

**Navn / Kandidatnummer:**

**Line Wethe Evenrød (339)**

**Morten Sæveraas (365)**

---

# **Hva er verdien av det ikke-børsnoterte selskapet Widerøes Flyveselskap AS?**

**Veileder: Øystein Strøm**

**Bacheloroppgave ved Høgskolen i Oslo og Akershus**

**Bachelor i økonomi og administrasjon**

**April 2014**

## Sammendrag

Denne bacheloroppgaven omhandler Widerøes Flyveselskap AS. Formålet med oppgaven er å besvare forskningsspørsmålet: «Hva er verdien av det ikke-børsnoterte selskapet Widerøes Flyveselskap AS?». Før selve oppgavebesvarelsen er det et teorikapittel hvor både teorien som er benyttet og teorien som kunne vært benyttet er belyst og et data- og metodekapittel, hvor innsamling av data og vurderingen av datagrunnlaget er gjort rede for. Deretter følger den strategiske analysen, den finansielle analysen og konklusjonen vår.

Den strategiske analysen består av en ekstern analyse for Widerøes Flyveselskap AS. I denne analysen er Porters femkraftsmodell benyttet. Denne modellen består av fem ulike krefter som påvirker konkurransesituasjonen: Leverandørers forhandlingsmakt, kunders forhandlingsmakt, trusselen fra nære substitutter, trusselen fra nye aktører og konkurransesituasjonen i bransjen. Gjennom denne analysen kom vi frem til at leverandørenes forhandlingsmakt utgjør den største for Widerøe, men at også trusselen fra nye aktører og konkurransesituasjonen er tilstedeværende.

I den finansielle analysen har vi belyst hvordan Widerøes finansielle situasjon har vært, er og hvordan vi tenker oss at den vil være fremover. Metoden vi har valgt å benytte oss av er totalkapitalmetoden, som er en kontantstrømbasert metode og den tar utgangspunkt i fri kontantstrøm. Først benyttet vi oss av kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Denne fant vi til å være 9,76 %. Gjeldsrenten antok vi å være 4,3 % basert på DNBs utlånsrente. Ved hjelp av egenkapital- og gjeldsandelen fant vi kapitalkostnaden til å være 4,88 %. For å kunne beregne Widerøes fremtidige kontantstrøm foretok vi først en analyse av regnskapet til Widerøe i perioden 2008-2012 for å se om det er en gjennomgående trend i regnskapstallenes utvikling. Deretter fant vi aksjekursen til å være kr 15 053.

Videre har vi i den finansielle analysen utført en nøkkeltallssanalyse og en sensitivitetsanalyse. Gjennom nøkkeltallsanalysen ønsket vi å vise Widerøes likviditet, soliditet, finansiering og rentabilitet. Her kom vi frem til at til tross for at Widerøe tidligere har kunnet vise til gode overskudd gir det selskapet ingen grunn til å hvile. Gjennom sensitivitetsanalysen ønsket vi å vise hvor påvirket Widerøe blir

ved små endringer i utvalgte tall fra regnskapet. Ettersom pris og passasjertall har mest å si for resultatet for Widerøe, valgte vi kun å endre disse tallene. Vi kom frem til at små endringer har stor betydning for resultatet, og vi utførte en nullpunktsanalyse. Her fant vi at prisen kan synke med mellom 8 % og 12 % før den fremtidige kontantstrømmen blir 0.

Til slutt følger en konklusjon og en diskusjon som oppsummerer og diskuterer oppgaven vår og de funnene vi har gjort.

## **Forord**

Denne bacheloroppgaven er skrevet som en avslutning på vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Høgskolen i Oslo og Akershus. Valget på å skrive en verdivurderingsoppgave falt oss naturlig, da dette ville føre oss inn på mange av de spennende fagområdene vi har hatt tidligere. Med en profil i bedriftsøkonomisk analyse var også valget om en finansiell bacheloroppgave naturlig.

Oppgaveskrivingen har vært krevende på de fleste områder. Vi har blitt utfordret både faglig og tidmessig, men har samtidig tilegnet oss mye kunnskap og erfaringer vi vil nyte godt av senere.

Avslutningsvis vil vi også rette en takk til vår dyktige veileder, Professor Øystein Strøm ved fakultet for samfunnsfag ved HiOA. Med hans gode tilgjengelighet, kritiske spørsmål og nyttige tilbakemeldinger har han gjort oppgaveskrivingen til en interessant og utfordrende prosess.

Oslo, 24. april 2014

---

Line Wethe Evenrød

---

Morten Sæveraas

## **Innholdsfortegnelse**

Forside.....	1
Sammendrag.....	2
Forord.....	3
Innholdsfortegnelse .....	4
1 Problemstilling .....	7
2 Innledning .....	8
2.1 Bakgrunn .....	8
2.2 Salget av Widerøe .....	8
3 Teori .....	9
3.1 Inntjeningsbaserte modeller .....	9
3.1.1 Kontantstrømbaserte modeller .....	10
3.1.2 Dividendemodell .....	11
3.2 Multiplikatormodeller .....	12
3.3 Avkastningskrav .....	12
3.4 Valg av verdsettelsesmetode .....	13
4 Data og metode .....	14
4.1 Datainnsamling .....	14
4.2 Reliabilitet og validitet .....	15
5 Strategisk analyse.....	16
5.1 Markedsdefinisjon.....	16
5.2 Konkurransenintensitet .....	16
5.3 Nyetablering .....	17
5.4 Substitutter og komplementære goder .....	18
5.5 Leverandørens forhandlingsmakt .....	20
5.6 Kundernes forhandlingsmakt .....	20
5.7 Konklusjon .....	21
6 Avkastningskrav.....	22
6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen .....	22
6.1.1 Risikofri rente.....	22
6.1.2 Samlet markedsavkastning.....	23
6.1.3 Beta .....	24

6.1.4 Likviditetspremie .....	25
6.2 Gjeldsrente .....	26
6.3 Kapitalkostnad.....	26
7 Verdsetting .....	27
7.1 Driftsinntekter .....	27
7.2 Driftskostnader .....	29
7.2.1 Lønn .....	30
7.2.2 Avskrivninger og nedskrivninger.....	30
7.2.3 Driftskostnader: Annen Driftskostnad + Driftskostnad fly og bygninger.	31
7.2.4 Avgifter og provisjoner .....	31
7.2.5 Leie og leasingskostnader .....	32
7.3 Skatt .....	34
7.4 Endring i Arbeidskapital .....	34
7.5 Verdien av selskapet .....	35
8 Regnskapsanalyse .....	37
8.1 Rentabilitetsanalyse.....	37
8.2 Likviditet .....	39
8.3 Kapitalstruktur.....	40
8.3.1 Finansiering.....	40
8.3.2 Soliditet .....	41
8.4 Oppsummering .....	42
9 Sensitivitetsanalyse .....	43
10 Konklusjon og diskusjon.....	46
Litteraturliste .....	47

### Liste over tabeller

Tabell 1: Konkurransekrefter i flybransjen .....	22
Tabell 2: Årsgjennomsnittlig statsobligasjoner.....	23
Tabell 3: Regresjonsstatistikk .....	24
Tabell 4: Priser fastrentelån .....	26
Tabell 5: Egenkapital- og gjeldsandel.....	26
Tabell 6: Utregning av fri kontantstrøm .....	27
Tabell 7: Tidligere vekstfaktorer (salg).....	27

Tabell 8: Totale driftsinntekter .....	29
Tabell 9: Driftskostnader som prosent av driftsinntekter tidligere år .....	29
Tabell 10: Lønnskostnad som prosent av driftsinntekter .....	30
Tabell 11: Gjennomsnittet av avskrivninger og nedskrivninger .....	30
Tabell 12: Andre driftskostnader .....	31
Tabell 13: Avgifter og provisjoner.....	32
Tabell 14: Leie og leasingkostnader .....	33
Tabell 15: Driftskostnader.....	33
Tabell 16: Arbeidskapital.....	35
Tabell 17: Fri kontantstrøm.....	35
Tabell 18: Diskontert nåverdi.....	36
Tabell 19: Utregning av teoretisk aksjekurs.....	36
Tabell 20: Utregning av totalrentabilitet .....	38
Tabell 21: Utregning av egenkapitalrentabilitet.....	39
Tabell 22: Likviditet.....	40
Tabell 23:Utregning av finansieringsgrad 1 .....	41
Tabell 24: Utregning av egenkapitalandel .....	41
Tabell 25: Utregning av selvfinansieringsevne.....	42
Tabell 26: Økning i pris, økning i antall passasjer.....	43
Tabell 27: Forutsatt pris, økning i passasjer .....	44
Tabell 28: Lavere pris, forutsatt antall passasjerer.....	44
Tabell 29: Lavere pris, lavere antall passasjerer .....	45
Tabell 30: Nullpunktsanalyse av pris .....	45

### **Liste over figurer**

Figur 1: Sektordiagram som viser Widerøes kostnader .....	33
Figur 2: Linjediagram som viser estimert inntekt og estimerte kostnader.....	34

### **Liste over grafer**

Graf 1: Prognose for styringsrente (årgjennomsnitt).....	23
--	----

## 1 Problemstilling

I denne bacheloroppgaven ønsker vi å undersøke hva verdien av Widerøes Flyveselskap AS er. Flybransjen er en bransje som stadig er i endring. Vi ønsker derfor å undersøke Widerøes muligheter under slike omstendigheter. Videre vet vi at Widerøe nylig er solgt av SAS, noe som har gjort at Widerøe har vært mye i mediebildet de siste månedene. Widerøe er altså et høyst relevant selskap innenfor norsk flybransje, som gjør det en interessant bedrift å undersøke fremtidsutsiktene for. Derfor ønsker vi å undersøke verdien av Widerøe gjennom forskningsspørsmålet: ”Hva er verdien av det ikke-børsnoterte selskapet Widerøes Flyveselskap AS?”

Flybransjen er en bransje som er svært dynamisk og stadig i endring, noe som gjør det til en interessant bransje å undersøke. Bare de siste femten årene har det skjedd svært mye i norsk luftfart. Flere selskaper har dukket opp og forsvunnet igjen innen kort tid, slik som Color Air og FlyNonstop, det har vært endringer i regelverket med forbud mot bonuspoeng på innenriksreiser, som nå er lov igjen, og ikke minst har SAS solgt 80 % av eierskapet sitt i Widerøe til nye eiere. Vi ønsker derfor å foreta en verdivurdering av Widerøes Flyveselskap og undersøke hvilke muligheter selskapet har i fremtiden, samt undersøke hvordan SAS sitt salg kan påvirke Widerøe sine fremtidsutsikter i en bransje som er så usikker som flybransjen.

Det er tidligere skrevet både bachelor- og masteroppgaver om Widerøe, men disse ble skrevet før salget var fullstendig gjennomført i 2013. Dette impliserer at salget ikke har blitt satt i perspektiv i disse oppgavene og ringvirkningene av salget er heller ikke tatt med. Vi ser derfor et hull som vi ønsker å dekke gjennom denne oppgaven ved å ta opp salget med de forutsetningene det har medført. Videre fant vi det vi ser på som mye irrelevant teoretisk informasjon som ikke direkte har en effekt på verdivurderingen av Widerøe. Derfor ønsker vi å foreta en ny og mer konkret analyse av Widerøes Flyveselskap AS.

## **2 Innledning**

### **2.1 Bakgrunn**

Widerøes Flyveselskap AS ble stiftet i 1934. Opprinnelig dreide virksomheten seg rundt taxi-, ambulanse-, skole- og fotoflyvning (Widerøe, 2014), men i dag er hovedvirksomheten kommersielle flyvninger, med fokus på innenriksruter i Norge. Innenriks er det norske rutenettverket omstendelig, og Widerøe har i praksis monopol på enkelte regionruter i distriktdeler av Norge. Videre har Widerøe enkelte flyvninger til Sverige, Danmark og Storbritannia, i tillegg til at de samarbeider med SAS om enkelte destinasjoner. Widerøes flyveselskap har flere ganger blitt kåret til “årets flyselskap innenriks” av Grand Travel Award, hvor konkurrentene har vært SAS og Norwegian (Widerøe, 2014).

I dag er Widerøes Flyveselskap Europas største regionale flyselskap, noe som er en stor milepæl for selskapet (Larvåg, 2012). Widerøe ønsker å opprettholde denne posisjonen ved å gjøre distriktene mer tilgjengelig for kundene (nfk.no, 2010). Årlig når Widerøe en omsetning på rundt 3,5 milliard kroner og frakter om lag 2,8 millioner passasjer. Flyflåten til Widerøe flyveselskap er på 42 fly, alle av typen Bombardier Dash-8 turbopropell (Widerøe, 2014).

### **2.2 Salget av Widerøe**

Widerøe ble solgt fra SAS i mai 2013. SAS solgte da 80 % av aksjene, og det er videre meldt om at de ønsker å trekke seg helt ut i 2016 (e24.no, 2013). Kjøperne av aksjene var Torghatten ASA, Fjord1 og Nordland Fylkeskommune, og det er også disse kjøperne som har opsjon på å kjøpe de resterende 20 % av aksjene. Prisen var på 2 milliarder svenske kroner (dn.no, 2013). I denne prisen inngikk overdragelse av syv fly samt lånene på disse, som tidligere har vært leaset av Widerøe, i tillegg til konsernbidrag fra Widerøe til SAS. Dette medregnet i salgsprisen, antyder at Widerøes egenkapital er maksimalt 625 millioner kroner (dn.no, 2013).

Torghatten ASA og Fjord1 er begge selskaper som har en hovedvirksomhet som dreier seg rundt transport. Derfor kan kjøpet ansees som en direkte investering for disse to selskapene. Det kan tenkes at Nordland Fylkeskommune som kjøper er et mer strategisk valg fremfor en direkte investering. Avstanden mellom byene og



tettstedene i Nordland er, i likhet med resten av Nord-Norge, relativt store og de er dermed mer avhengig av at Widerøe opprettholder det brede rutenettverket de har der. Jernbanenettverket i er ikke like godt utbygget i Nord-Norge slik det for eksempel er på Østlandet. Derfor er heller ikke substitutter for fly like lett tilgjengelig. Ved å være med på kjøpet av Widerøe vil Nordland Fylkeskommune kunne ha mer å si for den fremtidige utviklingen av selskapet. Dette impliserer at fokuset kan gå bort fra kun å være profittmaksimering, slik det lettere kunne endt opp med dersom andre kjøpere hadde kjøpt Widerøe.

Med nye eiere er det også meldt om flere endringer i Widerøe. De nye eierne har nevnt at de ønsker å gjøre Widerøe mer konkurransedyktig og jobbe med mer kostnadssiden i selskapet. Dersom en ønsker å spekulere i hva som menes med å gjøre selskapet mer konkurransedyktig, kan en anta at de nye eierne ønsker å gjøre Widerøe som et mer selvsagt valg for flyreiser. Dette kan for eksempel være å tilby enda billigere billetter eller å tilby en totalpakke for de reisende som gjør selskapet til et mer attraktivt valg enn for eksempel SAS og Norwegian.

### **3 Teori**

Det er flere ulike metoder som kan benyttes når et selskap skal verdsettes. Metodene deles hovedsakelig inn i inntjeningsbaserte modeller, balansebaserte modeller og multiplikatormodeller. For verdsetting kan også balansebaserte metoder benyttes, men vi velger ikke å gå så dypt inn på dette her. Vi ser balansebaserte metoder som relativt upresise og vanskelige å bruke, ettersom vi ved å bruke denne metoden må finne markedsverdi for eiendelene. Bruk av bokførte verdier vil allikevel nevnes noe under multiplikatormodeller.

#### **3.1 Inntjeningsbaserte modeller**

I dette avsnittet vil vi gå nærmere inn på to typer inntjeningsbaserte modeller: Kontantstrømbaserte metoder og dividendemodell, som begge er metoder basert på forventet inntjening. Resultatmodeller er også en form for inntjeningsbasert modell, men vi vil ikke gå i dybden på dette her ettersom vi ser disse modellene som forholdsvis unøyaktige. Vi vil derimot se noe på resultatmultipler under multiplikatormodeller.

### 3.1.1 Kontantstrømbaserte modeller

En anerkjent metode for verdivurdering er å benytte seg av fri kontantstrømmodellen. I denne modellen tar man utgangspunkt i selskapets samlede verdi for alle investorer (Strøm, 2012), en fri kontantstrøm, og benytter denne til videre beregninger av selskapsverdien. Utregningen er som følger:

$$NNV = \frac{FCF_1}{1+r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1+r_{wacc})^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_{wacc})^3} + \frac{FCF_4}{(1+r_{wacc})^4} + \frac{FCF_5}{(1+r_{wacc})^5} + \frac{1}{(1+r_{wacc})^5} * \frac{FCF_5(1+g)}{r_{wacc}-g}$$

*(Strøm, 2012)*

Her er FCF fri kontantstrøm de gitte årene,  $r_{wacc}$  er kapitalkostnaden man diskonterer med, og  $g$  er vekstfaktoren i den frie kontantstrømmen fremover. De vanligste metodene å benytte seg av ved kontantstrøm basert metode er totalkapitalmetoden, justert nåverdi og egenkapitalmetoden.

#### 3.1.1.1 Totalkapitalmetoden

To viktige forutsetninger for totalkapitalmetoden er at gjeldsandelen holdes fast, og dersom man regner på prosjekter, skal risikoen her samsvare med risikoen til selskapet. Det første steget i totalkapitalmetoden er å finne avkastningskravet for totalkapitalen, også kjent som WACC. Deretter finner man fri kontantstrøm, og verdien av denne ved å benytte seg av formelen  $V^L = \sum_{t=0}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t}$  (Strøm, 2012).

Den frie kontantstrømmen diskonteres altså med kapitalkostnaden.

#### 3.1.1.2 Justert nåverdi

Denne metoden tar utgangspunkt i Miller og Modigliani (1963) og ser på fordelene ved investering og finansiering hver for seg. (Strøm 2012). Renteskattefordelen av gjeld blir tatt hensyn til her, hvilket kan vises av formelen:

$$JNV = NV(\text{Investering}) + NV(\text{Finansiering}) = V^u + NV(\text{Renteskattefordel})$$

*(Strøm, 2012)*

Det første man gjør ved denne metoden er å finne kapitalkostnaden til et gjeldsfritt selskap, altså  $r_{wacc}$  før skatt. Deretter diskonterer man gjeldskapasiteten man fant ut fra den frie kontantstrømmen med  $r_{wacc}$  før skatt, hvilket gir verdien av investeringsdelen i selskapet. Til slutt finnes nåverdien av renteskattefordelen, og denne summeres med verdien av

investeringsdelen i selskapet. Ved justert nåverdi kan de ulike kontantstrømmene vurderes hver for seg, noe som er en fordel (Strøm, 2012).

### 3.1.1.3 Egenkapitalmetoden

Ved egenkapitalmetoden sees verdien fullstendig fra eierne ståsted (Strøm, 2012). Første steg her er å finne den frie kontantstrømmen til eierne, hvilket som regel er lavere enn den frie kontantstrømmen for alle investorene ettersom renteutgiftene trekkes fra og lånets kontantstrøm innarbeides (Strøm, 2012). Den frie kontantstrømmen til eierne blir deretter diskontert med eierne kapitalkostnad ( $r_E$ ). Verdien finnes altså ut fra formelen:

$$NNV(FCFE) = FCFE_0 + \frac{FCFE_1}{(1+r_E)} + \frac{FCFE_2}{(1+r_E)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+r_E)^3} osv. \quad (Strøm, 2012)$$

Långiverne får betalt det de skal ha på forhånd, slik at hele belønningen tilfaller eierne. Renteskattfordelen blir altså den eneste påvirkningen i kontantstrømmen for eierne (Strøm, 2012). Den netto nåverdien som finnes her, er lik den man finner i total kapital- og justert nåverdi metoden. Egenkapitalmetoden har for øvrig noen likheter med den regnskapsbaserte residualinntektsmetoden.

### 3.1.2 Dividendemodell

Dividendemodellen tar utgangspunkt i selskapets fremtidige utbytters størrelse og vekst. Man regner nåverdien diskontert med avkastningskravet ut i fra dette. Når investeringshorisonten er utvidet til det uendelige, er aksjeprisen lik de neddiskonterte utbyttebetalingene per aksje (Strøm, 2012). Dette kan også skrives:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r_E)^t} \quad (Strøm, 2012)$$

Prisen på aksjen kan også regnes ut slik:  $P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g}$ , hvis man antar at utbyttebetalingene vil øke med en vekstfaktor,  $g$ , større enn eierne kapitalkostnad (Strøm, 2012).

Dividendemodellen er en relativt usikker modell, med forholdsvis urealistiske forutsetninger. Ved å benytte seg av denne modellen må man forutsi mange elementer som kan være usikre, blant annet driftsresultatet, utdelingsforholdet, fremtidig antall av aksjer og avkastningen på nye investeringer. En annen

uforutsigbar størrelse som vil påvirke resultatet er endringer i rentenivået. (Strøm, 2012).

### 3.2 Multiplikatormodeller

Ved multiplikatormodeller brukes prinsippet om ”Loven om én pris”, og man ser på forholdstall for lignende selskaper til å finne selskapsverdien (Berk, et al., 2014). Disse multipliseres så opp med forskjellige multipler som blant annet P/E-forhold (Price/Earnings). En fri kontantstrøm kan da bli ganget opp med et antatt P/E-forhold, som igjen blir diskontert med en forutsatt kapitalkostnad (Strøm, 2012).

$$PV_0 = \frac{FCF_1}{(1+r_E)} + \frac{FCF_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+r_E)^T} + \frac{\text{Driftsresultat}_T * (\frac{P}{E})}{(1+r_E)^T} \quad (\text{Strøm, 2012}).$$

Andre vanlige multipler å benytte seg av er P/B-forholdet, altså verdien av selskapets aksjekapital/eiendelenes bokførte verdier. Dette forholdet multipliseres med de bokførte eiendelene i horisonten (Strøm, 2012). I følge Strøm (2012) er denne derimot noe vanskelig å bruke ettersom man må finne markedsverdi for eiendelen. Metoden brukes derfor ofte kun som en tilnærming.

$$PV_0 = \frac{FCF_1}{(1+r_E)} + \frac{FCF_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+r_E)^T} + \frac{(\text{Bokførte eiendeler}) * (\frac{P}{B})}{(1+r_E)^T} \quad (\text{Strøm, 2012}).$$

Man kan også benytte seg av andre typer multipler, som for eksempel multipler med utgangspunkt i bedriftens konkurransefordel, og industrispesifikke multipler (Berk, et al., 2014). Vi ser derimot ikke dette som relevant i vår oppgave da dette vil innebære stor usikkerhet og valg av multipler vanskelig. Bruk av multiplikatormodeller er forenklete metoder for verdsetting, og ettersom det aldri finnes et helt likt selskap vil disse metodene være noe upresise (Berk, et al., 2014).

### 3.3 Avkastningskrav

Avkastningskravet er kravet investorene har til inntektene en pengeplassering skal gi (regjeringen.no, 2000). Avkastningskravet påvirkes gjerne av risikoen denne pengeplasseringen innebærer (Strøm, 2012).

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen, må vi først finne avkastningskravet til egenkapitalen. For å finne denne bruker vi kapitalverdimodellen(KVM), utviklet av Sharpe, Mossin, Litner og Treynor (Strøm, 2012). Denne sier noe om hvordan

priser og informasjon blir tatt hensyn til av markedsaktører (Strøm, 2012). Kapitalverdimodellen har seks forutsetninger, hentet direkte fra Strøm (2012, s 137): ”Investorene er risikoaverse individer som maksimerer sin forventede nytte ved slutten av perioden. Investorene er pristilpassere som har homogene forventninger om eiendelenes avkastning. Avkastningene har en felles normalfordeling. Det finnes en risikofri eiendel som er slik at investorene kan låne og låne ut ubegrensede beløp til den risikofrie renten. Eiendelenes antall og størrelse er gitt. Alle eiendeler kan selges og er perfekt oppdelbare. Markedene for eiendelene er friksjonsløse og informasjon er tilgjengelig for alle investorer samtidig og uten kostnader. Det er ingen markedsimperfeksjoner slik som skatter, reguleringer eller begrensninger på short-salg.”

Formelen for KVM er:  $E(r_i) = r_f + (E(r_m) - r_f) * B_i$

hvor  $r_f$  er den risikofrie renten,  $E(r_m) - r_f$  er den samlede markedsavkastningen og  $B_i$  er selskapets beta (Strøm, 2012). Regresjonslinjen for en kapitalverdimodell kan vises ved markedsmodellen og er formulert som:  $r_i - r_f = \alpha + \beta r_m + \mu$ , hvor  $\alpha$  er skjæringspunktet med x-aksen,  $\beta$  er estimat på betaen som måler aksjens systematiske risiko og  $\mu$  er feilledet, altså hva modellen ikke forklarer (Strøm, 2012). Aksjens alfa, altså konstanten  $\alpha$ , måler avstanden mellom aksjens historiske avkastning i forhold til den forventede avkastningen gitt av security market line. Denne bør være nære 0 i følge kapitalverdimodellen, men det er normalt å forvente at denne øker med økt systematisk risiko som måles av  $\beta$ . (Berk, et al., 2014)

Etter å ha funnet avkastningen til egenkapitalen, finnes gjeldsrenten. Denne finnes ved å ta utgangspunkt i markedets utlånsrente. Skatten regnes til å være på 27 %, ettersom dette er satsen som benyttes etter 01.01.14. Formelen for å finne avkastningen til totalkapitalen er  $(E/V)*r_e + (D/V)*(1-T_c)*r_d$ , hvor E er egenkapitalen, D er gjelden og V er totalkapitalen.  $r_e$  og  $r_d$  står henholdsvis for egenkapitalavkastningen og gjeldsrenten, og  $T_c$  er skattesatsen.

### 3.4 Valg av verdsettelsesmetode

Som nevnt tidligere er både dividendemodellen og multiplikatormodeller relativt usikre og upresise metoder. Kontantstrømbaserte metoder er veldig anerkjente metoder ved verdivurdering. Totalkapitalmetoden er for øvrig i følge Strøm (2012)

den mest populære metoden for selskapsvurdering i praksis. En fordel med denne metoden er at den konstante gjeldsandelen kun blir sett på som konstant og man behøver derfor ikke å vite hvordan denne har fremkommet (Strøm, 2012). Vi ser det derfor som naturlig å benytte oss av denne metoden ved vår verdivurdering av Widerøe. Det er derimot viktig å huske at alle verdsettelsesmetoder er usikre, ettersom man estimerer hva som vil skje i fremtiden. En sensitivitetsanalyse vil derfor bli gjennomført på slutten av oppgaven, slik at vi kan se nærmere på virkningen av de mest usikre forutsetningene vi benytter oss av.

## **4 Data og metode**

### **4.1 Datainnsamling**

Denne oppgaven er basert både på kvalitative og kvantitative data, som utgjør grunnlaget for en finansiell og en strategisk analyse. I den finansielle analysen dreier datagrunnlaget seg rundt tall fra regnskapet, altså såkalt registerdata. Vi velger dermed å anse disse kildene for å være primærkilder, da dette er informasjon som gis direkte fra selskapet. Tallene benyttet i den finansielle analysen er hentet fra Widerøes' regnskap de gitte årene, som man finner på deres hjemmeside. Der er tallene oppgitt i 1000, hvilket vi også har valgt å beholde gjennomgående i denne oppgaven. Regnskapstallene fra 2008 – 2011 er oppgitt per 31.12., mens tallene i 2012 er oppgitt per 31.10 ettersom Widerøe gikk over til avvikende regnskapsår fra og med 2012. Dette gjør at disse tallene naturlig nok vil være litt forskjellig fra de andre. Det vil være naturlig at salgsinntekten oppgitt i regnskapet fra 2012 vil være noe lavere enn i de foregående årene ettersom regnskapet dekker to måneder mindre fra og med dette året. Dette er uheldig for oss med tanke på estimering av tall i fremtiden, men det er dessverre slik at vi er nødt til å bruke de tallene vi har tilgjengelig. Vi har derfor valgt å gange de opp med brøken  $12/10$ . Dette blir riktignok ikke helt korrekt, men det vil gi et bedre sammenligningsgrunnlag enn alternativet.

I den strategiske analysen er datagrunnlaget vårt ulike typer artikler og rapporter, som er såkalte sekundærkilder ettersom dette er et resultat av andres datainnsamling og bearbeidelse.

## 4.2 Reliabilitet og validitet

For å sikre at datagrunnlaget som er innsamlet er av best mulig art, er det nødvendig å vurdere troverdigheten av dataene som er samlet inn. Vårt datagrunnlag er som sagt basert både på primær- og sekundærkilder. Dataen for den kvantitative analysen er i all hovedsak hentet fra årsrapporter og regnskap som er å finne på Widerøes egne nettsider. Dette kan være å regne som primærkilder. Det er derfor å anta at disse dataene er nøyaktige og pålitelige. Disse dataene ligger ute tilgjengelig for alle å lese og representerer Widerøes Flyveselskap AS. Dessuten stilles det strenge krav for hvordan regnskap føres i Norge, og Widerøes årsregnskap må derfor følge regnskapsloven. Fotnotene til enkelte av årsrapportene var ikke å finne på nettsidene til selskapet og vi måtte derfor kontakte Widerøes kommunikasjonsdirektør. Han sendte oss det vi manglet, men ettersom de også er en del av regnskapet er disse også å regne som pålitelige. Fra notene brukte vi informasjon angående driftskostnader og leasing for å få bedre og mer nøyaktige tall til den finansielle analysen.

For den kvalitative analysen er mye av informasjonen hentet fra nettbaserte nyhetsmedier, i hovedsak e24.no og dn.no. Nyhetsmedier som kilde kan være problematisk da det ofte er viktig for dem å være først ute med nyheten. Problemet som da oppstår er at det kan forekomme feil i innholdet av artikkelen fordi fokuset er på å være først. Allikevel mener vi at ved å dobbeltsjekke informasjonen gitt av én kilde mot flere andre, i tillegg til en generell vurdering, kan fastslå at grunnlaget vi har for den kvalitative analysen medfører korrekthet. Dessuten er disse artiklene relativt gamle, slik at eventuell feil som forelå i den opprinnelige artikkelen antakeligvis er rettet opp i senere tid.

Det er også viktig å vurdere validiteten for data som er innsamlet. Validiteten forteller noe om hvorvidt dataen vi har samlet faktisk forteller oss det vi ønsker å vite og om det kan foreligge noen mangler som kan påvirke konklusjonen vår. Basert på at dataen vår kommer fra regnskap og artikler fra seriøse nyhetsmedier, i tillegg til vår generelle vurdering av dem, kan det konkluderes med at det ikke forekommer noen mangler som gjør at konklusjonen vår kan bli annerledes enn den vi har kommet frem til.

## **5 Strategisk analyse**

### **5.1 Markedsdefinisjon**

Produktmarkedet anser vi til å omfatte flyvninger. Det vil i hovedsak si å frakte kunder fra et sted til et annet. De ulike aktørene i denne bransjen er altså tjenesteleverandører. Til dette kreves piloter og flyvertinner/verter, men også selve flyet er veldig viktig. I flybransjen er kundene privatreisende eller forretningsreisende. Forskjellen mellom disse to segmentene anser vi som ganske forskjellige, og de vil bli analysert hver for seg under kundenes forhandlingsmakt.

Ettersom Widerøe kun flyr til destinasjoner innenfor Skandinavia og Storbritannia, begrenser vi flymarkedet til kun å omfatte disse geografiske områdene i denne bransjeanalysen. På dette markedet regjerer SAS, Norwegian, Widerøes Flyveselskap, British Airways, KLM, Ryanair og Air France. Flyplassens plassering har en påvirkning på kundene. Kundene benytter seg gjerne av flyplasser nær der de er bosatt og nær hvor ting skjer. Folk vil slippe å reise langt for å komme seg til/fra flyet.

### **5.2 Konkurransenintensitet**

Det kan antas at flybransjen befinner seg i oligopoltilstanden Bertrand. I praksis betyr det at hvert flyselskap anser de andre flyselskaperes pris som gitt, og maksimerer profitten sin ut fra dette. Konsumentene foretrekker alltid flyselskapet med lavest pris, og ser på flyreisene til den samme destinasjonen fra forskjellige flyselskap som homogene. Aggressivitet fra et selskap besvares med aggressivitet fra et annet selskap. Velger et selskap å ta en lavere pris, blir dette besvart med lavere pris fra konkurrentene. For å forsøke å komme seg ut av priskrigen er det viktig at selskapene finner måter å oppnå konkurransefortrinn på. Porter omtaler tre ulike generiske strategier for å oppnå nettopp dette. De største og viktigste flyselskapene i Norge er Norwegian og Ryanair som har lagt seg på en lavpris-strategi, SAS som har en strategi mellom lavpris og differensiering og Widerøe som har valgt en fokusert strategi ettersom de flyr mellom mindre steder i Norge og dermed satser på et annet segment enn de andre flyselskapene. Det kan også tenkes at Widerøe har en fordel i forhold til konkurrentene sine da det kommer til kundene. På Widerøes hjemmeside ble det lagt ut en pressemelding 19.01.12, som viser til at de ble kåret til Norges



beste på kundeservice (Widerøe, 2012). En svakhet ved Bertrand er for øvrig at den kun ser på én periode, mens selskapene i virkeligheten vil tenke litt mer langsiktig enn det.

### **5.3 Nyetablering**

Nyetablering i flybransjen er i dag vanskelig på grunn av strukturelle forhold. Det krever blant annet høye irreversible etableringskostnader. Det er allikevel viktig å huske at kapital er flyktig, og det kan skaffes enklere enn de andre barrierene under. For eksempel er det vanskelig for nye aktører hvis Widerøe har kontroll over kritiske ressurser. I flybransjen er ikke dette veldig relevant, men Widerøe kan tenkes å ha en fordel når det gjelder plass på attraktive flyplasser. Flyselskapene kan oppnå kvantumsrabatt ved store bestillinger av fly, og med slike stordriftsfordeler kan den nyetablerte oppleve at prisnivået kanskje ikke vil dekke faste kostnader. Videre kan en etableringsbarriere være den begrensede tilgangen på fly. Dersom et flyselskap legger inn store bestillinger hos produsentene, kan dette føre til at andre flyselskaper ikke får bestilt og levert nye fly. Dette er tilfellet for Ryanair, som ønsker å etablere seg i langdistansemarkedet (dn.no, 2014). De etablerte aktørene har også en fordel i form av erfaring og allerede bygde nettverk. En barriere oppstår også hvis staten favoriserer noen selskaper, eller har store avgifter for etablering slik det er i Norge i dag. Det ble sterke diskusjoner etter at staten ga lån til SAS da de var på randen til å gå konkurs i 2012, spesielt ettersom de etter emisjonen i 2010 sa at regjeringen ikke kom til å stille opp mer. (e24.no, 2012).

I dag er Widerøe de eneste som opererer på mange av flyrutene i distriktene i Norge. Dette kan raskt endre seg dersom andre flyselskaper finner rutene Widerøe i dag er alene om å operere på som attraktive. Braathens Aviation AB er et svensk holdingselskap som har flere datterselskaper som driver med regionalflyvninger i Sverige: Malmö Aviation, Sverigeflyg og Braathens Regional. Braathens Aviation har nylig lagt inn en ordre hos Bombardier om kjøp av 10 fly, samt leasing av 10 fly. Dette, sammen med det faktum at selskapet på et tidlig stadium var interessert i å kjøpe Widerøe, tyder på at Braathens er i en ekspanderingsfase. Det er dermed ikke utenkelig at selskapet ønsker å ekspandere til Norge og på et tidspunkt ta opp kampen med Widerøe om regionalflyvninger innenlands i Norge. Det kan dermed

tenkes at nyetablering kan true Widerøes hittil dominante posisjon på regionalflyvninger i Norge og at trusselen fra nyetablering er middels for Widerøe.

En ekspansjon til distriktene fra de andre allerede etablerte flyselskapene i Norge ses ikke på som en stor trussel i dag. Skal et selskap operere i distriktene må de ha tilpassede fly for korte rullebaner, noe de i dag ikke har. De vil derfor være nødt til å ha høye irreversible etableringskostnader, og trusselen fra disse flyselskapene virker derfor ganske lav.

#### **5.4 Substitutter og komplementære goder**

For destinasjonene Widerøe flyr til, finnes det flere substitutter. Samtlige alternativer kan være substitutter for folk som lider av flyskrekk.

Tog, og da spesielt høyhastighetstog, er et substitutt for fly. Høyhastighetstog er tog som kan kjøre minimum 200 km/t (eur-lex.europa.eu, 1996). I dag er det ikke høyhastighetstog mellom de største byene i Norge. Det foreligger heller ingen konkrete planer om å bygge dette ut i Norge, men det er under utredning. Tog vil ikke være et substitutt for flyvninger til Storbritannia i dag. På kortere distanser kan tog være et egnet substitutt, da det gjerne kan ta tid blant annet i sikkerhetskontroll, samt annen ventetid dersom en velger å fly. Til tross for at høyhastighetstog muligens vil være raskere enn fly ved distanser under 500 km (Jernbaneverket, 2010), er ikke høyhastighetstog utbygget nok til at det er en reell trussel. Vanlig tog og ekspressbusser kan være en trussel på kortere distanser for Widerøe. På flere av distansene som Widerøe opererer på eksisterer det i dag et tilbud om nattbuss, som flere benytter seg av for å slippe sikkerhetskontroll og annen ventetid. Det har også vært omdiskutert om noen av de minste flyplassene Widerøe flyr til i dag, skal legges ned og erstattes med busstilbud til nærmeste flyplass. Det virker derimot ikke som at dette vil skje med det første. Allikevel er mange av destinasjonene Widerøe flyr til for store til at tog og buss utgjør en stor trussel. Det vil derfor være nærliggende å anse trusselen fra tog som substitutt vil da være å anse som lav til middels.

Et annet substitutt for fly vil være bil. Vi finner igjen mange av de samme argumentene for bil som substitutt som for tog som substitutt. En fordel med bil fremfor både tog og fly er at den reisende kan legge inn de pausene og stoppene den

vil. Derfor blir formålet med reisen relevant. Dersom formålet er å oppleve nye steder kan bil, og til en viss grad også tog, være å anse som gode substitutter for fly. Dersom formålet kun er å komme seg fra A til B, er ikke bil det beste alternativet dersom avstandene er store, ettersom man vil bruke lenger tid sammenliknet med å fly.

For flyrutene mellom kystbyene i både Norge, Sverige, Danmark og Storbritannia er ferge et substitutt for fly. Som eksempel er “Danskebåten” godt forankret i norsk kultur og mange benytter seg i dag av denne. Imidlertid velger ikke alle å bruke fergene som går mellom Norge og Danmark utelukkende for transportmessige grunner, men mer som et avbrekk og en måte å komme seg bort på, på samme måte som en hyttetur. Til tross for at passasjerantallet for Color Line var 4,1 millioner i 2012 (Color Group AS, 2012), kan ikke alle disse antas å benytte seg av fergen kun for å komme seg fra punkt A til punkt B. Det er nærliggende å tro at det samme gjelder for de andre rutene som går mellom de andre landene. Videre bruker fergene langt lenger tid enn det ville gjort å fly mellom destinasjonene, og det er derfor tvilsomt hvorvidt ferge i praksis er en reell trussel for fly.

Som vi kan se av dypgangen av de mest aktuelle substituttene for fly over, er det ingen reelle substitutter for fly dersom tid er en avhengig variabel. Ettersom alternativkostnaden ved å velge et tregere alternativ vil være høyere, kan kostnaden ved å velge et tregere alternativ ende opp som dyrere til tross for at for eksempel togbilletten er billigere enn flybilletten. Som nevnt innledningsvis, vil substituttens attraktivitet også avhenge av hvorvidt flyskrekke foreligger eller ikke. I følge dagbladet.no (2009) er flyskrekken så sterk at fly unngås kun relevant for rundt 220 000 nordmenn. Vi antar derfor at substituttene som er nevnt over ikke er trusler for flybransjen. Derfor anser vi trusselen fra substitutter som lav.

Av komplementære tjenester, kan flytog og flybuss som frakter passasjerer direkte fra et sted til flyplassen være verdt å nevne. Likevel er det ikke Widerøe som drar nytte av disse tilbudene, men flytoget og flybussen som drar nytte av Widerøe, og også andre flyselskaper, ettersom de eksisterer som et resultat av flybransjen. Det er derfor å anta at disse tjenestene ikke vil være en effekt til fordel for Widerøe.

## **5.5 Leverandørens forhandlingsmakt**

En viktig leverandør for flyselskapene, er flyprodusentene. De største passasjerflyprodusentene er Airbus, Boeing, Bombardier og Embraer (Wikipedia, 2013), altså har ikke flyselskapene så mange produsenter å velge mellom. De kan derimot velge om de vil kjøpe flyflåten, eller om de velger å lease den. Vanligvis er bestillingene til produsentene store. I dagens flyflåte har Widerøe kun fly av typen Bombardier Dash 8, hvor Widerøe leaser om lag halvparten av flyene og eier resten selv (Widerøe, 2011). Widerøe kan dra fordel av å legge inn en stor bestilling på fly og dermed oppnå en kvantumsrabatt. Ved dårlige tider kan Widerøe kansellere bestillingen sin, noe som påvirker leverandørens profitt direkte (Besanko, et al., 2013). Altså foreligger det et gjensidig bytteforhold. Som følge av dette kan vi si at påvirkningsgraden til flyprodusentene er medium.

Widerøe får også levert tjenester av flyplassene, blant annet sikkerhetskontroll, leasing av utstyr, flymat og så videre. Her eksisterer det et gjensidig bytteforhold. Foruten de aller største byene har ikke Widerøe så mange flyplasser å velge mellom. Kundene ønsker gjerne å fly nærmest mulig destinasjonen. Widerøe er alene blant de store flyselskapene til å fly til flyplasser i distrikts-Norge. Dette underbygger påstanden om at det eksisterer et gjensidig bytteforhold. Widerøe er avhengig av å kunne fly til de mindre flyplassene i Norge, samtidig som at de mindre flyplassene er avhengig av at Widerøe flyr til dem for at de skal kunne opprettholde driften. Vi kan dermed anta at flyplassene har middels forhandlingsmakt.

Leverandørene har en indirekte makt over flyselskapene, ettersom de kan velge hvilket selskap de skal selge til. Flyselskapene har ikke mange leverandører, altså er de ganske konsentrerte. Leverandørene har derimot i liten grad blitt foretatt store investeringer med flyselskapene. Dette gir at den direkte makten er middels stor.

## **5.6 Kundernes forhandlingsmakt**

Innenfor flyindustrien er det vanlig at de ulike selskapene opererer med lojalitetsprogrammer. For innenriksruter i Norge er ikke dette et alternativ, da det fremdeles er forbudt for flyselskapene å gi poeng på disse rutene. Widerøe sitt lojalitetsprogram går under SAS sitt, som er Eurobonus, som igjen er under Star Alliance. Til tross for at det foreligger et generelt forbud mot opptjening av poeng

innenlands, har myndighetene åpnet for at man kan opptjene poeng på enkelte avganger i Norge. Lojalitetsprogrammer belønner kundene for å velge den samme bedriften hver gang. Dermed får kunden et insentiv til å holde seg til det samme selskapet hver gang. Dette kan bidra til å holde prisene på et visst nivå, uavhengig av hvordan konkurransen i markedet er. Nettopp derfor kan lojalitetsprogrammer bidra til å senke kundemakten.

Kundene innenfor flybransjen er relativt prissensitive. For flyreiser er kundene relativt indifferente, og kunden velger gjerne det billigste alternativet uavhengig av hvilket selskap det er. Det eneste som da holder kunden "låst" til Widerøe er lojalitetsprogrammet som tilbys. Kundene i flybransjen er mange, men ikke særlig organiserte. Ettersom de ikke er organiserte kan det være vanskelig for kundene å drive prisene ned. Vi kan dermed anta at kundene i flybransjen er relativt illojale ovenfor flyselskapene, til tross for at lojalitetsprogrammer eksisterer, og at de leter etter det billigste alternativet for det homogene godet flybillett. Kundene har altså lav forhandlingsmakt.

## **5.7 Konklusjon**

Flybransjen er preget av sterk konkurranse internt mellom de allerede eksisterende bedriftene, og det er i hovedsak denne som gjør flybransjen til en vanskelig bransje å lykkes i, men dette har Widerøe klart gjennom en klar fokusert strategi. Vi ser av tabell 1 under at det er leverandørens forhandlingsmakt som utgjør den største trusselen for Widerøe, men at konkurranseintensiteten og nyetablering også kan oppleves som en tilstedeværende trussel. Det kan tenkes at nye aktører ønsker å starte fra rutene som Widerøe nå i praksis har monopol på, enten av allerede eksisterende aktører eller nye aktører som ønsker å komme på banen. Ettersom bransjen preges av noen få, men store og allerede etablerte selskaper, er det derfor ikke utenkelig at andre ønsker å ta opp kampen mot Widerøe på rutene i distrikts-Norge. Konkurransen for Widerøe har blitt mer intens nå enn tidligere, noe som gjenspeiler seg i reduserte priser. Som sagt tidligere har trusselen fra substitutter økt, og de møter også en potensiell trussel fra noe som kan se ut til å bli en ny aktør med tiden. Widerøe vil derfor være nødt til å omstille seg noe nå, for å klare å møte konkurransen de har vært ganske heldig og unngått til en viss grad tidligere. I tabell 1

er de ulike kreftene som virker inn på konkurransesituasjonen, i tillegg til graden av dem, samlet.

Tabell 1: Konkurransekrefter i flybransjen

<b>Kraft</b>	<b>Grad av trussel</b>
Konkurranseintensitet	Middels
Nyetablering	Middels
Substitutter/komplementer	Lav
Leverandørens forhandlingsmakt	Middels-høy
Kundenes forhandlingsmakt	Lav

## 6 Avkastningskrav

### 6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Som tidligere forklart i vår oppgave har vi valgt å benytte oss av kapitalverdimodellen, som ble forklart tidligere i oppgaven, for å finne avkastningen til egenkapitalen. Formelen for utregningen av denne er:  $E(r_i) = r_f + (E(r_m) - r_f) \cdot \beta_i$ , hvor  $r_f$  er den risikofrie renten,  $E(r_m) - r_f$  er den samlede markedsavkastningen og  $\beta_i$  er selskapets beta (Strøm, 2012). Regresjonslinjen for en kapitalverdimodell kan vises ved markedsmodellen, og er formulert som:  $r_i - r_f = \alpha + \beta r_m + \mu$ , hvor  $\alpha$  er skjæringspunktet med x-aksen,  $\beta$  er estimat på betaen som måler aksjens systematiske risiko og  $\mu$  er feilleddet, altså hva modellen ikke forklarer (Strøm, 2012). Aksjens alfa, altså konstanten  $\alpha$ , måler avstanden mellom aksjens historiske avkastning i forhold til den forventede avkastningen gitt av security market line. Denne bør være nære 0 i følge kapitalverdimodellen, men det er normalt å forvente at denne øker med økt systematisk risiko som måles av  $\beta$ . (Berk, et al., 2014)

#### 6.1.1 Risikofri rente

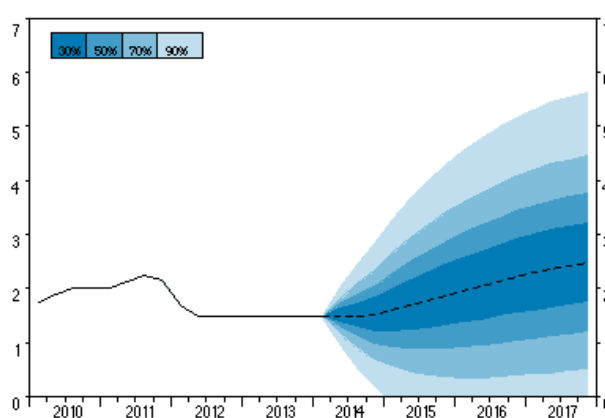
På nettsiden til Norges Bank finner man oppgitt renten for statsobligasjoner. Denne kan brukes som et mål på risikofri rente, ettersom statsobligasjoner blir sett på som risikofrie da staten alltid vil innfri kravene sine (Berk, et al., 2014). Ettersom vi i denne oppgaven har valgt å se på en femårsperiode, er det også naturlig å benytte seg av den femårige norske obligasjonsrenten.

Vi ser at den i 2012 var på 1,59 %, før den i 2013 økte til 1,93 %. Denne er unormalt lav, og det vil være nærliggende å tro at denne vil øke enda litt til i de neste årene. Ser vi på prognosene for de kommende årene, i grafen nedenfor fra Norges Bank, ser det ut som den skal øke noe, men allikevel antas det at den skal være ganske stabil lav som følge av lavrentepolitikken som føres i Norge. En risikofri rente på 2 % virker mer realistisk så lenge vi skal se lenger frem i tid, og vi velger derfor å benytte oss av det videre i denne oppgaven.

Tabell 2: Årsgjennomsnittlig statsobligasjoner

	3 år	5 år
2013	1,63	1,93
2012	1,44	1,59
2011	2,24	2,56
2010	2,46	2,83
2009	2,71	3,33

Graf 1: Prognose for styringsrente (årsgjennomsnitt)



Kilde: Norges Bank, 2014

### 6.1.2 Samlet markedsavkastning

Når avkastningen til egenkapitalen skal finnes, må man også ta hensyn til den samlede markedsavkastningen. I formelen for kapitalverdimodellen er dette vist som  $E(r_m) - r_f$ . Dette er risikopremien man får ved å investere i markedet. Ved å investere i markedet fremfor i risikofrie statsobligasjoner utsetter man seg for en større risiko, men samtidig forhøyes den forventede avkastningen. I "Foretaksfinans Forelesningsnotater" av Øystein Strøm er markedets risikopremie fra forskjellige kjente lærebøker satt opp, og sammenlignet. En fellesnevner på 5 % blir så pekt ut fra dette (Strøm, 2012, side 107). Vi velger her å ta utgangspunkt i dette funnet, og setter markedets risikopremie på 5 %.

### 6.1.3 Beta

Ettersom Widerøe ikke er børsnotert, vil vi benytte oss av SAS sin beta, da Widerøe har vært heleid av SAS frem til 2013. Vi finner SAS sin beta ved hjelp av regresjon i excel og OSEBX-indeksen. Dataene vi trenger til dette har vi hentet fra Oslo Børs sin nettside, både handelsdataene til SAS og OSEBX. Vi har her benyttet oss av data fra 31.03.09 frem til 31.03.14, altså data fra 5 år tilbake i tid. På seks datoer manglet det informasjon hos SAS. Som følge av dette var det altså tolv datoer vi ikke fikk regnet kursen på, ettersom man tar utgangspunkt i dagens dato og den foregående datoen  $((Kurst-Kurst-1)*100/Kurst-1)$  (Strøm, 2012). Dette er uheldig, da vi helst skulle hatt alle dataene for et mest mulig riktig estimat. Allikevel ser vi det som uproblematisk å bruke resultatet regresjonen gir, da den totalt sett tok utgangspunkt i 1245 datoer og 1244 kurser.

Tabell 3: Regresjonsstatistikk

Multippel R	0,28070584
R-kvadrat	0,07879577
Justert R-kvadrat	0,07805406
Standardfeil	3,56423458
Observasjoner	1244

Variansanalyse	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	1349,58779	1349,58779	106,2352346	5,8557E-24
Residualer	1242	15778,08	12,7037681		
Totalt	1243	17127,6678			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	-0,08941241	0,10122762	-0,8832808	0,37725551	-0,288008435	0,109183607	-0,28800843	0,109183607
osebx	<b>0,75209934</b>	0,07296942	<b>10,3070478</b>	<b>5,8557E-24</b>	0,608942395	0,895256291	0,60894239	0,895256291

Betaen sier noe om den systematiske risikoen i selskapet. En beta på null betyr dermed sagt ikke at aksjen er uten risiko, det betyr kun at aksjen har usystematisk risiko. Betaen måler volatiliteten som en følger av markedsrisikoen sett relativt til markedet som en helhet. En høy beta gir et tegn om at aksjekursen er svært følsom for endringer i markedets avkastninger. (Berk, et al., 2014). Vi har her funnet en beta på 0,752, hvilket indikerer at forventet økning i aksjekursen til SAS er på 0,752 % hvis markedet øker med 1 %. Som vi ser er t-verdien på ca 10,31, noe som er ganske høyt. P-verdien er null, og det er trangt mellom øverste og nederste 95 %. Dette indikerer at det er et godt estimat. På den andre siden ser vi at R-kvadrat og justert R-kvadrat er på ca 0,078, hvilket er veldig lavt. Dette betyr at det er en stor spredning i datamaterialet. For å ha et godt estimat vil man gjerne ha R-kvadratet nærmest mulig 1, hvilket betyr at all datamaterialet ligger på den rette linjen regresjonen gir. Selv



om spredningen er stor er som sagt t-verdien, p-verdien og avstanden mellom øverste og nederste 95 % veldig tilfredsstillende. Helhetlig ser vi derfor på dette estimatet som tilfredsstillende, og velger å benytte oss av betaen vi fant her i videre beregninger.

For å redusere støy i utvalget kan man velge å justere betaen opp til gjennomsnittet på 1. Deretter vil man være nødt til å justere den noe ned igjen ettersom SAS historisk sett er et mer usikkert selskap enn Widerøe, da de har vært på randen av konkurs opptil flere ganger. Flyvninger kan bli sett på som noe i nærheten av et nødvendighetsgode. Uansett hvordan konjunkturen svingninger vil folk fly, spesielt innlandsflyvninger slik Widerøe har spesialisert seg på. Bedriftskunder vil reise på møter og jobber, og personer som bor i storbyer i forbindelse med jobb og skole flyr hjem igjen uansett. En beta på 0,752 virker derfor ganske rimelig, ettersom Widerøe intuitivt kan tenkes på som et ikke veldig risikofylt selskap. Å justere betaen opp for deretter å justere den ned ser vi på som unødvendig her, og vi velger derfor kun å benytte oss av betaen slik den er.

#### **6.1.4 Likviditetspremie**

Ettersom Widerøe ikke er et børsnotert selskap og dermed er mindre omsettelig, kan det være hensiktsmessig å legge til en likviditetspremie på egenkapitalavkastningen. Vi mener at en investor i Widerøe kan finne det vanskelig og dyrt å komme seg ut av aksjen ettersom denne er mindre omsettelig, og en likviditetspremie skal dekke for denne risikoen. Avkastningen på egenkapitalen består av beregningen gitt av kapitalverdimodellen sammen med størrelsen på selskapet og likviditeten deres. Ettersom Widerøe ikke er børsnoterte og i tillegg ikke er et veldig stort selskap, kan det være hensiktsmessig å legge til en meravkastning. (norgesbank.no, *Ord og uttrykk*). Denne likviditetspremien ligger vanligvis på 2 – 7 % (kpmg.no, 2009). Vi velger her å sette en likviditetspremie på 4 %, omtrent på midten av normalen. Vi finner dette naturlig da Widerøe ikke er et veldig lite selskap, men samtidig ikke er børsnotert. På den annen side har Widerøe oppnådd overskudd i mange år, og ble solgt i 2013 (dn.no, 2013).

Setter vi dette inn i kapitalverdimodellen får vi :  $E(r_i) = 2 \% + 5 \% * 0,752 = 5,76 \%$ .  
 Legger vi til slutt på likviditetspremien på 4 %, får vi altså en egenkapitalavkastning på 9,76 %.

## 6.2 Gjeldsrente

Vi fant dessverre ingen informasjon om hvilken gjeldsrente Widerøe har på sine lån i dag, og ettersom de har unaturlig lave rentekostnader i regnskapet sitt i 2012 var det ikke så lett å finne noen troverdige tall for dette. Vi valgte derfor heller å se på hva slags rente som i dag blir benyttet generelt sett i markedet. På nettsiden til DNB ser vi hvilke utlånsrenter de opererer med på sine fastrentelån per 15.04.14(dnb.no). Dette gir en god indikasjon for oss på hvordan markedet er når det kommer til gjeldsrenter. Ettersom vi i denne oppgaven ser på en femårsperiode frem i tid, ser vi det naturlig å benytte oss av renten for det femårige lånet. Altså vil vi bruke en gjeldsrenten vi finner hos DNB, på 4,3 %.

Tabell 4: Priser fastrentelån

3 år	5 år	10 år
4,00 % nom rente	4,20 % nom. rente	4,75 % nom. rente
4,13 % eff. rente	4,34 % eff. rente	4,91 % eff. rente

Kilde: (dnb.no, 2014)

Gjeldsrenten etter skatt fremkommer ved hjelp av denne formelen:  $(1-T_c)*rd$ . Med en skattesats på 27 % gir dette oss en gjeldsrente på:  $(1-0,27)*0,043 = 0,03139$ . Altså en gjeldsrente etter skatt på ca 3,14 %.

## 6.3 Kapitalkostnad

Etter å ha funnet både avkastningen til egenkapitalen og gjeldsrenten, kan vi finne kapitalkostnaden. For å finne denne benytter vi oss som sagt av formelen  $(E/V)*re+(D/V)*(1-T_c)*rd$ . Fra tidligere har vi at  $re$  er 9,76 % og gjeldsrenten er på 4,3 %. For å finne kapitalkostnaden mangler vi da kun egenkapitalandelen og gjeldsandelen i selskapet. For å finne dette brukes tallene oppgitt i balansen i 2012. Tallene kan sees i tabellen under.

Tabell 5: Egenkapital- og gjeldsandel

	31.10.2012	Prosent av totalkapitalen
Egenkapital( E )	573 177	26,29 %
Gjeld(D)	1 606 950	73,71 %
Totalkapital (V)	2 180 127	100,00 %

Settes dette inn i formelen får vi:  $26,29 \% * 9,76 \% + 73,71 \% *(1 - 27\%)* 4,3 \% = 4,88 \%$ , altså en kapitalkostnad på 4,88 %. Denne er altså noe lav, men den blir trukket ned mot gjeldskostnaden ettersom Widerøe har en forholdsvis stor gjeldsandel på 73,71 %.

## 7 Verdsetting

Vi bruker historiske data til å estimere fremtidig kontantstrøm. Vi bruker tall fra regnskapsårene 2008-2012, og ser om det er en gjennomgående trend for hvordan tallene utvikler seg. Vi regner da et prosenttall for utviklingen mellom hvert år, og er denne prosenten omtrentlig lik hvert år er det nærliggende å tro at denne utviklingen vil fortsette. Strategiske analyser og fremtidsscenarioer vi vet Widerøes Flyveselskap AS vil møte i fremtiden, vil også være av stor betydning for tallestimeringen.

Tabell 6: Utrekning av fri kontantstrøm

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Driftskostnader	2 986 325	2 923 908	2 938 140	2 927 715	2 943 461
Skatt	83 434	75 450	58 919	56 192	49 609
<b>Årsresultat</b>	<b>214 544</b>	<b>203 995</b>	<b>159 299</b>	<b>151 928</b>	<b>134 129</b>
Endring i arbeidskapital	-	-	-	-	-
Investeringer	128 982	128 982	128 982	128 982	128 982
Avskrivninger	128 982	128 982	128 982	128 982	128 982
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>214 544</b>	<b>203 995</b>	<b>159 299</b>	<b>151 928</b>	<b>134 129</b>

### 7.1 Driftsinntekter

Tabell 7: Tidligere vekstfaktorer (salg)

	2008	2009	2010	2011	2012
Passasjerinntekter	1 888 613	2 007 167	2 126 188	2 452 149	2 557 715
Vekstfaktor passasjerinntekter		6,3 %	5,9 %	15,3 %	4,3 %
Antall passasjerer	2 000	2 053	2 130	2 536	2 776
Vekstfaktor passasjerer		2,7 %	3,8 %	19,1 %	9,4 %
Inntekt per passasjer(pris)	944	978	998	967	921
Vekstfaktor pris		3,5 %	2,1 %	-3,1 %	-4,7 %
	2008	2009	2010	2011	2012
Øvrige salgsinntekter	153 413	126 870	104 483	105 521	124 145
Vekstfaktor		-17,3 %	-17,6 %	1,0 %	17,6 %
	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	786 850	612 652	686 893	712 812	702 314
Vekstfaktor		-22,1 %	12,1 %	3,8 %	-1,5 %

Vi ser at både passasjerinntektene og antall passasjerer har økt de siste årene, men det har vært en større økning i antall passasjerer enn i inntektene de gir. Dette er følge av prisnedgang, hvilket er en naturlig faktor ettersom konkurransen har blitt tøffere. Som vi har skrevet i den strategiske analysen er det stor konkurranse i flyindustrien, og selv om Widerøe har en mer fokusert plassering enn mange av konkurrentene har substitutter som for eksempel buss blitt en stor konkurranse i dag. Det er en fare for nedleggelse av noen av de mindre flyplassene, hvor flyruten da blir erstattet med buss. Det er derimot ikke nærliggende å tro at dette kommer til å skje i nærmeste fremtid, og en antagelse om at Widerøe beholder rutenettet sitt de neste fem årene virker realistisk. Konkurransen skjerpes derimot kontinuerlig, og på bakgrunn av dette vil vi anta at prisreduksjonen fortsetter. Som vi sa i den strategiske analysen baserer kundene valg av flyselskap mye på prisen, noe som tilsier at Widerøe vil klare å opprettholde antall passasjerer når de senker prisene selv om konkurransen har økt. Vi fant også at kundene har relativt lav makt over Widerøe, hvilket tilsier at de ikke kan drive Widerøes priser så veldig langt ned. Prisreduksjonen vil være størst de første årene, før den stabiliserer seg noe etter hvert som Widerøe har tilpasset seg den økte konkurransen. Som følge av prisreduksjonen vil vi forutsette at antall passasjerer vil holde seg ganske stabilt, men med noe økning slik vi har sett tendensen av de foregående årene. Passasjerinntektene kan derfor tenkes å bli noe redusert i årene fremover, men ettersom rutenettet opprettholdes vil det ikke være snakk om noe radikalt.

De øvrige salgsinntektene sank ca 17 % i 2009 og 2010, før de var ganske stabile til 2011. I 2012 økte de derimot 17 % igjen, og tallmessig var Widerøe da nesten likt som de var i 2009. Vi har derfor forutsatt at denne jevnt over vil holde seg stabil, men med noe reduksjon ettersom Widerøe må tilpasse seg økt konkurranse. De øvrige driftsinntektene sank noe i 2009, før den økte litt i 2010 og 2011. I 2012 var det ganske stabil, men en viss nedgang fant sted. Også her kan dette forklares av en øke i konkurransen. Vi forutsetter at dette vil vedvare til Widerøe har tilpasset seg denne endringen bedre. Altså vil de øvrige driftsinntektene synke noe hvert år, men nedgangen vil stabilisere seg.

Tabell 8: Totale driftsinntekter

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	889	863	845	837	833
Vekstfaktor	-3,5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %
Antall passasjerer	2 781	2 787	2 792	2 798	2 803
Vekstfaktor	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Passasjerinntekter	2 473 131	2 403 735	2 360 372	2 341 442	2 334 394
Ørivge salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Vekstfaktor	-1,0 %	-1,0 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %
Driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
Vekstfaktor	-2,0 %	-1,5 %	-0,5 %	-0,2 %	-0,2 %
<b>Totale driftsinntekter</b>	<b>3 284 303</b>	<b>3 203 354</b>	<b>3 156 357</b>	<b>3 135 835</b>	<b>3 127 198</b>

## 7.2 Driftskostnader

Videre vil vi se nærmere på hva hvert av kostnadspunktene utgjør av samlede driftsinntekter det gitte året. Det har generelt sett vært en veldig stabil utvikling de siste 4 årene, noe man kan lese av tabellene under. Vi finner det naturlig å tro at kostnadene vil synke med tiden, på bakgrunn av administrerende direktør i Fjord1 sine uttalelser om at de nye eierne vil fokusere mer på kostnadssiden i selskapet (e24.no 03.05.13).

Tabell 9: Driftskostnader som prosent av driftsinntekter tidligere år

	2008	Rate		2009	Rate
<b>Driftsinntekter</b>	2 828 876		<b>Driftsinntekter</b>	2 746 689	
<b>Driftskostnader</b>	2 802 568	99 %	<b>Driftskostnader</b>	2 701 824	98 %
Lønn	1 092 363	39 %	Lønn	1 021 858	37 %
Avskrivninger	135 576	5 %	Avskrivninger	121 715	4 %
Driftskostnader	1 037 563	37 %	Driftskostnader	1 000 216	36 %
Avgifter	268 550	9 %	Avgifter	379 746	14 %
Leie og leasing	268 516	9 %	Leie og leasing	178 289	6 %
	2010	Rate		2011	Rate
<b>Driftsinntekter</b>	2 917 546		<b>Driftsinntekter</b>	3 270 482	
<b>Driftskostnader</b>	2 724 213	93 %	<b>Driftskostnader</b>	2 855 052	87 %
Lønn	1 029 429	35 %	Lønn	1 130 170	35 %
Avskrivninger	127 198	4 %	Avskrivninger	126 454	4 %
Driftskostnader	991 605	34 %	Driftskostnader	1 067 068	33 %
Avgifter	402 212	14 %	Avgifter	343 674	11 %
Leie og leasing	173 769	6 %	Leie og leasing	187 686	6 %
	2012	Rate			
<b>Driftsinntekter</b>	3 384 174				
<b>Driftskostnader</b>	3 183 816	94 %			
Lønn	1 248 991	37 %			
Avskrivninger	133 967	4 %			
Driftskostnader	1 242 299	37 %			
Avgifter	341 215	10 %			
Leie og leasing	217 344	6 %			

### 7.2.1 Lønn

Lønnskostnadene er en stor del av driftskostnadene. I 2008 utgjorde lønnen 39 % av driftsinntektene, i 2009, 2010, 2011 og 2012 utgjorde de henholdsvis 37 %, 35 %, 35 % og 37 %. Altså har den vært veldig stabil de siste fem årene, og vi finner det naturlig å forutsette at slik stabilitet vil vedvare. Antall ansatte forutsettes å være relativt stabilt, ettersom de nye eierne fokuserer på kostnadsbesparelse. Samtidig har de uttalt at de synes selskapet fungerer godt slik det blir drevet i dag, og det er ingenting som tyder på at de vil redusere antall stillinger for å spare penger.

I den strategiske analysen så vi at konkurransen Widerøe møter nå er mer intens enn tidligere, men allikevel mener vi at de vil fortsette som tidligere. Med en reduksjon i prisen vil rutenettet og den øvrige driften opprettholdes, hvilket tilsier at antall ansatte og deres lønn vil opprettholdes. Vi tror en realistisk antagelse vil være at lønnskostnadene vil øke noe i forhold til driftsinntektene, ettersom driftsinntektene er forutsatt å reduseres. Lønnskostnadene vil holde seg relativt stabilt i tall, men vekstraten vil øke noe ettersom driftsinntektene reduseres.

Tabell 10: Lønnskostnad som prosent av driftsinntekter

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Lønnskostnad	1 182 349	1 153 207	1 183 634	1 175 938	1 188 335
Prosent av driftsinntektene	36,0%	36,0%	37,5%	37,5%	38,0%

### 7.2.2 Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivningene og nedskrivningene har ligget stabilt på omtrent 4 % av driftsinntektene de siste fire årene, mens den i 2008 var på 5 % av driftsinntektene. Tallmessig har de ligget mellom 121 715kr og 135 576kr i årene 2008 – 2011, altså ganske stabilt her også. Gjennomsnittet av avskrivningene ligger på 128 982kr.

Tabell 11: Gjennomsnittet av avskrivninger og nedskrivninger

	2008	2009	2010	2011	2012
Avskrivninger og nedskrivninger	135 576	121 715	127 198	126 454	133 967
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>128 982</b>				

Ettersom vi har forutsatt en jevn vekst og eierne har sagt at de ikke vil gjøre store endringer eller omleggelser i driften av Widerøe, vil vi også anta at fremtidige

avskrivninger vil være like fremtidige investeringer i fremtiden. Vi ser på avskrivningene som nødvendige reinvesteringer for å opprettholde kapasiteten i selskapet. Investeringene er hva den fremtidige kontantstrømmen blant annet kan brukes til. Vi har tidligere forutsatt at Widerøe vil bytte ut de gamle flyene med nye for å opprettholde flyflåten, men at de ikke vil investere noe ut over dette. Som vi fant i den strategiske analysen antas Widerøe å opprettholde rutenettet sitt. Investeringene vil da være på 128 982 kr.

### 7.2.3 Driftskostnader: Annen Driftskostnad + Driftskostnad fly og bygninger

Disse lå på 37 % av driftsinntektene i 2008, 37 % i 2009, 34 % i 2010, 33 % i 2011 og 37 % i 2012. Drivstoffprisen er noe usikker da den svinger en del på kortsikt, men den forventes å være relativt stabil i det lange løp. Ettersom det har blitt gitt uttrykk for at ikke de nye eierne vil endre noe på driften av selskapet, forventer vi ikke en økning av flyflåten i løpet av de neste fem årene. Vi forventer kun at de bytter ut gamle fly, noe som også gjør at vedlikeholdskostnadene også forventes stabile. Andre ting som også kan falle under denne posten er tap på fordringer, tap på salg av anleggsmidler, kommunale avgifter og så videre. Alle disse forventer vi også at skal være relativt stabile de neste fem årene. Vi mener at å estimere med 36 % virker best her, ettersom de nye eierne vil fokusere på kostnadsbesparelser.

Tabell 12: Andre driftskostnader

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Vekstfaktor	36 %	36 %	36 %	36 %	36 %
Andre driftskostnader	1 182 349	1 153 207	1 136 289	1 128 901	1 125 791

### 7.2.4 Avgifter og provisjoner

I 2008 lå avgiftene og provisjonene på 9 % av driftsinntektene, mens de i 2009 og 2010 var på 14 % av driftsinntektene. Deretter falt de til 11 % og 10 % i årene 2011 og 2012.

Miljøfokus står sterke i samfunnet i dag, enn hva det gjorde før. At denne trenden med økt miljøfokus vil fortsette ser vi på som veldig sikkert. Dette kan tenkes å bli gjenspeilet i økte avgifter, men det har vist seg at summen av alle avgiftene er ganske stabilt. I 2013 økte Avinor noen avgifter, men reduserte samtidig på noen andre (nrk.no, 2012). Det viste seg da for Widerøe at de måtte kun betale omtrent det

samme som de vanligvis betalt totalt i avgifter. Vi forutsetter derfor at avgiftene vil holdes ganske stabile totalt sett, men med en viss økning som følge av økt fokus på miljøet.

Tabell 13: Avgifter og provisjoner

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Vekstfaktor	10,00 %	10,25 %	10,50 %	10,75 %	11,00 %
Avgifter og provisjoner	328 430	328 344	331 417	337 102	343 992

### 7.2.5 Leie og leasingskostnader

Leie og leasingskostnadene har ligget stabilt på 6 % i årene 2009 – 2012, mens de i 2008 var på 9 %. Vi anslår at denne utviklingen ikke vil være så høy som før, ettersom de kjøpte syv fly av SAS i forbindelse med salget(wideroe.no, 2013). Ut fra notene til regnskapet i 2012, kan vi lese at Widerøe per 31.10.12 hadde 17 fly på lease. De leaser også bygninger, maskiner, verktøy, osv. Selv om de kjøpte syv fly av SAS i forbindelse med salget, vil de allikevel fortsette å lease mye. Leasing av fly er dog den største utgiftsposten, og når syv fly blir kjøpt vil prosentandelen av driftsinntektene gå noe ned. Vi forutsetter at disse kostnadene vil ligge på 5 % i årene som kommer. Det er vanskelig å regne nedgangen korrekt da vi ikke vet hva de betaler for leasingen av de syv flyene nå. Vi kan eventuelt forutsette at de betaler like mye for alle 17 flyene, noe som tilsier at de betaler  $(103171/17=)$  6069kr per fly. Disse tallene er hentet fra notene til regnskapet i 2012. De har da 10 fly igjen på lease, som gir en totalt kostnad på 60690. Når de leaset 17 fly utgjorde kostnaden  $(103171/3384174=)$  3 % av driftsinntektene. Når de kun leaser 10 fly, utgjør dette  $(60690/3384174=)$  1,79 % av driftsinntektene. Forskjellen er altså på 1,21 %. En nedgang på ca 1 % virker dermed greit. Vi vet at denne utregningen er veldig enkel, men den gir allikevel en indikasjon på hvor mye nedgang som kan forventes i disse kostnadene. Selv om konkurransen for Widerøe er mer intens nå enn tidligere, antar vi som sagt at ikke de vil omlegge driften noe særlig. Altså mener vi at de kommer til å fortsette å lease like mye som tidligere, sett bort i fra reduksjonen i leasingen som følge av kjøpet av de ti flyene.



Tabell 14: Leie og leasingkostnader

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Vekstfaktor	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Leie og leasingskostnader	164 215	160 168	157 818	156 792	156 360

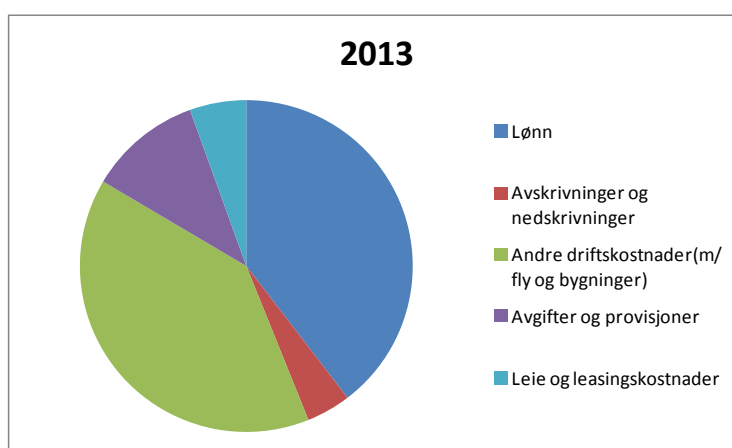
I tabellen under er det en oppsummering over alle de estimerte kostnadene. Disse er også summert, og de totale estimerte driftskostnadene vises. Ettersom vi har forutsatt mye stabilitet i markedet fremover samtidig som eierne vil ha et fokus på kostnadsbesparelse, ser vi at de totale driftskostnadene vil holde seg ganske stabile.

Tabell 15: Driftskostnader

	2013	2014	2015	2016	2017
Lønn	1 182 349	1 153 207	1 183 634	1 175 938	1 188 335
Avskrivninger og nedskrivninger	128 982	128 982	128 982	128 982	128 982
Andre driftskostnader(m/ fly og bygninger)	1 182 349	1 153 207	1 136 289	1 128 901	1 125 791
Avgifter og provisjoner	328 430	328 344	331 417	337 102	343 992
Leie og leasingskostnader	164 215	160 168	157 818	156 792	156 360
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>2 986 325</b>	<b>2 923 908</b>	<b>2 938 140</b>	<b>2 927 715</b>	<b>2 943 461</b>

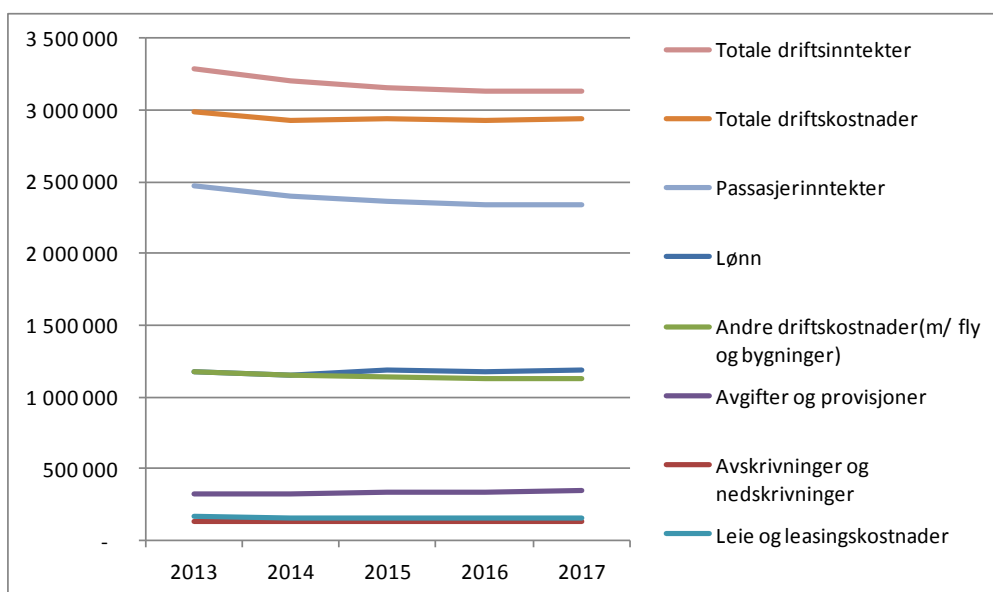
I sektordiagrammet under er det tydelig at lønnskostnadene er den største kostnadsposten for Widerøe, tett etterfulgt av andre generelle driftskostnader og driftskostnader for fly og bygninger. Lønn og andre driftskostnader utgjør til sammen omtrent tre fjerdedeler av driftskostnadene. At lønnen utgjør en stor del er ganske naturlig, da Widerøe leverer et produkt i form av en tjeneste. De er da avhengig av mange ansatte. Drivstoff, vedlikeholdskostnader, tap på salg av anleggsmidler og lignende anser vi også som naturlig at kommer opp i en viss størrelse ettersom fly og bygninger er en helt sentral del av driften. De må også betale en del kommunale avgifter ettersom de flyr mye innenlands i Norge.

Figur 1: Sektordiagram som viser Widerøes kostnader



I linjediagrammet nedenfor ser vi tydelig at den estimerte inntekten, både passasjerinntekten og den totale inntekten er en god del høyere enn noen av de estimerte kostnadene. Lønnskostnadene og andre driftskostnader er naturlig nok de høyeste, noe som også ble forklart tidligere. Leie og leasingskostnadene, avgift og provisjonskostnadene samt avskrivninger og nedskrivninger ligger alle tre ganske lavt. De totale driftskostnadene overgår passasjerinntektene, men ligger generelt et stykke under de totale driftsinntektene. Dette gir et estimert overskudd til Widerøe.

Figur 2: Linjediagram som viser estimert inntekt og estimerte kostnader



### 7.3 Skatt

Frem til 01.01.14 er skattesatsen på 28 % av driftsresultatet. Fra og med 2014 vil den derimot ligge på 27 %.

### 7.4 Endring i Arbeidskapital

De siste årene har Widerøe hatt en negativ arbeidskapital. Tar vi hensyn til konsernbidraget på 600 millioner som de skyldte SAS i 2012 (nrk.no, 2013), ser vi at arbeidskapitalen er mye mindre negativ enn de foregående årene. Som vi har sett har Widerøe hatt en veldig jevn vekst de siste årene, og dette forutsettes jo som sagt å vedvare til en viss grad. Når Widerøe i tillegg vet at en negativ arbeidskapital er veldig uheldig, ettersom de da kan få problemer med å innfri forpliktelsene ved forfall, forutsetter vi at dette vil kunne unngås i fremtiden. Vi forutsetter at omløpsmidler og kortsiktig gjeld vil være like hverandre i fremtiden, slik at det ikke vil være endringer i arbeidskapitalen. Vi ser dette som realistisk, ettersom de nye

eierne også har gitt uttrykk for at slike ting skal jobbes med fremover, fremfor omorganisering og store omleggelser. På den annen side er det naturlig at et kjøp av selskapet vil bringe med seg mer kortsiktig gjeld, noe som gjør vår antagelse noe usikker. Arbeidskapitalen er derimot generelt sett veldig vanskelig å beregne, og vi vil derfor holde oss til vår opprinnelige antagelse om en konstant arbeidskapital i årene som kommer.

Tabell 16: Arbeidskapital

	2008	2009	2010	2011	2012
Omløpsmidler	618 423	383 668	362 330	507 010	748 314
Kortsiktig gjeld	787 260	692 276	722 693	1 095 499	1 577 027
Arbeidskapital	-168 837	-308 608	-360 363	-588 489	-828 713
Skyldt konsernbidrag SAS					-600 000
Arbeidskapital	-168 837	-308 608	-360 363	-588 489	-228 713

Med alle driftsinntektene og driftskostnadene summert, fratrukket skatten, estimerer vi at Widerøe ender opp med et årsresultat på henholdsvis 214 544kr i 2013, 203 995kr i 2014, 159 299kr i 2015, 151 928kr i 2016 og 134 129kr i 2017. De framtidige avskrivningene og de framtidige investeringene går mot hverandre, og den fremtidige kontantstrømmen blir altså lik det estimerte årsresultatet. Den fremtidige kontantstrømmen vil synke noe med årene, mest som en følge av en nedgang i driftsinntektene. Som sagt tidligere kommer nedgangen i driftsinntektene av økt konkurranse.

Tabell 17: Fri kontantstrøm

	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	3 284 303	3 203 354	3 156 357	3 135 835	3 127 198
Driftskostnader	2 986 325	2 923 908	2 938 140	2 927 715	2 943 461
Skatt	83 434	75 450	58 919	56 192	49 609
<b>Årsresultat</b>	<b>214 544</b>	<b>203 995</b>	<b>159 299</b>	<b>151 928</b>	<b>134 129</b>
Endring i arbeidskapital	-	-	-	-	-
Investeringer	128 982	128 982	128 982	128 982	128 982
Avskrivninger	128 982	128 982	128 982	128 982	128 982
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>214 544</b>	<b>203 995</b>	<b>159 299</b>	<b>151 928</b>	<b>134 129</b>

## 7.5 Verdien av selskapet

Fra gjennomgangen i dette kapitlet har vi nå kommet frem til alle tallene som behøves for å finne verdien av Widerøe. Fra tidligere ser vi at kapitalkostnaden er på 4,88 %. Vi benytter inflasjonsmålet på 2,5 % som vekstfaktor i formelen. Dette

benytter vi for å finne nåverdien av selskapet, som vi benytter som selskapsverdi. Nåverdien fremkommer ved hjelp av denne formelen:

$$NNV = \frac{FCF1}{1+rwacc} + \frac{FCF2}{(1+rwacc)^2} + \frac{FCF3}{(1+rwacc)^3} + \frac{FCF4}{(1+rwacc)^4} + \frac{FCF5}{(1+rwacc)^5} + \frac{1}{(1+rwacc)^5} * \frac{FCF5(1+g)}{rwacc-g}$$

(Strøm, 2012).

Tabell 18: Diskontert nåverdi

	2013	2014	2015	2016	2017
PV	204 562	185 454	138 082	125 566	4 658 309
<b>NPV</b>	<b>5 311 973</b>				

Vi legger så til kontantene i Widerøe, oppgitt i balansen i 2012. Fra dette får vi markedsverdien som vi deler på antall aksjer i selskapet, som er oppgitt i notene til regnskapet i 2012. Alle tallene våre er som sagt oppgitt per 1000, hvilket gjør at antall aksjer også er det. Dette gir oss til sammen en aksjekurs på 15 053 kr. Det er viktig å ha i bakhodet at denne aksjekursen kun er et teoretisk beløp.

Tabell 19: Utregning av teoretisk aksjekurs

Selskapsverdi	5 311 973
+ Kontanter	192 175
= Markedsverdi	5 504 148
/ Aksjer	365,660
= Aksjekurs	15 053

Vi har dessverre ikke hatt full tilgang til all informasjonen i Widerøe ved denne oppgaven, hvilket gjør at vi har vært nødt til å benytte informasjonen vi har hatt tilgjengelig på best mulig måte. Dette gjør at vi har vært nødt til å ta en del forutsetninger, hvilket påvirker troverdigheten av aksjekursen vi har funnet. Fra tidligere i oppgaven vet vi at 80 % av Widerøe ble solgt for 2 milliarder svenske kroner, men ved å ta hensyn til konsernbidrag, de syv flyene Widerøe leaset, og så videre, endte summen til slutt på 625 millioner (dn.no, 2013). Dette er en god del lavere enn markedsverdien vi har funnet. Allikevel tilsier ikke det at vårt estimat er galt, ettersom vårt estimat kan være bygget på andre forutsetninger enn kjøpernes. De har mest sannsynlig mye mer innsikt i Widerøe, og kan dermed ta andre forutsetninger. I tillegg ser vi veldig lyst på Widerøes fremtid, med både stabile inntekter og reduserte kostnader. Vi har også kalkulert at Widerøe vil oppnå overskudd hvert år i overskuelig fremtid. Det kan tenkes at kjøperne har hatt et noe

mer negativt syn på fremtiden, og en mulig grunn til dette kan være den økte konkurransen i flymarkedet.

## **8 Regnskapsanalyse**

Vi regner i denne analysen nøkkeltall for fire år, 2009 – 2012, noe som gir et ganske godt sammenligningsgrunnlag. Man kan velge å sammenligne resultatet på nøkkeltallene med andre konkurrenter i bransjen, men vi ser dette som lite hensiktsmessig ettersom mange av flyselskapene opererer på forskjellige måter, og befinner seg på forskjellige steder i markedet. Widerøe har en fokusert plassering i markedet, og det å sammenligne deres nøkkeltall med for eksempel Norwegian vil si oss lite. Vi valgte derfor å se på historiske data, og se hvordan utviklingen deres har vært.

Som tidligere nevnt gikk Widerøe over til avvikende regnskapsår i 1012, og tallene her er dermed gitt per 31.10.12. Regnskapstallene her er derfor ganget opp med 12/10 for å få tall som kan sammenlignes med de foregående årene. Balansetallene vil derimot være for vanskelige å estimere, så disse vil vi kun benytte som de er oppgitt per 31.10.12.

Det er tre trinn i en nøkkeltallsanalyse. Det første går ut på å korrigere dataene; altså finne dataene du trenger og behandle de om dette er nødvendig, og korrigere slik som vi måtte for tallene oppgitt i 2012. Deretter er selve beregningen av nøkkeltallene, før man til slutt må tolke tallene man får, og se nærmere på hva de egentlig indikerer.

### **8.1 Rentabilitetsanalyse**

Rentabilitetsanalysene sier noe om avkastningen i selskapet. Totalkapitalrentabilitet er et veldig viktig nøkkeltall, som består av kapitalens omløpshastighet multiplisert med resultatgraden (Sending, 2010). Kapitalens omløpshastighet viser hvor effektivt man utnytter kapitalen, og fremkommer ved å dele driftsinntektene på gjennomsnittlig total kapital (Sending, 2010). Widerøes omløpshastighet er noe lav, men ettersom de har investert mye i fly og andre anleggsmidler er dette naturlig. Resultatgraden fremkommer ved å addere ordinært resultat før skatt og gjeldskostnader, for å deretter dele dette på driftsinntektene (Sending, 2010). Resultatgraden gir en indikasjon på hvor mye av hver krone Widerøe tjener på salg

som blir brukt som godtgjørelse til kapitalen (Sending, 2010). Det har vært noen svingninger i resultatgraden, noe som kan komme av økningen i andre driftskostnader. Driftsinntektene har hatt en relativt stabil økning, hvilket tilsier at svingningene kommer fra kostnadene. Totalkapitalrentabiliteten gir en innsikt i avkastningen per krone brukt i bedriften, altså kapitalthyernes samlede godtgjørelse (Sending, 2010). Dette nøkkeltallet gir en god indikasjon på om bedriften driftes godt eller ikke. For Widerøe har denne vært positiv de siste fire årene, men med litt svingninger. Totalrentabiliteten kan sies å være tilfredsstillende nok alle årene, og veldig god i 2011. Som en huskeregel sies det at den er god om den overstiger summen av risikofri rente og ett tillegg for risikoen for flybransjen. Det er vanskelig for oss å uttale oss nøyaktig om dette risikotillegget. Vi antar allikevel, ut i fra den strategiske analysen, at det er noe risiko i flybransjen, men ikke så mye innenfor Widerøes fokuserte plassering i markedet. Vi mener derfor at det er tilfredsstillende med en totalrentabilitet på 10 – 11 %.

Tabell 20: Utrekning av totalrentabilitet

<b>Totalrentabilitet</b>	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	2 746 689	2 917 564	3 270 482	3 384 174
Gjennomsnittlig totalkapital	1 610 852	1 603 186	1 765 749	2 036 903
Kapitalens omløpshastighet	1,71	1,82	1,85	1,66
Ordinært resultat før skatt	47 043	162 256	370 498	214 854
Gjeldskostnader	23 412	15 104	9 979	1 529
Resultatgrad	2,57 %	6,08 %	11,63 %	6,39 %
Totalrentabilitet	4,37 %	11,06 %	21,55 %	10,62 %

Et interessant nøkkeltall fra eierens synspunkt, er egenkapitalrentabiliteten. Dette er også et nøkkeltall for avkastning, men denne viser eierens avkastning på innskutt kapital (Sending, 2010). For Widerøe har denne vært positiv og høyere enn totalrentabiliteten de fire siste årene. Dette uttrykker at eierne får en høyere avkastning enn totalrentabiliteten, noe som kommer av selskapets belåning. Dette er bra, da fremmedkapitalen har en lavere risiko enn egenkapitalen.

Tabell 21: Utregning av egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet	2009	2010	2011	2012
Resultat før skatt	47 043	162 256	370 498	214 854
Gjennomsnittlig egenkapital	451 254	498 664	531 945	553 980
Skattesats	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %
Egenkapitalrentabilitet	7,51 %	23,43 %	50,15 %	27,92 %

Ettersom Widerøe leaser mange av flyene og investorene i hovedsak er opptatt av rentebærende gjeld, kan det tenkes at totalrentabiliteten kan være noe misvisende. Allikevel gir den en god indikasjon, og et mer relevant nøkkeltall er vanskelig å beregne. Generelt sett er beregninger av rentabiliteten noe usikkert og unøyaktig, og de fungerer kun som en indikasjon.

## 8.2 Likviditet

Dårlig likviditet kan være kritisk for et selskap, like kritisk som dårlig lønnsomhet. Er et selskap likvide tilsier det at de er flinke til å innfri sine forpliktelser når de forfaller (Sending, 2010). Det er veldig vanlig her å se på likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Disse nøkkeltallene ble brukt i stor grad før, men i dag er utgangskraften deres svekket ettersom beregningene er forholdsvis simple. Det gir allikevel en god pekepinn. Vi ser i tabellen nedenfor at likviditetsgrad 1, som fremkommer ved å dele omløpsmidlene på den kortsiktige gjelden (Sending, 2010), ligger jevnt over nære 0,5. Som en huskeregel heter det at denne skal være minimum 2 (Sending, 2010). Er den 1 dekker omløpsmidlene den kortsiktige gjelden, og selskapet kan bruke omløpsmidlene til å betale den kortsiktige gjelden i perioden. For Widerøe er likviditetsgrad 1 dermed ganske lite tilfredsstillende, ikke bare fordi tallet er lavt, men også fordi det er synkende for hvert år. Vi ser at den kortsiktige gjelden har økt de siste årene, og ettersom Widerøe ble solgt i 2013 er det nærliggende å tro at den kortsiktige gjelden vil øke mer da. En antagelse fra dette vil være at likviditetsgrad 1 vil fortsette å synke. Vi skal derimot være forsiktige med å tillegge disse nøkkeltallene for mye vekt.

Likviditetsgrad 2 har de siste årene ligget nære 2. Denne fremkommer på samme måte som likviditetsgrad 1, men varelageret blir trukket fra (Sending, 2010). Som en huskeregel her sier man at den skal være høyere enn 1 (Sending, 2010). Widerøe

oppfyller altså dette kravet, men ettersom likviditetsgrad 1 er såpass dårlig vil vi ikke konkludere med at likviditeten i selskapet er god.

Ettersom likviditetsgrad 1 og 2 har blitt mindre viktig i vår tid, har arbeidskapitalen blitt et viktigere nøkkeltall. Denne sees også på i prosent av driftsinntektene. Arbeidskapitalen fremkommer ved å ta omløpsmidler minus kortsiktig gjeld (Sending, 2010). Ettersom Widerøe skylder SAS 600 millioner i konsernbidrag (nrk.no) trekker vi fra dette beløpet på den kortsiktige gjelden i 2012. Er likviditetsgrad 1 lik 1, vil arbeidskapitalen være 0. Altså er nøkkeltallene noe overlappende. Ettersom Widerøe har en likviditetsgrad 1 på lavere enn 1, blir arbeidskapitalen negativ. Omløpsmidlene overstiger ikke den kortsiktige gjelden. Arbeidskapitalen for Widerøe er naturlig nok ikke tilfredsstillende.

Tabell 22: Likviditet

	2009	2010	2011	2012
Omløpsmidler	383 668	362 330	507 010	623 595
Kortsiktig gjeld	692 267	722 693	1 095 499	1 314 189
Varelager	80 935	105 709	105 395	124 818
Likviditetsgrad 1	0,55	0,50	0,46	0,47
Likviditetsgrad 2	1,59	1,70	1,95	1,91
Skyldt konsernbidrag SAS				600 000
Arbeidskapital	-308 599	-360 363	-588 489	-90 594
Arbeidskapital i % av driftsinntektene	-11,24 %	-12,35 %	-17,99 %	-2,68 %

### 8.3 Kapitalstruktur

Ved å se nærmere på kapitalstrukturen vil vi analysere finansieringen og soliditeten i Widerøe.

#### 8.3.1 Finansiering

Ved å regne på finansieringsgrad 1 ser vi hvordan anleggsmidlene i selskapet er finansiert. Disse bør ikke være finansiert med kortsiktig gjeld, ettersom denne gjeldsformen bør benyttes til daglig drift. Widerøe bør derimot finansiere anleggsmidlene med egenkapital eller langsiktig gjeld, altså langsiktig kapital (Sending, 2010). Finansieringsgrad 1 fremkommer ved å dele anleggsmidlene på den langsiktige kapitalen (Sending, 2010). For Widerøe ser vi at denne er økende mellom 1,35 og 1,80, altså et godt stykke over 1 hele veien. Dette er lite



tilfredsstillende, da en finansieringsgrad høyere enn 1 indikerer at noe av anleggsmidlene blir finansiert med kortsiktig gjeld. Dette nøkkeltallet viser noe av det samme vi fant ved utregning av arbeidskapitalen under likviditeten. At denne ikke var tilfredsstillende er derfor ganske forventet.

Tabell 23: Utregning av finansieringsgrad 1

	2009	2010	2011	2012
Anleggsmidler	1 184 883	1 275 490	1 386 668	1 556 532
Langsiktig kapital	876 284	915 127	798 179	865 938
Finansieringsgrad 1	1,35	1,39	1,74	1,80

### 8.3.2 Soliditet

For å få et enda bedre innblikk i finansieringen i Widerøe, vil vi se nærmere på deres evne til å bære fremtidige tap (Sending, 2010). Soliditet sier derimot ikke noe om likviditeten, da utbetalingene her må gå fortere. Kan verdier frigjøres om selskapet får noe tid på seg, slik at de får betalt kreditorene, er soliditeten i selskapet god, selv om betalingen er for sen (Sending, 2010). Egenkapitalandelen sier noe om hvor mye av eiendelene Widerøe har finansiert med egenkapital. Denne bør være høy ettersom det vil indikere en god soliditet, og dermed at kreditorenes ikke vil være i så stor fare for ikke å få pengene sine selv om Widerøe møter dårligere tider (Sending, 2010). Som en huskeregel sies det at denne skal være på omtrent 1/3 (Sending, 2010), noe vi ser at Widerøe innfrir. Den har derimot vært synkende de to siste årene, men fortsatt nære 1/3. vi ser også at egenkapitalen er økende, hvilket er positivt. Grunnen til den negative utviklingen i gjeldsgraden og egenkapitalprosenten er dermed på grunn av en økende gjeld i tillegg. Soliditeten kan svekkes av en økende gjeldsgrad.

Tabell 24: Utregning av egenkapitalandel

	2009	2010	2011	2012
Egenkapital	468 220	529 108	534 782	573 177
Gjeld	1 100 331	1 108 712	1 358 896	1 606 950
Totalkapital	1 568 551	1 637 820	1 893 678	2 180 127
Gjeldsgrad	2,35	2,10	2,54	2,80
Egenkapitalandel	29,85 %	32,31 %	28,24 %	26,29 %

Et annet nøkkeltall som gir et inntrykk av Widerøes soliditet, er selvfinansieringsevnen deres. Denne uttrykker en økning i arbeidskapitalen, og hvor mye midler som er blitt satt av til å styrke likviditeten i selskapet gjennom årets

drift(Sending, 2010). Dette kan brukes til nye investeringer, nedbetaling av langsiktige lån eller utbetalinger til eierne (Sending, 2010). For Widerøe ser vi at selvfinansieringsevnen er noe økende frem til 2011, deretter noe synkende til 2012. Det er allikevel viktig å huske at tallene for 2012 er estimert fra 31.10.12, og dermed ikke like sikre som de andre årene. Selvfinansieringsevnen er positiv alle fire årene, hvilket er bra. Vi så derimot tidligere at arbeidskapitalen var negativ for hele perioden, og likviditeten i selskapet mindre god. Dette betyr at selvfinansieringsevnen burde vært høyere, slik at likviditeten ble bedre. Men nå er som sagt ikke likviditet og soliditet samme sak.

Tabell 25: Utregning av selvfinansieringsevne

	2009	2010	2011	2012
Ordinært resultat før skatt	47 043	162 256	370 498	214 854
Betalte skatter	13 141	45 706	104 003	60 383
Av- og nedskrivninger	121 715	127 198	126 454	133 967
Selvfinansieringsevne	155 617	243 748	392 949	288 438

#### 8.4 Oppsummering

Gjennom denne nøkkeltallsanalysen har vi sett at både totalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten har vært tilfredsstillende, og rentabiliteten samlet sett er altså tilfredsstillende. Likviditeten i Widerøe er noe dårligere enn ønsket, med en lite god likviditetsgrad 1 og en negativ arbeidskapital. Ettersom denne har vært synkende ser det ut til at Widerøe ikke finner dette veldig uheldig, ettersom dette blir nedprioritert. Finansieringen har vært ganske dårlig, mens soliditeten i selskapet har vært ganske tilfredsstillende. Gjennomgående i analysen har vi sett at Widerøe har en forholdsvis stor kortsiktig og langsiktig gjeld. Ettersom de ble solgt i 2013 forventes denne å øke ytterligere. Allikevel ser vi ikke negativt på Widerøe etter denne analysen. Soliditeten er god, og dette sett sammen med en god rentabilitet og overskudd i hele perioden gir oss en indikasjon på at de vil kunne ta opp fremtidige lån, så lenge de opprettholder rutenettet sitt slik vi kom frem til at de vil i den strategiske analysen. Det vi ser ut fra denne analysen er derimot at marginene er små, og det vil være smart for selskapet å ha et fokus på å kutte kostnader og kortsiktig gjeld, og ikke senke egenkapitalandelen ytterligere i stor grad.

## 9 Sensitivitetsanalyse

Ved denne verdivurderingen har vi vært nødt til å ta en del forutsetninger. Fremtiden er ukjent for oss, og det er ingen som vet med sikkerhet hva som vil skje. I en sensitivitetsanalyse endres noen av de usikre nøkkelfaktorene, slik at vi kan se nærmere på effektene av eventuelle gale forutsetninger. Vi ser da hvilke forutsetninger som er de viktigste og mest kritiske. (Berk, et al., 2014). Vi vil her undersøke to forskjellige scenarier; et med forutsetninger mye bedre enn antatt og et med forutsetninger verre enn antatt. Vi vil da oppnå et best mulig scenario, et normalt slik vi har forutsatt i oppgaven, og et verst tenkt scenario. Vi ser på driftsinntektene som det mest usikre for Widerøe. Det er driftsinntektene som faktisk driver selskapet, og dermed er dette også det mest interessante å se nærmere på. Som vi sa i sensitivitetsanalysen er konkurransen i flybransjen nå mer skjerpet enn tidligere, noe som kan få utslag i antall passasjerer og Widerøes pris på flybillettene. Selv om vi har forutsatt at Widerøe vil tilpasse seg dette godt og dermed vil opprettholde rutenettet sitt, er markedet allikevel usikkert. Vi vil dermed se nærmere på konsekvensene av at denne forutsetningen er gal.

Først kan vi tenke oss et best mulig scenario hvor antall passasjerer øker for Widerøe, slik at de kan sette en høyere pris. Vi ser at med en konstant positiv økning i både mengde og pris vil Widerøe naturlig nok oppnå en mye høyere driftsinntekt, og dermed en mye høyere nåverdi.

Tabell 26: Økning i pris, økning i antall passasjer

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	926	931	935	940	945
Vekstfaktor	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Antall passasjerer	2 803	2 831	2 860	2 888	2 917
Vekstfaktor	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Passasjerinntekter	2 596 208	2 635 281	2 674 942	2 715 200	2 756 064
Øvrige salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Øvrige driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 407 380</b>	<b>3 434 900</b>	<b>3 470 928</b>	<b>3 509 594</b>	<b>3 548 869</b>
<b>Fremtidig KS</b>	<b>303 159</b>	<b>373 024</b>	<b>388 935</b>	<b>424 772</b>	<b>441 948</b>
PV	289 054	339 120	337 134	351 066	15 348 920

Vi kan også se for oss at Widerøe vil fortsette å holde prisene lave, slik vi i utgangspunktet forutsatte, men at antall passasjerer vil øke mer enn vi antok. Dette

vil også føre til et øke i driftsinntektene som igjen fører til et øke i den fremtidige kontantstrømmen. Økningen er derimot ikke like stor nå som i det forrige tilfellet, men den er allikevel betydelig større enn ved det vi i utgangspunktet antok.

Tabell 27: Forutsatt pris, økning i passasjer

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	889	863	845	837	833
Vekstfaktor	-3,5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	-0,5 %
Antall passasjerer	2 803	2 831	2 860	2 888	2 917
Vekstfaktor	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Passasjerinntekter	2 492 877	2 442 271	2 417 360	2 417 118	2 429 083
Øvrige salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Øvrige driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 304 048</b>	<b>3 241 890</b>	<b>3 213 346</b>	<b>3 211 512</b>	<b>3 221 888</b>
<b>Fremtidig KS</b>	<b>228 761</b>	<b>232 127</b>	<b>200 900</b>	<b>207 172</b>	<b>203 252</b>
PV	218 117	211 029	174 143	171 224	7 058 970

Vi kan se for oss et scenario hvor Widerøe møter veldig tøff konkurranse, hvilket leder til at de senker prisen ytterligere. Dette kan lede til en lavere driftsinntekt, hvilket igjen leder til en lavere markedsverdi av selskapet. Vi ser her at den fremtidige kontantstrømmen nå er betydelig lavere. I 2017 er den helt nede på 74 185 kr.

Tabell 28: Lavere pris, forutsatt antall passasjerer

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	885	854	828	812	803
Vekstfaktor	-4,0 %	-3,5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %
Antall passasjerer	2 781	2 787	2 792	2 798	2 803
Vekstfaktor	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Passasjerinntekter	2 460 317	2 378 954	2 312 201	2 270 489	2 252 279
Øvrige salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Øvrige driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 271 488</b>	<b>3 178 573</b>	<b>3 108 186</b>	<b>3 064 882</b>	<b>3 045 084</b>
<b>Fremtidig KS</b>	<b>205 318</b>	<b>185 905</b>	<b>124 134</b>	<b>100 132</b>	<b>74 185</b>
PV	195 765	169 009	107 601	82 758	2 576 463

Minker antall passasjerer i tillegg til denne lave prisen som følge av at konkurransen i flybransjen blir mye sterkere enn først antatt, mulig som en følge av en nyetablering på markedet, vil den fremtidige kontantstrømmen bli faretruende lav.

Tabell 29: Lavere pris, lavere antall passasjerer

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	885	854	828	812	803
Vekstfaktor	-4,0 %	-3,5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %
Antall passasjerer	2 762	2 748	2 734	2 721	2 707
Vekstfaktor	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,5 %
Passasjerinntekter	2 443 129	2 345 832	2 264 079	2 207 704	2 174 699
Øvrige salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Øvrige driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 254 301</b>	<b>3 145 450</b>	<b>3 060 065</b>	<b>3 002 097</b>	<b>2 967 503</b>
<b>Fremtidig KS</b>	<b>192 942</b>	<b>161 726</b>	<b>89 005</b>	<b>54 299</b>	<b>17 551</b>
PV	183 965	147 027	77 151	44 877	609 554

Vi ser tydelig at inntektene er sensitive for endringer i prisen. Vi ser det derfor som interessant å gjennomføre en nullpunktsanalyse av prisen. Vi vil da se hvor lav prisen må være for hvert år for å oppnå en nåverdi lik 0. I tabellen under ser vi at, alt annet holdt konstant, prisen må synke med 12 % i forhold til hva vi opprinnelig har antatt at den vil være for å få en fremtidig kontantstrøm og nåverdi lik 0 i 2013. Videre vil det kreve en reduksjon på 11,6 % i 2014, 9,2 % i 2015, 8,9 % i 2016 og 7,9 % i 2017 i forhold til hva vi opprinnelig har satt som pris. Altså er prisen ganske sensitiv. Blir konkurransen mye hardere enn vi har antatt og Widerøe som følge av dette må senke prisen i stor grad, kan dette gå betydelig ut over lønnsomheten deres.

Tabell 30: Nullpunktsanalyse av pris

	2013	2014	2015	2016	2017
Pris	782	762	767	762	767
Vekstfaktor	-12,0 %	-11,6 %	-9,2 %	-8,9 %	-7,9 %
Antall passasjerer	2 781	2 787	2 792	2 798	2 803
Vekstfaktor	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Passasjerinntekter	2 175 154	2 124 289	2 142 154	2 133 321	2 150 656
Øvrige salgsinntekter	122 903	121 674	121 431	121 188	120 946
Øvrige driftsinntekter	688 268	677 944	674 554	673 205	671 859
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2 986 325</b>	<b>2 923 908</b>	<b>2 938 140</b>	<b>2 927 715</b>	<b>2 943 461</b>
<b>Fremtidig KS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
PV	0	0	0	0	0

Som vi ser har naturlig nok prisen og antall passasjerer mye å si for inntektene og dermed den fremtidige kontantstrømmen til Widerøe. Vi kunne sett nærmere på endringer i øvrige salgsinntekter og øvrige driftsinntekter også, men vi ser ikke dette som like usikre punkter som passasjerinntektene. Passasjerinntektene er selve

drivkraften i Widerøe, og ettersom Widerøe nå møter økt konkurranse vil mengden og prisen være spesielt usikker i de kommende årene. Som vi ser har prisen veldig mye å si for inntektene. For å få en mest mulig realistisk sensitivitetsanalyse kunne vi også valgt å endre andre faktorer, for eksempel noen kostnadsposter. Den senkede prisen kan tenkes å lede til et øke i antall passasjerer, altså mengden. Denne kan tenkes å øke mer enn antatt, slik at Widerøe igjen får et kostnadsproblem. Det ville derimot vært svært tids- og plasskrevende å analysere alle slike forhold, sett i ut i fra hva vi ville fått ut av det resultatmessig. Hensikten vår med denne analysen var å få et bedre innblikk i akkurat hvor usikre noen av de forutsatte parameterne våre var.

## **10 Konklusjon og diskusjon**

Formålet med oppgaven har vært å estimere en teoretisk verdi av Widerøe Flyveselskap AS. Denne fant vi til å være kr 5 504 148 hvilket gir en aksjekurs på kr 15 053. Denne ble funnet ved å benytte total kapitalmetoden som er en kontantstrømbasert metode og er kun et teoretisk anslag for hva den faktiske verdien er. Dette kommer tydelig frem når en sammenlikner vår teoretiske verdi med salgsverdien Widerøe ble solgt for i 2013, som viste seg å være langt lavere enn den verdien vi estimerte. Det er derfor usikkert hvor reell verdien vi har funnet er.

Det er viktig å huske på at betaverdien vi har benyttet oss av i den teoretisk verdsettelsen av Widerøe er SAS sin betaverdi. Dermed kan vi ikke med sikkerhet fastlå at dette er den beste betaverdien å bruke når det kommer til verdsettelsen av Widerøe. Videre har vi kommet frem til en lav r-verdi som impliserer en høy spredning i estimatet vårt. Allikevel anser vi denne betaverdien som den beste vi har tilgjengelig. En annen årsak til selskapsverdien vi har funnet kan være usikker, er at likviditetspremiuen vi har brukt er relativt vag. I tillegg er det generelt mer usikkerhet i bransjen nå enn tidligere som følge av økt konkurranse i markedet. Vi har allikevel valgt å estimere med et overskudd for Widerøe hverte år i overskuelig fremtid. Nok en gang er det viktig å presisere at dette kun er en teoretisk verdi av Widerøe Flyveselskap AS.

## Litteraturliste

Berk, Jonathan and Peter DeMarzo. 2014. *Corporate Finance*, 3. utgave 2014.  
Pearson Education Limited.

Besanko, D., David Dranove, Mark Shanley and Scott Schaefer. 2013. *Economics of Strategy*. 6. utgave. John Wiley & Sons Inc.

Color Group AS. 2012. *Color Group AS årsrapport 2012*. (online)  
<http://viewer.zmags.com/publication/2b35b128#/2b35b128/2> (Besøkt:  
05.03.2014)

Dagbladet.no. 2009. *220 000 nordmenn har flyskrekk..* (online)  
<http://www.dagbladet.no/nyheter/1998/09/30/132723.html> (Besøkt:  
10.03.2014)

Dn.no, 2014. - *Bjorn, goddammit, you have taken all the aircraft!* (online)  
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2779934.ece> (Besøkt 12.03.14)

Dn.no. 2013. *SAS selger Widerøe for 2 milliarder* (online)  
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/05/03/sas-selger-wideroe-for-2-milliarder> (besøkt 05.04.14)

Dn.no. 2013. - *Det er som et fergekjøp for oss* (online)  
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/05/04/-det-er-som-et-fergekjoep-for-oss> (besøkt 05.04.14)

DNB.no. 2014. *Fastrentelån*. (online)  
<https://www.dnb.no/privat/laan/boliglaan/fastrentelaan.html> (besøkt 15.04.14)

E24.no, 2009. *Norwegian gir SAS æren for suksessen*. (online) <http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-gir-sas-aeren-for-suksessen/3336990> (Besøkt  
13.03.014)

E24.no, 2012. - *Konkurs var en reell problemstilling* (online) <http://e24.no/boers-og-finans/giske-det-var-en-reell-problemstilling-med-konkurs/20298624> (Besøkt 10.03.14)

E24.no. 2013. - *Vil gjøre Widerøe enda mer konkurransedyktig* (online) <http://e24.no/boers-og-finans/vil-gjoere-wideroee-enda-mer-konkurransedyktig/20365314> (besøkt 05.04.14)

E24.no. 2013. *Widerøe-salg er i boks* (online) <http://e24.no/boers-og-finans/wideroee-salg-er-i-boks/21619154> (besøkt 05.04.14)

Eur-lex.europa.eu, 1996. *Rådets direktiv om interoperabilitet i det transeuropæiske jernbanesystem for høyhastighetstog.* (online) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1996:235:0006:0024:DA:PDF> (Besøkt 26.02.2014)

Jernbaneverket, 2010. *Kunnskapsstatus for høyhastighetsbaner i Norge* (online) <http://www.jernbaneverket.no/PageFiles/11538/Kunnskapsstatus%20for%20h%C3%B8yhastighet%20i%20Norge-2010juli15.pdf> (Besøkt: 10.03.2014)

KPMG.no. 2009. *Regnskap.* (online) [http://www.kpmg.no/arch/\\_img/9571269.pdf](http://www.kpmg.no/arch/_img/9571269.pdf) (besøkt 17.04.14)

Larvåg, Cecilie. 2012. *Perspektiv.* (online) <http://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=e2e931fa-4d78-477d-912d-b6949c839b71> (besøkt 23.04.14)

NFK.no. 2010. *Iflyformasjon.* (online) <http://www.nfk.no/Artikkel.aspx?AId=15268&Sprak=Norsk&MIId1=0&Print=1> (besøkt 23.04.15)

Norges-Bank. 2006. *Ord og uttrykk.* (online) <http://www.norges-bank.no/no/ord-og-uttrykk/#L> (besøkt 17.04.14)



- Norges-Bank. 2014. *Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt*. (online)  
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (besøkt 31.03.14)
- Norges-Bank. 2014. *Norges Banks styringsrente. Årsgjennomsnitt*. (online)  
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/styringsgrente-arlig/> (besøkt 31.03.14)
- NRK. 2012. *Departementet tok et kraftig oppgjør med Widerøe*. (online)  
<http://www.nrk.no/nordland/tok-kraftig-oppgjor-med-wideroe-1.10446647>  
(besøkt 29.03.14)
- NRK. 2013. *Betydelig nedgang for Widerøe*. (online)  
<http://www.nrk.no/nordland/betydelig-nedgang-for-wideroe-1.10940581>  
(besøkt 30.03.14)
- Regjeringen.no. 2000. *Definisjon og forklaring av en del faguttrykk*. (online)  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kld/dok/nou-er/2000/nou-2000-1/19.html?id=356830> (besøkt 22.04.14)
- Sending, Aage. 2010. *Grunnleggende regnskap*. 3. utgave 2010. Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Strøm, Øystein. 2012. *Foretaksfinans Forelesningsnotater*. Høgskolen i Oslo og Akershus
- Widerøe, 2011. *Styrets beretning*. (online)  
<http://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=6240d4b3-5fa0-4488-9308-86ddfc17fb3c> (Besøkt 30.03.2014)
- Widerøe, 2012. *Widerøe er Norges beste på kundeservice* (online)  
<http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/wideroe-er-norges-beste-pa->

kundeservice/D9D2EAF9-20E6-456E-B656-A3F8E14BD76B/1 (Besøkt 14.04.14)

Widerøe. 2013. *Norsk investorgruppe inn på eiersiden i Widerøe*. (online) <http://www.wideroe.no/nyhetsarkiv/norsk-investorgruppe-inn-pa-eiersiden-i-wideroe/9DD93FCC-03BA-4CB3-83D2-6BF8218AA871/1>

Wikipedia. 2013. *Passasjerfly*. (online) <http://no.wikipedia.org/wiki/Passasjerfly> (Besøkt 10.03.14)