etter flybilletter reduseres gjennom lavere konsum fra forbrukerne. Dette henger sammen med at høyere rente typisk fører til økte lånekostnader og mindre tilgjengelig inntekt.

Regresjonsanalysen vi presenterte tidligere for å avdekke effekten av BNP på passasjertrafikken inkluderte rente som en annen uavhengig variabel, slik at validiteten til modellen kunne testes gjennom bruk av flere variabler. Den årlige endringen i norsk passasjertrafikk var altså den avhengige variabelen mens vi så på bankens gjennomsnittlige årlig utlånsrente som den uavhengige variabelen.

I motsetning til utfallet for BNP ble koeffisienten for rente negativ, noe som i praksis vil si at en økning i renten vil påvirke passasjertrafikken negativt, som allerede antatt. Vi ser imidlertid at rente på passasjertrafikk har en P-verdi på 0,235, altså større enn P lik 0,05 noe som betyr at effekten ikke er signifikant. Vi konkluderer dermed med at det ikke eksisterer et lineært forhold mellom rentenivået og passasjertrafikken. Vi vil altså ikke drøfte rente

ytterligere eller ta hensyn til denne ved vurdering av Widerøes framtid, markedet eller potensiell vekst.

Elastisitet

Inntektselastisiteten vil også kunne være av betydning for Widerøes potensiale for fremtidig vekst. Inntektselastisiteten er en parameter som uttrykker den prosentvise økningen i etterspørselen etter en transportform når inntektsnivået øker med en prosent. Flyreiser har som regel en høyere inntektselastisitet enn persontransport med bil. I følge to ulike norske undersøkelser ligger inntektselastisiteten for flyreiser mellom 1,6 og 2% (ECON, 2002). Dette vil altså så si at en husholdning som får økt inntekten sin med 1% vil øke sitt konsum av flyreiser med 1,6 til 2%. Inntektselastisiteten er avtagende med inntektsøkningen, ved at relativt sett mindre av inntektsøkningen anvendes til å reise [32]. Dette vil ikke si at konsumenter vil fly mindre ved økt inntekt men heller at konsum av flyreiser ikke vil øke i like stor grad som inntektsøkninger. Da prognoser for framtidig inntekt viser jevn vekst kan dette by på kapasitetsutfordringer i luftfarten til tross for den avtagende inntektselastisiteten [32].

Samtidig ser vi at etterspørsel elastisiteten med hensyn på pris (pris elastisitet), som viser hvordan konsumenter reagerer på økt billettpris, er -0,6% for innlandstrafikken (ECON, 2009). Altså vil konsumenter ved en 1% økning i billettprisene redusere sitt konsum av flyreiser med 0,6%. Pris elastisiteten har altså en direkte påvirkning på konsumenters etterspørsel etter flyreiser. Jo mer prissensitive konsumenter er, altså hvor høy pris elastisiteten er dess mer av godet vil de substituere bort ved prisøkninger. For luftfartsindustrien ser vi at pris elastisiteten er nokså lav, noe som fører til at mindre økninger i prisen ikke vil resultere i betydelige reduksjoner i forhold til konsum. Dette gir altså luftfartsindustrien, og sådan Widerøe bedre marginer til å kunne foreta prisøkninger uten et betydelig frafall av passasjerer, til en viss grad. Dette vil altså påvirke Widerøe ved at økt etterspørsel og inntekt sammen med lav pris elastisitet gir et grunnlag for å opprettholde et godt flyrutetilbud i distriktene og gode prognoser for vekst [32].

Sosiale faktorer

Sosiale påvirkninger inkluderer endringer i kultur og demografi (Johnson et al., 2012) og omhandler sådan trender, endringer i konsumentenes preferanser, oppfatninger og forbruksmønstre. Demografiske endringer vil ha stor påvirkning på etterspørselen, spesielt i

distriktene, da større til- eller fraflytning vil påvirke behov for flyvninger. I tillegg vil dette påvirke myndighetenes prioritering ved utdeling av subsidier på bakgrunn av lønnsomhet på de ulike rutene. Befolkningsvekst i tynt befolkede områder kan også føre til ekspansjon med tanke på rutetilbudet, samt utvikling av konkurranse på enkelte strekninger.

Ved endringer i preferanser vil også luftfartsindustrien påvirkes, da flere velger å heller benytte seg av fly enn før på strekninger hvor bil eller tog kan benyttes. Nordmenn flyr mer enn innbyggere i andre land i Norden grunnet topografien i Norge, spredt bosetting og et aktivt, distriktsbasert næringsliv (Denstadli & Rideng, 2012). Befolkningen i Nord-Norge flyr mer enn resten av den norske befolkningen, noe som trolig kan skyldes store geografiske avstander. Undersøkelser på reisevaner med fly peker på at valg av fly som framkomstmiddel er dominerende ved distanser på over 300 km. På reiser over 700 km velger så mye som fire av fem å reise med fly (Denstadli & Rideng, 2012). Slike sosiale faktorer kombinert med Norges geografi og de regjerende trendene peker mot at en sterk posisjon i Nord-Norge kan være svært lønnsomt, noe Widerøe per dags dato har.

Innlandsreiser har hatt en kraftig vekst på 13% i løpet av 2010 til 2011. I 2011 var det 14,2 millioner passasjerer som foretok innlandsreiser hvor 51% var forretningsrelatert mens 49% var grunnet fritid (Denstadli & Rideng, 2012). Mye av flyreisene innlands er knyttet til olje- og gassvirksomheten som har blitt en større del av forretningsmarkedet. Widerøe har her hatt en kraftig økning ettersom de tok over deler av SAS sin trafikk på flere ”oljetunge” ruter slik som Bergen-Kristiansand (Denstadli & Rideng, 2012).

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer referer til teknologisk utvikling og innovasjon slik som internett, nye systemer og produkter (Johnson et al., 2012). Teknologiske endringer kan representere både muligheter og trusler. En av de viktigste påvirkningene teknologiske endringer har er dens mulighet til å påvirke inngangsbarrierene og dermed omforme hele industristrukturen (Hill & Jones, 2009). Ved videreutviklingen og framveksten av teknologiske verktøy slik som internettet, nettbrett og smarttelefoner påvirkes luftfartsindustrien indirekte ved at konsumenter nå har muligheten til å sammenligne priser og selskap når og hvor de vil, noe som gjør konkurransen mer intens og gir konsumentene mer makt. For anbudsdelen av Widerøes virksomhet vil ikke slike forhold ha noen særlig påvirkning da konkurransen er

begrenset grunnet et fåtall aktører på mange av rutenettene. Slike forhold vil kun prege konkurranseforholdene på strekninger fra hovedflyplassene hvor flere andre aktører drifter de samme rutene.

Widerøe har jobbet aktivt med teknologisk utvikling som har gitt dem et konkurransefortrinn på anbudsmarkedet gjennom utviklingen og lanseringen av det satellittbaserte innflygningssystemet SCAT 1. Internettsiden deres Widerøe Internett har også gitt positive utslag ved økte inntekter gjennom salg av flybilletter til både Widerøe og andre selskap. Å opprettholde det teknologiske konkurransefortrinnet Widerøe har opparbeidet seg vil altså være kritisk for at de skal kunne beholde sin posisjon på anbudsmarkedet.

Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer dekker i hovedsak ”grønne” problemstillinger slik som forurensning og behandling av avfall (Johnson et al., 2012). I tillegg omhandler også slike faktorer forurensningsavgifter, vær og naturkatastrofer, samt miljømessig lovpålagte tiltak. For luftfartsindustrien vil de aktuelle miljømessige kreftene som påvirker være forurensningsavgift på drivstoff, og naturkatastrofer.

Forurensningsavgifter

Fly innenriks er ikke-kvotepiktig luftfart og betaler derfor avgift på drivstoff som for 2013 ble satt til 0.91kr/liter [33]. Utenriks flyvninger faller inn under EUs kvotesystem som i 2012 ble utvidet til å omfatte også CO₂-utslipp fra luftfart. En andel av kvotene fordeles ut gratis mens resten må kjøpes. Siden utenriksflyvninger dekkes av kvotesystemet er de unntatt CO₂-avgiften innenriksflyvninger belastes [34]. Det er vanskelig å vurdere de konkrete totale effektene av CO₂-kvoter og forurensningsavgifter, fordi Widerøe på flere av sine strekninger har såpass lite konkurranse at de har muligheten til å belaste konsumentene for kostnadene. Hvordan prissettingen av CO₂-utslipp slår ut på tilpasning og kostnader for flyselskapet avhenger av forholdene i det enkelte delmarkedet som flyselskapet operer i (Larsen, Torvanger, & Eriksen, 2009).

Dersom man ser fremover, vil for eksempel utvikling av bio-drivstoff påvirke luftfartsindustrien positivt. Utredninger er iverksatt av blant annet Avinor for å undersøke mulighetene for bruk i norsk luftfart. Overgang til en mer miljøvennlig drivstofftype vil redusere kostnadene for flyselskapene, både i forhold til avgifter og i forhold til rimeligere

drivstoff.

Naturkatastrofer

Widerøe operer i hovedsak nasjonalt og vil sådan ikke være like utsatt for naturkatastrofer og etterfølgende konsekvenser da Norge sammenlignet med andre land ikke har opplevd mange ekstreme værpåvirkninger slik som flom, orkan og tornadoer. Til tross for sjeldenheten av naturkatastrofer vil Widerøe måtte tilpasse seg slike forhold ved inntreff. Dette så vi med vulkanutbruddet som førte til askeskyen og stenging av luftrommet over Europa i april 2010. Dette førte til en reduksjon i ASK det andre kvartalet på 1,5% i forhold til året før. RPK falt 9,3% som førte til at kabinfaktoren var ned 5%. Askeskyen førte til at Widerøe måtte kansellere hele 1257 avganger som i stor grad påvirket selskapets punktlighet, regularitet og resultat (Widerøe, 2010) Til tross for trafikkforstyrrelsene dette medførte klarte selskapet å opprettholde jevn vekst i ASK og trafikk gjennom året. Det er forventet en ny askesky da vulkaner har regelmessige utbrudd, noe som har ført til at både flyselskapene og myndighetene er bedret rustet enn ved sist utbrudd [35]. Dette vil være kritisk for Widerøe for å unngå en ny krise med betydelig kanselleringer og inntektsreduksjoner.

Legale faktorer

Legale krefter tar for seg begrensninger, restriksjoner eller endringer i lovgivningen, slik som helse- og sikkerhetslovgivninger (Johnson et al., 2012). Alle flyselskap som opererer i Norge må forholde seg til "Lov om luftfart (luftfartsloven)". I tillegg til særegne bransjelover må selskapene forholde seg til både lovverk gjeldene for konsumenter og arbeidstakere, hvor aktuelle lover blir forbrukerkjøpsloven, arbeidsmiljøloven, og HMS-lovgivningen. Flyselskapene må også forholde seg til Luftfartstilsynet og deres instruksjoner angående sertifikater, konsesjoner, lisenser, forskrifter og utarbeidede regler. Mye av de legale forholdene flyselskapene må forholde seg til angår flysikkerhet, helse og miljø, samt kvalitetssikring og lignende av både fly, systemer og rutiner. Dette er forhold alle flyselskapene må forholde seg til, slik at endringer i reguleringene ikke vil påvirke Widerøe særskilt. Utover dette vil Widerøe måtte forholde seg til reguleringer og krav spesifisert i anbudene de påtar seg, noe som kan by på større variasjon enn flere andre selskap må håndtere. Samlet sett vil de legale kravene være relativt stabile, grunnet en stabil politikk og økonomi i Norge og vil derved ikke ha betydelig påvirkning på Widerøes lønnsomhet eller fremtidige verdi.

Oppsummering av PESTEL analyse

Luftfartsindustrien påvirkes av flere makroøkonomiske forhold de individuelle selskapene må tilpasse seg og posisjonerer seg etter. Som et lite selskap har Widerøe ingen mulighet til å påvirke disse forholdene, men må som de andre aktørene tilpasse seg disse for å minimere de negative konsekvensene. Nedenfor presenteres de viktigste funnene i PESTEL-analysen:

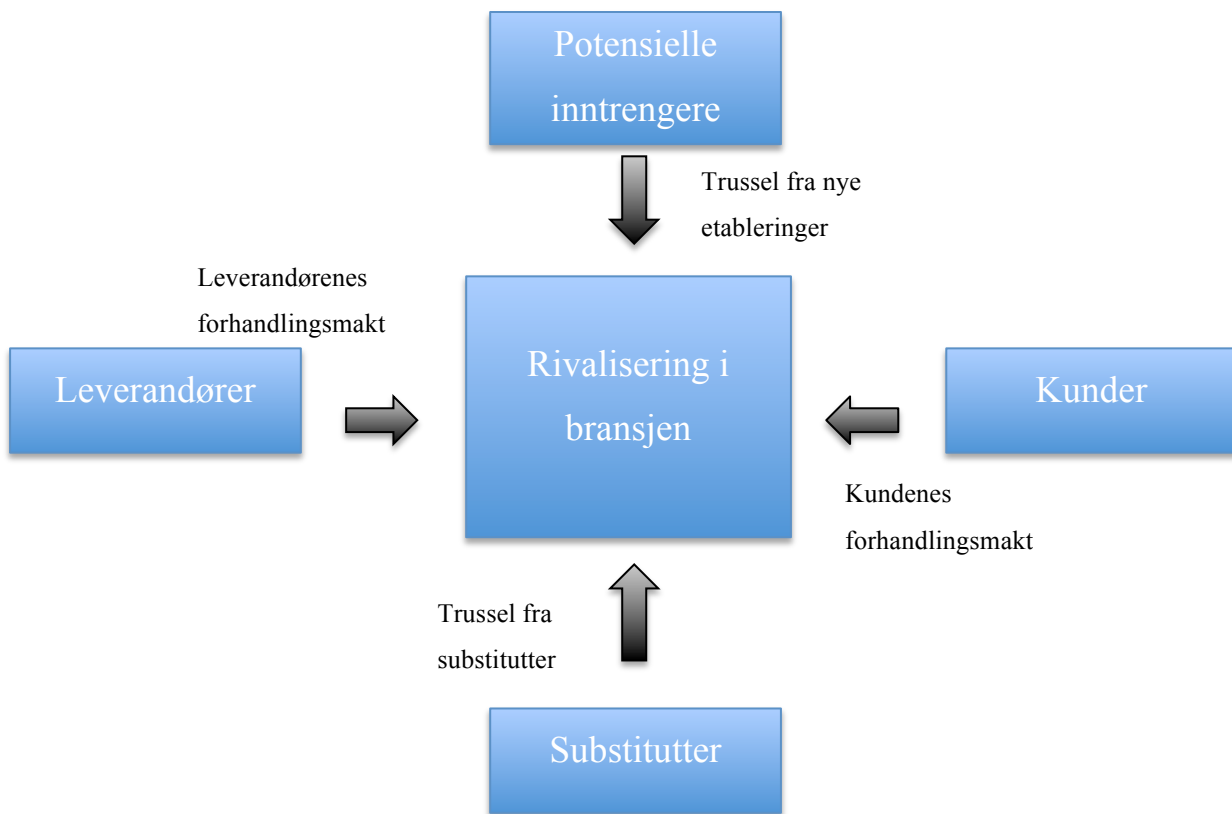
- Det vil være gode vekstmuligheter for flere av aktørene da BNP og inntektsnivået øker.
- Inntektselastisiteten for flyreiser er positiv.
- Det har foregått en jevn vekst i innlandsreiser.
- Widerøe har gode teknologiske konkurransefortrinn.

De politiske og økonomiske faktorene kombinert med økt innlandstrafikk, endrede reisevaner hos nordmenn grunnet demografi og vekst i det nord-norske næringslivet representerer et attraktivt marked for Widerøe.

Porters Five Forces

For å støtte opp om den foregående PESTEL-analysen og bidra til en grundigere undersøkelse av attraktiviteten til industrien Widerøe opererer i har vi videre utført en analyse av konkurranseintensiteten i bransjen. I følge Porter (1980b) avgjør intensiteten på konkurransen evnen bedrifter i industrien har til å opprettholde avkastning over gjennomsnittet.

Konkurransearten og graden av konkurranse i en industri avhenger i følge Porter (1980b) av fem krefter: trusselen fra nye inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusselen fra substituerende produkter eller tjenester, og rivaliseringen mellom de nåværende aktørene i bransjen. De underliggende økonomiske og teknologiske karakteristikkene til industrien avgjør styrken på disse grunnleggende konkurransekraftene. Porters Five Forces rammeverk hjelper å identifisere attraktiviteten til en industri gjennom de fem konkurransekraftene, som sammen konstituerer en industris struktur (Johnson et al., 2012). Jo sterkere de fem kreftene kollektivt virker i en bransje, dess vanskeligere er det å drive lønnsomt og tjene høy profitt (Antony & Govindarajan, 2007).



Figur 4 Krefter som driver industrikonkurransen. Kilde: Porter (1980b).

Industristruktur nedfelt i de fem konkurrerende kreftene tilbyr et synspunkt på hvordan verdi er skapt og fordelt mellom eksisterende og potensielle aktører i industrien. Som nevnt vil ikke Widerøe ha noen mulighet til å påvirke de makroøkonomiske forholdene. Når det gjelder de mikroøkonomiske forholdene i industrien har de en mulighet til å aktivt ta del i relasjonene med interessentene, og dermed oppnå en fordelaktig posisjon i bransjen.

Rivalisering i bransjen

Den internasjonale luftfartsindustrien er sterkt konkurransepreget da det er mange aktører som konkurrerer innen de samme geografiske segmentene. Rivaliseringen i flybransjen er høy grunnet mange aktører og hard konkurranse. Nasjonalt er konkurransen noe mildere da det norske flymarkedet har en nokså konsolidert konkurransestruktur grunnet kun to aktører, nemlig Norwegian og SAS (herunder Widerøe). Til tross for få aktører er det hard konkurranse i dette duopolet, noe som kanskje vil øke enda mer ved salg av Widerøe som da vil etablere seg som en individuell aktør. Indikasjoner som er gitt tyder imidlertid på at Widerøe vil fortsette som før, og være tilknyttet SAS (eller en annen stor aktør) som et feeder-selskap, og fortsette å betjene det regionale markedet.

Lønnsomhetsmarginen i luftfartsindustrien er veldig lav og syklusavhengig, noe som fører til kontinuerlig konkurranse mellom selskapene. Av den grunn er det vanskelig å tjene høy profitt. På det regionale markedet er rivaliseringen nesten ikke-eksisterende da Widerøe opptrer som eneste aktør på flere ruter, og kun møter konkurranse fra Norwegian på enkelte strekninger. På lang sikt vil dette kunne forandre seg da regjeringen legger frem forslag i Nasjonal transportplan for 2014 til 2023 om utvidelse av flere av kortbaneflyplassene, samt nedleggelse av andre. Avinor har kommet med innspillet da flytypen som er brukt på kortbaneflyplassene vil fases ut, samtidig som utbygging av flere av kortbaneflyplassene kan vise seg å være problematisk [36]. Hvis dette realiseres er utfasingen tenkt å foregå fram mot 2030 slik at Widerøe ikke vil oppleve noen umiddelbare konsekvenser av omgjøringen på distriktsnettet. Hvis denne omgjøringen av kortbanenettet faktisk realiseres vil Widerøe miste store deler av sin drift, samt konkurransefordeler og posisjonering. De vil ikke lengre kunne opprettholde sin nisjeposisjonering og vil muligens møte hard konkurranse på de resterende rutene og større grad av rivalisering på de regionale rutene enn de nå står ovenfor.

Trusler fra nye inntrengere

Nye aktører i markedet presenterer en trussel da de eksisterende selskapene ved slik etablering mister markedsandeler som kan svekke deres nåværende posisjon. Trusler for nyetablering avhenger av etableringshindrene, altså inngangsbarrierene som eksisterer i industrien. Luftfartsindustrien har store inngangsbarrierer da det er svært høye kostnader involvert ved inngang i markedet. Dette fører til at de eksisterende aktørene i utgangspunktet ikke står ovenfor en like høy trussel fra nye inntrengere som flere andre industrier. Til tross for svært høye investeringskostnader øker konkurransen. Som tidligere nevnt kommer dette av at flere av investeringskostnadene kan redusere gjennom leasing av fly, samt outsourcing av bakkehåndtering og andre tjenester til store profesjonelle parter, som vil redusere oppstartskostnadene betydelig. Utover behovet for betydelige investeringer er risikoen for å ikke oppnå skalafordeler raskt nok det største hinderet for etablering. Denne risikoen vil være tilstede da optimal flåteutnyttelse som kan føre til skalafordeler ikke nødvendigvis oppnås, samt usikkerheten for når optimal utnyttelse vil realiseres, noe som representerer et etableringshinder.

I tillegg til trusselen fra nye aktører kan også eksisterende aktører anses som nye inntrengere i spesifikke markeder. Det oppleves ikke som vanskelig for flyselskap å starte opp i nye geografiske segmenter. utfordringen ligger heller i det å finne en lønnsom rute. Widerøe har

på flere av sine lønnsomme ruter fått konkurranse fra Norwegian, slik som oljerutene på Vestlandet.

Markedet er allerede preget av en betydelig overkapasitet som kan føre til at aktører entrer nye segment der konkurransen er mildere. Dette ser vi tegn til fra den betydelige kapasiteten i vente fra ulike asiatiske selskap og selskap fra Gulffregionen. Luftfartsindustrien opplever ikke bare rivalisering internt i bransjen men også rivalisering om selve bransjen og markedet. Selv om bare et fåtall nye selskap etablerer seg er de eksisterende aktørene hele tiden ute etter vekst og benytter geografisk ekspansjon for å oppnå den ønskede veksten. Dette fører til at trusselen blir sterkest fra eksisterende aktører som allerede betjener andre markeder.

Trusler fra substitutter

Luftfartsindustrien står ovenfor trusler fra flere substitutter, hvor de mest innlysende er høyhastighetstog og bil. I og med at Widerøe i størst grad opererer regionalt anses ingen av disse som store trusler. I Norge er utviklingen av jernbanenettet langt bak resten av Europa, og selv om det planlegges utbygging, antas det at tog kun vil være et alternativ i de største byene i den nærmeste tiden fremover.

Foruten om alternative transportmidler er de største substituttene bransjen møter telefon og videokonferanser. Dette kommer av at mye av dagens flytrafikk er næringsdrivende som reiser grunnet jobb. Flere av disse kundene går over til å benytte seg av teknologisk utstyr som gjør at flytrafikk grunnet møter blir overflødig, som da igjen gjør at flyselskapene får redusert trafikk, og mister deler av sitt uelastiske segment. Selv om flere går over til å benytte seg av videokonferanse viser undersøkelser at substitusjonsraten kun er på 2,5 til 3,5 % for forretningsreisende innlands, og dermed ikke representerer en alvorlig trussel for den norske luftfartsindustrien (Denstadli, 2004).

Kundenes forhandlingsmakt

Historisk sett har den norske luftfartsindustrien hatt nokså stor makt over konsumentene, da det lenge har vært en duopol, og på ett tidspunkt et monopol. Luftfarten var også konsesjonsdrevet tidligere som førte til at før dereguleringen av industrien var det krav om tildeling av rettigheter for å fly på gitte strekninger. Fremveksten av internett og kjøp av flybilletter på nett har gjort at kundene har fått større makt da de lettere kan sammenligne priser, tilbud og ulike selskap. Generelt sett får flyselskapene mindre og mindre makt

ettersom flere søkemotorer utvikles, slik at billigste alternativ, eller korteste reiserute er tilgjengelig, noe som gir konsumentene flere valgalternativer lettere. På det globale markedet, i sær i tilknytning til store byer har kundene nokså stor forhandlingsmakt da de kan velge fritt blant flere ulike tilbydere.

I det norske markedet er situasjonen en helt annen, og for Widerøe sitt tilfelle vil dette være nokså radikalt ulikt. Konkurransen på innlandsmarkedet er mye mindre, og Widerøe har en sterk konkurranseposisjon på flere innlandsstrekninger, spesielt i Nord-Norge. Her vil kundene ikke ha noe annet alternativ, noe som gir dem liten forhandlingsmakt. Selv om Widerøe har en unik konkurranseposisjon på anbudsrutene vil de ikke kunne utøve stor prismakt over konsumentene da samferdselsdepartementet setter et maksimumsbeløp for billettprisene. Dette fører til at Widerøe ikke fritt kan sette prisene.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene til flybransjen har generelt sett stor forhandlingsmakt. Det er særlig tre forhold som driver leverandørmakten; drivstoffpriser, finansiering av fly og fagforeningene (herunder de ansatte). Drivstoffprisene er nesten å anse som fast bestemte selv om det er mange oljeselskap, da ingen av aktørene har mulighet til å påvirke oljeprisene. Dette vil ikke si at selve leverandørene av drivstoffet har noen særlig makt, men heller at ingen av partene kan bruke dette som et virkemiddel på maktutøvelse.

Leverandører av fly vil også ha en markant posisjon da det ikke er stor konkurranse på denne fronten. Til tross for få aktører innen flybransjen utgis det ofte betydelige rabatter ved flykjøp som følge av hvor i syklusen de befinner seg, samt størrelsen på ordren. Flyprodusentene er veldig avhengig av konjunktursituasjonen og vil i nedgangsperioder, altså på bunnen av syklusen ikke ha mulighet til å utøve noe makt da færre ønsker å kjøpe fly og leverandørene har behov for få fylle opp ordreboken, sikre lanseringer av nye flytyper, og unngå kanselleringer [37]. Ved salg av fly på toppen av syklusen vil derimot leverandørene kunne unnlate rabatter og oppnå ønsket pris gjennom maktutøvelse.

I tillegg til disse vil handlingselskapene som regel ha mye makt da det på flere små flyplasser kun er ett handlingselskap tilstede. Dette setter dem i en monopol-situasjon, selv om de ikke nødvendigvis benytter seg av denne makten. Selve flyplassene de ulike selskapene lander på

anses som leverandører og spiller sådan en vital rolle, noe som gir flyplassene makt i forhold til selskapene da de fremstår som det eneste alternativet.

En siste aktør som også kan anses som leverandør til selskapene i luftfartsindustrien er pengemarkedet, kjennetegnet av finansinstitusjonene som innvilger lån, verdipapirer, sertifikater og obligasjoner til finansiering. De vil som regel ha betydelig makt da de avgjør i hvilken grad selskapene kan oppnå finansiering til investeringer som er nødvendige for oppnåelse og vedlikehold av vekst, som er kritisk for et hvert flyselskap.

Oppsummering av Porters Five Forces analyse

Flybransjen byr på en tøff konkurransesituasjon. Det er en komplisert industri, en nettverksbransje med sterk rivalisering grunnet mange aktører og hard konkurranse. Leverandørene har mye makt, nye selskaper har lett for å etablere seg, i sær gjennom ekspansjon inn i nye geografiske segment, og det finnes flere substitutter til flyvning. Flybransjen har ikke potensialet for å tjene høye profitt, eller genere god lønnsomhet da nesten alle kreftene rundt flyselskapene er høye, noe som gir for mye konkurranse, for mye press, og for dårlig profitt (Johnson et al., 2012). Widerøe kan som tidligere nevnt anses som unntaket, da de på flere strekninger er svært beskyttet på grunn av konsesjoner, i tillegg til deres valg av nisjeoposisjonering. Til tross for dette har vi observert en nedgang i resultatet fra 2011 til 2012, noe som viser at konkurransen blir hardere også for deres vedkommende.

	Nasjonale/Internasjonale aktører	Regionale aktører
Rivalisering i bransjen	Få store aktører - STERK	Widerøe har tilnærmet monopol - SVAK
Trusler fra nye inntrengere	Lett å ekspandere til nye segmenter - STERK	Vanskelig å oppnå stordriftsfordeler - MODERAT
Trusler fra substitutter	Flytrafikk nødvendig - SVAK	Flytrafikk nødvendig - SVAK
Kundenes forhandlingsmakt	Prissensitive kunder - STERK	Prissensitive, men få alternativer - MODERAT
Leverandørenes forhandlingsmakt	Full priskontroll på nøkkelressurser - STERK	Full priskontroll på nøkkelressurser - STERK

Figur 5 Konkurranssekrefter oppsummert

4.1.3 Intern analyse

De interne forholdene er bedriftsspesifikke og dreier seg om faktorer som Widerøe er direkte involvert i og har mulighet til å påvirke. I denne delen av den strategiske analysen søker vi å finne styrker og svakheter ved selskapet som kan bidra til å skape varige konkurransefortrinn for Widerøe. Utover dette vil vi forsøke å danne en forståelse av hvilke ressurser og kapabiliteter som sannsynlig vil være kilder til konkurransefortrinn, og hvilke som ikke vil bidra til dette. En intern analyse vil også hjelpe selskapet med å identifisere endringsbehov og forbedringspotensiale (Barney, 2007). En vanlig fremgangsmåte er å analysere selskapets ressurser ved hjelp av VRIO-rammeverket, som klassifiserer disse etter i hvilken grad de er verdifulle, sjeldne, imiterbare og hvordan de er organisert. Dette egner seg imidlertid best for selskap som konkurrerer i et rent frikonkurransemarked med mange tilbydere og tilnærmet homogene produkter, noe vi ikke mener Widerøe gjør. Vi baserer derfor den interne analysen på egne vurderinger av selskapets interne styrker og svakheter basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Styrker

Posisjon

Widerøe har en sterk posisjon på anbudsrutene med en markedsandel på over 90 %. Historisk har det vært få virkelige konkurrenter på anbudsrutene, og den siste tiden skyldes nok dette især de kravene som stilles for navigasjonssystem på kortbaneflygninger. Samarbeidet med SAS styrker også Widerøes unike posisjon, hvor Widerøe fungerer som et feederselskap for SAS, noe som gjør at de klarer å levere positivt resultat til tross for deres ufordelaktige nettverksorganisering.

Merkevare

Widerøe har vunnet priser i flere år for blant annet markedsføring og god service, og har gjennom dette bygget seg en sterk merkevare. I distrikts Norge, og da spesielt Nord-Norge, har Widerøe blitt en slags livsnerve som gjør at befolkningen kan bosette seg hvor de ønsker uten å ha transport som et hinder, og på denne måten binder de landsdelen sammen med resten av landet. Widerøe har en lang historie i Norge, og spesielt på de regionale rutene. Dette gjør selskapet til en attraktiv aktør blant den norske befolkningen.

Innovasjon

Widerøe har stort fokus på nyskaping og utvikling av eksisterende tjenester og produkter. Dette ser vi eksempelvis gjennom deres bruk av sosiale medier, da de var det første flyselskapet i Norge som lanserte en egen applikasjon til smarttelefon som gjorde det enkelt å bestille billetter, sjekke flytider og lignende på telefonen. Innovasjonsfokus til selskapet ser vi videre gjennom utviklingen av navigasjonssystemet SCAT 1, som har gitt dem en klar konkurransefordel i anbudskonkurransene, samtidig som systemet muliggjør kostnadsreduksjoner gjennom mer miljøvennlig innflygning og redusert drivstofforbruk.

Kvalitet

Kvalitet for et flyselskap innebærer blant annet punktlighet, kundeservice og andre attributter som fører til økt verdi for kunden. Widerøe har stort fokus på punktlighet med årlige målsetninger om å ligge opp mot 100 % i regularitet. Som et regionalt flyselskap opplever de utfordringer i forhold til vær og vind, men oppgir fortsatt en oppnådd regularitet tett under målsetningen hvert år i sine årsberetninger. Widerøe har også et sterkt fokus på kvalitet i alle ledd av verdikjeden med kort svartid på kundeforhøvelser, levering av bagasjen helt fram til sluttdestinasjon, ingen skjulte gebyrer og gode tilbud for barn og unge.

På grunn av internettets stadig viktigere rolle i samfunnet foregår det meste av kundeinteraksjon via nett hvor Widerøes suksessfulle datterselskap WIAS blir en styrke for Widerøe. Med 24-timers kundeservice, og besvarelser i løpet av 10 minutter på epost eller direkte i et "chat" vindu oppnår kunden best mulig service døgnet rundt, noe som øker deres verdioppfatning av tjenestene.

Svakheter

Kostnadsstruktur

Widerøe opererer i et linjenettverk grunnet drift på anbudsrutene som fører til at de ikke har muligheten til å optimalisere strukturen, og sådan ikke realiserer stordriftsfordeler, samtidig som dette fører til mindre effektiv drift og økte kostnader. Høye driftskostnader er typisk for flyselskaper og Widerøe er intet unntak. Vi ser at selskapet har nokså høye enhetskostnader sammenlignet med eksempelvis lavprisselskapet Norwegian, noe som er naturlig grunnet ulikt fokus og posisjonering. Enhetskostnadene faller også betydelig ved bruk av større fly og lengre distanser.

Tabell 4 Enhetskostnader (CASK)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Driftskostnader	2 374 308	2 802 568	2 701 824	2 724 213	2 855 052	2 653 180
ASK	1 018 000	1 093 000	1 102 000	1 157 000	1 355 000	1 192 000
Enhetskostnader	2,33	2,56	2,45	2,35	2,11	2,23

Vi ser at Widerøe opererer med kostnader på godt over 2 kr per sete de flyr, noe som er svært høyt i forhold til bransjen. Dette skyldes organiseringen i linjenettverk, og på grunn av at Widerøe betjener så mange flyplasser spredt rundt i landet er det vanskelig å oppnå stordriftsfordelene som den mer vanlige Nav-Eke organiseringen medfører. Sammenligner vi mot inntektene de får per fløyet sete ser vi at det er små marginer som gjør en flygning lønnsom, og selv om Widerøe har vanskelig for å kutte kostnader på grunn av organiseringen bør de jobbe mot bedre kapasitetsutnyttelse.

Tabell 5 Enhetsinntekter (RASK)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Driftsinntekter	2 483 506	2 817 276	2 746 689	2 917 564	3 270 482	2 820 145
ASK	1 018 000	1 093 000	1 102 000	1 157 000	1 355 000	1 192 000
Enhetsinntekter	2,44	2,58	2,49	2,52	2,41	2,37

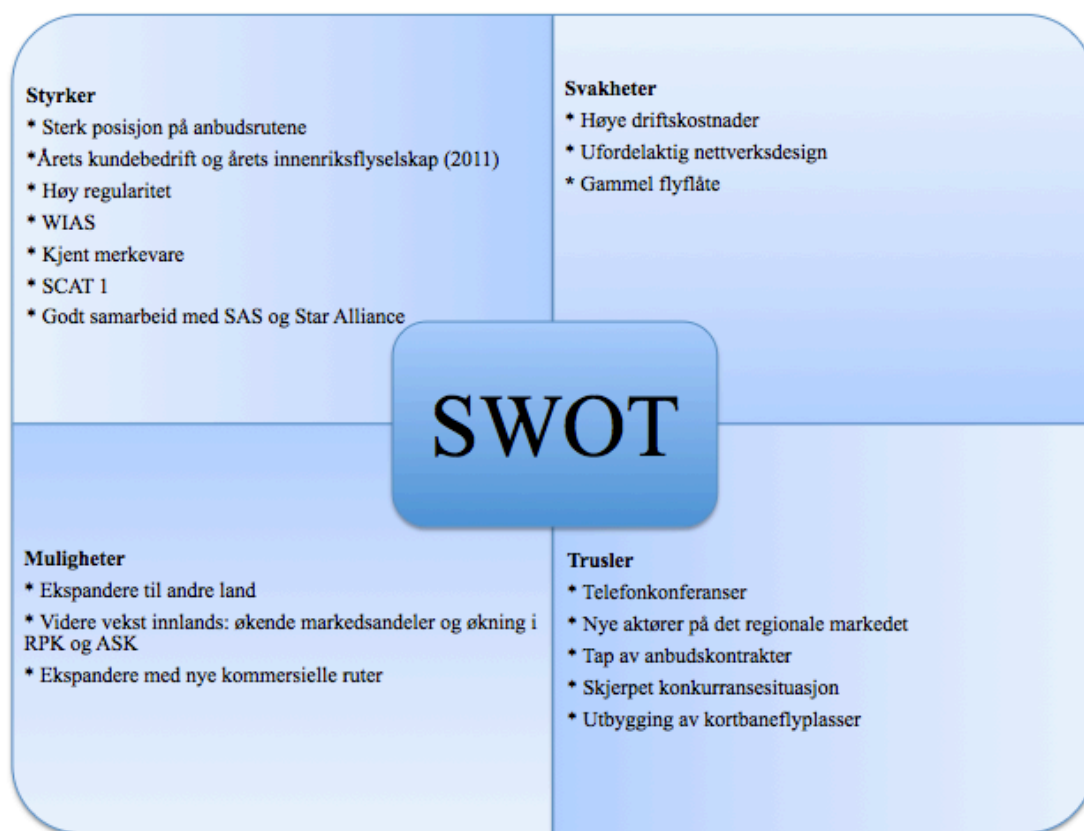
Gammel flypark

Widerøes flypark består som tidligere nevnt av fire ulike flytyper, hvor to av dem ikke lengre produseres. Dette fører til at selskapet må skifte ut deler av flyparken sin ettersom flyenes økonomiske levetid avsluttes. Flytypene som er gått ut av produksjon, Dash 8 100 og Dash 8 Q200, benyttes i all hovedsak på kortbaneflyplassene i distriktene, noe som gjør at utskiftning av disse flyene til en annen flytype vil gi utfordringer ved inn- og utflygning til mindre flyplasser. Dette anser vi som en svakhet for Widerøe grunnet de potensielle konsekvensene en slik utskiftning vil ha, i sær med tanke på Avinors forslag om å legge ned flere av de små flyplassene og heller opprette større flyplasser der flere aktører har både flypark og kompetanse til å delta i konkurransen om passasjerene.

4.1.4 Delvis oppsummering - SWOT

SWOT er et akronym for styrker, svakheter, muligheter og trusler. En slik analyse fokuserer både på et selskaps eksterne attributter gjennom muligheter og trusler, samt interne forhold i

selskapet, nemlig styrkene og svakhetene (Barney, 2007). SWOT logikken baserer seg på at et selskap bør velge strategier som utnytter deres styrker og potensielle muligheter, samtidig som en må forbedre selskapets svakheter og unngå trusler (Barney, 2007). En SWOT-analyse alene gjør lite i analyse av selskapets strategi, da det kun blir en opplisting av ulike forhold. Vi har derfor valgt å benytte dette verktøyet som en oppsummering av vår strategiske analyse, for å sammenstille de eksterne og interne forholdene. Punktene som nevnes har blitt drøftet i avsnittene ovenfor, og vi vil her presentere en oversikt over punktene i den strategiske analysen som har størst betydning for den videre verdsettelsen.



Figur 6 SWOT analyse

4.1.5 Oppsummering – strategisk posisjon

Formålet med den strategiske analysen var som nevnt å identifisere vekstmuligheter, konkurransefortrinn og kartlegge Widerøes strategiske posisjon. Dette gir et grunnlag for den videre regnskapsanalysen, samt fremtidsbudsjettingen og selve verdivurderingen, fordi det medfører mer kvalitet til de ulike anslagene som gjøres med hensyn til blant annet vekst. Det gir også større sikkerhet for forutsetningene som legges til grunn i fremtidsbudsjettingen.

PESTEL-analysen avslørte blant annet stor avhengighet til statlige organer som luftfartstilsynet og samferdselsdepartementet. Dette både med tanke på inntekter i form av anbudsruiter, samt kostnader i form av de ulike avgiftene som følger med det å drive i luftfartsindustrien. I Porters Five Forces analysen så vi at konkurransesituasjonen i luftfartsindustrien er hard, men at dette spesielt gjelder for kommersielle nasjonale og internasjonale flygninger. Widerøe har som tilnærmet monopolist på de regionale rutene mindre konkurranse, men med prissensitive kunder kreves det en streng kostnadskontroll for å drive lønnsomt. Nye aktører på de ulike rutene må også anses som en kontinuerlig trussel og Widerøe kan derfor ikke belage seg på en evig monopolistposisjon. I den interne analysen identifiserte vi videre en rekke styrker i selskapet, og selv om disse ikke kan anses som evigvarende vitner de om en sterk posisjon i markedet. Den største svakheten i selskapet ligger på kostnadssiden, og de må ha et aktivt fokus på kontinuerlige kostnadsreduksjoner for å opprettholde lønnsomheten.

Porter (1980a) nevner tre potensielle suksessfulle generiske strategier: fokus, differensiering eller kostnadslederskap. Å følge en slik generisk strategi vil medføre at man utkonkurrerer selskaper som ikke rendyrker sin strategi langs minst en av disse kategoriene (Porter, 1980). I det norske markedet er Norwegian den store kostnadslederen, mens Widerøe følger en fokus strategi, gjennom deres begrensning til å tjene det regionale markedet. Widerøes strategiske posisjon anses som sterk, og mulighetene for god fremtidig inntjening utover avkastningskravet er absolutt tilstede. Basert på Widerøes muligheter og styrker antar vi med rimelig sikkerhet at de kan overkomme eventuelle trusler og svakheter som vil svekke lønnsomheten betydelig, og forutsetter derfor drift i flere tiår fremover.

4.2 Regnskapsanalyse

4.2.1 Formål med analysen

Regnskapene sies å være bedriftens linse, og dersom man forstår selskapets drift, og hvordan den fremkommer i regnskapet vil man også kunne forstå historien bak tallene (Penman, 2010). Gjesdal (2007) forklarer at de historiske resultatene man kan observere i regnskapet vil reflektere fundamentale faktorer som kompetanse, virksomhetens teknologiske nivå og konkurranseforholdene i markedet. Dette er forhold som ikke vi endre seg over natten. Med dette mener han at det tar tid å rette opp svakheter – samtidig som man også at man kan hvile litt uten å miste de fortrinnene man har. Det er dokumentert at på kort og mellomlang sikt (6-10 år) kan observert, historisk lønnsomhet fortelle mye om fremtidig lønnsomhet (S. H. Penman, 1991). Det har imidlertid vist seg at analytikerens prognoser for fremtiden ofte har stor spredning. Dette skyldes i følge Gjesdal (2007) at de endringer som finner sted overvurderes. Han peker videre på at prognoser derfor bør ta utgangspunkt i den inntjeningstrenden selskapet er inne i, og kun gjør avvik fra denne dersom det foreligger konkret, relevant informasjon som sannsynliggjør dette.

Formålet med regnskapsanalysen er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden (Kinserdal, 2005). Regnskapet er en sentral kilde til informasjon om økonomisk virksomhet, og bidrar med den fundamentale informasjonen vi behøver for å analysere og beregne verdi. Koller et al. (2010) peker på at man gjennom en grundig analyse av fortiden kan dokumentere om bedriften har skapt verdi, vekst, og hvordan den presterer sammenlignet med sine konkurrenter. En slik innsikt i fortidens prestasjoner vil føre til at estimatene av fremtidige frie kontantstrømmer blir bedre.

4.2.2 Forutsetninger

Analyseperiode

For å få et godt historisk grunnlag for verdivurderingen er det viktig å forankre prognosene i flere års regnskap, for å se utvikling, samt svingninger og trender. Valg av analyseperiode avhenger av stabiliteten til virksomheten som skal verdsettes. Luftfartsindustrien er som tidligere nevnt svært konjunkturutsatt. Vi vil velge å se på regnskapene over en periode som omfatter de siste seks årene, fra 2007 til 2012. Da får vi med tall fra både lavkonjunktur og høykonjunktur, noe som vi kunne gått glipp av dersom vi benyttet en kortere tidsperiode på eksempelvis tre år.

Analysenivå

Vi vil fokusere vår analyse på Widerøe som morselskap, og bruke tall fra deres offisielle årsregnskap. En analyse av hvert forretningsområde individuelt kunne på mange måter blitt grundigere og mer korrekt, men en slik analyse vil både være for tidkrevende og uanvendelig med tanke på informasjonen vi har tilgjengelig, slik at vi velger å analysere selskapet som helhet. Motivasjonen bak verdivurderingen er som nevnt å finne en riktig verdi på Widerøe som selskap i forbindelse med at SAS har annonsert at de har til hensikt å selge alle sine aksjer i Widerøe.

Oppbygning av analysen

Vår analyse vil baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, i all hovedsak årsrapporter. Sentrale kilder til teori i denne sammenhengen vil være Gjesdal (2007) og Penman (2010), samt Koller et al. (2010). Innledningsvis vil selskapets historiske resultatregnskap og balanse presenteres. Deretter vil vi gjennomføre en omgruppering av disse med formålet om verdivurdering i et investorperspektiv. Dette gjøres på bakgrunn av at tradisjonelle regnskapsrapporter – resultatregnskapet, balansen og kontantstrømpoppstillingen – ikke er organisert på en hensiktsmessig måte dersom man skal analysere prestasjon og verdi. De omgrupperte oppstillingene av resultatregnskap og balanse vil deretter brukes som basis for den videre regnskapsanalysen, der vi ser på ulike nøkkeltall for å analysere selskapets evne til å skape verdi. Til slutt vil vi kunne sette dette i sammenheng med den strategiske analysen for å estimere de fremtidige kontantstrømmene.

Trailing årsregnskap

I 2012 endret selskapet regnskapsår, og avsluttet dermed regnskapet sitt etter ti måneder (31.10.12). For å få et best mulig sammenligningsgrunnlag har vi valgt å utarbeide et estimert årsresultat for alle tolv måneder i 2012. Vi undersøkte tre alternative metoder å gjøre dette på. Det første alternativet var å ta utgangspunkt i årsresultatet for 2012 (januar til oktober) og legge til et gjennomsnitt av årets ti første måneder for de to siste månedene. Videre vurderte vi å legge til 2/3 av tallene i 1. kvartal 2013 (november til januar). Som et siste alternativ satte vi sammen kvartalsrapportene for de tre første kvartalene i 2012 (januar til september) og første kvartal 2013 (november til januar). Utfallet av de tre ulike metodene anså vi som forholdsvis like (se vedlegg 3 for fullstendige regnskap), med små endringer i driftsresultatet. Vi har imidlertid valgt å benytte oss av den sistnevnte estimeringsmetoden.

Tabell 6 Estimert årsresultat 2012

	2012*	2012**	2012***
Sum driftsinntekter	3 384 174	3 402 781	3 375 023
Sum driftskostnader	3 183 816	3 206 430	3 192 169
Driftsresultat	200 358	196 351	182 854
Netto finansposter	14 495	3 517	3 203
Resultat før skattekostnad	214 853	199 868	186 057
Skattekostnad	60 159	55 963	52 096
Årsresultat	154 694	143 905	133 961

* Metode for estimering av årsregnskap: (Regnskapstall 31.10.12/10)*12

** Metode for estimering av årsregnskap: Regnskapstall 31.10.12 + (Q1 2013*2/3)

*** Metode for estimering av årsregnskap: Q3 2012 + Q1 2013

For balansen har vi valgt å bruke tallene fra 1. Kvartal 2013, det vil si tallene ved utgangen av januar 2013. For å få et best mulig grunnlag for den videre verdivurderingen har vi tatt enkelte forutsetninger rundt balansen, da notene til regnskapet per 30.04.2013 ikke er publisert.

- Skyldig konsernbidrag: Her legger vi til disponeringen av årsresultatet som ble opplyst i resultatregnskapet for 2012, kr 90 418 000, slik at totalt skyldig konsernbidrag nå er kr 548 009 000.
- Kassekreditt: Her forutsetter vi at denne posten i likhet med 2011 er 0, og at det dermed ikke er noen rentebærende kortsiktig gjeld. Dette rettfærdiggjør vi blant annet på grunn av lave rentekostnader i resultatregnskapet.
- Leasing: Widerøe har totalt anskaffet 5 nye fly i 2012. I samsvar med tidligere års utvikling, samt at kun to av flyene er av typen Dash 8 Q300 og Q400, som fortsatt produseres i dag, forutsetter vi at de har fått to nye fly på lease, og at leasingforpliktelsene øker omtrent likt som fra 2010 til 2011. Leasingforpliktelsene for 2012 settes dermed til kr 831 200 000.

4.2.3 Presentasjon av regnskapene

Nedenfor vil vi presentere en oversikt over Widerøes resultatregnskap og balanse i perioden 2007 til 2012. Widerøe benytter regnskapslovens alminnelige regler (NGAAP) ved utarbeidelse av sine regnskaper, samt god regnskapsskikk. Dette har de gjort gjennom hele

analyseperioden. Deloitte AS er benyttet som revisor gjennom hele perioden, noe som tyder på et stabilt selskap uten uregelmessigheter i rapporteringene. Revisor fastslår i samtlige av regnskapene i analyseperioden at de er i samsvar med lover og regler, og presenterer et riktig bilde av selskapets økonomiske posisjon. Samtlige tall vises i tusen NOK.

Tabell 7 Resultatregnskap 2007-2012

	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
Driftsinntekter	2 493 175	2 828 876	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Driftskostnader	2 374 308	2 802 568	2 701 824	2 724 213	2 855 052	3 192 169
Driftsresultat	118 867	26 308	44 865	193 351	415 430	182 854
Netto finansposter	31 131	-15 015	2 208	-31 095	-44 932	3 203
Resultat før skattekostnad	149 998	11 293	47 073	162 256	370 498	186 057
Skattekostnad	42 139	3 440	13 141	13 141	104 003	52 096*
Årsresultat	107 859	7 853	33 932	149 115	266 495	133 961

*Estimert med 28 % skattesats

Resultatregnskapet viser at selskapet samtlige år har levert overskudd, med en økende, men svært ustabil, tendens fram til 2011. Vi kan også bemerke at i årene med finanskrisen, 2008 og 2009, var resultatet svært mye lavere enn ellers. Til slutt ser vi en kraftig nedgang i resultatet fra 2011 til 2012, noe som i følge Widerøe selv skyldes økt konkurranse i markedet.

Tabell 8 Balanse 2007-2012

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eiendeler						
Anleggsmidler	1 093 241	1 034 729	1 184 883	1 275 490	1 386 668	1 618 021
Omløpsmidler	478 841	618 423	383 668	362 330	507 010	503 840
Sum eiendeler	1 572 082	1 653 152	1 568 551	1 637 820	1 893 678	2 121 861
Gjeld og Egenkapital						
Egenkapital						
Innskutt egenkapital	248 001	248 001	248 001	248 001	248 001	248 001
Opptjent egenkapital	190 517	186 287	220 219	281 107	286 781	361 030
Sum egenkapital	438 518	434 288	468 220	529 108	534 782	609 031
Gjeld						
Langsiktig gjeld	333 522	431 604	408 064	386 019	263 397	287 172
Kortsiktig gjeld	800 042	787 260	692 267	722 693	1 095 499	1 225 658
Sum gjeld	1 133 564	1 218 864	1 100 331	1 108 712	1 358 896	1 512 830
Sum gjeld og egenkapital	1 572 082	1 653 152	1 568 551	1 637 820	1 893 678	2 121 861

Balansen viser at anleggsmidler har hatt en liten, og jevn økning gjennom hele perioden, mens omløpsmidler har variert over tid. Vi bemerker også at Widerøe har relativt mye mer kortsiktig gjeld enn langsiktig. Balansen viser også at egenkapitalen stiger ganske jevnt med totalkapitalen, noe som gir en stabil egenkapitalandel på rundt 28 %.

4.2.4 Omgruppering av regnskapene

For å kunne verdsette Widerøe fra et investororientert perspektiv må regnskapsrapportene omgrupperes slik at det fremkommer et skarpere skille mellom finansiering og drift. På denne måten kan man komme fram til selskapets virkelige økonomiske prestasjon, samtidig som man unngår dobbelttelling av økonomiske størrelser. Dette gjøres i følge Koller et al. (2010) ved at man finner frem til *net operating profit less adjusted taxes* (NOPLAT), *investert kapital* og *free cash flow* (FCF).

Gjesdal (2007) forklarer at en slik omgruppering vanligvis følger fire steg.

- 1) Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet, dirty surplus, for å finne nettoresultatet til egenkapitalen.
- 2) Skille mellom normale og unormale poster.
- 3) Skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler.
- 4) Skille mellom rentebærende og ”rentefri” gjeld.

I tillegg påpeker Gjesdal at dersom det er avsatt utbytte må det omgrupperes fra gjeld til egenkapital.

Omgruppering av avsatt utbytte

I norske regnskap klassifiseres vanligvis foreslått utbytte som kortsiktig gjeld. Når vi har et investorperspektiv virker dette ulogisk da man som aksjeeier ikke kan være skyldig utbytte til seg selv. Penman (2010) påpeker at balansen må granskes for å omgruppere avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. I Widerøes tilfelle betales det ikke ut utbytte. Vi tolker imidlertid skyldig konsernbidrag som det samme som avsatt utbytte, det er altså penger som aksjeeierne (SAS) skylder seg selv. Vi velger derfor å korrigere for dette.

Tabell 9 Omgruppering av skyldig konsernbidrag

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Annen kortsiktig gjeld i balansen	315 572	408 634	409 681	403 097	735 311	774 848
Skyldig konsernbidrag fra notene	143 601	18 030	18 030	95 338	457 591	548 009
Justert "annen kortsiktig gjeld"	171 971	390 604	391 651	307 759	277 720	226 839
Justert egenkapital inkl. skyldig konsernbidrag	582 119	452 318	486 250	624 446	992 373	1 121 186

Brudd på kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet består i at egenkapitalen kun skal endres gjennom egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke kommer av transaksjoner med eierne skal ha sin motpost i resultatet (Gjesdal, 2007).

Kongruensprinsippet er et grunnleggende prinsipp innenfor norske regnskapsregler, men som de fleste prinsipper er det ikke absolutt, og unntaket kommer frem gjennom *dirty surplus* som et akkumulert brudd på kongruensprinsippet (Gjesdal, 2007). Dirty surplus er verdier som føres direkte til egenkapitalkontoen istedenfor resultatregnskapet da dirty surplus omhandler aktiva man endrer verdien på som knyttes direkte til egenkapitalen. Det er to måter å korrigere for kongruensbrudd; tilbakeføring av poster mot egenkapitalen eller resultatføring av endringer i dirty surplus hvert år (Gjesdal, 2007). Det kan også argumenteres for å unnlate korrigeringer, ved at dirty surplus ofte utligner hverandre med årene.

Etter å ha undersøkt Widerøes noter for egenkapitalkontoen kan vi ikke se at det har forekommet noe dirty surplus i analyseperioden. De endringer i egenkapitalen som er foretatt kommer i all helhet fra overskudd som disponeres mellom annen egenkapital, fond for vurderingsforskjeller og avgitt konsernbidrag.

Normale og unormale poster

Ettersom resultatet av en regnskapsanalyse skal være egnet til prognostisering for fremtiden er det viktig å skille ut poster som ikke er relevante. Dette kan være en- eller fågangposter som er lite relevante for fremtiden, slik som inntjening fra en kontrakt som er et engangstilfelle eller gevinst fra salg av eiendeler. Kun varige eller permanente poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode er relevant for fremtidsbudsjettering (Gjesdal, 2007). Da vi ikke har tilstrekkelig regnskapsinformasjon for 2012 forutsetter vi at det ikke forekom noen unormal inntjening i året. Hos Widerøe har vi registrert følgende poster som ikke er relatert til normalt driftsresultat:

Problemer med Q400-fly i 2007

Widerøes fire Dash 8 Q400-fly var i 2007 satt på bakken. Dette medførte økte innleiekostnader og flere innstilte avganger. Widerøe nevner imidlertid ikke hvor mye disse kostnadene utgjorde i sin årsberetning. Totale kostnader gikk i tillegg ned i forhold til året før og det blir dermed vanskelig å utføre noen korrigeringer for dette punktet.

Kjøp og videresalg av fly med kjennetegn LN WFE i 2007

Widerøe kjøpte i januar 2007 et fly med kjennetegn LN WFE for EUR 3,4 millioner hos Bank Austria som følger av at leasingkontrakten gikk ut. Senere samme år, i oktober, ble flyet solgt videre til flyselskapet Island Aviation på Maldivene for USD 6,99 millioner. Med utgangspunkt i en EUR kurs på 8,278 og en USD kurs på 5,4097 medførte dette videresalget en gevinst på NOK 9,669 millioner. Dette anses som en unormal inntekt og vi velger å justere for beløpet.

Kjøp og salg av tre fly i 2008

I 2008 kjøpte og solgte Widerøe i løpet av kort tid tre fly, henholdsvis med kjennetegn LN WDA, LN WDB og LN WDC. Netto gevinst av transaksjonene beløpet seg til NOK 11,6 millioner. Denne inntekten anses som unormal og vi velger å justere for beløpet.

Ekstraavgifter og kompensasjon i forbindelse med Q400-fly i 2008

Widerøe måtte i 2008 leie inn ekstra fly på korttidskontrakter som følger av at fire Dash 8 Q400-fly var satt på bakken. De mottok samtidig kompensasjon fra produsenten Bombardier på NOK 44,1 millioner for problemene med flytypen. I følge deres årsberetning dekte dette beløpet *deler* av påløpte kostnader i forbindelse med problemene. Videre gis det heller ikke opplysninger om de faktiske økte kostnadene. Vi velger derfor å ikke korrigere for disse summene, og antar at de økte inntektene som følge av kompensasjonen inngikk å dekke de ekstra kostnadene, og dermed at Widerøe ikke opplevde noe overskudd i forhold til dette.

Askesky og vokterstreik i 2010

Både askeskyen i april/mai og vokterstreiken i juni medførte kanselleringer for Widerøe. Selskapet påpeker imidlertid i sin årsberetning at kostnadsutviklingen har vært stabil, og nevner ikke eksakte tall i forhold til tap på grunn av kanselleringene. Vi antar derfor at dette ikke utgjorde noen betraktelig sum og på bakgrunn av manglende informasjon velger vi å ikke gjennomføre noen korrigeringer i forhold til dette.

Tabell 10 Oversikt unormale inntekter

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	2 493 175	2 828 876	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Unormale inntekter	9 669	11 600				
Justerte inntekter	2 483 506	2 817 276	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023

Driftsrelaterte og finansielle eiendeler

Det er viktig å skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, fordi de finansielle eiendelene som regel må verdsettes ved bruk av andre metoder (Gjesdal, 2007). Ved en verddivurdering verdsettes de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening. Deretter legger en til markedsverdien av de finansielle eiendelene. Markedsverdien er ofte lik bokført verdi ettersom at virkelig verdi stadig oftere tas i bruk som regnskapsprinsipp. Også Widerøe viser til bruk av virkelig verdi på flere av sine balanseposter. Vi grupperer Widerøes omløpsmidler og anleggsmidler på følgende måte:

Driftsrelaterte eiendeler	Finansielle eiendeler
<i>Anleggsmidler:</i>	<i>Anleggsmidler:</i>
Bygninger	Aksjer og andre verdipapirer
Fly	Pensjonsmidler
Motorer	Langsiktige fordringer
Reservedeler	
Maskiner, verktøy og inventar	
Investering i datterselskap	
<i>Omløpsmidler:</i>	<i>Omløpsmidler:</i>
Forbruksmateriell/varelager	Bankinnskudd, kontanter og lignende
Kundefordringer	
Andre fordringer	

Investering i datterselskap

Widerøe AS har et datterselskap der de eier 100 % av aksjene. I årsberetningene fremkommer denne investeringen som finansiell, men en slik langsiktig investering kan likestilles med det å investere i driften til et annet selskap, og dermed skal den klassifiseres som en driftsmessig eiendel (Gjesdal, 2007; Penman, 2010).

Pensjonsmidler

Pensjonsmidler er en tvetydig post da den både inneholder finansielle og driftsrelaterte elementer. Vi velger å følge Gjesdal (2007) sin anbefaling om at denne klassifiseres som en finansiell eiendel. En slik klassifisering fører til at både pensjonskostnadene, pensjonsmidlene og forpliktelsene må omgrupperes for at det skal bli samsvar mellom resultatregnskap og balanse, da avkastning på midlene kommer til fradrag i pensjonskostnadene (Gjesdal, 2007).

Pensjonskostnader må justeres fordi posten består av både driftsrelaterte- og finansielle kostnader. Pensjonskostnader består i all hovedsak av fire elementer: service kostnader (nåverdien av periodens pensjonsforpliktelser), rentekostnader av forventede pensjonsforpliktelser, forventet avkastning av pensjonskostnadene, samt tap og gevinster vedrørende estimatavvik (Koller et al., 2010). Basert på denne hovedinndelingen av elementene som inngår i pensjonskostnader vil rentekostnadene, avkastningen og amortisering av tap ved estimatavvik alle være av finansiell karakter og er ikke relatert til selskapets virksomhet. De overnevnte elementene bør altså korrigeres for ved å ekskludere de fra pensjonskostnadene slik at de ikke inkluderes i NOPLAT (Koller et al., 2010). Dette fører til at lønnskostnadene reduseres og driftsresultatet øker.

Tabell 11 Pensjonskostnader

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sum lønnskostnader:	967 694	1 092 363	1 021 858	1 029 429	1 120 170	1 250 492
Lønninger	739 627	796 089	762 090	768 895	856 343	
Arbeidsgiveravgift	93 997	105 653	109 698	92 407	105 136	
Andre ytelser	60 195	74 584	59 177	74 543	72 081	
Pensjonskostnader:	73 875	116 037	90 893	93 584	96 610	112 544*
NV periodens pensjonsopptj.	61 401	68 838	74 344	66 219	81 697	
Rentekost. av pensjforpl.	58 165	72 779	76 990	81 028	84 915	
Avkastning av pensjonsmidlene	-63 322	-69 290	-78 987	-88 995	-99 231	
Amortisert tap vedr.est. avvik	14 120	8 967	37 411	27 461	32 044	
Resultatført engangsvirkn. AFP				10 656		
Ber. arb.g.avg. på underdekning	-535	19 590	-18 865	-2 785	-2 815	
Justerte pensjonskostnader	60 866	88 428	55 479	79 660	78 882	87 785*
Sum justerte lønnskostnader	954 685	1 064 754	986 444	1 015 505	1 112 442	1 225 732

*Beregnet med en gjennomsnittssats

Langsiktige fordringer

Denne posten består i hovedsak av lån til ansatte og depositum. Da dette er snakk om rentebærende fordringer til andre enn kundene finner vi det mest naturlig å klassifisere disse som finansielle eiendeler.

Bankinnskudd, kontanter og lignende

Denne posten består av bankinnskudd, kontanter, konsernmellomværende transaksjoner og kreditt hos morselskap. Deler av denne posten kan betraktes som nødvendig for drift, da selskapet er avhengig av å ha en buffer for å betale regninger etterhvert som de forfaller. Kontanter og bankinnskudd som er nødvendig for driften er ikke rentebærende og det ville da være hensiktsmessig å klassifisere de som driftsrelaterte eiendeler. Resten, overskuddslikviditeten, klassifiseres som en finansiell eiendel. Problemet, i følge Gjesdal (2007) er at det ikke er så lett å fastslå hva som er nødvendig og hva som er overskytende. Koller et al. (2010) viser til undersøkelser som konkluderer med at de bedriftene som har minst kontantbeholdning hadde kontanter som utgjorde omtrent 2 % av salgsinntektene, og at dette fungerer som et godt mål på nødvendig kontantbeholdning. Tabellen nedenfor viser hvor stor andel av driftsinntekter Widerøes bankinnskudd, kontanter og lignende utgjør i analyseperioden og hvor stor overskuddslikviditeten er dersom man tar utgangspunkt i 2 % nødvendig kontantbeholdning.

Tabell 12 Overskuddslikviditet

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter (NOK 1000)	2 493 175	2 828 876	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Kontanter, bankinnskudd og lign.	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012	99 086
<i>i % av inntekter</i>	4 %	1 %	3 %	2 %	4 %	3 %
Nødvendig kontantbeholdning (2 %)	49 864	56 578	54 934	58 351	65 410	67 500
Overskuddslikviditet	58 609	-	24 724	-	71 602	31 586

Penman (2010) mener på sin side at man må kjenne bransjen svært godt for å kunne si noe om hva som er nødvendig kontantbeholdning. På grunn av at det i mange bedrifter forekommer at innbetalinger går rett inn på rentebærende kontoer velger vi å følge Penmans (2010)

anbefaling om å klassifisere alt av bankinnskudd, kontanter og lignende som finansielle eiendeler for å være på den sikre siden.

Driftsrelatert og finansiell gjeld

Hensikten med en omgruppering av balansen er som nevnt å komme fram til *investert kapital*, det vil si kapitalen som er nødvendig for kjerneaktivitetene til bedriften. For å kunne beregne denne må man skille mellom driftsrelatert og finansiell (rentebærende) gjeld. For Widerøe sorterer vi driftsrelatert og finansiell gjeld på følgende måte:

Driftsrelatert gjeld	Finansiell gjeld
<i>Langsiktig gjeld</i>	<i>Langsiktig gjeld</i>
Utsatt skatt	Pensjonsforpliktelser
Andre avsetninger for forpliktelser	Øvrig langsiktig gjeld
<i>Kortsiktig gjeld</i>	<i>Kortsiktig gjeld</i>
Leverandørgjeld	Kassekreditt
Skyldig offentlige avgifter	Trekkfasiliteter
Justert annen kortsiktig gjeld	

Utsatt skatt

Gjesdal (2007) forklarer at utsatt skatt ofte anses som rentefri gjeld. Posten er i realiteten ikke gjeld, men en justeringspost. Vi anser dermed utsatt skatt som driftsrelatert.

Andre avsetninger for forpliktelser

Det kommer frem av notene at denne posten består av avsetninger til fremtidige leasekostnader, samt avsetning til vedlikehold på leasede fly. Vi anser dermed posten som driftsrelatert.

Annen kortsiktig gjeld

Denne posten innbefatter konsernmellomværende og kreditt hos morselskap. Som tidligere nevnt har vi valgt å omgruppere deler av posten, ”skyldig konsernbidrag” fra gjeld til egenkapital. Kassekreditt hos morselskap er skilt ut som finansiell gjeld. Det er vanskelig å si om resten av dette konsernmellomværende er rentebærende, men vi forutsetter for resten av oppgaven at dette er driftsrelatert, i tråd med Penmans (2010) anbefaling.

Kassekreditt og trekkfasiliteter

Disse postene gjelder en kredittramme Widerøe har hos morselskapet, der de kan trekke inntil 300 millioner. Det vanlige for slike trekkfasiliteter er at rente påfaller det beløpet du benytter. Vi klassifiserer dermed postene som finansielle.

Justering av operasjonell leasing

Generelt skiller vi mellom to former for leasing; finansiell og operasjonell. Ved finansiell leasing står leietakeren som eier av utstyret som leies, og må selv sørge for avskrivning. Leasingen foregår som regel over like lang tid som utstyrets levetid og de totale leiekostnadene utgjør prisen på utstyret. Leasingforpliktelsen er balanseført både på aktiva og passiva siden. Ved operasjonell leasing er det derimot utleier som står som eier av utstyret, og den finansielle risikoen ligger dermed på han. Leietakeren disponerer utstyret over en gitt tidsperiode og betaler leiekostnader som føres i resultatregnskapet. Ved utgang av leieavtalen går utstyret tilbake til eier, og leietaker kan da velge mellom å kjøpe objektet, eller så kan for eksempel utleier lease utstyret videre (Damodaran, 1999).

I luftfartsindustrien er operasjonell leasing utbredt, da spesielt med tanke på leasing av fly. Dette fremkommer som nevnt som leiekostnader ført i resultatregnskapet, mens fremtidige forpliktelser fremkommer i notene. For å få et klarere bilde på bedriftens virkelige kapitalbehov må man finne nåverdien av disse forpliktelsene (Damodaran, 2002). Dersom man unnlater å justere for operasjonell leasing vil man få en kunstig lav driftsprofitt fordi finansielle kostnader inngår i leiekostnaden, samtidig som man vil få en kunstig høy kapitalavkastning (Koller et al., 2010). Verdiestimatet man kommer frem til vil være uendret, men en justering fra operasjonell til finansiell leasing gjør at ROIC og fri kontantstrøm forblir uavhengig av kapitalstruktur og dermed bedre egnet for blant annet sammenligning mot andre selskaper.

I sine årsberetninger oppgir Widerøe både leasingforpliktelse, gjennomsnittlig resterende levealder og hvilken diskonteringsrente de benytter i sine utregninger (5,5 %). For å få et riktigere bilde på avkastning og kapitalbehov velger vi å justere for dette ved å trekke ut en rentedel basert på den nevnte diskonteringsrenten (finansiell kostnad) fra de oppgitte leasekostnadene i resultatregnskapet. Den oppgitte forpliktelsen innarbeides i balansen under driftsrelaterte anleggsmidler og langsiktig gjeld.

Tabell 13 Oversikt leasing

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Leasingforpliktelse (fra noter)	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400	831 200
Rentekostnader leasing (5,5 %)	7 255	9 243	16 841	30 465	40 288	45 716

Det justerte regnskapet vil nå ha lavere driftskostnader og høyere finanskostnader, og balansen vil få fram det virkelige kapitalbehovet.

4.2.5 Endelig omgruppering av regnskapet presenteres

Omgruppert balanse

Ved omgruppering ring av balansen en er som nevnt målet å komme fram til investert kapital. Dette er kapitalen som kreves for å finansiere driften, uten at det skilles for hvordan kapitalen er finansiert. Fullstendig omgruppert balanse finnes i vedlegg 5.

Tabell 14 Omgruppert balanse

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsrelaterte omløpsmidler	370 369	582 762	304 010	316 309	369 998	404 754
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	656 441	749 230	569 437	546 155	637 908	677 649
Driftsrelatert arbeidskapital	-286 072	-166 468	-265 427	-229 846	-267 910	-272 895
Driftsrelaterte anleggsmidler	734 437	713 014	720 219	769 929	864 219	1 035 157
Driftsrelatert langsiktig gjeld	98 409	89 494	114 481	165 165	198 545	203 229
Netto anleggsmidler	636 028	623 520	605 738	604 764	665 674	831 928
Kapitalisert operasjonell leasing	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400	831 200
Investert kapital	481 856	661 252	748 511	1 074 518	1 163 164	1 390 233
Finansielle anleggsmidler	358 804	321 715	464 664	505 561	522 449	582 864
Finansielle omløpsmidler	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012	99 086
Totale investeringer	949 132	1 018 628	1 292 833	1 626 100	1 822 625	2 072 183
Egenkapital	582 119	452 318	486 250	624 446	992 373	1 157 040
Finansiell kortsiktig gjeld		20 000	104 800	81 200		
Finansiell langsiktig gjeld	235 113	342 110	293 583	220 854	64 852	83 943
Kapitalisert leasing	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400	831 200
Totale investeringer	949 132	1 018 628	1 292 833	1 626 100	1 822 625	2 072 183

Omgruppert resultatregnskap

Ved omgruppering av resultatregnskapet har vi funnet fram til NOPLAT. Dette representerer driftsresultatet etter skatt som selskapets investerte kapital har generert, og som er tilgjengelig for samtlige investorer.

Før NOPLAT kan ferdigstilles må skattesatsen beregnes. Skattesatsen som belastes NOPLAT vil som regel være høyere enn det ordinære resultatet. Dette kommer av at finansielle og unormale poster ekskluderes fra NOPLAT slik at kun kjerneaktivitetene skattebelastes (Koller et al., 2010). Det vil derfor være nødvendig å korrigere beregnet skattesats for å få frem den driftsrelaterte skatten.

Tabell 15 Driftsrelatert skattesats

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Skattekostnad i regnskapet	42 139	3 440	13 141	45 706	104 003	52 096
28% skatt i finansresultatet	8 716	4 204	618	8 706	12 580	897
Driftsrelatert skatt	33 423	7 644	12 523	54 412	116 583	52 993
Driftsresultat i årsresultatet	118 867	26 308	44 865	193 351	415 430	182 854
Driftsrelatert skattesats	28,1 %	29,1 %	27,9 %	28,1 %	28,1 %	29,0 %

Vi ser at den driftsrelaterte skattesatsen hvert år har fluktuert rundt den norske standard satsen på 28 %, med gjennomsnitt på 28,4 % og median på 28,1 %. Vi velger dermed å bruke den norske standardsatsen på 28 % ved beregning av skatt i fremtidsprognosene.

Tabell 16 Omgruppert resultatregnskap

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Justerte						
driftsinntekter	2 483 506	2 817 276	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Justerte						
lønnskostnader	954 686	1 064 754	986 444	1 009 935	1 112 442	1 162 707
Andre						
driftskostnader	1 274 854	1 574 629	1 558 251	1 567 586	1 598 450	1 808 470
Avskrivninger	131 759	135 576	121 715	127 198	126 432	133 207
Rente på op. leasing	7 255	9 243	16 841	30 465	40 288	45 716
Justert EBITA	129 462	51 560	97 120	243 310	473 446	316 355
Driftsrelatert skatt	36 402	14 981	27 109	68 471	132 864	88 579
NOPLAT	93 060	36 579	70 011	174 839	340 582	227 776

Fullstendig omgruppert resultatregnskap finnes i vedlegg 4.

4.3 Analyse av lønnsomhet og vekst

En kritisk del av verdivurdering, og et viktig verktøy i arbeidet med å prognostisere for fremtiden er å gjennomføre en robust analyse av historiske prestasjoner (Koller et al., 2010). De to viktigste analyseverdiene er i følge Koller et al. (2010) avkastning på investert kapital (ROIC) og inntektsvekst. Disse er nøkkeldriverne for verdi, og prognoser på fremtidige kontantstrømmer bør baseres på grundige analyser av disse. Slike analyser kan også si noe om risikoen som er forbundet med å investere i selskapet. Dette er viktig for potensielle investorer, samtidig som det er med på å avgjøre hvilket avkastningskrav som skal benyttes i den videre verdivurderingen.

4.3.1 Lønnsomhetsanalyse – ROIC

Et selskaps lønnsomhet sier noe om dets evne til å skape overskudd (Kristoffersen, 2005). Tilstrekkelig lønnsomhet er nødvendig for at en investor skal være interessert i å investere i bedriften, og ikke minst for at bedriften skal kunne overleve på lengre sikt. Ulike lønnsomhetstall er derfor ofte det viktigste for en potensiell investor. Det finnes en rekke ulike rentabilitetstall for å måle en bedrifts lønnsomhet, men vi har valgt å fokusere på ROIC. I følge Koller et al. (2010) er ROIC et bedre lønnsomhetstall enn for eksempel egenkapitalrentabiliteten fordi det fokuserer utelukkende på driften til selskapet, og unngår å blande inn kapitalstruktur.

Tabell 17 ROIC

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	19 %	7 %	11 %	21 %	32 %	14 %

Som vi ser av tabellen har ROIC holdt et høyt nivå, unntatt i årene med finanskrisen da avkastningen var svært lavt. Utrekningen ovenfor viser hvordan lønnsomheten svinger med konjunktorene i økonomien, og viser også en kraftig nedgang fra 2011 til 2012. Det viktigste kravet til ROIC er at den må være høyere enn avkastningskravet WACC. Dersom dette ikke er oppfylt vil verdi ødelegges istedenfor å skapes når selskapet vokser.

For å få et mer integrert perspektiv på et selskaps lønnsomhet og samtidig forstå hvilke elementer som driver ROIC kan målet dekomponeres (Koller et al., 2010):

$$\text{ROIC} = (1 - \text{driftsrelatert skattesats}) \times \frac{\text{EBITA}}{\text{Omsetning}} \times \frac{\text{Omsetning}}{\text{Investert kapital}}$$

Dette viser hvordan ROIC drives av evnen til å maksimere lønnsomhet (driftsresultat i forhold til omsetning, også kalt driftsmargin), optimalisere den investerte kapitalens omløpshastighet (inntekter i forhold til investert kapital) eller minimere driftsrelatert skatt.

Tabell 18 Dekomponert ROIC

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsmargin	5 %	2 %	4 %	8 %	14 %	9 %
Omløpshastighet	5,15	4,39	4,27	2,94	2,81	2,43

Vi ser at Widerøe for hver år i analyseperioden har hatt positiv driftsmargin. Vi ser også her at tallet var litt lavere i 2008 og 2009, og at det siden har vært en økende tendens før den i 2012 igjen falt til 9 %.

Utviklingen av omløpet til investert kapital ser vi er negativ. Mens hver investerte krone i 2007 ga 5,15 kr i omsetning ga det i 2012 bare 2,43 kr. Dette tyder på store investeringer, og mindre vekst i inntektene. Dersom dette sees i sammenheng med den sterkt positive driftsmarginen tyder det på at driften går godt, og at den avtagende omløpshastigheten kan være tegn på økte investeringer nettopp på grunn av dette. Widerøe har for eksempel hvert år inngått nye leasingavtaler, noe som øker kapitalens størrelse, samtidig som konkurranseforholdene i markedet gjør at inntektene øker i mindre grad.

4.3.2 Vekstanalyse

Vekstanalyse er et viktig redskap for utarbeidelsen av prognosene for fremtiden (Penman, 2010). Dette grunnet antakelsen om at historisk inntjening samvarierer med fremtidig inntjening. Det finnes flere måter å analysere vekst på. Penman (2010) definerer vekst som vekst i residualinntekt, eller superprofitt. Det vil si inntekten som overgår den krevde avkastningen på investert kapital. Koller et al.(2010) forklarer derimot at dersom resultatgrad og reinvesteringsrate holder seg stabil kan vekst knyttes direkte til veksten i inntekter. Dette blir imidlertid ikke faktum i Widerøes tilfelle, da resultatet svinger veldig fra år til år. Vi velger derfor å bryte ned analysen av inntektsvekst til å se på de viktigste inntektsdriverne for

et flyselskap; *available seat kilometers (ASK)*, *revenue passenger kilometers (RPK)* og *Yield*. Vi vil videre se på vekst i NOPLAT og vekst i investert kapital.

Inntektsvekst

Widerøes driftsinntekter består i hovedsak av salgsinntekter, som kan deles inn i passasjerinntekter, fraktinntekter og øvrige salgsinntekter. I tillegg til salgsinntektene har Widerøe inntekter fra statens kjøp av tjenester på kortbanenettet og øvrige salgsinntekter.

Tabell 19 Inntektsvekst

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsetning	2 483 506	2 817 276	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Vekst		13 %	-3 %	6 %	12 %	3 %

Selskapets inntekter oppstår som et direkte resultat av ASK, RPK og yield. Det vil si at vekst i disse størrelsene vil være drivere av inntektsveksten. Kabinfaktoren er som nevnt et mål på kapasitetsutnyttelsen til et flyselskap, og er dermed et viktig redskap for å øke lønnsomhet.

Tabell 20 Utvikling i inntektsdrivere

	2007	2008	2009	2010	2011	2011*	2012*
ASK (i mill NOK)	1018	1093	1102	1157	1355	1138	1192
vekst		7 %	1 %	5 %	17 %		5 %
RPK (i mill NOK)	614	653	666	691	811	688	701
vekst		6 %	2 %	4 %	17 %		2 %
Kabinfaktor	60,3 %	59,7 %	60,4 %	59,7 %	59,9 %	60,5 %	58,8 %
vekst		-1 %	1,2 %	-1,2 %	0,2 %		-2,7 %
Yield	2,88	2,89	3,01	3,08	3,02		
Vekst		0,3 %	4 %	1,9 %	-2 %		3,5 %

*tall fra januar-oktober

Utvikling i ASK sier noe om Widerøes kapasitet. Widerøe har hatt en gradvis økning i ASK da de kontinuerlig har ekspandert flyflåten som i 2012 besto av 39 fly i motsetning til utgangen av 2007, hvor flåten besto av 28 fly. ASK sier ikke noe om lønnsomhet da

tilgjengelig kapasitet alene ikke sier noe om hvor mange av setene som faktisk fylles og sådan hvor stor inntjening en oppnår.

RPK har hatt en varierende utvikling siden 2007 grunnet ulike årsaker slik som finanskrisen, vokterstreik, Widerøes overtagelse av nye ruter og utvidelse av direkte ruter. RPK økte i 2007 og 2008 grunnet konjunkturoppgang i Norge. I 2009 ble økningen i RPK betydelig mindre grunnet finanskrisen men hadde fortsatt en økning på 1% til tross for dette. I 2010 inntraff både askeskyen og vokterstreiken, samtidig som Widerøe tok over vestlinkrutene og opprettet nye direkte ruter slik at effektene balanserte seg ut og ga en økning i RPK på 4 %. I 2011 fikk Widerøe fullårseffekten av vestlinkrutene, i tillegg til overtagelse av SAS sin rute fra Kristiansand til København. De etablerte flere direkte ruter innlands. Dette ga en unormalt høy økning i RPK på 17 %, noe vi ikke anser som reelt for fremtidige år. I 2012 oppnådde Widerøe en økning i RPK på 3 % som et resultat av normal drift og økte kostnader.

Et representativt mål på utnyttelsesgraden er kabinfaktor. Kabinfaktor, som utledes ved å dividere RPK på ASK, er et av de viktigste lønnsomhetsmålene for Widerøe. Denne har holdt seg stabil rundt 60 % i hele analyseperioden, men vi ser at tendensen de siste årene har vært synkende.

Yield er den inntekten flyselskapene får per RPK. Markedsforholdene altså konkurranseforholdene i industrien vil påvirke størrelsen til yield. Sektorlengde, hvor lang flyturen er, vil også påvirke yield, noe som fører til at Widerøe har en nokså høy yield sammenlignet med flere andre aktører, da deres flyturer som regel er nokså korte og innebærer flere stop. Den sterke konkurranseutviklingen i markedet har hatt en stor innvirkning på Widerøe som har oppnådd et betydelig dårligere overskudd i 2012 sammenlignet med året før.

Ved å bryte ned inntektsmålet i forholdene som faktisk skaper vekst i inntektene ser vi at Widerøe jevnt over har hatt en økning i ASK, RPK og tidvis yield. Inntekter alene sier lite om et selskaps lønnsomhet, da kostnadene vil avgjøre selskapets evnen til å generere profitt utover normalavkastning. Vi har derfor valgt å se på netto driftsresultat for å få et bedre innblikk i Widerøes historiske verdiskapning.

Tabell 21 Utvikling i NOPLAT

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOPLAT	93 061	36 579	70 011	170 836	340 582	227 776
<i>Vekst</i>		-61 %	91 %	144 %	99 %	-33 %

Tabellene ovenfor viser vanskelighetene med å fastslå noe konkret basert på kun omsetning og NOPLAT, da begge størrelsene er preget av stor variasjon fra år til år. Det vil ikke være representativt å benytte vekst i NOPLAT som grunnlag for framtidsprognosene da stabilitet i denne størrelsen er fraværende. Vi har derfor valgt å studere investert kapital, for å få et bedre innblikk i selskapets verdiskapning.

Vekst i investert kapital

Investert kapital ber som nevnt et mål på den kapitalen selskapet behøver i sin drift. Vekst i investert kapital sier dermed hvor mye dette kapitalbehovet varierer fra år til år.

Tabell 22 Vekst i investert kapital

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investert kapital	481 856	641 252	643 711	993 318	1 163 164	1 390 233
<i>Vekst</i>		33,08 %	0,38 %	54,31 %	17,10 %	20 %

Slik vi så med NOPLAT har investert kapital også vært preget med stor variasjon og blir sådan ikke et representativt mål for framtidsprognostiseringen. På bakgrunn av analysene gjennomført her velger vi å benytte inntektsveksten som driver for framtidsprognosene i neste kapittel, dette ved å uttrykke både kostnadene og eiendelen som en prosentvis andel av inntektene, da dette forholdet har vært relativt stabilt de siste fem årene.

5 Verdivurdering

I dette kapittelet vil vi foreta beregninger av parameterne som inngår i vår valgte verdsettelsesmodell, prognostisert fri kontantstrøm og avkastningskravet WACC, i tillegg til selve verdivurderingen. Videre valideres verdiestimatet ved bruk av flere verdsettelsesmetoder og gjennom en sensitivitetsanalyse for å kartlegge usikkerhet i nøkkelparametere.

5.1 Prognoser for fremtiden

I følge Penman (2010) er utarbeidelsen av prognoser på fremtidige overskudd selve kjernen i analyseprosessen. Dette kommer av at de forutsetninger som tas og de beregningene man gjør i forhold til dette avgjør hvilken verdi man kommer frem til. I denne delen av analysen vil vi med utgangspunkt i den strategisk analysen og regnskapsanalysen ha som siktemål å utarbeide gode prognoser for fremtidig NOPLAT og investert kapital, og bruke dette for å finne prognoser for fri kontantstrøm.

5.1.1 Prognose av resultatregnskap og NOPLAT

I følge Dahl og Boye (1997) er det normal praksis å utarbeide et fremtidsregnskap for en periode på 7-15 år. Koller et al. (2010) påpeker imidlertid at det viktigste er å utarbeide prognoser for en tidsperiode som er lang nok til at bedriften oppnår en stabil tilstand. Denne tilstanden oppnås når selskapet vokser stabilt, samtidig som avkastningen en oppnår på ny og eksisterende investert kapital er konstant fra år til år. Koller et al. (2010) anbefaler videre en tidsperiode på 10-15 år, eller lengre for selskaper som opplever sterk vekst. Mens for kort prognoseperiode kan resultere i underestimert av verdien til selskapet, samt at vekstfaktoren i terminalverdiledet blir høy, kan en for lang prognoseperiode gjøre verdiestimatet svært usikkert.

Vi har fra den historiske regnskapsanalysen sett av Widerøes resultater har vært svært volatile, og at makroøkonomiske svingninger påvirker resultatet. Det er dermed vanskelig å fastslå hva som klassifiserer en stabil tilstand. Vi har besluttet at ti år er en god tidshorisont for prognostisering i Widerøes tilfelle av flere grunner. For det første har vi et langsiktig perspektiv i studien, og antar at selskapet vil fortsette sin drift i lang tid fremover. Samtidig har vi vist at luftfartsindustrien er en moden industri, og vi mener derfor at vekst og

avkastning nå begynner å flate ut, og en lengre prognoseperiode anser vi derfor som unødvendig.

I arbeidet med prognostiseringen vil vi være nødt til å ta enkelte forutsetninger. Disse forutsetningene redegjøres for fortløpende.

Driftsinntekter

Widerøes driftsinntekter grupperes i passasjerinntekter, fraktinntekter, øvrige salgsinntekter og statens kjøp av tjenester på kortbanenettet. Av disse er passasjerinntekter den desidert største inntektsposten, og den antatt største driveren av driftsinntektene. Vi baserer dermed antakelsene om vekst i driftsinntekter på den antatte veksten i passasjermarkedet.

Prognoser for driftsinntekter kan enten gjennomføres ved hjelp av en top-down eller en bottom-up fremgangsmåte. Den førstnevnte går ut på å estimere inntekt ved å bestemme det totale markedet, og kombinere det med estimater på selskapets markedsandel, mens man ved en bottom-up fremgangsmåte starter med prognoser på etterspørsel fra eksisterende kunder, kundeavgang og potensialet for nye kunder (Koller et al., 2010). Denne metoden krever at man går i dybden, har mye informasjon tilgjengelig, og er i praksis mer vanlig å utføre dersom man analyserer bedriften innenfra. Vi vil derfor benytte oss av en top-down fremgangsmåte ved prognostisering av fremtidige passasjerinntekter.

Markedsvekst

I avsnitt PESTEL-analysen viste vi at det kan eksistere et lineært forhold mellom vekst i BNP og vekst i passasjertrafikk, samtidig som vi presenterte en oversikt over prognostisert vekst i BNP. Vi velger dermed å bruke den estimerte veksten i BNP som grunnlag for vekst i markedet for passasjertrafikk, og vi kan dermed anta at den totale passasjertrafikken øker med henholdsvis 3,1 %, 3,3 %, 3,4 %, 3,6 % og 3,8 % [28] over de kommende fem årene. Vi har også tidligere vist at inntektselastisiteten for flyreiser er positiv. Dette må imidlertid også sees i sammenheng med at flyreisende er svært prissensitive, og med utvikling av billettbestilling via internett har kunden stort insentiv til å opptre illojalt dersom konkurrenter tilbyr lavere pris. I Widerøes tilfelle er ikke konkurransen på deres ruter så intens, verken på anbudsflygning eller kommersiell flygning. Til tross for dette som tidligere nevnt sett at Norwegian i de siste år har valgt å etablere seg på Widerøes kommersielle flygninger, noe

som kan intensivere konkurransen. Det vil derfor ikke være hensiktsmessig å legge for mye lit til at den lave konkurransen vil vedvare gjennom hele prognoseperioden.

Markedsandel

Widerøes målsetning er å beholde sin sterke posisjon på anbudsrutene, kombinert med fokus på kontinuerlig vekst i det kommersielle markedet. De har i dag en markedsandel på om lag 16 % i Norge. På grunn av Widerøes posisjon som nesten eneste nisjeaktør på de regionale rutene i Norge mener vi at markedsandelen de i dag er forholdsvis trygg, men dersom flere av kortbaneflyplassene bygges ut vil trolig nye konkurrenter komme til. Dette vil trolig ikke realiseres i løpet av prognoseperioden, men må likevel tas hensyn til. Vi antar derfor at de vil beholde en stabil markedsandel.

Konklusjon for vekstfaktoren til driftsinntektene

På bakgrunn av forutgående drøfting mener vi at en inntektsøkning som ligger særlig mye høyere over BNP er lite trolig, selv om Widerøe skulle velge å ekspandere og utvide sin kapasitet. Som foregående analyser har vist økte Widerøe kapasiteten mer inntektene i 2012, der ASK økte med 5 % mens inntektene økte med 3 %. Det er vanskelig å si hva som vil skje etter et eventuelt salg, men vi velger å tro at de ikke vil avvike så mye fra den tidligere trenden.

Dersom vi ser på avsnitt 4.3.2, og utviklingen i RPK de fem siste driftsårene, ser vi at den har vært noe svingende. Vi velger videre å anta at 2012 representerer et normalt driftsår med tanke på Widerøes ruter og kostnader samt den tilspissende konkurransesituasjonen som vil fortsette å intensiveres, i tillegg til at billettpriser konkurreres nedover.

Vi velger dermed å bruke en vekstfaktor på 3 % for årene 2013-2017, mens vi utover dette velger å anta at veksten flater ut mot Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %. Denne vekstfaktoren vil også brukes i terminalleddet. Vi vil fortsatt være forsiktig med å basere oss for mye på vekst i utregning av terminalverdien, av den grunn at verdier så langt frem i tid vil være svært usikre, spesielt i luftfartsindustrien. Reelt sett vil vi derfor beregne terminalverdi uten bruk av vekst, noe vi drøfter videre lenger ned. Dette er i tråd med Penman (2010) sin anbefaling om å ikke betale for mye vekst ved kjøp av et selskap. I praksis argumenterer vi for dette med at man etter en viss tid ikke vil ha noe større avkastning på nye investeringer. Det vil si at RONIC (avkastning på ny investert kapital) konvergerer mot avkastningskravet

WACC etter år ti. Med tanke på den tøffe konkurransesituasjonen som preger luftfartsindustrien føler vi dette er passende, og med tanke på usikkerhet er det viktig å ikke overvurdere de eventuelle vekstmulighetene.

Driftskostnader

Widerøes driftskostnader grupperes i samlepostene lønnskostnader, ordinære avskrivninger, annen driftskostnad, driftskostnad fly og bygninger, avgifter og provisjoner og leie og leasingkostnader. For de fleste av disse postene vil det beregnes en ratio i forhold til driftsinntektene. Det historiske gjennomsnittet av disse ratene vil ligge til grunn for fremtidsprognosene, i henhold til anbefalingene fra Koller (2010) og Penman (2010). Vi vil imidlertid ta hensyn til informasjon som har kommet frem i de foregående eksterne og interne analysene. Vi drøfter videre hver av kostnadspostene for seg.

Lønnskostnader

Widerøes lønnskostnader utgjør majoriteten av deres driftskostnader, og er derfor viktig å analysere. I forbindelse med en drastisk reduksjon i årsresultat fra 2011 til 2012 har Widerøes ledelse annonsert at tiltak vil bli iverksatt for å redusere kostnader. Lønn er derfor en post som de trolig vil ønske å redusere. Deler av deres lønnskostnader er faste administrative kostnader, mens majoriteten er trolig avhengig av antall flytimer. Kostnader i forbindelse med kabinbesetningen øker jo mer det flys. Når det gjelder prognostisering av lønnskostnader mener vi derfor det vil være naturlig å koble disse opp mot driftsinntektene, fordi Widerøe vil ha vanskeligheter med å øke omsetningen uten å øke lønnsutbetalingene.

Tabell 23 Lønnskostnader

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Lønnskostnader i % av inntekter	38 %	37%	35 %	34 %	34 %	34 %
Antall årsverk	1379	1215	1220	1228	1261	-

Ovenfor ser vi de historiske lønnskostnadene som en prosentandel av salgsinntektene. Trenden viser at andelen har gått ned med årene, noe som skyldes større økning i omsetning enn i antall årsverk, samt større produktivitet. Vi ser også at det ble kuttet kraftig i antall årsverk i 2008, men at det siden da har økt gradvis, hvor gjennomsnittlig lønnskostnad har vært på 36 % av driftsinntektene. Med tanke utviklingen over de siste årene virker dette tallet noe høyt. Vi vet imidlertid at lønnsomheten i industrien er svingende, og vi velger derfor å

legge oss på en andel for lønnskostnader på 35 % av salgsinntekter i de videre prognosene. Widerøe har ved flere anledninger annonsert at de er innstilt på kostnads kutting, og dermed mener vi at et høyere tall vil være urealistisk. Samtidig vil et mye lavere tall være vanskelig i forhold til at de ansatte er kjerneelementer i deres produksjon og dermed ikke kan elimineres ved økte inntekter.

Ordinære avskrivninger

Koller et al. (2010) forklarer at man har tre alternativer ved prognostisering av fremtidige avskrivninger:

- avskrivninger som en prosent av inntekter
- avskrivninger som en prosent av eiendom, anlegg og utstyr
- avskrivninger basert på planlagte kjøp av utstyr og avskrivningsplaner

Vi har naturligvis ikke tilstrekkelig med informasjon til å benytte oss av den siste metoden, da Widerøe ikke inkluderer sine fremtidsplaner i årsberetningene. For å beslutte hvilken av de to resterende metodene som er mest egnet for Widerøe har vi valgt å se på hvordan balanseverdien av eiendom, anlegg og utstyr korrelerer med inntektene.

Tabell 24 Avskrivninger

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eiendom anlegg og utstyr i % av inntekter	30 %	25 %	26 %	26 %	26 %	34 %
Avskrivninger i % av inntekter	5 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Avskrivninger i % av eiendom, anlegg og utstyr	18 %	19 %	17 %	17 %	15 %	13 %

Begge metoder gir et forholdsvis stabilt resultat, men grunnet avskrivningenes svært stabile forhold til driftsinntektene anser vi dette som et godt mål på fremtidige avskrivninger, og velger å bruke 4 % i fremtidsprognosene.

Annen driftskostnad

Widerøe gir ingen detaljert beskrivelse av hva som inngår i posten men i likhet med lønnskostnader er ofte andre driftskostnader nært knyttet til inntektene selskapet har. Det er en stor samlepost, noe som innebærer at flere ulike kostnader inkluderes i denne posten.

Typisk er dette kostnader til elektrisitet, vedlikehold, forsikring og leieutgifter. Selv om posten er stor og kompleks mener vi at å koble den opp mot driftsinntektene er hensiktsmessig.

Tabell 25 Annen driftskostnad

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Andre driftskostnader i % av inntekter	21 %	23 %	22 %	20 %	16 %	19 %

Ser vi på den historiske utviklingen ser vi at postens størrelse har variert, og gjennomsnittlig vært på 20 % av driftsinntektene. Denne forholdsvis store posten er typisk en som kan reduseres, men det vil trolig være vanskelig å gjøre store kutt samtidig som man øker inntektene. Vi velger derfor å bruke en sats på 20 % i de videre prognosene.

Driftskostnad fly og bygninger

Innenfor denne posten er drivstoff den største kostnadsdriveren. Prisen på drivstoff svinger i takt med svingningene i råoljeprisen, men på grunn av at Widerøe sikrer mye av sitt forbruk må det relativt store svingninger til før dette medfører betydelige konsekvenser for selskapet.

Tabell 26 Driftskostnad fly og bygninger

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftskostnad fly og bygninger i % av inntekter	13 %	14 %	16 %	14 %	16 %	18 %

Vi tror ikke dette er en post som typisk vil reduseres, men at den vil øke jevnt med utvidelse i kapasitet og dermed også økning i driftsinntekter. Gjennomsnittlig har kostnadene vært på 15 % av inntektene. Ser man på den kraftige økningen fra 2011 til 2012 ser vi imidlertid at 15 % virker noe lavt. Økning i oljeprisene vil føre til at kostnadene øker. I tillegg utfører Widerøe stadig mer vedlikehold på sine fly for å forlenge levetiden. Vi mener derfor det vil derfor være lite hensiktsmessig å belage seg på en for lav prognosesats. Vi velger derfor å bruke en sats på 18 % av driftsinntektene videre i prognosene.

Avgifter og provisjoner

Denne regnskapsposten består i stor grad av luftfartsavgifter og lufthavnsavgifter til staten og Avinor . I den strategiske analysen kom det fram at luftfartsavgiftene ville øke over de neste årene.

Tabell 27 Avgifter og provisjoner

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Avgifter og provisjoner i % av inntekter	13 %	14 %	14 %	14 %	11 %	10 %

Trenden vi ser peker på at avgiftene totalt sett har blitt redusert de siste årene. Vi velger imidlertid med bakgrunn i den strategiske analysen å ta høyde for at en oppjustering i flere av avgiftene trolig vil forekomme, og velger å legge oss på 13 % i prognosene.

Leie og leasingkostnader

Denne posten kan i praksis sammenlignes med avskrivninger på leasede fly, da vi justerer for en teoretisk rentesats i beregningene. Det er ikke forventet store endringer i denne kostnadsposten, og ser man bort i fra unntaksårene 2007 og 2008 da flere ekstra fly måtte leies inn har posten holdt seg relativt stabil.

Tabell 28 Leie- og leasingkostnader

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Leie og leasingkostnader i % av inntekter	6 %	9 %	6 %	5 %	5 %	5 %

Basert på utviklingen de siste årene velger vi å bruke en sats på 5 % i prognosene.

Prognostisert NOPLAT

Tabell 29 Prognostisert NOPLAT

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Drifts inntekter	3 476 274	3 580 562	3 687 979	3 798 618	3 912 577	4 010 391	4 110 651	4 213 417	4 318 753	4 426 721
Lønns kostnader	1 216 696	1 253 197	1 290 793	1 329 516	1 369 402	1 403 637	1 438 728	1 474 696	1 511 563	1 549 352
Andre drifts kostnader	695 255	716 112	737 596	759 724	782 515	802 078	822 130	842 683	863 751	885 344
Avskrivning	139 051	143 222	147 519	151 945	156 503	160 416	164 426	168 537	172 750	177 069
Driftskostnad fly og bygn.	625 729	644 501	663 836	683 751	704 264	721 870	739 917	758 415	777 375	796 810
Avgifter og provisjoner	451 916	465 473	479 437	493 820	508 635	521 351	534 385	547 744	561 438	575 474
Leie og leasing kostnader	173 814	179 028	184 399	189 931	195 629	200 520	205 533	210 671	215 938	221 336
Sum drifts kostnader	3 302 460	3 401 534	3 503 580	3 608 687	3 716 948	3 809 872	3 905 118	4 002 746	4 102 815	4 205 385
EBITA	173 814	179 028	184 399	189 931	195 629	200 520	205 533	210 671	215 938	221 336
Skatt	48 668	50 128	51 632	53 181	54 776	56 145	57 549	58 988	60 463	61 974
NOPLAT	125 146	128 900	132 767	136 750	140 853	144 374	147 983	151 683	155 475	159 362

5.1.2 Prognostisert investert kapital

For prognostisering av investert kapital anbefaler Koller et al. (2010) at en benytter seg av forholdet mellom de ulike komponentene mot inntekter, ovenfor prognostisering basert på endringer i de ulike komponentene som en funksjon av veksten i inntekten. Vi vil altså benytte oss av veksten i de ulike linjeelementene som en funksjon av inntekten.

Da investert kapital er en størrelse bestående av flere ulike komponenter føler vi det vil være mest hensiktsmessig å budsjettere hvert element hver for seg og sådan sammenstille den prognostiserte investerte kapitalen. Grunnet manglende informasjon om Widerøes framtid, eller framtidsplaner vil de prognostiserte endringene i de følgende postene være basert på historisk utvikling, i tråd med prognostiseringen av NOPLAT.

Slik vi viste i kapittel 3, består investert kapital av driftsrelatert arbeidskapital summert med netto anleggsmidler og kapitalisert operasjonell leasing. Da Widerøe har hatt nokså ulik økning i både gjeldspostene, eiendeler, omløpsmidler og forpliktelser anser vi det som passende å kun benytte oss av et gjennomsnitt for de siste fire årene, da disse presenterer

større grad av stabilitet i både inntektene og kostnadene enn ved inkludering av 2007 og 2008. De følgende størrelsene vil altså være et gjennomsnitt basert på 2009, 2010, 2011 og 2012.

Driftsrelatert arbeidskapital

Tabell 30 Driftsrelatert arbeidskapital

	2009	2010	2011	2012
Driftsrelaterte omløpsmidler i % av inntekter	11%	11%	11%	12%
Driftsrelatert kortsiktig gjeld i % av inntekter	21%	19%	20%	20%

Da driftsrelaterte omløpsmidler består av forbruksmateriell, varelager og kundefordringer antar vi at den fremtidige utviklingen vil være i henhold til den historiske da vi ser det som lite sannsynlig at det vil foregå verken betydelige økninger eller reduksjoner innenfor varelager og kundefordringer. Det vil altså være rimelig å anta at driftsrelaterte omløpsmidler videre vil utgjøre 11% av driftsinntektene.

Driftsrelatert kortsiktig gjeld inkluderer leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter samt annen kortsiktig gjeld. Da det er rimelig å anta at en stor andel av Widerøes leverandørgjeld angår drivstoff vil følgende utvikling være representativ da drivstoffkostnadene er antatt å ha en jevn økning på 2 % årlig frem til 2040, som ikke fører til ytterligere kostnadsøkninger utover inflasjonsøkningen.

Vi ser også at Widerøes andel av driftsrelaterte kortsiktig gjeld fra inntekter har blitt redusert over de siste årene, noe som bygger opp rundt vår antakelse om at denne posten ikke vil preges av betydelige økninger. Vi vil altså benytte oss av en andel av driftsinntekter på 20 % for driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Netto anleggsmidler

Tabell 31 Netto anleggsmidler

	2009	2010	2011	2012
Driftsrelaterte anleggsmidler i % av inntekter	26%	26%	26%	31%
Driftsrelatert langsiktig gjeld i % av inntekter	4%	6%	6%	6%

Eiendom, anlegg og utstyr er hovedelementene innen driftsrelaterte anleggsmidler. Denne posten består altså av alle eiendelene til Widerøe, inklusive fly, flyhangar, biler og lignende. Widerøe har over de siste tre årene hatt en gjennomsnittlig kapasitetsøkning på 9% hvor driftsrelaterte anleggsmidler har holdt seg på 26 % av totale driftsinntekter inntil 2012 hvor selskapet opplevde en noe større økning. Vi ser at anleggsmidlene utgjorde 31 % av inntektene i 2012, noe som kan komme av ekspansjonen i flyparken. Dette fører til at vi velger å sette en noe høyere prosentandel enn de foregående årene, og benytter oss av 30 % i prognoseperioden ovenfor gjennomsnittet på 27 %. Dette føler vi vil være korrekt da 2012 framstår som et normal år, og sådan at andelen anleggsmidlene utgjør vil være noe høyere enn de historiske trenden.

Som tidligere nevnt består langsiktig driftsrelatert gjeld av utsatt skatt og andre avsetninger for forpliktelser. Denne posten innbefatter sådan reserver avsatt for framtidige forpliktelser og skatt. Avsetninger for framtidige forpliktelser eksisterer i hovedsak for å dekke framtidige leasing- og pensjonsforpliktelser, noe som gjør det naturlig å tenke at posten vil øke i tråd med de foregåendeårene med tanke på utvidelsen av flyflåten. Vi ser at langsiktig gjeld har holdt en stabil andel av totale inntekter og antar her ingen drastiske endringer. Vi antar Widerøe vil fortsette å benytte seg av en lik andel sikringer for drivstoff og rente-swaps hvor endringene herunder er antatt å følge inflasjonen, noe som fører til at vi velger å benytte oss av langsiktig gjeld som 6 % av driftsinntekter.

Kapitalisert operasjonell leasing

Widerøe har flere leasingavtaler som går ut i løpet av prognoseperioden, men har historisk fornyet eller tatt opp nye avtaler ettersom eksisterende avtaler utgår. Widerøe har i gjennomsnitt utvidet flyflåten med netto ett fly i året, noe som fører til at vi tror en lignende utvikling vil være aktuelt å benytte for prognostiseringen. Siden 2007 har Widerøe utvidet

flåten fra 12 fly på lease til 17, uten at dette har ført til betydelig endringer i andelen kapitalisert operasjonell leasing har utgjort av inntekter, foruten om år 2007. Vi ser samtidig at Widerøe historisk ikke har foretatt noen drastisk utskiftning av flyparken men heller har kjøpt og leaset nye fly ettersom de eksisterende avskrives. Den økonomiske levetiden til flyene har også blitt lengre, hvor levetid i 2007 og 2008 var på 15 år, mens etterfølgende år har levetiden vært justert til 20 år. Den gjennomsnittlige alderen på Widerøes flypark per 31.12.12 er 14,9 år, som peker på at flere av flyene vil bli byttet ut de kommende årene. Vi antar imidlertid at utskiftningen vil skje gradvis, slik vi har sett historisk. Vi antar dermed at forpliktelsene forbundet med kapitalisert operasjonell leasing vil følge samme utvikling til tross for utskiftning innen flyparken og dermed vil utgjøre 24 % av inntektene frem til 2022.

Tabell 32 Kapitalisert operasjonell leasing

	2009	2010	2011	2012
Kapitalisert operasjonell leasing i % av inntekter	15%	24%	23%	25%

Prognostisert investert kapital

Tabell 33 Prognostisert investert kapital

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsrelaterte omløpsmidler	382 390	393 862	405 678	417 848	430 383	441 143	452 172	463 476	475 063	486 939
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	695 255	716 112	737 596	759 724	782 515	802 078	822 130	842 683	863 751	885 344
Driftsrelatert arbeidskapital	-312 865	-322 251	-331 918	-341 876	-352 132	-360 935	-369 959	-379 208	-388 688	-398 405
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 042 882	1 074 169	1 106 394	1 139 585	1 173 773	1 203 117	1 233 195	1 264 025	1 295 626	1 328 016
Driftsrelatert langsiktig gjeld	208 576	214 834	221 279	227 917	234 755	240 623	246 639	252 805	259 125	265 603
Netto anleggsmidler	834 306	859 335	885 115	911 668	939 018	962 494	986 556	1 011 220	1 036 501	1 062 413
Kapitalisert operasjonell leasing	834 306	859 335	885 115	911 668	939 018	962 494	986 556	1 011 220	1 036 501	1 062 413
Investert kapital	1 355 747	1 396 419	1 438 312	1 481 461	1 525 905	1 564 053	1 603 154	1 643 233	1 684 313	1 726 421

Prognosene bygger videre på dagens situasjon. Arbeidskapitalen er negativ alle år, noe som skyldes at Widerøe har mye kortsiktig gjeld. Dette er ikke det uvanlig for et flyselskap, da alt salg betales på forskudd av kundene, og selskapet behøver dermed ikke så mye arbeidskapital. I prognosene regner vi med en investeringsrate på 32 % de første fem årene, og 26 % for

resten av prognoseperioden. Dette vil si at henholdsvis 32 % og 26 % av kontantstrømmene som genereres investeres direkte tilbake i selskapets drift.

5.1.3 Prognostisert ROIC og fri kontantstrøm (FCF)

Prognosene av NOPLAT og investert kapital gjør det mulig å finne prognostisert ROIC.

Tabell 34 Prognostisert ROIC

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPLAT	125 146	128 900	132 767	136 750	140 853	144 374	147 983	151 683	155 475	159 362
Investert kapital	1 355 747	1 396 419	1 438 312	1 481 461	1 525 905	1 564 053	1 603 154	1 643 233	1 684 313	1 726 421
ROIC	9,00 %	9,51 %	9,51 %	9,51 %	9,51 %	9,46 %	9,46 %	9,46 %	9,46 %	9,46 %

Basert på utregningene ovenfor har vi nå beregnet den prognostiserte frie kontantstrømmen for Widerøe for prognoseperioden 2013-2022. Vi har valgt å benytte anbefalinger fra Koller et al. (2010) for oppsettet til utregningen.

Tabell 35 Prognostisert fri kontantstrøm

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NOPLAT	125 146	128 900	132 767	136 750	140 853	144 374	147 983	151 683	155 475	159 362
Avskrivninger	139 051	143 222	147 519	151 945	156 503	160 416	164 426	168 537	172 750	177 069
Kontantstrøm fra drift	264 197	272 123	280 286	288 695	297 356	304 790	312 409	320 220	328 225	336 431
Endring i arbeidskapital	39 970	9 386	9 668	9 958	10 256	8 803	9 023	9 249	9 480	9 717
Netto endring i bokført PP&E	27 038	-30 244	-31 151	-32 085	-33 048	-28 366	-29 075	-29 802	-30 547	-31 311
Effekt av avskrivning på PP&E	-139 051	-143 222	-147 519	-151 945	-156 503	-160 416	-164 426	-168 537	-172 750	-177 069
Endring i kapitalisert driftsmessig leasing	-3 106	-25 029	-25 780	-26 553	-27 350	-23 475	-24 062	-24 664	-25 281	-25 913
Driftsrelaterte investeringer	-75 149	-189 109	-194 783	-200 626	-206 645	-203 454	-208 540	-213 754	-219 098	-224 575
FCF	189 047	83 013	85 504	88 069	90 711	101 336	103 869	106 466	109 128	111 856

Etter et fall fra 2013 er Widerøes kontantstrøm prognostisert å øke stabilt over den kommende 10års perioden. Årsaken til at FCF i 2013 antas å være så mye høyere enn resten av årene er i hovedsak at anleggsmidler ble redusert fra 2012 til 2013 som følger av at vi baserer oss på gjennomsnittssatser.

5.2 Avkastningskravet – WACC

Avkastningskravet representerer som tidligere nevnt alternativkostnaden en investor møter ved å investere sine midler i en spesifikk bedrift. På denne måten fungerer som et mål på den kompensasjonen en investor krever for å påta seg risikoen forbundet ved en slik investering. Vi vil her regne ut WACC for Widerøe, og tar utgangspunkt i teorien presentert i kapittel 3.

5.2.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Som tidligere nevnt vil vi bruke kapitalverdimodellen (CAPM) for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i (E(r_m) - r_f)$$

Hvor:

$E(r_i)$ = forventet avkastning i sikkerhet i

r_f = risikofri rente

β_i = aksjens sensitivitet til markedet

$E(r_m)$ = forventet avkastning fra markedet

Nedenfor vil vi estimere de tre komponentene risikofri rente, r_f , markedets risikopremie, ($E(r_m) - r_f$), og beta β_i .

Risikofri rente

Som vi også nevnte i kapittel 3 finnes det uenigheter til hvilken risikofri rente man skal legge til grunn, og da med tanke på lengden på statsobligasjonene som benyttes. Vi har i denne oppgaven valgt å basere oss på den 10-årige statsobligasjonsrenten. Dette på grunn av det langsiktige perspektivet vi har i oppgaven. Per desember 2012 var renten på 2,08 % [38].

Flere velger å skattejustere den risikofrie renten da dette vil føre til en mer korrekt betajustering enn den tradisjonelle betarisikoen av egenkapitalkravet for ordinært beskattede, norske investorer (Gjesdal & Johnsen, 1999). Til tross for dette sees det ofte bort fra skattejusteringer av den risikofrie renten i praksis. Årsaken til dette er blant annet at flere investorer ikke er utsatt for ordinær norsk kapitalbeskatning. I tillegg vil eventuelle feil man gjør ved å utelate skattejustering bli relativt ubetydelig for majoriteten av selskap, samt at en

slik feil vil være liten sett i sammenheng med andre feil man sannsynligvis foretar ved andre beregninger i verdsettelsesprosessen (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Egenkapital med en gjennomsnittlig markedsrisiko, altså en betaverdi lik 1, vil ikke påvirkes av skattejusteringen, og vil ha samme avkastningskrav både med eller uten skattejusteringen. Kun aksjer med høyere eller lavere betaverdi enn 1 vil påvirkes, ved at høybeta aksjer vil få et høyere egenkapitalkrav mens lavebeta aksjer vil få et lavere egenkapitalkrav etter skatt (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ved å foreta en Bloomberg justering på betaverdien vil den korrigeres mot 1, noe som fører til at valget angående skattejustering vil få mindre betydning. Vi velger likevel å foreta en skattejustering av den risikofrie renten av den grunn at NOPLAT og fri kontantstrøm beregnes etter skatt. Renten vi bruker til videre beregninger blir da $2,08 \times (1 - 28\%) = 1,5 \%$.

Markedets risikopremie

Som nevnt i kapittel 3 antar analytikere at markedets risikopremie normalt ligger mellom 4,5 og 6 % etter skatt. I oppgaven velger vi å bruke 5 % som markedets risikopremie. Dette gjøres i henhold til PwC og NFFs undersøkelse ”Risikopremien i det norske markedet 2012 og 2013” [17]. Avkastningen i markedet, r_m blir da $5 \% + 1,5 \% = 6,5 \%$.

Likviditetspremie

Markedets risikopremie er et mål på en aksjes forventede meravkastning med representativ risiko og markedslikviditet (Gjesdal & Johnsen, 1999). Det påpekes også at for mindre likvide aksjer og ikke-børsnoterte selskap kan det være aktuelt å tillegge det betabaserte egenkapitalkravet en likviditetspremie. Premien fungerer som en kompensasjon til eierne for at aksjen deres ikke er like raskt omsettelig som hvis selskapet hadde vært notert på børs. Altså presenterer dette en kompensasjon for innlåsningsrisikoen som oppstår ved en illikvid plassering (Gjesdal & Johnsen, 1999). Premien forklares videre ved at ledelsen som regel er tett sammenknyttet, ved at den består av færre i små selskap, og de innehar all informasjonen, noe som kan føre til opportunistisk atferd ved salg.

Gjesdal og Johnsen (1999) påpeker at flere empiriske studier viser til at likviditetspremien fort kan overgå beta risikopremien. For aksjer med dårlig likviditet vil størrelsen på premien være mellom 2 til 3 %, mens det for unoterte selskap sannsynligvis vil være aktuelt å tillegge en likviditetspremie på mellom 4 til 5 %, spesielt for mindre selskap. Videre viser de til at

premier av en slik størrelse ikke vil kunne rettferdiggjøres som del av diskonteringsrenten for en forretningsmessig eier, slik som for et selskap, til tross for at investeringen muligens er illikvid eller unotert (Gjesdal & Johnsen, 1999). I slike tilfeller vil likviditetspremien avhenge mer av likviditetsforhold ved investorens egen finansiering. De påpeker at private oppkjøpssituasjoner, altså integrering av selskap er å anse som langsiktig og sådan at likviditet for kjøpskandidaten blir en teoretisk problemstilling (Gjesdal & Johnsen, 1999). Det konkluderes med at dersom eierskapet er definert som langsiktig bør eierkravet være fri for enhver likviditetspremie da denne allerede er innbakt i det markedsavledede kravet (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Widerøe er ikke et børsnotert selskap, men eierne har et langsiktig perspektiv. Aksjene i Widerøe eies ikke for å handles med, og dermed er det ikke nødvendig å ilegge egenkapitalkravet en likviditetspremie.

Betaestimat

I følge CAPM modellen er en aksjes forventede avkastning drevet av beta som måler hvor godt en aksjes avkastning er korrelert med avkastningen til finansmarkedet som helhet. Beta blir dermed et mål på den markedsrelaterte risikoen. En beta høyere enn 1 innebærer at aksjen er mer variabel enn avkastningen for en gjennomsnittsakse, mens en beta lavere enn 1 vil si at aksjens avkastning er mindre variabel enn avkastningen på en gjennomsnittsakse. Ettersom Widerøe ikke er børsnotert vil det ikke være mulig å beregne en betaverdi for selskapet da aksjene deres ikke omsettes i markedet. For et slikt selskap anbefales det å benytte beta for et sammenlignbart børsnotert selskap (Koller et al., 2010), som i Widerøes tilfelle vil være Norwegian.

Koller et al. (2010) argumenterer for at en bør bruke femårige månedsobservasjoner ved beregning av beta da bruk av dagsobservasjoner eller ukentlig avkastning bidrar til systematisk støy som unngås ved bruk av lengre tidsintervaller. Daves et al. (2010) deler ikke dette synet og mener at en alltid bør benytte seg av daglig avkastning over en treårig periode da dette fører til det minste standardavviket og gir størst presisjon til betaestimatet. Videre argumenter de for at en femårig periode er for lang da selskap ofte gjennomgår betydelig omstruktureringer som fører til endringer i beta og da gir høyere bias (Daves, Ehrhardt, & Kunkel, 2000). Til tross for deres argumenter har vi valgt å benytte oss av en femårig

tidsperiode da dette anbefales av de fleste teoretikere, og framsto som en tommelfinger regel ved tidlig testing av CAPM (Koller et al., 2010).

Vi har valgt månedlig avkastning, beregnet som et gjennomsnitt av dagsobservasjonen da vi unngår flere av problemene med dagsobservasjoner slik som systematisk bias, samt forvrengning av beta estimatet grunnet hopp mellom kjøps- og salgsprisen for aksjer som beholder sin iboende verdi. Datasettene ble hentet fra Oslo Børs og OSEBX som markedsproxy for Norwegians aksje. Vi valgte også å beregne logaritmisk avkastning for Norwegians aksje og OSEBX istedenfor lineær avkastning. Begge metodene gir tilnærmet like resultat, hvor logaritmisk avkastning utledes direkte fra endringene i aksjeprisen fra dag til dag, mens lineær avkastning gir en prosentvis endring. Den logaritmiske avkastningen på OSEBX indeksen og Norwegians aksje er beregnet fra dagsdata, omgjort til månedsdata, noe som ga 57 datapunkter for hver av variablene. Vi har foretatt en regresjonsanalyse med OSEBX som den uavhengige x-variabelen og Norwegians aksje som den avhengige y-variabelen over de fem siste årene for å se hvordan Norwegians aksje beveger seg i forhold til børsen. Vi har benyttet oss av markedsmodellen for å beregne selskapets råbeta (Koller et al., 2010):

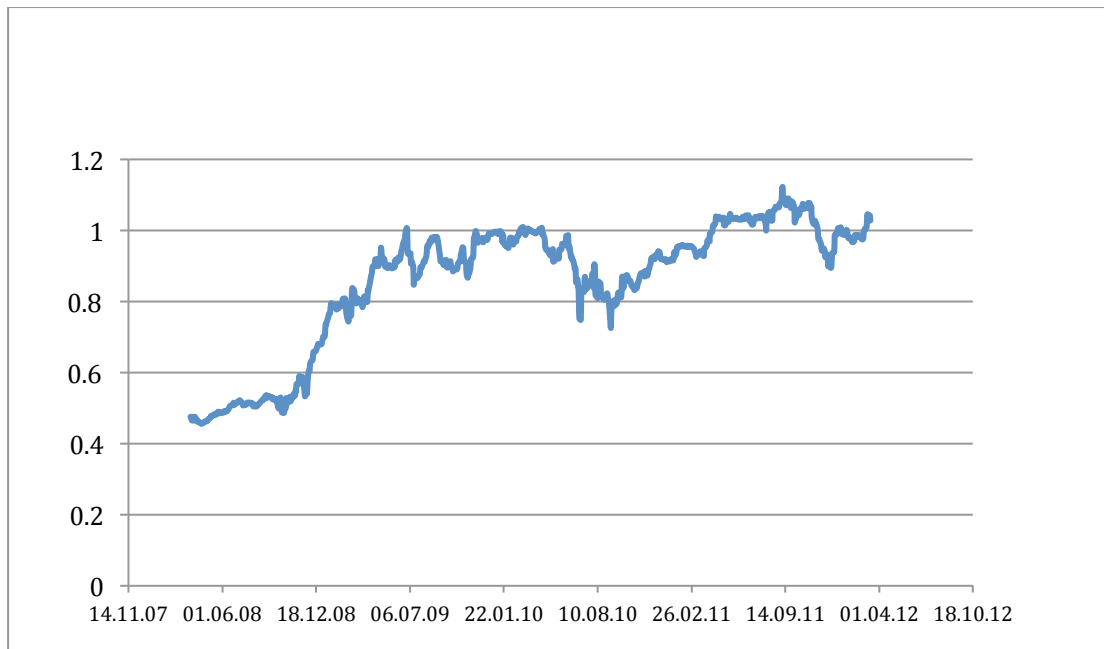
$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Analysen ga følgende resultater:

Tabell 36 Beta og forklaringsgrad

Beta	1,22
Forklaringsgrad (R²)	0,32
Standardavvik	0,13

Figur 7 er en framstilling av betautviklingen for Norwegians aksje fra 2008 til 2012. Vi har ved denne illustrasjonen brukt slope-funksjonen i excel for å beregne en glidende beta, altså utdrag fra ulike vinduer i datasettet, for å se etter ulike mønstre eller systematiske endringer i aksjens risiko (Koller et al., 2010). Vi har her benyttet oss av dagsobservasjoner for å få med svingningene i aksjens daglige avkastning.



Figur 7 Utvikling av 1-års glidende beta for Norwegian 2008-2012

Da reuters.com oppgir et betaestimat for Norwegian på 1,07 og forklaringsgraden til vårt beregnede betaestimat er lav har vi valgt å ta gjennomsnittet av de to verdiene for å få en representativ betaverdi for selskapet. Betaverdien vi har brukt for Norwegian er altså 1,15.

Vi ser av regresjonsanalysen at forklaringsgraden for Norwegians beta er forholdsvis lav. En lav forklaringsgrad vil gi informasjonen mindre troverdighet, som da vil svekke betaestimatet og resulterende vårt estimat av kapitalkostnaden til Widerøe. Det kan også diskuteres om selskapene er direkte sammenlignbare. Betaverdien påvirkes av bedriftsspesifikke karakteristikk slik som belåningsgrad (både finansiell og operasjonell), noe som kan gi en urealistisk beta for Widerøes tilfelle da Norwegian har en helt annen kapitalstruktur. Kombinert med den overnevnte betaverdiens lave forklaringsgrad i tillegg til Norwegians variasjon i betaverdier over de siste fem årene, har vi valgt å benytte oss av en industribeta, i tråd med Koller et al. (2010) sin anbefaling.

Vi har derfor benyttet oss av betaverdier beregnet for 5 ulike børsnotert selskap. Selskapene vi har valgt består av to lavpris-aktører, to full-pris aktører, samt et regionalt flyselskap. Vi har valgt denne sammensetningen for at industribetaen skal være mest mulig representativ for Widerøe ved å inkludere ulike aktører da ingen av aktørene alene kan sees som direkte sammenlignbare. Lavpris-selskapene vi har brukt er Norwegian og Ryan Air, fullpris-selskapene består av Lufthansa og Air France-KLM, mens den regionale aktøren som inngår i

vår industribeta er Aegean Airlines. Vi hadde i utgangspunktet tenkt til å inkludere det regionale flyselskapet FLYBE, men valgte å utelate dette da vi verken kunne finne representative datasett eller betaverdier. Nedenfor presenteres de ulike betaverdiene:

Tabell 37 Industribeta

Selskap	Beta
Norwegian	1,15
Ryan Air	0,35
Lufthansa	1,08
Air France-KLM	1,15
Aegean Airlines	0,67
Industribeta	0,88

Vi har her valgt å benytte oss av kalkulerte betaverdier for alle selskapene fra reuters.com, hentet 20.03.13. Dette da vi antar profesjonelle analytikere vil være like godt egnet, om ikke bedre, enn oss til å beregne slike verdier. Reuters.com benytter femårige månedsobservasjoner og korrelerer aksjene mot S&P 500 indeksen. Deres beregning av betaverdier følger samme beregningsmetode som vi selv har benyttet oss av, noe som gir samsvar med vårt estimat av Norwegians beta. Vi har beregnet vår industribeta som gjennomsnittet av betaverdien til de fem ulike selskapene, noe som gir en industribeta på 0,88. Vi anser estimatet som rimelig da flyselskaper generelt sett opplever lave betaverdier, grunnet lav systematisk risiko.

For å forbedre vårt estimat av industribetaen har vi valgt å foreta en Bloomberg-justering for å glatte ut råbetaestimatet. Dette demper effekten av ekstreme observasjoner mot det totale gjennomsnittet (Koller et al., 2010), og reduserer sådan feil i estimatet:

$$\text{Bloomberg justert Beta} = 0,33 \times \beta_{\text{marked}} + 0,67 \times \beta_{\text{bedrift}}$$

$$\beta_{\text{justert}} = 0,33 \times 1 + 0,67 \times 0,88$$

$$\beta_{\text{justert}} = 0,92$$

Ved bruk av Bloomberg justeringen får vi en industribeta på 0,92. Dette er et resultat av at betaverdier er ”mean reverting”, altså har en tendens til å bevege seg tilbake mot gjennomsnittet (Koller et al., 2010). Vi ser at betaestimatet er nærmere 1 enn før justeringen

som vil føre til at skatteeffekten for den risikofri renten på egenkapitalen blir mindre, da denne effekten elimineres fullstendig ved en betaverdi lik 1.

Vi har valgt å utelate SAS fra vårt estimat av industribetaen grunnet usikkerheten rundt framtiden til selskapet, og de betydelige finansielle omstruktureringene SAS gjennomgår som del av kriseplanen for unngåelsen av konkurs. Reuters.com oppgir svært varierende betaestimer for selskapet, avhengig av hvilken børsindeks en benytter, hvor betaverdiene varierer fra 0,89 til 1,67. Dette ser vi som et resultat av markedets oppfatning av SAS sin usikkerhet, og fører til at et slikt selskap vil forvrengte industribetaen. En industribeta inneholder som tidligere nevnt sammenlignbare selskap med lik driftsrelatert risiko som er årsaken til at betaverdiene vil være like. Dette vil også føre til at det ikke vil være representativt å inkludere SAS i betaestimatet da de per dags dato står ovenfor en mye større risiko enn de fleste selskapene i luftfartsindustrien.

Utrekning av avkastningskravet til egenkapitalen

Med bakgrunn i utregningen av parameterne som inngår i CAPM modellen har vi beregnet avkastningskravet til egenkapitalen:

$$E(R_i) = r_f (1-s) + \beta_i (E(r_m) - (1-s)r_f)$$

$$E(R_i) = 2,08 (1-0,28) + 0,92 (6,5 - (1-0,28) 2,08)$$

$$E(R_i) = 6,1 \%$$

5.2.2 Etter-skatts kostnaden av gjeld

En måte å beregne gjeldskostnaden på er å forsøke å sette sammen risikofri rente og et tapstillegg. Dette kan imidlertid være vanskelig å gjennomføre i praksis fordi konkurstillaget er oppbygd av elementer som er vanskelig å estimere. I prinsippet utgjør konkurstillaget et forhold mellom 1) sannsynligheten for konkurs og 2) tapet dersom konkurs. Følger vi Gjesdal og Johnsens (1999) teori om at tapstillegget normalt ligger mellom 0,7 og 2 % over risikofri rente ser vi at avkastningskravet til gjelden havner et sted mellom 2,78 og 4,08 %.

En enklere metode er å lese direkte ut fra regnskapet hvilke renteutbetalinger som er foretatt og sammenligne dette mot den rentebærende gjelde. I sin årsberetning oppgir Widerøe sine langsiktige forpliktelser, men oppgir som tidligere nevnt verken rentesats, eller spesifikt hvilke forpliktelser som er rentebærende. Dette medfører at vi må ta noen forutsetninger ved

beregningen av gjeldsrenten. Da Widerøe ikke oppgir sine lånerenter i notene velger vi å beregne den historiske gjennomsnittlige rentekostnaden på Widerøes finansielle forpliktelser, og bruke denne som mål for etter-skatts kostnaden av gjeld. Vi bruker den samme inndelingen for finansiell gjeld som i den omgrupperte balansen der regnskapspostene som inkluderes er

- Trekkfasiliteter hos morselskap
- Øvrig langsiktig gjeld
- Pensjonsforpliktelser (bruttoverdi hentet fra notene i årsberetninger)
- Kapitalisert operasjonell leasing

Da vi ikke har fått det detaljerte regnskapet for 2012 velger vi å unnlate året fra analysen. Vi mener fortsatt vi får en god indikasjon på den reelle gjeldskostnaden.

Tabell 38 Gjeldsrente

<i>Kostnader gjeld</i>	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Rentekostnader	15 698	18 480	23 412	15 104	9 979
Rentekostnad av pensjonsforpliktelser	58 165	72 779	76 990	81 028	84 915
Rentekostnader leasing	7 255	9 243	16 841	30 465	40 288
Sum renter	81 118	100 502	117 243	126 597	135 182
<i>Finansiell gjeld</i>					
Finansiell kortsiktig gjeld		20 000	104 800	81 200	
Øvrig langsiktig gjeld	200 503	133 438	264 621	180 311	26 747
Pensjonsforpliktelser	1 229 087	1 461 752	1 491 743	1 729 286	1 874 106
Kapitalisert leasing	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400
Sum finansiell gjeld	1 561 490	1 819 390	2 269 364	2 690 397	2 666 253
Gjeldsrente	5,2 %	5,5 %	5,2 %	4,7 %	5,1 %
Gjennomsnitt	5,1 %				
Median	5,2 %				

Her ser vi at gjennomsnittlig gjeldsrente havner på 5,1 %. Da vi anser de historiske rentesatsene som det beste utgangspunktet vi har for beregning av gjeldskostnaden velger vi å gå videre med den gjennomsnittlige renten. Justert for skatt blir gjeldsrenten 3,67 %.

5.2.3 Markedsverdien av egenkapital og gjeld

Etter å ha beregnet egenkapitalkostnaden og etter-skatts kostnaden av gjeld kan vi benytte de to størrelsene til å beregne et enkelt tall, nemlig avkastningskravet til totalkapitalen ved å bruke de målsatte vektene av egenkapital og gjeld til entreprisverdi basert på markedsverdien av de to størrelsene (Koller et al., 2010). Da vi ikke har tilstrekkelig informasjon om Widerøes målsatte kapitalstruktur forutsetter vi at denne er lik den nåværende.

Markedsverdien av gjeld

Den bokførte verdien av gjeld vil som regel være tilnærmet lik markedsverdien, slik at en simpelthen kan benytte seg av balansen for å finne korrekt verdi på gjeld (Koller et al., 2010). Dette vil være tilfellet såfremt renten har forholdt seg uforandret siden gjelden ble utstedt, altså gjelden har flytende rente (Koller et al., 2010). Da vi har lite informasjon om Widerøes lån og rentebetingelsene anser vi lånerenten som flytende, slik at markedsverdien på gjelden vil være normalt pålydende lånebeløp. Vi antar også at dette er i samsvar med deres målsatte gjeldsandel. På bakgrunn av dette vil vi benytte den bokførte verdien av Widerøes rentebærende gjeld for beregning av avkastningskravet for totalkapitalen.

Som vi har sett fra omgrupperingen av balansen, samt utregninger ovenfor består Widerøes rentebærende, altså finansielle gjeld av øvrig langsiktig gjeld inklusive netto pensjonsforpliktelser, og leasingforpliktelsene som også anses som rentebærende gjeld. Basert på den bokførte verdien av gjeld, vil da selskapets markedsverdi på gjeld være:

Kapitalisert operasjonell leasing	831 200 000
Pensjonsforpliktelser	68 943 000
<u>Øvrig langsiktig gjeld</u>	<u>15 000 000</u>
Sum gjeld	915 143 000

Markedsverdien av egenkapital

Markedsverdien for egenkapitalen vil normalt være forskjellig fra bokført verdi. For å beregne markedsverdien på egenkapitalen er den vanlige fremgangsmåten for børsnoterte selskap å multiplisere markedsprisen per aksje med antall utestående aksjer. Widerøe er et unotert selskap og markedsbasert verdi er ikke tilgjengelig. Koller et al. (2010) anbefaler da å bruke en multippel fremgangsmåte eller en iterativ DCF verdsettelse. Vi har valgt å benytte oss av en iterativ fremgangsmåte da resultatet ikke vil være reliabelt ved bruk av multipler da

Widerøe ikke har noe direkte sammenlignbart børsnotert selskap med tanke på ulikheter i kostnadsstruktur og organisering. For å utføre en iterativ verdsettelse anbefaler Koller et al. (2010) å anta en rimelig kapitalstruktur for så å verdsette selskapet ved bruk av DCF, hvor gjeld til entreprisverdi estimatet vårt benyttes, for så å gjenta verdsettelsen. Denne sirkulære prosessen fortsetter til verdsettelsen ikke materielt endrer seg, hvor vi da kan anta at vi har funnet et rimelig estimat på verdien av selskapet.

Da fastsettelsen av avkastningskravet avhenger av selskapsverdien (enterprise value), ved at markedsverdien av egenkapitalen ikke kan beregnes fra markedet, og selskapsverdien igjen er avhengig av avkastningskravet vil vi ikke umiddelbart kunne beregne noen av størrelsene. Vi benytter derved denne sirkulære fremgangsmåten hvor vi antar en gitt blanding av egenkapital- og gjeldsandeler og justerer denne gradvis ved beregning av selskapsverdi.

Fra den omgrupperte balansen ser vi at bokført verdi på egenkapitalen er 1 157 040. Koller et al. (2010) påpeker at markedsverdien av egenkapital som regel være ulik bokført verdi, noe som fører til at vi stiller oss kritisk til bruk av denne verdien i utregningen av avkastningskravet. Til tross for dette vil vi sette opp avkastningskravet basert på denne verdien av egenkapitalen, noe som gir oss følgende parametere for bruk i avkastningskravet:

$$\text{Totalkapital} = 915\,143\,000 + 1\,157\,040\,000 = 2\,072\,183\,000$$

$$\frac{D}{V} = \frac{915\,143\,000}{2\,072\,183\,000} = 44,16\%$$

$$\frac{E}{V} = \frac{1\,157\,040\,000}{2\,072\,183\,000} = 55,84\%$$

5.2.4 Utregning av avkastningskravet

Vi har nå beregnet alle parameterne vi trenger for å regne ut avkastningskravet som for Widerøe blir følgende:

$$\text{WACC} = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

$$\text{WACC} = [44,16\% \times 5,1\% (1 - 28\%)] + [55,84\% \times 6,1\%]$$

$$\text{WACC} = [44,16\% \times 3,67\%] + [55,84\% \times 6,1\%]$$

$$\text{WACC} = 5,03 \%$$

Vi ser fra våre beregninger at avkastningskravet vi vil benytte oss av innledningsvis for diskontering av de prognostiserte fremtidige kontantstrømmene er nokså lavt. Dette kommer av den lave renten på egenkapitalen på 6,1%.

Som et resultat av iterasjonen vil avkastningskravet øke ved økt verdi på egenkapitalen, da denne vil utgjøre en større andel av totalkapitalen, samt at renten på egenkapitalen er høyere enn renten til gjeld. Til tross for våre antakelser om at dette avkastningskravet ikke er korrekt vil vi benytte det som utgangspunkt i den iterative verdsettelsesprosessen.

Tabell 39 WACC

WACC	
Egenkapital	2 423 757 075
Rentebærende gjeld	915 143 000
Totalkapital	3 338 900 075
Skattejustert rentekostnad gjeld	3,67 %
Avkastningskrav EK	6,10 %
WACC	5,43 %

Etter å ha satt opp en iterasjonsmodell der vi satt WACC avhengig av den endelige verdien av egenkapitalen endte vi opp i likevekt ved en egenkapitalverdi på kr 2 423 757 075 og WACC på 5,43 %. Beregning av egenkapitalverdien presenteres i neste avsnitt.

5.3 Verdiberegning

I dette avsnittet vil vi estimere verdien av Widerøes egenkapital. Innledningsvis ble diskontert fri kontantstrøm (DCF) presentert som valgt verdsettelsesmetode. Verdiestimatet vi tilslutt presenterer fremkommer med bakgrunn i strategisk og regnskapsmessig analyse som er benyttet for å prognostisere fri kontantstrøm.

DCF metoden er grundig forklart i kapittel 3, og vi vil derfor ikke gå nærmere inn på teori rundt metoden her. For å komme frem til verdien av egenkapitalen må vi først diskontere selskapets frie kontantstrøm i prognoseperioden med avkastningskravet utledet i avsnitt 5.1. Deretter må terminalverdien estimeres og diskonteres ned til verdivurderingsdatoen og legges til verdien av de diskonterte frie kontantstrømmene. På grunn av at modellen er konstruert rundt at kontantstrømmene alltid mottas på slutten av året er det hensiktsmessig å gjennomføre en midtårs-justering, og skalere opp verdien med et halvt års rente. For å finne verdien på egenkapital må en så legge til verdien av de finansielle eiendelene, samt trekke fra finansiell gjeld.

5.3.1 Diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden

Tabell 40 Diskontert fri kontantstrøm

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FCF i hele 1000	189 047	83 013	85 504	88 069	90 711	101 336	103 869	106 466	109 128	111 856
Diskonteringsfaktor	1,05	1,11	1,17	1,24	1,30	1,37	1,45	1,53	1,61	1,70
Nåverdi fri kontantstrøm	179 304	74 677	72 953	71 269	69 624	73 770	71 717	69 721	67 781	65 895

5.3.2 Terminalverdi

Som nevnt forutsetter vi en vekst på 2,5 %, i terminalleddet i tråd med inflasjonsforventningene i Norge. Samtidig antar vi at etter år 2022 vil RONIC være lik avkastningskravet WACC. Det vil si at nye investeringer ikke vil gi noen meravkastning. Terminalverdien beregnes dermed slik (Koller et al., 2010):

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Antar som nevnt RONIC = WACC

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{WACC}}\right)}{\text{WACC} - g} = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(\frac{\text{WACC} - g}{\text{WACC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1}}{\text{WACC}}$$

Den valgte formelen for terminalverdien blir dermed svært forenklet, og vekstleddet faller ut, fordi vekst ikke fører til økt verdi. Dersom vi setter inn tallene for NOPLAT og WACC får vi terminalverdien:

$$\text{Terminalverdi}_{2022} = \frac{\text{NOPLAT}_{2023}}{\text{WACC}} = \frac{163\,346\,019}{5,43\%} = 3\,006\,014\,524$$

Denne må neddiskonteres til nåverdien:

$$\text{Terminalverdi}_{2012} = \frac{\text{Terminalverdi}_{2023}}{(1+\text{WACC})^{10}} = \frac{3\,006\,014\,524}{(1+5,43\%)^{10}} = 1\,770\,864\,585$$

5.3.3 Verdi av egenkapital

Tabell 41 DCF verdiestimat

Nåverdi fri	
kontantstrøm	816 711 377
Nåverdi terminalverdi	1 770 864 585
Verdi av drift	2 587 575 961
Midtårsjustering	69 374 114
Ikke-driftsmessige	
eiendeler	681 950 000
EV	3 338 900 075
Rentebærende gjeld	915 143 000
Verdi av egenkapital	2 423 757 075

5.4 Alternative verdibetraktninger

Selv om man har utført vel gjennomtenkte verdiberegninger vil det alltid lønne seg å kontrollere resultatene ved hjelp av alternative beregninger. Dette skyldes i hovedsak at verdiberegninger alltid er forbundet med stor usikkerhet, spesielt dersom man har begrenset tilgang på informasjon og må foreta forutsetninger for å kunne gjennomføre verdivurderingen.

For å kvalitetssikre vårt verdiestimat har vi valgt å gjennomføre ytterligere to beregninger. En økonomisk profitt verdsettelse og en markedsbasert verdsettelse ved bruk av multipler.

5.4.1 Økonomisk profitt verdsettelse

Tabell 42 Økonomisk profitt verdiestimat

Investert kapital 2012	1 390 233 000
Nåverdi økonomisk profitt	450 587 561
Nåverdi terminalverdi	737 148 261
Verdi av drift	2 577 968 823
Midtårsjustering	69 116 542
Ikke-driftsmessige eiendeler	681 950 000
EV	3 329 035 365
Rentebærende gjeld	915 143 000
Verdi av egenkapital	2 413 892 365

Verdiestimatet vi får her er noen lunde likt det vi fikk ved kontantstrømanalysen. Vi ser likevel at mer av verdien er i nær framtid, og mindre ligger i terminalverdien. Parameterne som ligger til grunn i verdsettelsen er den prognostiserte ROIC presentert tidligere samt en RONIC lik avkastningskravet WACC etter år 2022. WACC-verdien er den samme som ble utledet i avsnitt 5.1, 5,43 %. Den fullstendige økonomisk profitt verdsettelsen finnes i vedlegg 7.

5.4.2 Markedsbasert verdsettelse

De etterfølgende multiplikatorene innehar flere fordeler, hvor den mest sentrale omhandler at de er enkle å beregne. De har samtidig ulemper, slik som unøyaktige verdiestimat mest passende som grove anslag. Vi velger derfor kun å bruke multipler som et supplement til vår verdsettelse. Beregningene inkluderer tre ulike sammenlignbare selskap for Widerøe; Norwegian, Lufthansa, og Ryan Air. Vi har valgt å benytte gjennomsnittet av selskapenes ulike multipler da vi kun benytter oss av tre aktører, som vil gi en medianverdi lik det ene selskapet, slik at et gjennomsnitt vil bli mer representativt.

Price-to-book (P/B)

Price-to-book er beregnet som selskapets børsverdi, P som vil være markedsverdien av egenkapitalen, over den bokførte verdien av egenkapitalen, B. Følgende presenterer vi P/B-multiplikatoren for Widerøe og aktørene vi bruker i vår sammenligning:

<i>P/B</i>	Norwegian	Lufthansa	Ryan Air	Gjennomsnitt	Widerøe
31.12.12	4,04	0,83	3,00	2,62	3,98

Vi ser at Widerøe har en høyere multiplikator enn to av aktørene, hvor kun Norwegian overgår Widerøe. Dette vil si at markedet har høyere forventninger til Norwegian enn Widerøe når gjelder verdiskapning. Dette vil ikke være en fullstendig representativ sammenligning da Widerøe ikke handles på børsen og sådan vil markedets forventninger til selskapet være vanskelig å reflektere. Vi ser samtidig at Widerøes P/B multipl er høyere enn gjennomsnittet, noe som fører til at den relative prisingen med P/B estimatet vil gi et lavere verdiestimat enn den opprinnelige verdien vi har funnet for selskapet, da markedet generelt sett har lavere forventninger til flyselskaps verdiskapning.

Tabell 43 P/B verdiestimat

P/B	31.12.12
Multiplikator	2,62
x Verdidriver: bokført verdi EK	609 031
= Verdi egenkapital	1 597 691

Price-to-earnings (P/E)

Price-to-earnings måles som selskapets børsverdi, P, i vårt tilfelle vår beregnede verdi på egenkapitalen over selskapets inntjening per 31.12.12, altså årsresultatet etter skatt, E. I praksis anses dette ofte som den mest anvendte multipl da resultatene kan gi gode estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil tilstand (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden, i likhet med P/B multipl tar ikke hensyn til risiko og kapitalbehov, noe som gjør den uegnet som primærmetode for verdsettelsen. P/E-multiplikatoren for Widerøe og de andre aktørene er som følgende:

<i>P/E</i>	Norwegian	Lufthansa	Ryan Air	Gjennomsnitt	Widerøe
31.12.12	21,52	6,97	14,66	14,38	18,09

Vi ser at også her har Widerøe en høyere multiplenum enn gjennomsnittet, ved unntak av Norwegian. Altså vil både Norwegian og Widerøe handles til en høyere multiplikator enn Lufthansa og Ryan Air. Gjennomsnittet er igjen lavere enn Widerøes multiplikator som gir følgende resultat ved verdivurdering gjennom bruk av P/E multiplikatoren:

Tabell 44 P/E verdiestimat

P/E	31.12.12
Multiplikator	14,38
x Verdidriver: årsresultat	133 961
= Verdi egenkapital	1 926 806

Verdiestimatet har blitt noe høyere enn ved bruk av P/B multiplenum, men er fortsatt betydelig lavere enn det vi oppnådde ved bruk av DCF-verdsettelse.

Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA)

Multiplenum benytter seg av EV, som er entreprisverdien til selskapet, altså verdi på egenkapitalen, ikke-driftsrelaterte eiendeler og gjeld, over EBITDA, selskapets resultat før rente, skatt, nedskrivninger og avskrivninger. Vi har funnet følgende EV/EBITDA multiplenum for selskapene:

<i>EV/EBITDA</i>	Norwegian	Lufthansa	Ryan Air	Gjennomsnitt	Widerøe
31.12.12	6,39	3,71	9,44	6,51	7,59

Widerøe har en av de høyeste multiplenum som kommer av at deres EBITDA er høyere i forhold til entreprisverdien enn flere av de andre selskapene. Ved bruk av gjennomsnittet til aktørene ovenfor får vi følgende verdiestimat med EV/EBITDA- multiplikatoren:

Tabell 45 EV/EBITDA multiplikator

EV/EBITDA	31.12.12
Multiplikator	6.51
x Verdidriver: EBITDA	449 562
- Netto rentebærende gjeld	915 143
= Verdi egenkapital	2 013 365

Koller et al. (2010) sier som nevnt vi at denne multiplikatoren forklarer mer av verdien enn de andre multiplene. Den relative verdien beregnet her er nærmere vårt opprinnelige verdiestimat.

5.5 Sensitivitetsanalyse

Verdien vi har regnet ut for Widerøe avhenger av forutsetningene vi har satt. Vi vil vise konsekvensen av forutsetningene gjennom sensitivitetsanalyser. Ved å endre enkelte parametere vil vi avdekke hvilke konsekvenser forutsetningene vil ha på verdien av Widerøe og sådan validere våre resultat. Vi vil her kartlegge variasjon ved verdiestimatet vårt ved å endre de mest usikre faktorene i modellen vår prosentvis positivt og negativt.

5.5.1 Endringer i WACC og langsiktig vekst

Diskonteringsrenten vi har benyttet oss av i verdiberegningen er 5,43 % og vekstraten er 3 % fram til 2017, hvor de etterfølgende årene har en vekstrate på 2,5 %. Vi ønsker å studere konsekvensen av endring i langsiktig vekst utover prognoseperioden og benytter derfor vekstsats på 2,5 % som basisestimat. Disse størrelsene vil vi altså endre et halvt prosentpoeng i både positiv og negativ retning for å se hvilken effekt det vil gi vårt estimat av Widerøes verdi.

Tabell 46 Endring i WACC og langsiktig vekst

		WACC						
		3,93%	4,43%	4,93%	5,43%	5,93%	6,43%	6,93%
Langsiktig vekst	1%	3 499 933	3 048 259	2 689 989	2 399 237	2 158 851	1 957 019	1 785 339
	1,5%	3 513 991	3 060 175	2 700 221	2 408 117	2 166 625	1 963 874	1 791 422
	2%	3 528 049	3 072 090	2 710 453	2 416 997	2 174 398	1 9970 729	1 797 506
	2,5%	3 542 107	3 084 006	2 720 685	2 423 757	2 182 172	1 977 585	1 803 590
	3%	3 556 165	3 095 921	2 730 917	2 434 756	2 189 946	1 984 440	1 809 674
	3,5%	3 570 223	3 107 836	2 741 149	2 443 635	2 197 719	1 991 296	1 815 758
	4%	3 584 281	3 119 752	2 751 381	2 452 515	2 205 493	1 998 151	1 821 842

Fra fremstillingen ovenfor ser vi at endring i avkastningskravet vil ha størst påvirkning på verdierestimatet, da en reduksjon på 1,5% i WACC til samme nivå av vekst gir en verdi på 3,54 milliarder. Endringer i vekst vil ikke gi en like betydelig verdiendring, noe som peker på at verdien vi har estimert ikke er basert på vekstsatsen i for stor grad. Vi kan altså si at Widerøes verdi ligger i intervallet 1,78 til 3,54 milliarder. Vi mener likevel at som et resultat av vårt lave avkastningskrav vil ytterligere en reduksjon av dette være svært usannsynlig. Vi tror derfor at det vil være mest aktuelt å se på konsekvensene av et avkastningskrav høyere enn det vi har valgt å basere oss på.

5.5.2 Endringer i NOPLAT

Da vårt framtidige estimat av NOPLAT vil ha en stor betydning for verdien av Widerøe vil det være aktuelt å se hvordan endringer i NOPLAT påvirker verdierestimatet vårt. Utvikling i billettpriser, samt billettinntektene og kostnadsøkninger grunnet drivstoff, lønn eller generelle driftskostnader er de mest kritiske variablene som vil gi en størst endring i NOPLAT.

Selv om NOPLAT bygger på både kostnader og inntekter vil det ikke være korrekt å utføre individuelle analyser av disse størrelsene for prognoseperioden. Dette kommer av at utviklingen i kostnadspostene er utledet fra utviklingen i inntektene, noe som gjør det aktuelt å kun studere endringer i NOPLAT som helhet da parameterne er avhengige av hverandre (Kaldestad & Møller, 2011). En endring i NOPLAT vil sådan kunne få frem endringer i både inntekter, gjennom økte eller reduserte billettpriser og –inntekter, samt økninger eller reduksjoner i de ulike kostnadspostene grunnet flere potensielle underliggende faktorer.

Driftsinntektene er prognostisert å vokse med 3% årlig, noe som følgelig fører til at driftskostnadene vil øke i takt da de utgjør samme prosentandel av inntektene hvert år. Driftsmarginen vil altså være konstant, slik at vi kun trenger å studere hvilken effekt økte eller reduserte inntekter vil ha på NOPLAT.

Tabell 47 Endring i NOPLAT

NOPLAT	Egenkapital verdi
+15%	2 817 680
+10%	2 686 519
+5%	2 555 217
Budsjettert	2 423 757
-5%	2 292 119
-10%	2 160 278
-15%	2 028 209

Slik vi kan se fra tabellen vil endringer i NOPLAT påvirke verdien men ikke i like stor grad som endringer i avkastningskravet slik vi så ovenfor. En NOPLAT +/- 5 % fra vår budsjetterte vil kunne vise seg å være sannsynlig skulle permanente endringer forekomme i parameterne lagt til grunn som tilsvarende vil gi en 5 % endring i verdi.

Vi ser at det mest optimistiske utfallet vil gi en egenkapital verdi på 2,81, mens det mest pessimistiske utfallet vil gi en egenkapital verdi på 2,02. En 15 % endring i NOPLAT vil altså gi en verdiøkning eller -reduksjon på 16 %. Vi antar derimot at en så drastisk endring i NOPLAT vil være svært usannsynlig.

5.5.3 Endring i andre usikre parametere

Selv om vi har utført en sensitivitetsanalyse som kun tar hensyn til en og en parameter eller to parametere samtidig vil det være viktig å huske at parametere påvirker hverandre slik at en endring i en parameter vil føre til endring i en annen. En simulering av flere forhold simultant ville altså gitt en mer representativ presentasjon av variablenes utvikling ved endringer i eksempelvis inntekter eller kostnader.

Nøkkelfaktorene innen vårt verdiestimat vil som sagt være vekstraten til inntektene, og derigjennom NOPLAT, og avkastningskravet hvor endringer i veksten i seg selv vil føre til endringer i avkastningskravet. Utover dette vil avkastningsraten, ROIC kunne påvirke

verdiestimatet selv om vi eksplisitt ikke har tatt hensyn til denne. Faktorene vi undersøker vil altså henge sammen slik at de ulike usikkerhetsmomentene ved verdiestimatet kan være korrelert. En fullstendig korrekt fremstilling av de ulike usikkerhetenes sammenheng og potensielle påvirkning på verdiestimatet vil ikke kunne oppnås gjennom en slik sensitivitetsanalyse som kun tar hensyn til et fåtall variabler av gangen.

Endringer i lønnsomhetsmargin

Vårt estimat er også basert på en svært moderat vekstrate da det over lang tid har vært fallende lønnsomhet i industrien som har ført til aktørene har hatt vanskelig for å realisere den ønskede vekstraten. Den potensielle utviklingen vi har antatt fremover vil altså kunne bli en annen da selskap slik som Norwegian klarer å oppnå en vekstrate godt over inflasjonsøkningen, uten å ha iverksatt betydelige investeringer i endringstiltak. Dette ser vi gjennom utviklingen i aksjekursen til selskapet som over det siste året har opplevd en prisøkning på 225 % på aksjen deres []. Sett i dette lyset vil det kunne foreligge betydelig usikkerhet i vekstantakelsene våre som da ved økning vil kunne føre til endringer i avkastningskravet eller ROIC.

Basert på utviklingen vi har sett i luftfartsindustrien den siste tiden, i sær med tanke på Norwegian, kan det se ut som den lave lønnsomhetsmarginen vi har vitnet over lang tid er på veg å snu, hvor potensielt flere aktører i industrien vil kunne drive med bedre lønnsomhet. Norwegian har som nevnt oppnådd en betydelig vekst de siste årene uten å ha foretatt betydelige endringer i strategi, drift eller rutesammensetning, som tyder på at mye av årsaken bak veksten kan skyldes makroøkonomiske bransjeforhold. Det er ikke bare Norwegian vi kan observere en slik utvikling for da fallet SAS har opplevd på aksjeprisen har stoppet hvor selskapet de siste seks månedene har hatt en økning i aksjeprisen på godt over 100 %, noe som kan signalisere et betydelig skifte i industrien.

Utvikling i drivstoffpriser

Et annet usikkerhetsmoment utover den antatte vekstraten er prognosene for utviklingen i drivstoffprisene som har flatet ut over den siste tiden som kan komme av større produksjon av råolje i USA. Dette vil også kunne føre til reduserte kostnader for flyselskapene og derigjennom redusert CASK som igjen vil føre til bedret lønnsomhet, slik at en høyere økning i inntekter enn kostnader vil kunne bli realistisk i tiden fremover. Dette vil kunne medføre endringer i NOPLAT som igjen vil gi en høyere verdi på Widerøes egenkapital.

Tap av anbudskontrakter

Nok et usikkerhetsmoment, som vil være kritisk for Widerøe, vil være om selskapet mister flere eller majoriteten av anbudskontraktene deres. Anbudsrutene Widerøe opererer utgjør hele 40 % av inntektene. Tap av disse vil føre til en betydelig inntektsreduksjon. Utover dette vil tap av anbudsrutene medføre at Widerøe mister mer av stordriftsfordelene selskapet innehar. Disse fordelene kommer av at Widerøe har sikret seg rettigheten til så å si alle rutene som Samferdselsdepartementet lyser ut. Rutene de drifter på anbud benytter seg av samme flytype, samt at besetningen har mulighet til å fly på ulike strekninger. Dette fører til at Widerøe kan legge opp ruter som tar for seg flere flyplasser, og dekke flere anbudsområder i samme flyvning ved å fly fra punkt til punkt. Skulle Widerøe miste enkelte anbud vil ikke dette være mulig lengre, noe som gjør at stordriftsfordelene faller fra og ytterlige inntekter tapes. En slik utvikling vil altså føre til en kraftig verdireduksjon langt under estimatet vi har kommet frem til.

Utbygging av kortbanenettet

Utover dette vil Widerøes fremtidige utvikling kunne preges betydelig hvis kortbaneflyplassene bygges ut eller stenges slik vi diskuterte i strategianalysen. Ved dette tilfellet vil Widerøe møte større konkurranse på de gjenværende rutene og måtte legge ned flere ruter der flyplassene stenges. De vil da kunne miste konkurransefortrinn og stordriftsfordeler som de har opparbeidet seg gjennom deres nisjeposisjonering. Selskapet vil potensielt måtte utvikle en ny strategi for å klare å opprettholde lønnsomhet da det regionale markedet blir åpent for alle aktører som ønsker å drive der. Dette vil kunne føre til en enda lavere vekstsats enn det vi har prognostisert samt et betydelig fall i driftsinntekter som vil gjenspeiles i et redusert driftsresultat. Skulle dette realiseres vil verdien bli en helt annen enn den vi har estimert grunnet betydelige endringer i forutsetningene lagt til grunn.

Utskiftning av flyparken

Slik vi også diskuterte i strategianalysen kan det være aktuelt at Widerøe vil skifte ut store deler eller hele flyparken sin. To av flytypene selskapet har benyttet seg av, Dash 8 100 og Dash 8 Q200, har gått ut av produksjon, noe som gjør at Widerøe vil erstatte deres gjenværende fly av denne typen med en annen flytype når den økonomiske levetiden på flyene går ut og avskrivningsperioden er over. Per dags dato har de 23 av denne flytypen, noe som fører til at en betydelig utskiftning vil kunne finne sted i den kommende perioden. Da

Widerøe historisk kun har foretatt mindre årlige utskiftninger av flyparken har vi forutsatt en lik utvikling i prognoseperioden, noe som kan vise seg å være feil. Dersom de velger å foreta en større utskiftning vil dette føre med seg kostnader og endre selskapets totalkapitalsammensetning ved at gjeldsandelen vil øke betydelig gjennom økte forpliktelser. Dette er noe det vil være vanskelig å ta hensyn til i forkant da utviklingen bærer med seg stor usikkerhet, noe vi ikke ønsker å bygge inn i verdiestimatet. En slik utvikling vil imidlertid kunne svekke verdiestimatet.

6 Diskusjon og konklusjon

6.1 Diskusjon

Formålet med denne masteravhandlingen har vært å verdsette Widerøe's Flyveselskap AS i den forbindelse at morselskapet SAS AB annonserte at Widerøe skulle selges grunnet økonomiske problemer i konsernet. I den sammenhengen har vi gjennomført en fundamental verdsettelse der diskontert fri kontantstrøm ble benyttet som hoved metode. I forbindelse med studien har vi gjort flere interessante funn.

Selv om konkurransen i industrien er hard klarer Widerøe å drive lønnsomt gjennom en unik posisjonering på Norges regionale rutenett, med konkurransefortrinn blant annet gjennom sitt innovative navigasjonssystem, samt den lange fartstiden de har på rutene. Selskapet har flere styrker, blant annet en kjent og godt likt merkevare og god økonomi, der de har gått med overskudd både i perioder med lav- og høykonjunktur. Widerøe opererer imidlertid i en bransje med høy rivalisering og lav lønnsomhetsmargin. Potensielle nye aktører på deres lønnsomme ruter utgjør derfor en stor trussel. Disse funnene ble viktige input til fremtidsprognosene og kontantstrømanalysen.

Verdiestimatet vi kom fram til i kontantstrømanalysen var NOK 2 424 millioner med de forutsetningene vi la til grunn i beregningen. Dette estimatet er følsomt for endringer i operasjonelle faktorer, noe vi så i sensitivitetsanalysen. Spesielt endringer i avkastningskravet, WACC, gjorde store utslag på verdien.

Ved beregning av avkastningskravet ble flere teoretiske forutsetninger tatt på bakgrunn av historiske tallstørrelser. I og med at Widerøe ikke er børsnotert ble vi nødt til å basere beregningen av beta på sammenligning mot industrien, der vi brukte et bransjegjennomsnitt. Tallene viste at variasjonen var stor. Vi følte imidlertid at et slikt gjennomsnitt ville gi et sikrere estimat, enn dersom vi kun rettet oss mot en sammenlignbar konkurrent, da Widerøe som selskap er ganske ulik for eksempel Norwegian. Etter utglating kom vi fram til et avkastningskrav på 5,43 %. Dette er ganske lavt dersom man ser på analytikernes anbefalinger for tidligere år, men grunnet blant annet den lave risikofrie renten vi observerer i dag, mener vi kravet er representativt.

Vi gjennomførte som nevnt både sensitivitetsanalyser for å kartlegge usikkerhet, samt alternative verdibetraktninger for å få en ytterligere validering av verdiestimatet.

Tabell 48 Tabellarisk oppsett av våre verdiestimater

Metode	Verdi egenkapital
<i>Fundamentale</i>	
Kontantstrømbaserte	
Basisanslag DCF	2 423 757 075
Economic profit	2 413 892 365
<i>Komparative</i>	
Markedsbaserte	
P/B	1 597 691 323
P/E	1 926 806 292
EV/EBITDA	2 013 364 568

Ovenfor ser vi de verdiene som fremkom ved bruk av ulike verdsettelsesmetoder. Intervallet av verdiestimatene er stort, fra P/B verdien på om lag 1,6 milliarder til DCF-verdien på 2,4 milliarder. Dersom man fokuserer på selskapsverdi, og ikke markedspris, blir intervallet noe mindre, der EV/EBITDA multiplikatoren på om lag 2 milliarder anses som langt mer representativ enn de to andre multiplene. Vi får da et verdiintervall på 2 til 2,4 milliarder.

Sensitivitetsanalysen viste at små endringer i forutsetningene som ligger til grunn for viktige parametere som WACC, vekst og NOPLAT, og følgelig også selve verdsettelsen, kan gi store utslag på verdien. At verdiestimatet er følsomt for endringer kan svekke denne studiens validitet.

6.1.1 Post-script: Salg av Widerøe

Da vi startet arbeidet med utredningen antok vi at salget ville ferdigstilles en gang i løpet av prosessen. Etter en lang vår med analyser og skriving satte vi informasjonsstopp 30.04.2013, og gjorde dermed våre verdiberegninger uten årsberetningen og notene for 2012 tilgjengelig, og uten at det hadde blitt nevnt noe om salget. Noen dager senere, den 3. mai, ble det klart at Widerøe omsider var solgt. I følge en pressemelding fra SAS ble 80 % av aksjene solgt til investorgruppen WF Holding bestående av Fjord1, Torghatten ASA og Nordland fylkeskommune, for 2 milliarder svenske kroner.

Hovedaksjonæren er Torghatten ASA, et norsk transportselskap med hovedvirksomhet innenfor transport med ferge, båt og buss i hele Norge. Torghatten sitter på 51 % av aksjene i Widerøe. Videre eier fergeselskapet Fjord1 AS 34 % og Nordland Fylkeskommune 15 %. De resterende 20 % som SAS fortsatt eier skal selges innen 2016. Investorgruppen har forpliktet seg til å kjøpe denne andelen også, noe som utgjør en totalpris ved fullt salg på 2,3 milliarder svenske kroner.

En del elementer av hva som inngikk i salgsprisen er det vanskelig for oss som eksterne analytikere å fastslå. Pressemeldingen som ble gitt nevnte at salgssummen inkluderte 7 fly Widerøe har leaset fra SAS, samt den nevnte opsjonen på å kjøpe de resterende 20 % av aksjene innen 2016. Selv uttalte SAS at de gikk med et tap på omkring SEK 300 millioner ved inngåelse av denne kontrakten. Aksjene i Widerøe var per 31.10.12 bokført til SEK 1,440 milliarder hos SAS.

Flere diskusjoner har oppstått i media i etterkant av salget. Blant annet rundt Nordland Fylkeskommunes intensjoner ved å gå inn på eiersiden i Widerøe. Selv uttalte de gjennom sin talsmann at hovedårsaken bak kjøpet var å trygge 650 arbeidsplasser i fylket, samt å sikre at Widerøes hovedkontor forblir i Bodø. Videre er meningen at de i løpet av de kommende årene skal selge seg ut, der først og fremst Widerøes ansatte vil bli tilbudt å kjøpe aksjene. Det har også blitt nevnt at hovedårsaken til blant annet Nordland Fylkeskommunes deltagelse i kjøpet er å stille som en slags "sikkerhet" for lån som må tas opp etter kjøpet.

Det har også vært diskusjoner rundt hva som er faktisk betaling, da både SAS gruppen og markedet for øvrig tolker salgssummen som 2 milliarder, mens investorgruppen selv sier de gikk inn med 500 millioner. Dette tyder på at våre antakelser med hensyn til både skyldig konsernbidrag og operasjonell leasing er de samme som selgerens. Widerøes bokførte verdier viser ikke det riktige bildet. Kjøperne har riktignok gått inn med en bestemt sum, men i og med at SAS både har vært utleier for flere av Widerøes fly, samt at skyldig konsernbidrag har vært en stor andel av selskapets finansiering, har Widerøe behov for ny finansiering for å kunne fortsette driften. SAS har i praksis fungert som en bank for Widerøe, og når selskapet nå selges, tilbakebetales disse lånene. Med andre ord betyr dette at Widerøe må finne ny finansiering for de syv flyene, samt finansieringen på om lag 600 millioner de mister ved å tilbakebetale skyldig konsernbidrag.

6.2 Konklusjon

Vi har nå gjennomført verdsettelsen og diskutert ulike aspekter ved verdiestimatet vi kom frem til. Problemstillingen fra kapittel 1; ”Hva er verdien av Widerøe’s Flyveselskap AS?” kan likevel ikke besvares med et enkelt punkttestimat. Innenfor det teoretiske rammeverket for verdsetting har flere metoder blitt anvendt, noe som følgelig har ført til flere ulike verdianslag. Dette er nødvendig grunnet den store usikkerheten som finnes i tilknytning til forutsetningene som tas, og faktum er at en aldri kan si noe 100 % sikkert om fremtiden. Vi mener likevel at våre verdiestimer, som har gitt verdi mellom 2 og 2,4 milliarder norske kroner, er realistiske med tanke på dagens situasjon, selskapets historiske lønnsomhet og den usikkerheten Widerøe står ovenfor.

Det finnes følgelig flere usikkerhetsmomenter i en verdsettelse. Et av de største usikkerhetsmomentene i verdiestimatet dreier seg om hvilke kontantstrømmer en kan forvente å generere etter prognoseperiodens utløp. Nær framtid er lettere å si noe om, enn det som kommer langt frem i tid. Blant de sentrale faktorene som medfører usikkerhet er om selskapet fortsatt kan få anbudsstilslagene dersom små flyplasser slås sammen og bygges ut, da dette åpner opp for nye konkurrenter. Samtidig vil bransjens lønnsomhet, den pågående rivaliseringen innad, samt konsumentenes forbruksmønstre innvirke på grunnlaget for lønnsom drift etter dagens modell.

Sammenligner man imidlertid vår beregnede basisverdi fra kontantstrømanalysen, med prisen SAS angivelig fikk ved å selge Widerøe, ser man at de er forbløffende like. Dette peker på at flere av våre antakelser har vært fornuftige og reelle. Samtidig ser vi at SAS har fått uttelling for mye av verdien i selskapet ved salget, og investorgruppen har dermed betalt omtrent det som selskapet er verdt. Dette er en ganske høy pris, med tanke på at store deler av verdiene ligger i fremtiden, og som vist er fremtiden både usikker og vanskelig å predikere nøyaktig.

Til tross for usikkerheten som på mange måter preger Widerøes fremtid, de ulike forholdene som gjør verdsettelsen av et unotert selskap komplisert, samt den svært dynamiske bransjen selskapet opererer i, føler vi at verdiestimatet på 2,4 milliarder gir et riktig bilde på Widerøes virkelige verdi.

Litteraturliste

- Antony, Robert N. & Govindarajan, Vijay. (2007). *Management Control Systems*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Barney, Jay B. (2007). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Black, Fisher & Scholes, Myron. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654.
- Blanco, Carlos, Lehman, John & Shimoda, Naoki. (2005). Airlines Hedging Strategies: The Shareholder Value Perspective. *Commodities now*.
- Blumberg, Boris, Cooper, Donald R. & Schindler, Pamela S. (2011). *Business Research Methods*. Maidenhead, Berkshire: McGraw-Hill.
- Boye, Knut & Meyer, Christine B. (2000). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Bruce, Erik. (2008). Resesjon eller ikke- det er spørsmålet. *Magma*, 1.
- Cobbs, Richard & Wolf, Alex. (2004). Jet Fuel Hedging Strategies: Options Available for Airlines and a Survey of Industry Practices. Evanston: Kellogg School of Management
- Copeland, Tom & Antikarov, Vladimir. (2001). *Real Options, a practitioner's guide*. New York: Texere LLC.
- Dahl, G. A. & Boye, Knut. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* Oslo Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, Aswath. (1999). *Dealing with operating leases in valuation* Stern School of Business New York.
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation* New York: Wiley
- Daves, Phillip R., Ehrhardt, Michael C. & Kunkel, Robert A. (2000). Estimating systematic risk: the choice of return interval and estimation period. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13(1).
- Denstadli, John M. (2004). Impacts of videoconferencing on business travel: the Norwegian experience. *Journal of Air Transport Management*, 10, 371-376.
- Denstadli, John M. & Rideng, Arne. (2012). *Reisevaner på fly 2011*. Oslo: Transportøkonomisk Institutt.

- Doganis, Rigas. (2002). *Flying off course, the economics of international airlines* New York: Routledge.
- ECON. (2002). Diskonteringsrenten i nytte-kostnadsanalyser i transportsektoren. Oslo: ECON, senter for økonomis analyse.
- ECON. (2009). Evaluering av persontransportmodeller. Oslo: ECON, senter for økonomisk analyse.
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- Gjesdal, Frøystein. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 02(2007), 3-17.
- Hill, Charles W.L. & Jones, Gareth R. (2009). *Theory of Strategic Management*. Canada: South-Western Cengage Learning.
- Johnson, Gerry, Whittington, Richard & Scholes, Kevan. (2012). *Fundamentals of Strategy*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Yngve & Møller, Bjarne. (2011). *Verdivurdering*. Oslo: DnR Kompetanse.
- Kinserdal, Arne. (2005). *Finansiell rapportering og analyse* Oslo: Cappelen akademisk forl. .
- Koller, Tim, Goedhart, Marc & Wessels, David. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J: Wiley
- Kristoffersen, Trond (2005). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget
- Lian, Jon Inge. (2007). Bærekraftig og samfunnsnyttig luftfart (Vol. 921). Oslo: Transportøkonomisk Insititutt.
- Lian, Jon Inge, Thune- Larsen, Harald & Draagen, Lars. (2010). Evaluering av anbudsordningen for regionale flyruter (Vol. 1116). Oslo: Transportøkonomisk Institutt.
- Penman, Stephen H. (2011). *Accounting for value*. New York: Colombia University Press.
- Penman, Stephen H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (4th ed.). Boston, Mass.: McGraw-Hill.
- Penman, Stephen H. (1991). An Evaluation of Accounting Rate-of-Return. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6, 233-255.
- Porter, Michael E. (1980a). *Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York Free Press
- Porter, Michael E. (1980b). Industry Structure and Competitive Strategy: Keys to Profitability. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 30-41.

Steen, Frode. (2005). Vurdering av om geografisk tilknytning for et flyselskap har betydning for flyrutetilbudet i et land. Norges Handelshøgskole

Økonomiske rapporter

Widerøe. (2007). Årsregnskapet for regnskapsåret 2007. Brønnøysund:
Brønnøysundregistrene.

Widerøe. (2008). Årsregnskapet for regnskapsåret 2008. Brønnøysund:
Brønnøysundregistrene.

Widerøe. (2009). Årsregnskapet for regnskapsåret 2009. Brønnøysund:
Brønnøysundregistrene.

Widerøe. (2010). Årsregnskapet for regnskapsåret 2010. Brønnøysund:
Brønnøysundregistrene.

Widerøe. (2011). Årsregnskapet for regnskapsåret 2011. Brønnøysund:
Brønnøysundregistrene.

Widerøe. (2012) Resultatregnskap for regnskapsåret 2012. Retrieved 02. februar 2013, from
<http://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=7d76caa0-de13-4c0c-8863-d1c52ec38902>

Widerøe. (2012) Kvartalsrapport 3.kvartal 2012. Retrieved 02. februar 2012, from
<http://www.wideroe.no/okonomi>

Widerøe. (2013) Kvartalsrapport 1.kvartal 2013. Retrieved 06. april 2013, from
<http://www.wideroe.no/okonomi>

SAS. (2013). SAS Group Annual Report 2012. Retrieved 20. april 2013, from
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2012eng.pdf

Internettkilder

[1] IATA. (2012a). Big Downside Risks on Weak Profitability. Hentet 16. januar, 2013, fra <http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2012-06-11-02.aspx>

[2] IATA. (2012b). Economic and Social Benefits of Air Transport Hentet 16. april, 2013, fra http://www.iata.org/pressroom/facts_figures/fact_sheets/Pages/economic-social-benefits.aspx

- [3] Feel Air. (2009). Nytt Skandinavisk lavpris langdistanse flyselskap etablert. Hentet 5.februar, 2013, fra http://www.feelair.com/pr/2009okt02_Skandinavisk_lavkost_langdistanse_flyselskap_etablert_2.pdf
- [4] Kristiansen, Njål. (2012). Kan flybransjen overleve? Hentet 26. januar, 2013, fra <http://www.verdidebatt.no/debatt/cat1/subcat1037/thread334481/>
- [5] Widerøe. (2013a). Om selskapet. Hentet 24. januar, 2013, fra <http://www.wideroe.no/om-wideroe/om-selskapet>
- [6] proff.no. (2012). Widerøe Internet AS. Hentet 21.mars, 2013, fra <http://www.proff.no/regnskap/wider%C3%B8e-internet-as/mosj%C3%B8en-/Z0HV3GMH/>
- [7] Widerøe. (2012). Nyhetsarkiv. Hentet 26. januar, 2013, fra <http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/wideroe-ble-arets-flyselskap-i-europa/8E9FD840-938A-409A-B6AC-D3DF403098D3/1>
- [8] Widerøe. (2013b). Perspektiv. Hentet 26. januar, 2013, fra <http://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=785e9d3d-a8b2-4969-9cba-fc48dc329f6e>
- [9] Samferdselsdepartementet. (2012). Lofoten. Hentet 24. januar, 2013, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/presstesenter/pressemeldinger/2012/wideroe-far-medhold-i-klage--dats-tilbud.html?id=676285>
- [10] Widerøe. (2012). Widerøe på Røros. Hentet 24. januar 2013 fra <http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/wideroe-tilbake-pa-roros/1B274E31-E16E-4E5B-9912-E8D8396D5289/1>
- [11] Samferdselsdepartementet. (2012). Regionale flyruter: Tildeling av 18 flykontrakter- økt kapaistet og ny rute. Hentet 01.mai, 2013, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/presstesenter/pressemeldinger/2012/regionale-flyruter-tildeling-av-18-flyko.html?id=670021>
- [12] Samferdselsdepartementet. (2013). Anbud Finnmark. Hentet 5 mars, 2013, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/presstesenter/pressemeldinger/2013/wideroe-vinner-anbud-om-a-fly-regionale-.html?id=715388>
- [13] Samferdselsdepartementet. Luftfart. fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/tema/luftfart.html?id=1392>

- [14] Bjelvin, Sara Marie. (2013). Dansk Widerøe-utfordrer tapte mot staten. Hentet 04.februar, 2013, fra <http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nordland/1.10871637>
- [15] anna.aero.no. (2012). Europe's regional airlines face a challenging future. Hentet 12.mars, 2013, fra <http://www.anna.aero/2012/10/10/europes-regional-airlines-face-challenging-future/>
- [16] Aftenbladet. (2013). Fjord1 vil kjøpe Widerøe. Hentet 12.mars, 2013, fra [http://www.aftenbladet.no/nyheter/okonomi/NRK---Fjord1-vil-kojpe-Wideroe-3138453.html -.UYdnLpi-hqI](http://www.aftenbladet.no/nyheter/okonomi/NRK---Fjord1-vil-kojpe-Wideroe-3138453.html-.UYdnLpi-hqI)
- [17] PwC og NFF. (2012). Risikopremien i det norske markedet 2012 og 2013. Hentet 20. mars, 2013, fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-eng.pdf>
- [18] NHO Luftfart. (2013). Høring- utkast til forskrift om gebyr til Luftfartstilsynet for 2013. Hentet 07.mars, 2013, fra <http://nholuftfart.no/nyhetsarkiv/hoering-utkast-til-forskrift-om-gebyr-til-luftfartstilsynet-for-2013-article1443-185.html>
- [19] Roald, Eivind. (2013). Er det mulig å drive luftfart fra Skandinavia i fremtiden? Hentet 07.mars, 2013, fra [http://www.luftfartstilsynet.no/incoming/article9474.ece/BINARY/Foredrag+4+-+Eivind+Roald+\(SAS\).pdf](http://www.luftfartstilsynet.no/incoming/article9474.ece/BINARY/Foredrag+4+-+Eivind+Roald+(SAS).pdf)
- [20] SSB. (2013). Konsumprisindeksen, 15. februar 2013. Hentet 19.mars, 2013, fra <http://www.ssb.no/kpi/>
- [21] Avinor. (2013). Luftfartsavgifter. Hentet 18.mars, 2013, fra http://www.avinor.no/avinor/trafikk/30_Luftfartsavgifter
- [22] e24.no. (2012). Stigende oljepriser forverrer utsiktene for flyindustrien. Hentet 05.februar, 2013, fra <http://e24.no/boers-og-finans/stigende-oljepriser-forverrer-utsiktene-for-flyindustrien/20176249>
- [23] IATA. (2013). Jet Fuel Price Development. Hentet 02.april, 2013, fra <http://www.iata.org/publications/economics/fuel-monitor/Pages/price-development.aspx>
- [24] EIA. (2013). Hentet 8.april 2013, fra <http://www.eia.gov/oiaf/aeo/tablebrowser/#release=AEO2013ER&subject=0-AEO2013ER&table=12-AEO2013ER®ion=0-0&cases=full2012-d020112c,early2013-d102312a>
- [25] SAS. (2012). SAS Group Annual Report 2011. Retrieved 26. januar 2013, from

- http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/SAS_ÅR2011_eng.pdf
- [26] Mercatus Energy Advisors. (2012). An Introduction to Airline Fuel Hedging Strategies- Swaps. Hentet 19.mars, 2013, fra <http://www.mercatusenergy.com/blog/bid/77634/An-Introduction-to-Airline-Fuel-Hedging-Strategies-Swaps>
- [27] Samferdselsdepartementet. (2005). Anbudsinnydelse Ruteflygning i Norge. Hentet 11. mars, 2013, fra http://www.regjeringen.no/upload/kilde/sd/anb/2005/0001/ddd/pdfv/252619-07075_anbud.pdf - search=anbudsinnydelse%20ruteflygning%20i%20Norge
- [28] IMF. (2012). World Economic Outlook Database. Hentet 02.april, 2013, fra <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=29&pr.y=3&sy=1980&ey=2017&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=142&s=NGDP&grp=0&a= - download>
- [29] Eurostat. (2012). Air passenger transport by reporting country. Hentet 02.april, 2013, fra <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do>
- [30] Lilleås, Heidi S. (2009). Norsk økonomi i resesjon. Hentet 02.april, 2013, fra <http://www.nettavisen.no/okonomi/article2628740.ece>
- [31] Handelsbanken. (2012) Konjunkturrapport- Lyspunkt i (fortsett) vanskelig verden. Hentet 7.mars, 2013 fra <http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/All-Publications/publication/18650/konjunkturrapport>
- [32] Transportetatene (2013). Forslag til Nasjonal transportplan 2014-2023. Hentet 18.mars, 2013 fra http://www.ntp.dep.no/2014-2023/pdf/2013_01_10_NTP_2012_forslag_nasjonal_transportplan.pdf
- [33] Klima- og forurensningsdirektoratet. (2013a). CO2-avgift. Hentet 04.02februar, 2013, fra <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/Tiltak-og-virkemidler/CO2-avgift/>
- [34] Klima- og forurensningsdirektoratet. (2013b). Klimakvoter. Hentet 04.februar, 2013, fra <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/Tiltak-og-virkemidler/Nasjonalt-kvotesystem/>
- [35] NRK. (2013). Norske forskere:- vi er bedre forberedt på neste askesky. Hentet 07.mars, 2013, fra <http://www.nrk.no/nyheter/distrikt/nordland/1.10909964>

- [36] Avinor. (2012). Nasjonal transportplan 2014-2023. Hentet 27.mai, 2013, fra http://www.avinor.no/avinor/presse/_nyhetsarkiv?NASJONAL_TRANSPORTPLAN_2014-2023:_KAPASITETS%C3%98KNING_OG_UTVIKLING_AV_LUFTHAVNSTRUKTUREN&id=181-141200
- [37] Schultz, Jakob. (2009). Norwegian stiger til historisk topp. Hentet 16.februar, 2013, fra <http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-stiger-til-historisk-topp/3335674>
- [38] Norges Bank (2013). Statsobligasjoner. Månedsgjennomsnitt. Hentet 20.mai, 2013, fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rentemanedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [39] OSEBX. (2013). Norwegian Air Shuttle kursutvikling. Hentet 24.mai, 2013, fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=NAS

Vedlegg

Vedlegg 1: Resultatregnskap Widerøe 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Inntekter</i>					
Salgsinntekt	1 844 706	2 042 026	2 134 037	2 230 671	2 557 670
Annen driftsinntekt	648 469	786 850	612 652	686 893	712 812
Sum inntekter	2 493 175	2 828 876	2 746 689	2 917 564	3 270 482
<i>Kostnader</i>					
Lønnskostnader	967 695	1 092 363	1 021 858	1 029 429	1 130 170
Avskrivning på varige DM og immaterielle eiendeler	131 759	135 576	121 715	127 198	126 432
Annen driftskostnad	531 436	642 205	614 991	569 492	531 644
Driftskostnader fly og bygninger	323 740	395 358	385 225	422 113	535 446
Avgifter og provisjoner	264 604	268 550	379 746	402 212	343 674
Leie og leasingkostnader	155 074	268 516	178 289	173 769	187 686
Sum kostnader	2 374 308	2 802 568	2 701 824	2 724 213	2 855 052
Driftsresultat	118 867	26 308	44 865	193 351	415 430
Finansinntekter og finanskostnader					
Inntekt på investering i datterselskap og tilknyttet selskap	17 744	19 524	4 213	7 014	8 455
Annen renteinntekt	1 925	3 059	8 974	2 324	5 071
Annen finansinntekt	68 151	51 914	50 507	11 776	-1 306
Sum finansinntekter	87 820	74 497	63 694	21 114	12 220
Annen rentekostnad	15 698	18 480	23 412	15 104	9 979
Annen finanskostnad	40 991	71 032	38 074	37 105	47 173
Sum finanskostnader	56 689	89 512	61 486	52 209	57 152
Netto finans	31 131	-15 015	2 208	-31 095	-44 932
Ordinært resultat før skattekostnad	149 998	11 293	47 073	162 256	370 498
Skattekostnad på ordinært resultat	42 139	3 440	13 141	45 706	104 003
Ordinært resultat etter skattekostnad	107 859	7 853	33 932	116 550	266 495
Årsresultat	107 859	7 853	33 932	116 550	266 495

Vedlegg 2: Balanse Widerøe 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Eiendeler					
Anleggsmidler					
Immaterielle eiendeler					
Varige driftsmidler					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	101 592	94 519	87 857	85 609	89 521
Maskiner og anlegg				27 556	
Skip, rigger, fly og lignende	398 482	365 541	312 928	335 819	396 110
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende	232 743	250 810	317 078	317 917	375 521
Sum varige driftsmidler	732 817	710 870	717 863	766 901	861 152
Finansielle anleggsmidler					
Investering i datterselskap	1 620	2 144	2 356	3 028	3 067
Investeringer i aksjer og andeler	90	80	80	40	40
Andre fordringer	358 714	321 635	464 584	505 521	522 409
Sum finansielle anleggsmidler	360 424	323 859	467 020	508 589	525 516
Sum anleggsmidler	1 093 241	1 034 729	1 184 883	1 275 490	1 386 668
Omløpsmidler					
Varer					
Varer	65 374	76 647	80 935	105 709	105 395
Sum varer	65 374	76 647	80 935	105 709	105 395
Fordringer					
Kundefordringer	93 646	80 769	43 090	75 343	100 636
Andre fordringer	211 349	425 346	179 985	135 257	163 967
Sum fordringer	304 995	506 115	223 075	210 600	264 603
Bankinnskudd, kontanter og lignende					
Bankinnskudd, kontanter og lignende	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012
Sum omløpsmidler	478 841	618 423	383 668	362 330	507 010
Sum eiendeler	1 572 082	1 653 152	1 568 551	1 637 820	1 893 678

	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital					
Innskutt egenkapital					
Selskapskapital	36 566	36,566	36 566	36 566	36 566
Overkursfond	211 435	211,435	211 435	211 435	211 435
Sum innskutt egenkapital	248 001	248 001	248 001	248 001	248 001
Opptjent egenkapital					
Fond	3 186	2 809	3 222	3 436	3 592
Annen egenkapital	187 331	183 478	216 997	277 671	283 189
Sum opptjent egenkapital	190 517	186 287	220 219	281 107	286 781
Sum egenkapital	438 518	434 288	468 220	529 108	534 782
Langsiktig gjeld					
Pensjonsforpliktelser	34 610	28 162	28 962	40 543	38 105
Utsatt skatt	69 057	67 449	80 590	104 650	107 222
Andre avsetninger for forpliktelser	29 352	22 045	33 891	60 515	91 323
Sum avsetninger for forpliktelser	133 019	117 656	143 443	205 708	236 650
Annen langsiktig gjeld					
Øvrig langsiktig gjeld	200 503	133 438	264 621	180 311	26 747
Sum annen langsiktig gjeld	200 503	313 948	264 621	180 311	26 747
Sum langsiktig gjeld	333 522	431 604	408 064	386 019	263 397
Kortsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner		20 000	53 000		
Leverandørgjeld	347 580	209 366	88 223	184 891	208 914
Skyldige offentlige avgifter	136 890	149 260	141 363	134 705	151 274
Annen kortsiktig gjeld	315 572	408 634	409 681	403 097	735 311
Sum kortsiktig gjeld	800 042	787 260	692 267	722 693	1 095 499
Sum gjeld	1 133 564	1 218 864	1 100 331	1 108 712	1 358 896
Sum egenkapital og gjeld	1 572 082	1 653 152	1 568 551	1 637 820	1 893 678

Vedlegg 3: Resultatregnskap og balanse Widerøe, 2012

	31.10.12	Q1 2013 (nov-jan)	Q3 2012 (jan-sep)
<i>Driftsinntekter</i>			
Salgsinntekter	2 234 883	700 859	1 959 652
Andre inntekter	585 262	173 095	541 417
Sum Driftsinntekter	2 820 145	873 954	2 501 069
<i>Driftskostnader</i>			
Lønnskostnader	1 040 826	324 528	925 964
Ordinære avskrivninger	111 639	36 415	96 792
Annen driftskostnad	525 891	164 167	468 831
Driftskostnader fly og bygninger	509 358	166 269	452 360
Avgifter og provisjoner	284 346	86 494	255 530
Leie og leasingkostnader	181 120	52 000	162 819
Sum driftskostnader	2 653 180	829 873	2 362 296
Driftsresultat	166 965	44 081	138 773
<i>Finansinntekter(-)/kostnader</i>			
Investering i datterselskap	-8 092	2 120	7 279
Renteinntekter	-3 723	980	3 325
Andre finansinntekter	663	1 018	-701
Rentekostnader	1 274	-285	-1 144
Andre finanskostnader	-2 202	-12 060	2 671
Netto finanskostnader	-12 080	-8 227	11 430
Ordinært resultat før skattekostnad	179 045	35 854	150 203
Skattekostnad på ordinært resultat	-50 319		
Ordinært resultat etter skattekostnad	128 726		
Årsresultat	128 726		
<i>Overføringer og disponeringer</i>			
Overføring til/fra fond	92		
Konsernbidrag	90 418		
Overføringer til/fra annen egenkapital	38 216		
Sum overføringer/disponeringer	128 726		

	31.10.12 Q1 2013 (nov-jan)	
Eiendeler		
Anleggsmidler		
Immaterielle eiendeler		
Varige driftsmidler		
Bygninger	81 288	82 401
Fly	331 128	347 754
Motorer	127 840	146 167
Reservedeler	401 350	423 816
Maskiner, verktøy, inventar	30 033	30 049
Sum varige driftsmidler	971 639	1 030 187
Finansielle anleggsmidler		
Investering i datterselskap	2 850	4 970
Investeringer i aksjer og andeler	30	30
Andre fordringer	3 262	4 083
Pensjonsmidler	578 751	578 751
Sum finansielle anleggsmidler	584 893	587 834
Sum anleggsmidler	1 556 532	1 618 021
Omløpsmidler		
Varer		
Varer	124 818	135 604
Sum varer	124 818	135 604
Fordringer		
Kundefordringer	160 300	185 775
Andre fordringer	146 302	83 375
Sum fordringer	306 602	269 150
Bankinnskudd, kontanter og lignende		
Bankinnskudd, kontanter og lignende	192 175	99 086
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	192 175	99 086
Sum omløpsmidler	623 595	503 840
Sum eiendeler	2 180 127	2 121 861

	31.10.12	Q1 2013 (nov-jan)
Egenkapital og gjeld		
Egenkapital		
Innskutt egenkapital		
Selskapskapital	36 566	36 566
Overkursfond	211 435	211 435
Sum innskutt egenkapital	248 001	248 001
Opptjent egenkapital		
Fond	3 684	3 684
Annen egenkapital	321 492	357 346
Sum opptjent egenkapital	325 176	361 030
Sum egenkapital	573 177	609 031
Langsiktig gjeld		
Pensjonsforpliktelser	68 943	68 943
Utsatt skatt	122 413	122 413
Andre avsetninger for forpliktelser	85 405	80 816
Sum avsetninger for forpliktelser	276 761	272 172
Annen langsiktig gjeld		
Øvrig langsiktig gjeld	16 000	15 000
Sum annen langsiktig gjeld	16 000	15 000
Sum langsiktig gjeld	292 761	287 172
Kortsiktig gjeld		
Leverandørgjeld	259 460	304 302
Skyldige offentlige avgifter	154 520	146 508
Annen kortsiktig gjeld	900 209	774 848
Sum kortsiktig gjeld	1 314 189	1 225 658
Sum gjeld	1 606 950	1 512 830
Sum egenkapital og gjeld	2 180 127	2 121 861

Estimering av helårsregnskap for 2012:

	2012*	2012**	2012***
Driftsinntekter			
Salgsinntekter	2 681 860	2 702 122	2 660 511
Andre inntekter	702 314	700 659	714 512
Sum Driftsinntekter	3 384 174	3 402 781	3 375 023
Driftskostnader			
Lønnskostnader	1 248 991	1 257 178	1 250 492
Ordinære avskrivninger	133 967	135 916	133 207
Annen driftskostnad	631 069	635 336	632 998
Driftskostnader fly og bygninger	611 230	620 204	618 629
Avgifter og provisjoner	341 215	342 009	342 024
Leie og leasingkostnader	217 344	215 787	214 819
Sum driftskostnader	3 183 816	3 206 430	3 192 169
Driftsresultat	200 358	196 351	182 854
Finansinntekter/kostnader			
Investering i datterselskap	9 710	9 505	9 399
Renteinntekter	4 468	4 376	4 305
Andre finansinntekter	-796	1 342	317
Rentekostnader	-1 529	-1 464	-1 429
Andre finanskostnader	2 642	-10 242	-9 389
Netto finanskostnader	14 495	3 517	3 203
Ordinært resultat før skattekostnad	214 853	199 868	186 057
Skattekostnad på ordinært resultat	60 159	55 963	52 096
Ordinært resultat etter skattekostnad	154 694	143 905	133 961
Årsresultat	154 694	143 905	133 961

* Metode for estimering av årsregnskap: (Regnskapstall 31.10.12/10)*12

** Metode for estimering av årsregnskap: Regnskapstall 31.10.12 + (Q1 2013*2/3)

*** Metode for estimering av årsregnskap: Q3 2012 + Q1 2013

Vedlegg 4: Fullstendig omgruppert resultatregnskap

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Driftsinntekter</i>						
Salgsinntekt	1 844 706	2 042 026	2 134 037	2 230 671	2 557 670	2 660 511
Annen inntekt	648 469	786 850	612 652	686 893	712 812	714 512
Sum driftsinntekter	2 493 175	2 828 876	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
Unormale inntekter	9 669	11 600	-	-	-	-
Justerte driftsinntekter	2 483 506	2 817 276	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 375 023
<i>Driftskostnader</i>						
Lønnskostnader	967 695	1 092 363	1 021 858	1 029 429	1 130 170	1 250 492
Pensjonskostnader	-73 875	-116 037	-90 893	-93 584	-96 610	
Nåverdien av periodens pensjonsopptjening	61 401	68 838	74 344	66 219	81 697	
Resultatført engangsvirkning AFP	-	-	-	10 656	-	
Beregnet arbeidsgiveravgift på underdekning	-535	19 590	-18 865	-2 785	-2 815	
Justerte lønnskostnader	954 686	1 064 754	986 444	1 009 935	1 112 442	1 162 707
Andre driftskostnader	1 274 854	1 574 629	1 558 251	1 567 586	1 598 450	1 808 470
Rente på operasjonell leasing	-7 255	-9 243	-16 841	-30 465	-40 288	-45 716
Justerte andre driftskostnader	1 267 599	1 565 386	1 541 410	1 537 121	1 558 162	1 762 754
Justert EBITDA	261 221	187 136	218 835	370 508	599 878	449 562
Avskrivninger	131 759	135 576	121 715	127 198	126 432	133 207
Justert EBITA	129 462	51 560	97 120	243 310	473 446	316 355
Driftsrelatert skatt	36 402	14 981	27 109	68 471	132 864	88 579
NOPLAT	93 060	36 579	70 011	174 839	340 582	227 776

Vedlegg 5: Fullstendig omgruppert balanse

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>						
Varer	65 374	76 647	80 935	105 709	105 395	135 604
Kundefordringer	93 646	80 769	43 090	75 343	100 636	185 775
Andre fordringer	211 349	425 346	179 985	135 257	163 967	83 375
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	370 369	582 762	304 010	316 309	369 998	404 754
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>						
Leverandørgjeld	347 580	209 366	88 223	184 891	208 914	304 302
Skyldige offentlige avgifter	136 890	149 260	141 363	134 705	151 274	146 508
Justert Annen kortsiktig gjeld	171 971	390 604	339 851	226 559	277 720	226 839
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	656 441	749 230	569 437	546 155	637 908	677 649
Driftsrelatert arbeidskapital	-286 072	-166 468	-265 427	-229 846	-267 910	-272 895
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>						
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	101 592	94 519	87 857	85 609	89 521	82 401
Maskiner og anlegg				27 556	-	30 049
Skip, rigger, fly og lignende	398 482	365 541	312 928	335 819	396 110	493 921
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende	232 743	250 810	317 078	317 917	375 521	423 816
Investering i datterselskap	1 620	2 144	2 356	3 028	3 067	4 970
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	734 437	713 014	720 219	769 929	864 219	1 035 157
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>						
Utsatt skatt	69057	67 449	80 590	104 650	107 222	122 413
Andre avsetninger for forpliktelser	29352	22 045	33 891	60 515	91 323	80 816
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	98 409	89 494	114 481	165 165	198 545	203 229
Netto anleggsmidler	636 028	623 520	605 738	604 764	665 674	831 928
<i>Kapitalisert operasjonell leasing</i>						
Sum kapitalisert operasjonell leasing	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400	831 200
Investert kapital	481 856	661 252	748 511	1 074 518	1 163 164	1 390 233
<i>Finansielle anleggsmidler</i>						
Investeringer i aksjer og andeler	90	80	80	40	40	30
Andre fordringer	358 714	321 635	464 584	505 521	522 409	582 834
Sum finansielle anleggsmidler	358 804	321 715	464 664	505 561	522 449	582 864
<i>Finansielle omløpsmidler</i>						
Bankinnskudd, kontanter og lignende	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012	99 086
Sum finansielle omløpsmidler	108 472	35 661	79 658	46 021	137 012	99 086
Totale investeringer	949 132	1 018 628	1 292 833	1 626 100	1 822 625	2 072 183

<i>Egenkapital</i>						
Selskapskapital	36 566	36 566	36 566	36 566	36 566	36 566
Overkursfond	211 435	211 435	211 435	211 435	211 435	211 435
Fond	3 186	2 809	3 222	3 436	3 592	3 684
Annen egenkapital	187 331	183 478	216 997	277 671	283 189	357 346
Skyldig konsernbidrag fra notene	143 601	18 030	18 030	95 338	457 591	548 009
Sum egenkapital	582 119	452 318	486 250	624 446	992 373	1 157 040
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>						
Gjeld til kredittinstitusjoner		20 000	53 000			
Trekk kassekreditt			51 800	81 200		
Sum finansiell kortsiktig gjeld	-	20 000	104 800	81 200	-	-
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>						
Pensjonsforpliktelser	34610	28 162	28 962	40 543	38 105	68 943
Gjeld til kredittinstitusjoner	200503	133 438	264 621	180 311	26 747	15 000
Langsiktig konserngjeld		180 510				
Sum finansiell langsiktig gjeld	235 113	342 110	293 583	220 854	64 852	83 943
<i>Kapitalisert operasjonell leasing</i>						
Sum kapitalisert operasjonell leasing	131 900	204 200	408 200	699 600	765 400	831 200
Totale investeringer	949 132	1 018 628	1 292 833	1 626 100	1 822 625	2 072 183

Vedlegg 6: Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning for Norwegian

Dato	OSEBX	NAS	OSEBX mnd.avk.	NAS mnd.avk	OSEBX log avk.	NAS log avk.	Rull. Beta	OSEBX rull. vol.	NAS rull. vol.
01.04.08	419,3	108,6	440,26	99,51					
02.05.08	477,1	89,1	496,43	79,87	0,120	-0,220			
06.02.08	497,1	75,0	482,94	63,95	-0,028	-0,222			
01.07.08	455,2	44,0	423,67	41,17	-0,131	-0,440			
01.08.08	412,1	42,4	409,97	45,37	-0,033	0,097			
01.09.08	417,3	47,5	357,36	38,55	-0,137	-0,163			
01.10.08	308,5	30,8	250,98	27,36	-0,353	-0,343			
03.11.08	253,9	30,0	226,20	28,24	-0,104	0,031			
01.12.08	202,8	29,2	213,18	31,31	-0,059	0,103			
02.01.09	239,2	37,0	229,86	40,81	0,075	0,265			
02.02.09	216,9	39,0	223,90	38,86	-0,026	-0,049			
02.03.09	205,8	32,0	217,08	33,18	-0,031	-0,158			
01.04.09	228,0	35,0	237,04	39,66	0,088	0,178	0,466	0,690	0,520
04.05.09	266,0	48,0	279,68	54,62	0,165	0,320	0,464	0,698	0,532
02.06.09	305,3	58,0	290,59	50,37	0,038	-0,081	0,488	0,700	0,531
01.07.09	288,1	50,0	282,89	56,39	-0,027	0,113	0,516	0,700	0,531
03.08.09	305,5	58,5	302,10	66,27	0,066	0,161	0,516	0,705	0,531
01.09.09	298,0	67,8	314,36	91,27	0,040	0,320	0,525	0,706	0,532
01.10.09	318,9	111,0	335,63	136,93	0,065	0,406	0,525	0,706	0,533
02.11.09	332,0	159,0	347,49	141,88	0,035	0,036	0,528	0,706	0,532
01.12.09	357,8	135,0	365,16	128,43	0,050	-0,100	0,534	0,708	0,532
04.01.10	380,2	116,5	371,45	118,95	0,017	-0,077	0,679	0,708	0,532
01.02.10	363,9	124,5	352,64	128,00	-0,052	0,073	0,790	0,710	0,532
01.03.10	359,9	138,5	369,71	144,43	0,047	0,121	0,749	0,710	0,532
06.04.10	385,1	145,0	386,79	145,76	0,045	0,009	0,785	0,710	0,532
03.05.10	385,4	133,0	357,66	120,39	-0,078	-0,191	0,918	0,710	0,532
01.06.10	344,3	114,5	351,53	121,98	-0,017	0,013	0,897	0,710	0,532
01.07.10	317,9	97,8	348,97	102,49	-0,007	-0,174	0,991	0,710	0,532
02.08.10	369,7	107,5	360,40	101,90	0,032	-0,006	0,897	0,711	0,532
01.09.10	364,5	93,3	374,35	93,52	0,038	-0,086	0,981	0,708	0,532

01.10.10	382,7	93,0	393,91	89,65	0,051	-0,042	0,909	0,709	0,532
01.11.10	408,7	89,5	407,92	108,11	0,035	0,187	0,951	0,706	0,532
01.12.10	407,9	121,5	425,82	115,74	0,043	0,068	0,983	0,707	0,533
03.01.11	443,2	117,0	436,30	116,45	0,024	0,006	0,992	0,707	0,535
01.02.11	442,2	127,0	441,49	122,88	0,012	0,054	0,953	0,706	0,535
01.03.11	444,2	113,0	439,44	110,80	-0,005	-0,103	1,003	0,705	0,535
01.04.11	451,4	106,5	445,70	104,50	0,014	-0,059	0,992	0,705	0,535
02.05.11	446,7	102,0	434,74	105,04	-0,025	0,005	0,934	0,705	0,535
01.06.11	437,4	105,0	417,32	99,29	-0,041	-0,056	0,958	0,705	0,535
01.07.11	426,1	100,0	421,79	106,06	0,011	0,066	0,844	0,704	0,536
01.08.11	411,7	102,5	366,49	91,57	-0,141	-0,147	0,865	0,706	0,536
01.09.11	380,2	88,8	356,72	70,69	-0,027	-0,259	0,820	0,706	0,537
03.10.11	334,8	58,0	365,24	66,82	0,024	-0,056	0,831	0,705	0,537
01.11.11	367,9	69,3	374,11	66,25	0,024	-0,009	0,845	0,706	0,539
01.12.11	378,6	64,0	375,70	59,98	0,004	-0,099	0,904	0,706	0,538
02.01.12	389,5	56,5	395,30	65,90	0,051	0,094	0,920	0,706	0,538
01.02.12	404,6	78,0	418,68	81,14	0,057	0,208	0,954	0,706	0,542
01.03.12	428,4	82,0	426,74	92,64	0,019	0,132	0,950	0,705	0,542
02.04.12	430,9	112,0	418,90	102,46	-0,019	0,101	0,972	0,705	0,543
02.05.12	419,5	96,0	401,03	93,55	-0,044	-0,091	1,032	0,703	0,543
01.06.12	377,7	87,8	387,52	98,26	-0,034	0,049	1,036	0,704	0,543
02.07.12	410,8	111,5	416,34	109,34	0,072	0,107	1,030	0,704	0,543
01.08.12	422,9	109,5	432,17	107,63	0,037	-0,016	1,025	0,705	0,543
03.09.12	439,4	112,0	448,42	111,73	0,037	0,037	1,076	0,712	0,543
01.10.12	452,2	107,5	447,24	114,78	-0,003	0,027	1,078	0,707	0,544
01.11.12	445,8	123,0	438,94	127,66	-0,019	0,106	1,078	0,709	0,544
03.12.12	442,1	139,5	444,06	144,82	0,012	0,126	0,943	0,710	0,545
02.01.13	454,5	157,5	462,63	165,81	0,041	0,135	0,985	0,712	0,545
01.02.13	470,7	170,9	471,02	196,02	0,018	0,167	1,123	0,715	0,545

Vedlegg 7: Økonomisk profitt verdsettelse

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Økonomisk											
profitt	49 601	55 229	56 886	58 593	60 351	61 457	62 993	64 568	66 182	67 837	69 533
Disk.											
faktor	1,05	1,11	1,17	1,24	1,30	1,37	1,45	1,53	1,61	1,70	
Diskontert											
ØP	47 045	49 683	48 536	47 416	46 321	44 739	43 494	42 284	41 107	39 963	
Investert kapital 2012			1 390 233 000								
Nåverdi økonomisk profitt			450 587 561								
Nåverdi terminalverdi			737 148 261								
Verdi av drift			2 577 968 823								
Midtårsjustering			69 116 542								
Ikke-driftsmessige											
eiendeler			681 950 000								
EV			3 329 035 365								
Rentebærende gjeld			915 143 000								
Verdi av egenkapital			2 413 892 365								

Vedlegg 8: Data for BNP, rente og passasjertrafikk

År	Renter	BNP	Passasjertrafikk	R(re)log	R(BNP)log	R(pass)log
1999	8.37	1240425	17974053			
2000	8.03	1481241	20071085	-0.04146936	0.177426187	0.110351004
2001	8.84	1536888	19994772	0.09610235	0.036879343	-0.00380939
2002	8.45	1532307	18887388	-0.04512044	-0.00298515	-0.05697644
2003	6.53	1592201	20039822	-0.25775950	0.038342893	0.059226996
2004	4.19	1752812	21103388	-0.44370621	0.09610402	0.051712202
2005	3.92	1958907	23157807	-0.0666091	0.1111165309	0.092898363
2006	4.26	2180802	25872295	0.08317751	0.107306034	0.110840746
2007	5.66	2306446	27897622	0.284154732	0.056015113	0.075368747
2008	7.29	2559914	28961923	0.253079654	0.104265853	0.037440515
2009	4.91	2356599	28143690	-0.39522960	-0.082754186	-0.0286588
2010	4.52	2523226	29981720	-0.08276195	0.068318764	0.063264689
2011	4.75	2720499	32959146	0.049632624	0.075277078	0.094680932