

# **Widerøe`s Flyveselskap AS**

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

MARIUS WESTVIK

VEILEDER

Marius Sikveland / Leif Atle Beisland

**Universitetet i Agder, 2019**

Handelshøyskolen ved UiA

Institutt for Økonomi

# Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å estimere egenkapitalverdien til Widerøe's Flyveselskap pr. 31.12.17. Verdivurderingen vil foretas ved bruk av den frie kontantstrømmetoden samt en komparativ verdsettelse, på bakgrunn av tilgjengelige regnskapsdata i perioden 2013-2017. Den estimerte egenkapitalverdien vil videre sammenlignes med Widerøes bokførte egenkapital.

Oppgaven innledes med en presentasjon av Widerøe og bransjen selskapet opererer i. Videre utføres en strategisk analyse av selskapet, hvor Widerøes posisjon og konkurransefortrinn i markedet analyseres. Resultatene fra den strategiske analysen vil videre danne et viktig utgangspunkt i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til Widerøe. I Regnskapsanalysen blir selskapets økonomiske resultater analysert gjennom en lønnsomhetsanalyse. I tillegg blir de opprinnelige regnskapene omgruppert fra et kreditorperspektiv til et investorperspektiv. I Risikoanalysen blir Widerøes likviditet, soliditet og finansieringsform vurdert sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter, og resultatene fra risikoanalysen danner videre utgangspunktet for å anslå Widerøes konkursrisiko.

I kapittel 7 blir selskapets totalavkastningskrav (WACC) estimert til 5,50%. Dette er et noe lavt totalavkastningskrav i et historisk perspektiv, og kommer som et resultat av et lavt rentenivå. I kapittel 8 blir det gjennomført en prognostisering av Widerøes fremtidige økonomiske resultater, hvor hovedvekten er lagt på å estimere selskapets fremtidige driftsresultater og netto operasjonelle eiendeler. Fremtidsregnskapet blir senere brukt som grunnlag for verdivurderingen av Widerøe, og gjennom den frie kontantstrømmetoden blir selskapets egenkapital estimert til 3 233 588 000 kroner. Estimert egenkapitalverdi blir senere nedjustert til 2 943 372 000 kroner gjennom en verdikonvergeringsprosess. Dette gir en endelig P/B for Widerøe på 2,97.

Den estimerte egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen er imidlertid sensitiv overfor endringer i de antatt mest kritiske faktorene for selskapet, noe som blir belyst i sensitivitetsanalysen. I sensitivitetsanalysen blir Widerøes estimerte aksjepris testet for

marginale endringer i totalavkastningskravet, vekstfaktoren, inntjening per passasjer og veksten i antall passasjerer, og resultatene viser at estimert egenkapitalverdi varierer i intervallet 3,82 til 2,37 milliarder kroner. Gjennomsnittlig verdiestimat for Widerøe basert på den komparative verdsettelsen viste 1 849 858 693 kroner. Resultatene fra den komparative verdsettelsen vil likevel tillegges begrenset vekt, da de komparative selskapene er svært ulike i risikoprofil og internasjonal tilstedeværelse sammenlignet med Widerøe. Verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen kan derimot brukes som en «benchmark» for å undersøke rimeligheten av verdianslaget fra den fundamentale verdsettelsen, og for å se om selskapet er annerledes priset enn de komparative selskapene.

## Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på det femårige masterstudiet ved Universitet i Agder. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng, og er skrevet innen spesialiseringen MRR, våren 2019. I arbeidet med verdivurderingen har jeg fått muligheten til å ta i bruk teorier og teknikker fra en rekke fagfelt, deriblant finans, strategi, regnskap og makroøkonomi. Særlig har innføringen i kurset Financial Statement Analysis and Equity Valuation (BE-414) og Valuation (BE-316) ved Universitetet i Agder vært til stor hjelp i arbeidet med denne oppgaven.

Skriveprosessen denne våren har vært svært lærerik, variert og spennende, men også utfordrende til tider. Muligheten til å skrive en masteroppgave over et lengre tidsrom har også bidratt til at jeg kan få inngående kunnskaper og innsikt i bestemte bransjer, noe som kan være til stor hjelp i et fremtidig arbeidsliv.

Avslutningsvis ønsker jeg å rette en stor takk til mine veiledere Leif Atle Beisland og Marius Sikveland for gode råd og tilbakemeldinger gjennom semesteret.

Kristiansand, 31. mai 2019

Marius Westvik

# Innholdsfortegnelse

<b>1. Innledning</b> .....	<b>12</b>
1.1 Formål .....	12
1.2 Valg av selskap.....	12
1.3 Avgrensning.....	12
<b>2. Presentasjon av Widerøe og luftfartsindustrien i Norge</b> .....	<b>13</b>
2.1 Historien om Widerøe .....	13
2.2 Om flybransjen i Norge.....	14
2.3 Nærmere om konkurrentene til Widerøe.....	16
2.3.1 SAS.....	17
2.3.2 Norwegian .....	18
<b>3. Metoder for verdsettelse</b> .....	<b>18</b>
3.1 Fundamental verdsettelse .....	19
3.1.1 Den frie kontantstrømmetoden .....	21
3.1.2 Superprofitt fra drift .....	22
3.2 Komparativ verdsettelse.....	22
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	23
3.4 Valg av verdsettelsesmetode .....	23
<b>4. Strategisk analyse</b> .....	<b>25</b>
4.1 PESTEL-analyse .....	25
4.1.1 Politiske- og juridiske forhold .....	26
4.1.2 Økonomiske forhold .....	29
4.1.3 Sosiokulturelle forhold.....	33
4.1.4 Teknologiske forhold.....	35
4.1.5 Miljømessige forhold .....	36
4.1.6 Oppsummering av PESTEL-analysen.....	37

4.2 Porter`s femkraftsmodell.....	38
4.2.1 Rivalisering i bransjen .....	38
4.2.2 Trusler fra nye inntrengere .....	40
4.2.3 Trusler fra substitutter .....	41
4.2.4 Kundernes forhandlingsmakt.....	42
4.2.5 Leverandørens forhandlingsmakt.....	43
4.2.6 Oppsummering av femkraftsmodellen .....	44
4.3 SWOT-analyse.....	45
Styrker.....	45
Svakheter .....	46
Muligheter.....	46
Trusler .....	47
4.4 VRIO-analyse .....	48
<b>5. Regnskapsanalyse .....</b>	<b>50</b>
5.1 Klargjøring til regnskapsanalysen .....	51
5.1.1 Analysenivå.....	51
5.1.2 Analyseperiode .....	51
5.1.3 Analysegrunnlag .....	51
5.1.4 Fremgangsmåte for omgruppering av regnskapet til et investorperspektiv .....	52
5.2 Omgruppering av egenkapitaloppstillingen.....	52
5.3 Beregne avkastning og vekst i alminnelig egenkapital.....	54
5.4 Omgruppering av resultatregnskapet.....	56
5.5 Omgruppering av balanseoppstillingen.....	58
5.6 Trendanalyse .....	61
5.6.1 Trendanalyse av omgruppert balanseoppstilling .....	61
5.6.2 Trendanalyse av omgruppert resultatregnskap .....	63
5.7 Lønnsomhetsanalyse .....	64
5.7.1 Førstegrads dekomponering .....	64
5.7.2 Annengrads dekomponering .....	67

5.8 Vekstanalyse.....	69
5.8.1 Vekst gjennom lønnsomhet .....	69
5.8.2 Vekst i alminnelig egenkapital.....	71
<b>6. Risikoanalyse .....</b>	<b>72</b>
6.1 Likviditetsanalyse.....	73
6.2 Finansierings- og soliditetsanalyse .....	75
6.3 Netto driftsrentabilitet .....	78
6.4 Syntetisk rating .....	79
6.5 Oppsummering av risikoanalysen .....	80
<b>7. Avkastningskrav.....</b>	<b>80</b>
7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen.....	81
7.1.1 Risikofri rente .....	82
7.1.2 Markedets risikopremie .....	83
7.1.3 Beta .....	83
7.1.4 Oppsummering av kapitalverdimodellen.....	88
7.2 Avkastningskravet til gjelden .....	88
7.3 Totalavkastningskravet .....	90
7.4 Sirkulært problem.....	91
<b>8. Prognostisering.....</b>	<b>91</b>
8.1 Estimering av brutto driftsresultat fra normal drift .....	92
8.1.1 Driftsinntekter .....	92
8.1.2 Driftskostnader .....	97
8.1.3 Oppsummering av prognostisert driftsresultat fra normal drift.....	100
8.2 Estimering av netto operasjonelle eiendeler.....	101
8.2.1 Operasjonelle eiendeler .....	101
8.2.2 Operasjonell gjeld .....	104
8.2.3 Oppsummering av prognostiserte netto operasjonelle eiendeler.....	107

<b>9. Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>107</b>
9.1 Terminalverdi .....	107
9.2 Den frie kontantstrømmetoden .....	108
9.4 Verdikonvergens.....	<b>110</b>
<b>10. Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>111</b>
10.1 Vekstfaktor og totalavkastningskrav .....	112
10.2 Passasjerinntekter .....	113
<b>11. Komparativ verdsettelse.....</b>	<b>114</b>
11.1 P/B.....	115
11.2 P/E.....	115
11.3 P/S.....	116
11.4 EV/EBIT.....	116
11.5 Oppsummering av den komparative verdsettelsen.....	117
<b>12. Konklusjon .....</b>	<b>118</b>
<b>Bibliografi .....</b>	<b>120</b>
Bøker.....	120
Fagartikler .....	121
Rapporter .....	122
Økonomiske rapporter .....	123
Internettkilder .....	124
Forelesningsnotater.....	128
<b>Appendiksliste .....</b>	<b>129</b>



# Tabelliste

Tabell 1: Direkte- og indirekte fundamentale verdsettelsesmetoder .....	20
Tabell 2: Illustrasjon over økningen i sum avgifter i perioden 2012-2018 på strekningen Svolvær-Tromsø (NRK, 2018) .....	28
Tabell 3: Oppsummering av femkraftsmodellen.....	45
Tabell 4: Omgruppert egenkapitaloppstilling, tall i 1000 NOK.....	53
Tabell 5: Avkastning på alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK.....	54
Tabell 6: Avkastning på alminnelig egenkapital, komparativ bransje.....	55
Tabell 7: Prosentvis vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK .....	55
Tabell 8: Omgruppert resultatregnskap, tall i 1000 NOK.....	57
Tabell 9: Omgruppert balanseoppstilling, tall i 1000 NOK.....	59
Tabell 10: Trendanalyse av omgruppert balanseoppstilling .....	62
Tabell 11: Trendanalyse av omgruppert resultatregnskap .....	63
Tabell 12: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK.....	65
Tabell 13: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, komparativ bransje .....	65
Tabell 14: Financial leverage, tall i 1000 NOK .....	66
Tabell 15: Financial leverage, komparativ bransje .....	66
Tabell 16: Netto lånekostnader og SPREAD, tall i 1000 NOK .....	67
Tabell 17: SPREAD, komparativ bransje.....	67
Tabell 18: Dekomponering av avkastningen på netto operasjonelle eiendeler .....	68
Tabell 19: Dekomponering av avkastningen på netto operasjonelle eiendeler, komparativ bransje .....	69
Tabell 20: Endringer i RNOA, fra endringer i PM, ATO og unormale poster, tall i 1000 NOK.....	70
Tabell 21: Endringer i ROCE, fra endringer i RNOA, FLEV og SPREAD.....	70
Tabell 22: Vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK.....	72
Tabell 23: Syntetisk rating basert, på Knivsflå (2016).....	79
Tabell 24: Syntetisk rating av Widerøe .....	80
Tabell 25: Gjennomsnittlig betaverdi .....	87
Tabell 26: Effektiv rente.....	89
Tabell 27: Dekomponering av sum driftsinntekter, tall i 1000 NOK.....	93
Tabell 28: Inntjening per passasjer, tall i 1000 NOK .....	94
Tabell 29: Estimerte passasjerinntekter 2018-2022, tall i 1000 NOK .....	95
Tabell 30: Common-size analyse av omgruppert resultatregnskap.....	97
Tabell 31: Prognostisert netto driftsresultat fra normal drift, tall i 1000 NOK.....	101
Tabell 32: Historisk utvikling i operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK.....	102
Tabell 33: Historisk utvikling i operasjonell gjeld, tall i 1000 NOK.....	105

Tabell 34: Prognostiserte netto operasjonelle eiendeler .....	107
Tabell 35: Egenkapitalverdi ved bruk av kontantstrømmetoden, tall i 1000 NOK .....	110
Tabell 36: Sensitivetsanalyse, vekstfaktor og WACC .....	112
Tabell 37: Sensitivetsanalyse, inntjening per passasjer og vekst i antall passasjerer .....	113
Tabell 38: P/B .....	115
Tabell 39: P/E .....	116
Tabell 40: P/S .....	116
Tabell 41: EV/EBIT .....	117
Tabell 42: Oppsummering komparativ verdsettelse .....	117

## Figurliste

Figur 1: Driftsmargin i flyindustrien i perioden 2010-2019 (Statista, 2019).....	15
Figur 2: Samvariasjon mellom oljepris og flydrivstoff (IATA, 2019).....	30
Figur 3: Prognose over utviklingen i BNP frem mot 2020 (DN, 2017).....	33
Figur 4: Befolkningsframskriving i perioden 2018-2060 (SSB, 2018) .....	34
Figur 5: Illustrasjon av Porter`s femkraftsmodell (Porter, 2008 s.80).....	38
Figur 6: Markedsandeler innenlands flytrafikk 2002-2017 (Thune-Larsen & Farstad, 2018).....	40
Figur 7: Utviklingen i innenlands- og utenlandstrafikk i perioden 1983-2017 (Thune-Larsen & Farstad, 2018) ..	47
Figur 8: Likviditetsgrad 1.....	74
Figur 9: Likviditetsgrad 2.....	75
Figur 10: Gjeldsgrad.....	76
Figur 11: Egenkapitalprosent .....	77
Figur 12: Rentedeckningsgrad .....	78
Figur 13: Netto driftsrentabilitet.....	79
Figur 14: Regresjonsanalyse av avkastningen til Norwegian og OSEBX- indeksen .....	86
Figur 15: ROIC og WACC for flyindustrien i perioden 2000-2018 (IATA, 2018) .....	90
Figur 16: Verdikonvergering.....	111

## Appendiksliste

Appendiks 1: Opprinnelig resultatregnskap Widerøe, tall i 1000 NOK .....	129
Appendiks 2: Opprinnelig balanseoppstilling Widerøe, tall i 1000 NOK .....	130
Appendiks 3: Omgruppert egenkapitaloppstilling Norwegian, tall i 1000 NOK .....	131
Appendiks 4: Omgruppert balanseoppstilling Norwegian, tall i 1000 NOK .....	131
Appendiks 5: Omgruppert resultatregnskap Norwegian, tall i 1000 NOK .....	132
Appendiks 6: Omgruppert egenkapitaloppstilling SAS, tall i MSEK .....	132
Appendiks 7: Omgruppert balanseoppstilling SAS, tall i MSEK .....	133

Appendiks 8: Omgruppert resultatregnskap SAS, tall i MSEK .....	134
Appendiks 9: Månedlig avkastning Norwegian og OSEBX- indeksen.....	135
Appendiks 10: Samvariasjon mellom prisen på råolje og flydrivstoff.....	136
Appendiks 11: Verdikonvergering FCF.....	136

# 1. Innledning

## 1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å estimere den teoretiske markedsværdien av egenkapitalen til Widerøe's Flyveselskap AS (heretter omtalt som Widerøe) pr. 31.12.17, basert på offentlig tilgjengelige regnskapsdata i perioden 2013-2018. Verdsettelsen vil gjennomføres ved bruk av den frie kontantstrømmetoden. Det vil også bli gjennomført en komparativ verdsettelse av selskapet, for å støtte opp om resultatene fra den fundamentale verdsettelsen. Etersom Widerøe ikke er et børsnotert selskap, vil den estimerte egenkapitalverdien sammenlignes med selskapets bokførte egenkapital pr. 31.12.17.

## 1.2 Valg av selskap

Årsaken til at jeg valgte Widerøe som verdsettelsesobjekt var på grunn av at jeg i lang tid har hatt en sterk interesse for flyindustrien. Saker om flybransjen preger ofte nyhetsbildet, noe som bidrar til å gjøre arbeidet med oppgaven både aktuelt og spennende. Valget falt videre på Widerøe, ettersom selskapet ikke er notert på børs, i motsetning til de mer kjente og globale flyselskapene; Norwegian og SAS. Dette gjør verdsettelsesprosessen noe mer krevende, men samtidig svært lærerik og interessant. I tillegg er det ikke skrevet lignende oppgaver om selskapet på lang tid, og ettersom Widerøe har gjennomgått store organisasjonsmessige endringer siden 2013 - da selskapet ble solgt fra sin tidligere eier SAS - vil en verdsettelse av selskapet kunne være nyttig for flere lesere.

## 1.3 Avgrensning

Konsernet Widerøe AS består av datterselskapene Widerøe's Flyveselskap AS, Widerøe Ground Handling AS, Widerøe Technical Services AS, Widerøe Internett AS, Widerøe Asset AS og Widerøe Property AS. Oppgaven fokuserer på virksomheten til Widerøe's Flyveselskap AS, ettersom dette datterselskapet står for en klar majoritet av driftsinntektene og verdiskapingen i konsernet. Jeg vil likevel benytte konsernregnskapet som datagrunnlag for regnskapsanalysen i kapittel 5 og verdivurderingen i kapittel 9, da offentlig tilgjengelige regnskapsdata for de enkelte datterselskapene ikke eksisterer for alle analyseårene.

Jeg vil videre foreta en ytterligere avgrensning i oppgaven, da jeg i den strategiske analysen i kapittel 4 vil fokusere på innenlandstrafikken til Widerøe. Dette gjør jeg fordi driftsinntektene fra utenlandstrafikken kun står for omlag 10% av de totale driftsinntektene for konsernet. En omfattende analyse av konkurransesituasjonen på utenlandsrutene ville derfor vært for komplisert og tidkrevende sett opp mot relevansen for verdsettelsen av Widerøe.

## **2. Presentasjon av Widerøe og luftfartsindustrien i Norge**

### **2.1 Historien om Widerøe**

Widerøe er Nordens største regionale flyselskap. Et regionalt flyselskap er et flyselskap som i all hovedsak frakter sekundære trafikkstrømmer fra mindre tettsteder inn til storbyer, og Widerøe fungerer således som et viktig bindeledd mellom næringslivene i distriktene og storbyene i Norge. Selskapet ble etablert i 1934 av Wiggo Widerøe, sammen med fire av hans venner, noe som gjør Widerøe til Norges eldste flyselskap. Widerøe hadde i starten base på Ingjerstrand utenfor Oslo, og i de første driftsårene var virksomheten i hovedsak knyttet til taxi-, ambulanse-, skole- og fotoflyvning (Tandberg, 2018).

Under krigsårene var Norge underlagt flyforbud, men fra 1950-tallet økte aktiviteten i Widerøe betraktelig, hvor blant annet sjøflyruter i Nord-Norge genererte store inntekter for selskapet. Sjøflyrutene ble senere erstattet av landflyruter, etter at myndighetene besluttet å etablere kortbaneflyplasser i distriktene. Videre på 1970-tallet ble Widerøe reorganisert, med mål om at selskapet skulle spille en ledende rolle i utviklingen av flyruter til distriktene. Forretningsideen om rendyrket rutedrift ble realisert, og den kontinuerlige utviklingen har fortsatt siden den tid. Widerøe har i dag en visjon om å bli Europas ledende regionale flyselskap (Widerøe, 2018).

Widerøe har helt siden oppstarten i 1934 innehatt en viktig rolle innenfor norsk luftfart, ettersom det brede spekteret av flyruter har bidratt til at folk kan bosette seg å drive virksomhet over hele landet. Selskapet har også i tillegg til sine mange kommersielle ruter vunnet flere oppdrag fra den norske staten på anbudsruiter, og i 2017 var 37% av de reisende via trafikk på anbudsrutene (Widerøe, årsrapport, 2017).

Fra 2002 til 2013 var Widerøe eid av SAS, men i forbindelse med den vanskelige økonomiske situasjonen i SAS, ble Widerøe besluttet solgt høsten 2012, som et ledd i å bedre likviditetssituasjonen i SAS. Den 3. mai 2013 ble 80% av aksjene i Widerøe solgt til en investorgruppe bestående av Fjord1, Torghatten og Nordland Fylkeskommune for 2 milliarder kroner, hvor SAS stod igjen som minoritetsaksjonær med 20% av aksjene (E24, 2013). I 2016 solgte SAS de resterende aksjene, og Widerøe eies nå i sin helhet av investeringsselskapet WF Holding AS.

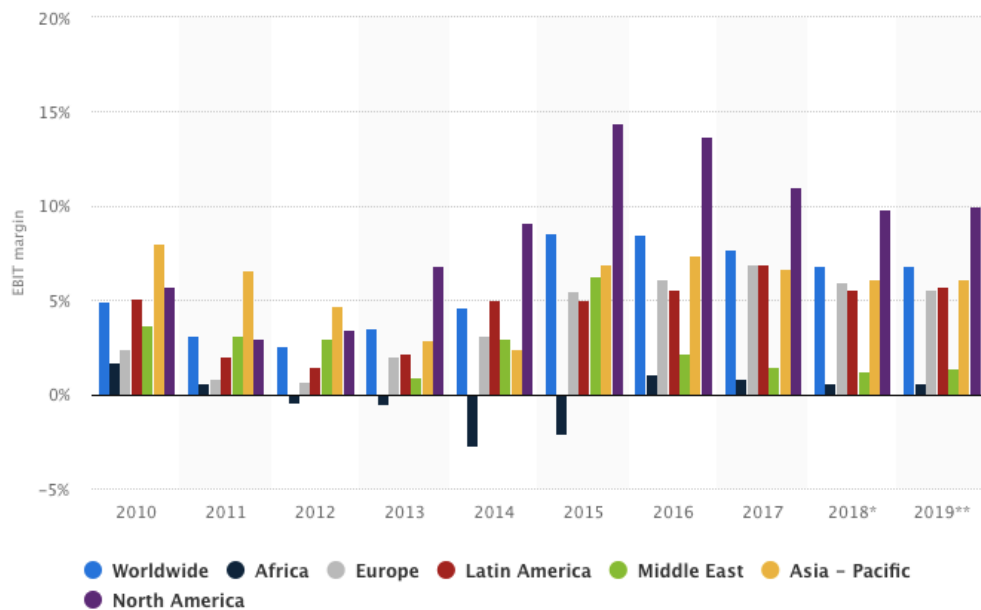
Konsernet Widerøe AS består i dag av datterselskapene Widerøe Ground Handling AS, Widerøe's Flyveselskap AS, Widerøe Technical Services AS, Widerøe Asset AS, Widerøe Property AS og Widerøe Internett AS. Selskapet har totalt nesten 3000 medarbeidere, og flyr til 46 destinasjoner i inn- og utland. Det samlede rutetilbudet i Norge er over dobbelt så stort som tilbudet fra hovedkonkurrenten SAS, og omfatter destinasjoner fra Honningsvåg i Nord til Kristiansand i Sør. Widerøes administrerende direktør er pr. 2019 Stein Nilsen, og selskapets hovedkontor er lokalisert i Bodø.

Widerøe opererer med en flåte på 41 fly av typen Bombardier Dash-8 turbopropell, hvorav majoriteten av flyene ble anskaffet på midten av 1990-tallet. Widerøe har også bestilt tre nye jetfly av typen Embraer E190-E2 som leveres i 2018/2019, med opsjon på levering av ytterligere 12 fly. Widerøe-konsernet hadde i 2017 samlede driftsinntekter på 4,5 milliarder kroner, og leverte over 400 daglige avganger fra flyplasser i inn- og utland (Widerøe, årsrapport, 2017).

## **2.2 Om flybransjen i Norge**

I Norge preges konkurransen i flybransjen av noen få dominerende aktører, og bransjen kan således karakteriseres som et oligopol. Stoltz & Andresen (2018) beskriver et oligopol som en tilstand i et marked hvor den overveiende delen av tilbudet kommer fra noen få store tilbydere, noe som gir tilbyderne stor markedsmakt overfor forbrukerne. Den nasjonale konkurransen kan dermed ikke sies å være like sterk som den internasjonale, som preges av en intens rivalisering, sterkt prispress og omfattende bruk av allianser og nettverk for å forhindre nye aktører i å entre markedet. Flyindustrien representerer på mange måter et

paradoks, da bransjen de siste 50 årene har opplevd en kraftig vekst, samtidig som lønnsomhetsmarginene har vært lave. Den europeiske flyindustrien har nå nådd modningsfasen i sin livssyklus, og veksten har avtatt noe. Veksten ligger imidlertid fortsatt relativt høyt, med en årlig vekst på omlag 4-5% (Doganis, 2009). I Figur 1 nedenfor er driftsmarginen for verdens flyselskaper (fordelt på regioner) presentert i perioden 2010-2019.



Figur 1: Driftsmargin i flyindustrien i perioden 2010-2019 (Statista, 2019)

Hovedårsaken til de lave lønnsomhetsmarginene i bransjen er de høye kostnadene og investeringene som kreves for å drive et flyselskap. Det er derfor essensielt for flyselskapene å generere enhetsinntekter som overstiger enhetskostnadene, for på denne måten å kunne være i stand til å overleve. Marginalkostnad eller grensekostnad angir kostnadsøkningen selskapet pådrar seg når produksjonen øker med én ekstra enhet (Hoff, 2010). Utnyttelse av stordriftsfordeler (hvor gjennomsnittskostnadene faller ved økt volum) er derfor viktig for lønnsomheten. Stordriftsfordeler innen luftfartsindustrien kan blant annet oppnås gjennom større fly, kapasitetsutnyttelse og rutelengde (Steen, 2005).

Yield er et viktig nøkkeltall for flyselskaper, og angir den gjennomsnittlige inntekten per passasjerkilometer. Størrelsen på Yelden avgjøres i følge Steen (2005) av blant annet

konkurransenintensitet, reiselengde, prisstrategi og geografisk plassering. Inntøget av lavprisselskapene i luftfartsindustrien har resultert i en kraftig reduksjon i billettprisene og Yelden. For at et flyselskap skal kunne overleve på sikt er det derfor viktig at selskapenes kostnadsnivå holdes så lavt som mulig, slik at Yelden overstiger enhetskostnadene.

I 2017 var SAS største aktør på innenriksnettet med 7 millioner fraktede passasjerer, og en markedsandel på 45% (Thune-Larsen & Farstad, 2018). Den nest største operatøren innenlands var Norwegian med 5,8 millioner fraktede passasjerer, og en markedsandel på 38%. Widerøe hadde i 2017 en markedsandel på 17%, med i alt 2,6 millioner fraktede passasjerer. Av øvrige flyselskap kan nevnes Danish Air Transport, som frakter omlag 30 000 passasjerer årlig (Thune-Larsen & Farstad, 2018). Nye flyselskap som FlyNonstop og FlyViking har i de siste årene prøvd å entre det norske markedet, men på grunn av svake økonomiske resultater har selskapene måtte avvike etter kort tid.

De siste årene har det oppstått en endring i utviklingen i forholdstallet av antall flyreiser mellom forretnings- og fritidsreisende. Etter fallet i oljeprisen, og den etterfølgende nedgangen i sysselsettingen i olje- og gassrelatert virksomhet, har andelen forretningsreisende blitt gradvis redusert (Norsk Petroleum, 2018). Dette har kommet som et resultat av at mange av de tradisjonelle «oljerutene» har blitt midlertidig nedlagt. Denne utviklingen har vært negativ siden 2007. Antall fritidsreisende har derimot økt uavbrutt siden 2003, og har hatt en årlig vekst i perioden 2003-2017 på 4,2% (Thune-Larsen & Farstad, 2018). Den generelle utviklingen i det norske flymarkedet går også i retning av økt vekst i utenlandstrafikken, mens veksten på innenlandsmarkedet er stagnert. Innenlandstrafikken til Widerøe står pr. 2018 for omlag 90% av driftsinntektene til selskapet (Widerøe, årsrapport, 2017).

### **2.3 Nærmere om konkurrentene til Widerøe**

Når man skal analysere konkurransesituasjonen til Widerøe vil det være hensiktsmessig å dele denne inn i to adskilte områder, nemlig konkurransen på de kommersielle rutene og konkurransen på anbudsrutene. Flyselskapenes tilbud er i utgangspunktet markedsstyrt, hvor markedets etterspørsel avgjør om rutene er lønnsomme eller ikke. Norge er derimot et



langstrakt land med en spredt bosetting, og for å sikre et godt tilbud også til destinasjoner som i utgangspunktet ikke kan drives ut i fra et bedriftsøkonomisk hensyn, kjøper staten flytjenester etter anbudskonkurranser for å sikre næringslivet og transportmulighetene til disse stedene (Regjeringen, 2015). Widerøe hadde frem til 1993 enerett på å trafikkere rutene som ikke var lønnsomme, men fra tidlig på 1990-tallet ble det tatt til orde for en større grad av effektivisering i transportsektoren, med mer utstrakt bruk av anbudsordninger (Bråthen et al., 2015 s.119).

Statens kostnader til regionale flyruter har økt mye de siste årene, blant annet som en konsekvens av liten konkurranse i anbudskonkurransene. Widerøe står her i en sterk posisjon, ettersom de på nåværende tidspunkt er det eneste flyselskapet som kan kombinere fly med 30 seter og trykkabin på det norske kortbanenettet. I tillegg stiller staten krav til installasjon av et spesifikt navigasjonssystem (SCAT-1) og deltakelse i et globalt billettdistribusjonssystem som vilkår i anbudskonkurransene (Lian, Thune-Larsen & Draagen, 2010).

Nedenfor følger en kort presentasjon av de direkte konkurrentene; SAS og Norwegian, som sammen med Widerøe representerer bransjen jeg vil knytte drøftelsen opp mot i resten av oppgaven. En mer inngående analyse av konkurransesituasjonen til Widerøe vil utføres i den strategiske analysen i kapittel 4.

### **2.3.1 SAS**

SAS (Scandinavian Airlines Systems) er et skandinavisk flyselskap stiftet i 1946. Flyselskapet var opprinnelig eid av de nordiske landene Norge, Sverige og Danmark, og ble etablert for å drive rutetraffikk mellom landene. I 2018 solgte imidlertid den norske staten seg ut av selskapet (DN, 2018). I 1997 sikret SAS seg majoriteten av aksjene i Widerøe, og fra 2002 til 2013 var SAS eiere i selskapet. Selskapet opererer pr. 2019 med en flåte på 158 fly, og flyr til over 100 destinasjoner fordelt på land i Europa, Asia og Amerika. SAS er medlem av Star Alliance-gruppen, som er en global luftfartsallianse, hvor fordelene med å være medlem innebærer felles bonusprogrammer og koordinering av avganger. Selskapet har i dag sitt hovedkontor i Stockholm (SAS, 2018).

### 2.3.2 Norwegian

Norwegian (Norwegian Air Shuttle) er det femte største lavprisselskapet i verden med over 10 000 medarbeidere. Selskapet ble stiftet i 1993, og var opprinnelig et regionalt flyselskap som i hovedsak trafikkerte ruter på Vestlandet i samarbeid med Braathens. Norwegian har vært notert på Oslo Børs siden 2003, og har opplevd en eventyrlig vekst i aksjekursen siden da. I starten av 2019 opplevde Norwegian derimot store økonomiske vanskeligheter, da selskapet måtte hente inn omlag 3 milliarder kroner for å sikre sin videre eksistens, og selskapet er i skrivende stund inne i en emisjonsprosess. Norwegian fraktet i 2017 over 33 millioner passasjerer, og flåten deres består pr. 2018 av 144 fly. Selskapet har i dag sitt hovedkontor på Fornebu, og deres administrerende direktør er pr. 2019 Bjørn Kjos (Norwegian, 2018).

## 3. Metoder for verdsettelse

Det vil ofte være behov for å verdsette en virksomhet, blant annet i forbindelse med kjøp og salg av bedrifter og ved fusjoner for å fastsette bytteforholdet mellom partene.

Verdivurdering er imidlertid ikke noen eksakt vitenskap, og verdien vil blant annet avhenge av om man legger til grunn et kjøper- eller selgersynspunkt (Dahl et al., 1997). Den bokførte egenkapitalen vil videre ofte avvike fra verdien på egenkapitalen vi kommer frem til gjennom en verdsettelse («den reelle verdien»).

Noe av årsaken til dette er at den bokførte egenkapitalen er bygd opp etter regnskapslovens regler, som blant annet bygger på forsiktighetsprinsippet, et av i alt fem grunnleggende regnskapsprinsipper i Regnskapsloven av 1998. Forsiktighetsprinsippet innebærer at urealiserte tap skal resultatføres, og gjør seg blant annet gjeldende ved nedskrivningsplikten for anleggsmidler ved verdifall som ikke anses som forbigående. Urealiserte gevinster resultatføres derimot ikke, noe som skaper en skjevhet i regnskapet (Tofteland, 2014).

I følge Damodaran (2012) finnes det i hovedsak tre hovedkategorier av metoder for å verdsette selskaper: Fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. Kaldestad & Møller (2011) har en lignende inndeling i sin lærebok, hvor verdsettelsesmetodene deles inn i henholdsvis inntjeningsbaserte-, markedsbaserte-, balansebaserte-, kostbaserte- og

opsjonsbaserte metoder. I den påfølgende drøftelsen vil inndelingen fra Damodaran (2012) følges. Et viktig utgangspunkt er at bruk av ulike fundamentale verdsettelsesmetoder skal gi samme verdiestimat dersom riktig fremgangsmåte er fulgt (Kinserdal, 2017).

### **3.1 Fundamental verdsettelse**

Fundamental verdsettelse er en metode der man analyserer informasjon, prognostiserer fremtidig inntjening og gjennomfører en verdsettelse basert på disse prognosene. Prosessen ved å gjennomføre en fundamental verdsettelse består av fem steg (Penman, 2013). I det følgende vil oppgavens kapitteloppbygning i all hovedsak baseres på disse fem stegene.

#### *Steg 1. Kjenne virksomheten*

En grundig forståelse av bedriften og bransjen den opererer i er viktig for å kunne gjennomføre en verdivurdering, for på denne måten å kunne forstå hvilke rammebetingelser bedriften arbeider under. I prosessen med å opparbeide seg en forståelse av virksomheten analyseres blant annet virksomhetens kunnskapsbase, konkurransesituasjon, regulatoriske forhold og produkttilbud (Penman, 2013). I den strategiske analysen av Widerøe i kapittel 4, vil jeg gå grundig inn på flere av disse forholdene.

#### *Steg 2. Analyser informasjon*

Analyser av selskapets informasjon innebærer å gå i dybden på selskapets kvantitative og kvalitative informasjon. Kvantitativ informasjon kan blant annet innhentes gjennom års- og kvartalsrapporter, mens kvalitative rapporter kan komme i form av møte- og styrereferater. Det vil også kunne være hensiktsmessig å omgruppere den økonomiske informasjonen for på denne måten å skille ut irrelevant informasjon som ikke er ønskelig å inkludere i verdsettelsen, slik at prognostiseringen blir mest mulig nøyaktig og bygger på et riktig datagrunnlag. En slik omgruppering er også nødvendig, da vi ser regnskapet ut i fra et investorperspektiv for verdsettelsesformål (Penman, 2013; Gjesdal, 2007).

Regnskapsanalysen av Widerøe vil bli gjennomført i kapittel 5.

#### *Steg 3. Utvikle prognoser*

Prognostisering innebærer å estimere fremtidig inntjening etter analyseperiodens slutt. Dette kan være en svært krevende øvelse, ettersom prognosene bygger på en stor grad av

usikkerhet og bruk av estimater. Prognostisering av Widerøes fremtidige inntjening gjennomføres i kapittel 8.

#### *Steg 4. Konvertere prognosene til en verdivurdering*

Den fremtidige inntjeningen vil skapes i et fremtidsperspektiv. Det er derfor nødvendig å neddiskontere den fremtidige inntjeningen til dagens verdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor (avkastningskrav). Dette gjøres for å kompensere for risikoen til kontantstrømmene. Widerøes avkastningskrav, risikoanalyse og verdivurdering gjennomføres i henholdsvis kapittel 7,6 og 9.

#### *Steg 5. Investeringsbeslutning på grunnlag av verdsettelsen*

En investor beslutter hvorvidt han ønsker å kjøpe et selskap eller en aksje basert på en vurdering av den estimerte verdien (fra verdsettelsen) og aksjeprisen (Penman, 2013). Etersom Widerøe ikke er notert på børs, vil den estimerte markedsverdien av egenkapitalen ikke kunne sammenlignes med en observerbar aksjepris.

De fundamentale verdsettelsesmetodene kan videre deles inn i direkte- og indirekte metoder, hvorav de direkte metodene (egenkapitalmetoden) estimerer egenkapitalverdien direkte, mens de indirekte metodene (totalkapitalmetoden) estimerer egenkapitalverdien indirekte, da man gjennom verdivurderingen kommer frem til en verdi for selskapet som helhet («enterprise value»). Vi må derfor trekke fra selskapets gjeld for å komme frem til egenkapitalverdien ved bruk av indirekte fundamentale verdsettelsesmetoder. I tabell 1 presenteres en tabellarisk oversikt over inndelingen av verdsettelsesmetodene.

<b>Egenkapitalmetoden (direkte metoder)</b>	<b>Totalkapitalmetoden (indirekte metoder)</b>
Dividendemodellen	Kontantstrømmodellen (FCF)
Superprofitt (RE)	Superprofitt fra drift (ReOI)
Vekst i superprofitt (AEG)	Abnormal Operating Income Growth (AOIG)

*Tabell 1: Direkte- og indirekte fundamentale verdsettelsesmetoder*

I den videre drøftelsen vil jeg gjennomgå hovedteorien bak de fundamentale verdsettelsesmetodene jeg mener er mest relevante å benytte i verdsettelsen av Widerøe. Verdivurderingen av Widerøe vil gjennomføres i kapittel 9.

### 3.1.1 Den frie kontantstrømmetoden

Den frie kontantstrømmetoden er den mest utbredte verdsettelsesteknikken brukt i praksis (Koller et al., 2005). Gjennom denne fundamentale verdsettelsesteknikken neddiskonterer man (beregner nåverdien av) de fremtidige kontantstrømmene som man forventer at selskapet vil generere i fremtiden med et totalavkastningskrav. Den frie kontantstrømmetoden krever at man prognostiserer kontantstrømmene i en eksplisitt måleperiode, for så å tillegge en terminalverdi som angir summen av kontantstrømmene etter den eksplisitte måleperioden (Gjesdal, 2012).

Selv om denne verdsettelsesmetoden er den mest utbredte, er den ikke særlig godt egnet på kort sikt. Grunnen til dette er at selskapets investeringer («I» i formelen nedenfor) reduserer kontantstrømmene til selskapet, og følgelig den estimerte verdien på egenkapitalen (Penman, 2013). Dette er et paradoks, ettersom investeringer nettopp settes i verk for å øke de fremtidige kontantstrømmene og verdien til selskapet. Terminalverdien blir ofte utarbeidet ved bruk av Gordon Growth Formula (som vi kommer tilbake til i punkt 9.1), hvor det legges til grunn en lineær uendelig vekst inn i fremtiden. Vekstanslagene er derimot en svært usikker variabel som kan ha en betydelig effekt på selskapsverdien, og historien har vist at lineær vekst sjelden foreligger. En fordel med modellen er derimot at selskapets kontantstrømmer ikke påvirkes av ulike regnskapsregler og prinsipper.

$$V0^E = \frac{C-I}{R_F} + \frac{C_2-I_2}{R_{F2}} + \frac{C_3-I_3}{R_{F3}} + \dots + \frac{C_T-I_T}{R_{FT}} + \frac{CV^T}{R_{FT}} - V0^D$$

*Formel: Den frie kontantstrømmetoden (Penman, 2013 s.116)*

#### Hvor:

$V0^E$  = verdien av egenkapitalen

$C_t-I_t$  = Den frie kontantstrømmen

$R_F$  = Totalavkastningskravet

$CV_T$  = Terminalverdien til investeringen

$VO^D = \text{Verdien av gjeld}$

### 3.1.2 Superprofitt fra drift

Superprofitt fra drift er et mål på meravkastning utover avkastningskravet, og superprofittmetoden hensyntar således alternativkostnaden ved den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011). Superprofittmetoden inneholder tre komponenter: bokført verdi av egenkapitalen på verdsettelsestidspunktet, nåverdi av superprofitt i de eksplisitte måleperiodene og terminalverdien av superprofitt (Gjesdal, 2012). En av fordelene med superprofittmetoden sammenlignet med for eksempel den frie kontantstrømmetoden diskutert ovenfor, er at metoden fokuserer på fundamentale verdidrivere som lønnsomhet og vekst (Gjesdal, 2012). En ulempe med denne modellen er derimot at de regnskapsmessige størrelsene er preget av skjønnsmessige vurderinger og periodiseringer, noe som gir utslag i verdianslagene (Penman, 2013).

$$ReOI = OI_t - (R_F \times NOA_{t-1})$$

*Formel: Superprofitt fra drift (Penman, 2013 s.439)*

#### Hvor:

ReOI = Superprofitt fra drift

$OI_t$  = driftsinntekt

$R_F$  = Totalavkastningskravet

$NOA_{t-1}$  = netto operasjonelle eiendeler

### 3.2 Komparativ verdsettelse

Den andre hovedtilnærmingen som benyttes mye i praksis for å verdsette selskaper er å se på den relative prisingen av sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2011; Damodaran, 2012). Verdivurderingen foretas her ved å ta utgangspunkt i tallstørrelser fra resultatregnskapet eller balanseoppstillingen - slik som for eksempel driftsresultat eller salgsinntekter - for så å multiplisere tallstørrelsen med en faktor, utledet fra et sammenlignbart selskap.

Ved å benytte disse multiplene estimerer vi kontantstrømmen til selskapet på en indirekte måte, ettersom vi tar utgangspunkt i verdien på sammenlignbare selskaper. Vi antar dermed

at det samme forholdet mellom verdi og faktor også gjelder for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2011). Penman (2013) argumenterer for at komparativ verdsettelse kan være fordelaktig i enkelte situasjoner, da modellen krever minimalt med informasjon og bruk av ressurser, slik at fordelene ofte overveier ulempene.

Ofte benyttede multipler er price-to-sales value (P/S) og price-to-book value (P/B). Selv om komparative verdsettelsesmetoder er mye brukt i praksis, kan de by på vanskeligheter, ettersom det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper med samme risikoprofil og markedsstrategi. Modellen kan imidlertid brukes som en «benchmark» i forhold til en kontantstrømbasert verdi, for og blant annet identifisere eventuelle årsaker til at selskapet prises annerledes enn andre i bransjen (Kaldestad & Møller, 2011).

### **3.3 Opsjonsbasert verdsettelse**

Damodaran (2012) skiller mellom realopsjoner og finansielle opsjoner.

Realopsjonstankegangen innebærer at man kombinerer teorien bak prising av opsjoner med investeringer i aktiva. Realopsjoner er med andre ord knyttet til driften av selskapet, og innebærer blant annet muligheten til å avhende eller utsette investeringer. Slike opsjoner finnes i de fleste virksomheter, og realopsjoner prises vanligvis ved hjelp av binomialmodellen eller Black-Scholes-modellen (Kaldestad & Møller, 2011).

En finansiell opsjon gir eieren av opsjonen rett, men ingen plikt, til å kjøpe en aksje eller et annet finansielt instrument til en gitt pris. Verdien av denne fleksibiliteten vil til en viss grad undergraves i en kontantstrømanalyse, og særlig i situasjoner hvor det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden (Kaldestad & Møller, 2011).

### **3.4 Valg av verdsettelsesmetode**

Å kjøpe et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. Den korrekte metoden bør derfor på bakgrunn av dette resonnementet være å estimere verdien av selskapet gjennom den frie kontantstrømmetoden (Dahl et al., 1997). Penman (2013) og Kaldestad & Møller (2011) argumenterer på sin side for at superprofitt bør

benyttes som verdsettelsesmetode, ettersom metoden fokuserer på viktige verdidrivere hos bedriftene.

Hvilken metode en velger å anvende bør baseres på en kost-/nyttevurdering. Et av hovedproblemene med den frie kontantstrømmetoden er at den er svært kostbar, kompleks og tidskrevende, samtidig som det kan være vanskelig å budsjettere fremtidige kontantoverskudd. Usikkerheten knyttet til verdsettelsen tilsier at man bør gjennomføre sensitivitetsanalyser (Dahl et al., 1997). Sensitivitetsanalyser vil bli gjennomført i kapittel 10, for å identifisere og håndtere noe av usikkerheten knyttet til størrelsen på viktige variabler og deres innvirkning på estimert egenkapitalverdi for Widerøe.

Kaldestad & Møller (2011) argumenterer videre for at valg av verdsettelsesmetode vil avhenge av flere faktorer, blant annet tilgangen på informasjon, tiden man har til disposisjon og kravet til pålitelighet. Optimalt sett bør man kombinere flere metoder i en verdsettelsesprosess. Videre er modne selskaper i utgangspunktet enklere å verdsette enn nystartede selskaper i en sterk vekstfase, da nystartede selskaper ofte opplever store svingninger i resultatene, noe som gjør det vanskelig å utvikle gode prognoser for fremtiden. Det kan også være mer krevende å verdsette ikke-børsnoterte selskaper, grunnet den reduserte tilgjengeligheten på informasjon, men det er likevel ikke noe i veien for å benytte de samme verdsettelsesteknikkene for selskaper utenfor børs (Damodaran, 2012).

Widerøe er et modent og stabilt selskap etablert helt tilbake i 1934. I tillegg svinger ikke de økonomiske resultatene mye fra år til år. Dette er argumenter i retning av å benytte en fundamental verdsettelsesteknikk. Videre er den norske og europeiske flybransjen som helhet en moden bransje, noe som gjør at vekstanslagene kan fastlås med en rimelig grad av sikkerhet. Jeg vil derfor som hovedmetode benytte den frie kontantstrømmetoden for å estimere Widerøes egenkapitalverdi.

Komparative verdsettelsesteknikker kan også benyttes i oppgaven, ettersom de to direkte konkurrentene på det norske markedet; SAS og Norwegian, begge er børsnoterte selskaper. SAS og Norwegian driver derimot virksomheten sin i en helt annen skala, og baserer mye av sin aktivitet på utenlandstrafikk - både i Europa og i øvrige deler av verden - noe som kan



skape utfordringer i sammenligningsgrunnlaget med Widerøe. Komparativ verdsettelse vil likevel gjennomføres i kapittel 11, da resultatene kan benyttes som en nyttig «benchmark» til den fundamentale verdsettelsen. Ettersom det ikke foreligger offentlig informasjon om eventuelle opsjoner for Widerøe, vil den opsjonsbaserte tilnærmingen være lite hensiktsmessig å bruke i vårt tilfelle. Det kan derimot tenkes at Widerøe vil få opsjon på å drive flytrafikk på enkelte flystrekninger i fremtiden.

## **4. Strategisk analyse**

I dette kapitlet vil jeg foreta en strategisk analyse av Widerøes posisjon i den norske luftfartsindustrien. En slik analyse vil blant annet kunne bidra til å identifisere vekstmuligheter for selskapet, samt håndtere anslåtte risikoer som vil kunne inntreffe i fremtiden. En grundig analyse av selskapet og dets omgivelser er helt essensielt for å kunne foreta en verdsettelse av et selskap, jf. steg 1 i rammeverket for fundamental verdsettelse av Penman (2013), presentert under punkt 3.1.

Den strategiske analysen av Widerøe er i dette kapitlet delt inn i tre nivåer. Først vil jeg analysere hvordan makroøkonomiske forhold utenfor selskapets kontroll vil antas å kunne påvirke selskapet i fremtiden gjennom en PESTEL-analyse (makronivå). Videre benyttes Porter's femkraftsmodell for å analysere graden av rivalisering og konkurranse på industrinivå. Avslutningsvis tas SWOT og VRIO-analysen i bruk, hvor jeg vil gå grundigere inn på bedriftens interne styrker og svakheter, samt en gjennomgang av selskapets viktigste ressurser.

### **4.1 PESTEL-analyse**

Gjennom en PESTEL-analyse identifiserer man eksterne faktorer utenfor selskapets kontroll som kan ha en direkte eller indirekte innvirkning på selskapets strategi. De eksterne faktorene som her studeres er: politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, juridiske- og miljømessige forhold. Formålet med en PESTEL-analyse er å forsøke og avdekke hvordan viktige forhold i makroomgivelsene vil kunne endre blant annet selskapets posisjon og vekstpotensial i fremtiden, slik at selskapet kan ta hensyn til dette i sitt framtidige

strategiarbeid (Dess et al., 2012). I de følgende avsnittene vil de seks makroøkonomiske faktorene diskuteres utførlig.

#### **4.1.1 Politiske- og juridiske forhold**

De politiske- og juridiske faktorene er nært knyttet sammen i PESTEL-analysen, og omtales her under ett. Disse faktorene omhandler blant annet myndighetenes rolle i næringslivet, og omfatter blant annet handlinger innen lovgivning og regulering av markeder (Dess et al., 2012).

Samferdselsdepartementet er øverste myndighet for luftfarten i Norge. Departementets myndighet utøves blant annet gjennom eierstyring av Avinor og etatsstyring av Luftfartstilsynet. Samferdselsdepartementet utøver også myndighet gjennom rettslig regulering, kjøp av flytransporttjenester og tilskudd til ikke-statlige lufthavner. I tillegg har Statens havarikommisjon for transport et viktig ansvar for å bedre sikkerheten ved å undersøke ulykker og alvorlige hendelser innen hele transportområdet (Regjeringen, 2014).

Avinor driver i Norge 45 flyplasser kombinert med flysikringstjenester, og som vederlag for disse tjenestene betaler brukerne diverse avgifter som er nedfelt i gjeldende regelverk fastsatt av Samferdselsdepartementet. Avgiftene fra Avinor kan deles inn i lufthavnavgifter, flysikringsavgifter og andre offentlige avgifter. Lufthavnavgiftene består videre av startavgift, passasjeravgift og sikkerhetsavgift, mens flysikringsavgiftene består av underveisavgift for tjenester i luftrommet og terminalavgift som vederlag for tårntjenester (Avinor, 2019). Andre offentlige avgifter inkluderer blant annet et merverdiavgiftspåslag på avgiftene for innenriksflyvninger, ettersom Avinor fra 2005 er omfattet av merverdiavgiftsloven. I avsnittene som følger vil regjeringens skatte- og avgiftspolitikken samt dereguleringen av flybransjen diskuteres nærmere, da disse aspektene er svært sentrale for bransjen.

#### **Skatter og avgifter**

Skattenivået i Norge fastsettes årlig av Stortinget, og skatten kreves blant annet inn for å dekke statens utgifter til offentlige tilbud som infrastruktur, skole og sykehus. I 2018 bidro sum skatter og avgifter med 971,8 milliarder kroner til staten, og utgjorde med dette hele 82% av statens samlede inntekter, dersom petroleumsinntektene holdes utenfor

regnestykket (Regjeringen, 2018b). Skattesatsen på alminnelig inntekt var for inntektsåret 2018 på 23%, og av Stortingets skattevedtak for 2019 justeres skattesatsen ned med et prosentpoeng til 22%. Staten krever også inn en rekke indirekte skatter i form av merverdiavgift, særavgifter, toll og sektoravgifter.

De totale avgiftene utgjør en betydelig del av driftskostnadene til Widerøe, og utgjorde ca. 10% av totale driftsinntekter i 2017. Størrelsen på avgiftene påvirker til dels etterspørselen etter flyreiser, da store deler av avgiftsbelastningen ofte blir veltet over på forbrukerne gjennom økte billettpriser og redusert tilbud. I budsjettavtalen fra 2016 mellom samarbeidspartiene Høyre, FrP, Venstre og KrF, ble det besluttet å innføre en ny avgift på flyreiser; flypassasjeravgiften (Regjeringen, 2016). Dette innebar at alle avganger fra norske lufthavner ble ilagt en avgift på 80 kroner per passasjer. Flypassasjeravgiften har ført til store kostnadsøkninger for flyselskapene, og selskapene selv anslo at opptil 6000 arbeidsplasser kunne gå tapt - da mange av dagens distriktsruter ville bli ulønnsomme med den nye politikken (NRK, 2015).

Widerøe er et av selskapene som har blitt hardest rammet av flypassasjeravgiften, og har som en konsekvens av denne truet med å legge ned mange viktige ruter til distriktene. Årsaken til dette er at mange av distriktsrutene Widerøe opererer på går fra å være lønnsomme til ulønnsomme når flypassasjeravgiften tillegges, da avgiften på 80 kroner per passasjer ilegges uavhengig av reiselengde. Flypassasjeravgiften er derfor av mange ansett for å være diskriminerende overfor de kortere distriktsrutene og befolkningen i Nord-Norge. Samferdselsdepartementet jobber derfor per dags dato med et forslag om en lavere avgift på små fly av typen Widerøe bruker på kortbanenettet, med mål om å bevare rutetilbudet og næringslivet i Nord (DN, 2019).

Myndighetens skatte- og avgiftsnivå vil også ha en direkte effekt på husholdningenes forbruk. Et lavt skattenivå på alminnelig inntekt innebærer at forbrukerne sitter igjen med en høyere nettoinntekt som kan disponeres til konsum. Fordelene med redusert inntektsskatt for forbrukerne gjennom de siste årene har derimot blitt delvis nøytralisert gjennom økte indirekte avgifter, i form av blant annet merverdiavgift og flypassasjeravgift. I

Tabell 2 følger et illustrert eksempel over den kraftige økningen i avgiftsnivået på flystrekningen Svolvær-Tromsø i perioden 2012-2018.

Oversikt over flyavgifter	2012	2014	2016	2018
Startavgift	488	608	715	693
Passasjeravgift	1076	1193	1264	1123
Securityavgift	1264	1334	1310	1498
Terminalavgift	664	628	562	591
Underveisavgift	530	473	420	467
<b>Sum avgifter Avinor</b>	<b>4022</b>	<b>4236</b>	<b>4271</b>	<b>4372</b>
Flypassasjeravgift	0	0	1872	1942
CO2- avgift	137	182	351	416
Merverdiavgift	1975	1990	2679	2996
<b>Sum</b>	<b>6134</b>	<b>6408</b>	<b>9173</b>	<b>9726</b>
Skatt per passasjer (30 personer)	204	214	306	324
<b>Økning i perioden 2012-2018</b>				<b>59 %</b>

Tabell 2: Illustrasjon over økningen i sum avgifter i perioden 2012-2018 på strekningen Svolvær-Tromsø (NRK, 2018)

### Reguleringer og regelverk

Deregulering innebærer at et lands myndigheter fjerner eller forenkler restriksjoner pålagt næringslivet, slik at dette blir overlatt til markedskreftene. Flybransjen har i mange år vært preget av monopolmarkeder med beskyttede statlig eide flyselskaper, uten eksponering for utenlandsk konkurranse. Det første steget mot et deregulert flymarked startet i USA i 1978, hvor den amerikanske Kongressen innførte «Airline Deregulation Act». Ved innføringen av denne loven skulle den amerikanske regjeringens kontroll over rutetilbud, priser og begrensingen av konkurranse fra nye selskaper fjernes. Konsekvensen av «Airline Deregulation Act» ble et økt rutetilbud og økt konkurranse, med påfølgende reduserte billettpriser for forbrukerne.

I Europa startet dereguleringen av markedet for fullt på starten av 1990-tallet gjennom EUs transportpolitikk, hvor det ble åpnet for frikonkurranse til- og fra alle lufthavner innen EU-området (Pinkham, 1999). I Norge kan i dag alle lisensierte flyselskaper, både norske og fra øvrige EU-/EØS-land drive ruteflygning i Norge etter søknad til Samferdselsdepartementet.

Norge er gjennom sitt medlemskap i EØS underlagt lovgivningen i EU, og regelverksutviklingen skjer derfor i hovedsak gjennom internasjonale organer hvor Luftfartstilsynet deltar. Internasjonale standarder og tekniske krav innen luftfarten utarbeides av ICAO, og lovverket er i hovedsak utviklet for å forbedre sikkerheten i luftrommet og for å forhindre terrorangrep.

Flyselskapene som opererer i Norge må også innrette seg etter norsk intern lovgivning, deriblant luftfartsloven, som er en særlov for selskaper som bedriver luftfart i Norge. Luftfartsloven inneholder bestemmelser knyttet til blant annet bemanning, landingsplasser og bakke- og sikkerhetstjenester. Flyselskaper er også underlagt øvrige regelverk som arbeidsmiljøloven og forbrukerkjøpsloven, hvor henholdsvis de ansattes og forbrukernes rettigheter ivaretas. Oppsummert er derfor regelsettet som norske flyselskaper må forholde seg til et resultat av internasjonale krav og særnorsk lovgivning.

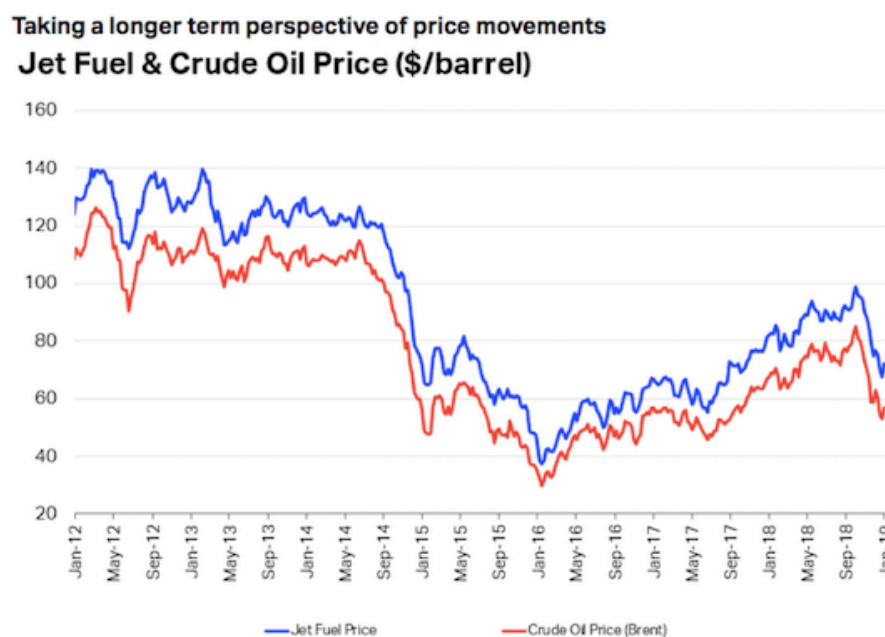
#### **4.1.2 Økonomiske forhold**

De økonomiske faktorene tar for seg makroøkonomiske karakteristikk av økonomien, og omfatter blant annet rentenivå, arbeidsledighet, konsumprisindeks og bruttonasjonalprodukt (Dess et al., 2012).

#### **Oljeprisen**

Prisen på råolje er av stor betydning for kostnadsnivået til flyselskapene, da den er sterkt styrende for prisen på flydrivstoff. Norge har siden 1960-tallet vært en dominerende oljenasjon, og norsk økonomi har styrket seg kraftig gjennom den sterke og langvarige veksten i oljeprisen gjennom 2000-tallet, noe som har resultert i oppbyggingen av den norske velferdsstaten. Prisen på råolje hadde en sterk vekst frem til sommeren 2014, hvor prisen for råolje på det høyeste var på 114 dollar fatet. Etter toppunktet sommeren 2014 sank prisene betraktelig, med et bunnivå på 30 dollar fatet i starten av 2016. Det kraftige oljeprisfallet kom blant annet som en konsekvens av kraftig overproduksjon av skiferolje fra USA. Av figur 2 nedenfor ser vi en sterk samvariasjon mellom flyselskapenes drivstoffpriser og prisen på råolje. Korrelasjonen mellom de to variabelsettene er på hele 93,09% (jf. appendiks 10).

På grunn av eksponeringen for svingninger i oljeprisene benytter flyselskapene seg ofte av ulike former for «fuel hedging». Hedging (sikring) kan i korte trekk beskrives som en investering som settes i verk for å fjerne eller minimere risikoen knyttet til andre investeringer. «Fuel Hedging» innebærer at man låser kostnadene for kommende drivstoffkjøp ved at man kjøper til dagens kurs, for på denne måten å oppnå en større forutsigbarhet knyttet til det fremtidige kostnadsnivået. Dette betyr med andre ord at man sitter i en bedre posisjon dersom prisen på råolje - med en etterfølgende økning i drivstoffprisene - skulle stige i fremtiden. Drivstoffprisene utgjør normalt 15% av de totale driftskostnadene til flyselskapene når prisen på råolje ligger på 25 dollar fatet (Morrell & Swan, 2006). Av årsrapporten til Widerøe for 2017 fremkommer det at selskapet ikke har foretatt sikring av flydrivstoffet JET-A1, ettersom Widerøe ikke anser dette som nødvendig på nåværende tidspunkt. Andre flyselskaper, som for eksempel Norwegian, benytter derimot hedging aktivt i sin sikringsstrategi.



Figur 2: Samvariasjon mellom oljepris og flydrivstoff (IATA, 2019)

### Rentenivå og valutakurs

Norges Bank styrer sin rentepolitikk etter et inflasjonsmål på 2%. Inflasjonsmålet skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting, samt forhindre finansiell ubalanse i markedene (Regjeringen, 2018). Styringsrenten er den renten bankene får på sine innskudd i Norges Bank, og styringsrenten er videre sterkt styrende for innskudds- og utlånsrentene til de

Øvrige bankene i Norge. Den norske styringsrenten har opplevd en dramatisk nedgang de siste årene, og ligger pr. 14.januar 2019 på 0,75%. Hovedårsaken til den langvarige nedgangen i styringsrenten var fallet i oljeprisen som startet i 2014, hvor olje- og gassrelaterte investeringer falt kraftig. Når rentene går ned, vil det være en tendens til at husholdningenes forbruk går opp. Årsaken til dette er at husholdningene sitter igjen med en høyere disponibel inntekt etter at gjelden er betjent, sammenlignet med høyere renter og følgelig høyere rentekostnader (Norges Bank, 2004).

Den ekspansive finanspolitikken fra Norges Bank skaper muligheter for Widerøe, da flere tar seg råd til å fly mer i lavrentetider. Inntektselastisitet er et mål på hvor mye den prosentvise etterspørselen etter et gode øker når inntekten øker med én prosent (Riis, 2016).

Inntektselastisiteten for flyselskaper har historisk sett vært positiv, men mindre enn 1. Dette innebærer at etterspørselen øker ved en økning i inntekten, men mindre enn proporsjonalt med den (Østli & Thune-Larsen, 2015). Dette indikerer samtidig at i nedgangstider tenderer etterspørselen og reduseres mindre enn inntektsnedgangen.

Norges Bank har i sine prognoser for den fremtidige rentebanen anslått en gradvis økning av styringsrenten frem mot 2022 (Norges Bank, 2019). Ettersom flybransjen er svært kapitalintensiv, med betydelige investeringer, kan en marginal renteøkning få store konsekvenser for kapitalkostnadene til selskapene. Widerøes strategi for å dempe effekten av rentesvingninger innebærer bruk av rentebinding og rentederivater (Widerøe, årsrapport, 2017).

Rentenivået henger også tett sammen med valutakursene, da færre vil plassere sine penger i norske banker når rentene er lave, grunnet den lave avkastningen pengene gir. Ut fra tilbud- og etterspørselsteorien vil dette føre til redusert etterspørsel etter norske kroner, noe som igjen vil føre til at kronekursen depresierer (Norges Bank, 2004). Utviklingen i valutakursene innebærer både en direkte- og indirekte risiko for Widerøe, da selskapet har valutainntekter og aktiva denominert i utenlandsk valuta. Widerøe-konsernet er eksponert for svingninger i blant annet dollar, euro og pund gjennom sine leieavtaler, forsikringer og drivstoffkjøp. Den lave kronekursen gjør da utgiftene i utenlandsk valuta relativt sett dyrere i norske kroner, og

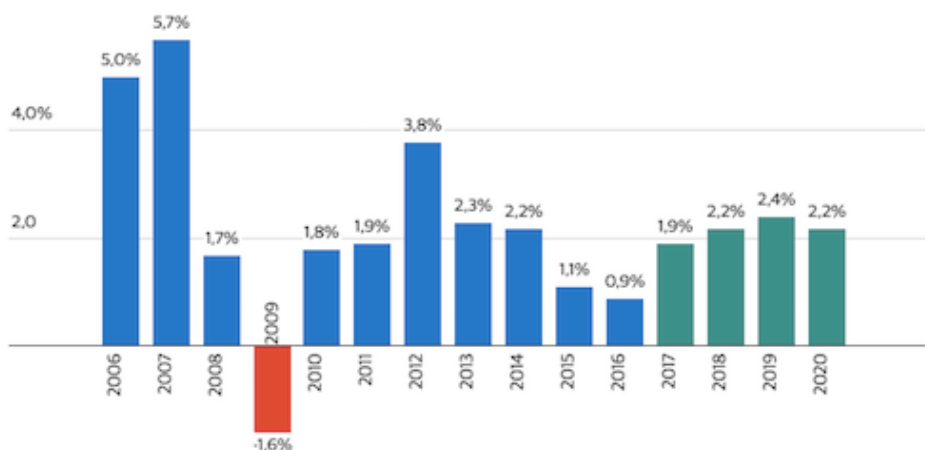
Widerøe sikrer seg mot slike valutakurssvingninger ved bruk av ulike sikringsinstrumenter som terminer og opsjoner (Widerøe, årsrapport, 2017).

Lave renter og en påfølgende svak krone innebærer også muligheter for Widerøe, da det blir billigere for utlendinger å komme til Norge på ferie, ettersom utenlandske turister får flere norske kroner igjen for hver utenlandske krone. I Innovasjon Norges rapport om nøkkeltall for norsk turisme for 2017 vises det til at utenlandske turistenes konsum i Norge økte med 7,4% fra fjoråret, og at norske bedrifters konkurranseevne har økt med hele 21% i perioden 2013-2016 (Innovasjon Norge, 2017).

### **Bruttonasjonalprodukt og konjunkturer**

Bruttonasjonalproduktet angir verdien på varene og tjenestene som er produsert av en nasjon i løpet av året, og er en tallstørrelse som ofte blir brukt som et mål for et lands velstandsnivå. Norges bruttonasjonalprodukt var i 2017 på 398,8 milliarder amerikanske dollar, noe som representerte en vekst på 1,9% fra fjoråret (SSB, 2019b). Norge er et lite og velstående land, og bruttonasjonalproduktet per innbygger var i 2017 hele 46% høyere enn gjennomsnittet i Europa. Statistisk Sentralbyrå har utarbeidet prognoser for utviklingen i BNP frem mot 2020, hvor det ventes en vekst på rundt 2% for hvert av årene (jf. figur 3). Økningen i antall flypassasjerer har historisk sett antatt å øke tilnærmet mer enn dobbelt så mye sammenlignet med økningen i BNP (KfW, 2016), men vekstratene varierer mye mellom den geografiske plasseringen til landene, hvorav Europa ventes å ha en beskjeden vekst fremover (Ishutkina & Hansman, 2008).





Figur 3: Prognose over utviklingen i BNP frem mot 2020 (DN, 2017)

Konjunkturer er en betegnelse på aktivitetsnivået i en økonomi, og måles ved hjelp av bruttonasjonalproduktet. Olje- og gassrelatert virksomhet har de senere årene måtte nedbemanne betydelig, noe som har gått kraftig ut over arbeidsledigheten til denne arbeidsgruppen. Dette har ført til enkelte utfordringer for Widerøe, ettersom mange av deres ruter er til helikopterterminaler tilknyttet transport til olje- og gassvirksomhet. Aktiviteten i olje- og gassvirksomheten er derimot anslått å vokse kraftig i 2019, noe som kan bidra til at det kan skapes fornyet liv i mange av de tidligere oljerutene (E24, 2018a). Statistisk Sentralbyrå karakteriserer i dag norsk økonomi for å være i en konjunkturnøytral situasjon, med en moderat vekst. Arbeidsledigheten er i dag på 3,5%, noe som representerer en nedgang på 0,3 prosentpoeng fra 2017 (SSB, 2019).

#### 4.1.3 Sosiokulturelle forhold

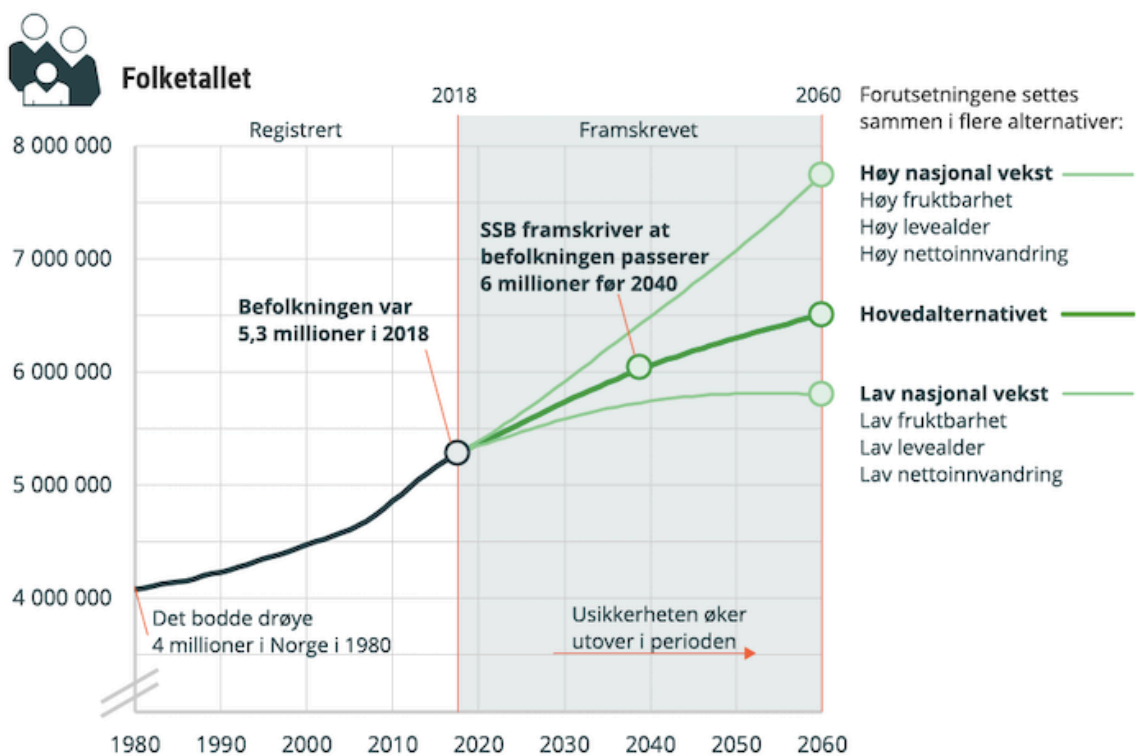
Sosiokulturelle forhold knytter seg til endringer i kultur og demografi som kan ha en potensiell innvirkning på bransjen. De sosiokulturelle kreftene påvirker blant annet våre oppfatninger, verdier og vår livsstil (Dess et al., 2012).

#### Svak befolkningsvekst og fraflytting fra distriktene

Norges befolkningsvekst har vært lav siden 1960-tallet, med en stabil årlig vekst på omlag 0,5% i gjennomsnitt, noe som ligger på nivå med veksten i Skandinavia for øvrig. Norge har pr. 2019 en befolkning på i underkant av 5,3 millioner mennesker, og SSB anslår at folketallet vil overstige 6 millioner mennesker i løpet av 2030, blant annet som et resultat av økt

innvandring (jf. figur 4). Befolkningsveksten er først og fremst ventet i sentrale strøk og i kommuner i tilknytning til storbyene. Andre kommuner vil derimot oppleve en nedgang i folketallet, og da særlig usentrale kommuner i Nord-Norge. Utviklingen går også i retning av en høyere andel eldre i befolkningen, spesielt i distriktene (SSB, 2016).

Den pågående trenden med fraflytting fra distriktene inn til storbyene kan potensielt representere en trussel for Widerøe sin strategi, da forretningsideen deres bygger på et bredt rutespekter til og fra små flyplasser i distriktene, der hvor andre flyselskaper har vanskelig for å konkurrere. Dersom fraflyttingen fortsetter, vil det kunne resultere i nedlagte ruter, med mindre staten legger strekningene ut på anbud for å bevare tilbudet. Norge er likevel fortsatt et langstrakt land med en spredt bosetting, noe som gjør at folk fortsatt velger fly fremfor bil og tog på lengre strekninger. Dette er særlig tilfellet i Nord-Norge, hvor fly i enkelte situasjoner er eneste reelle transportalternativ.



Figur 4: Befolkningsframskriving i perioden 2018-2060 (SSB, 2018)

Den generelle utviklingen i flymarkedet går også i retning av en større andel fritidsreisende sammenlignet med forretningsreisende, og utenlandstrafikken øker mer enn

innenlandstrafikken (Thune-Larsen & Farstad, 2018). Svake vekstmuligheter og sterk konkurranse om markedsandelene på det norske markedet kan være dårlige nyheter for Widerøe, da det kan oppstå et kraftig prispress i kampen om kundene.

### **Terrorangrep og uroligheter**

De siste årene har verden opplevd en økt grad av urolighet og trusler i form av terrorangrep. Flybransjen fikk særlig erfare dette under terrorangrepene 11. september 2001, da fire passasjerfly ble kapret og styrtet inn i blant annet World Trade Center i USA. I kjølevannet av disse hendelsene opplevde flyindustrien en kraftig nedgang i etterspørselen, noe som førte til en rekke konkurser. Terrorhandlinger og uroligheter omkring i verden er i dag til en viss grad styrende for turistens valg av feriedestinasjon, da nordmenn synes å foretrekke tryggere ferieland fremfor tradisjonelle reisemål som Tyrkia (IPK International, 2015). Ettersom Widerøe driver hele sin virksomhet i Skandinavia og Nord-Europa, er terrortrusselen ikke like overhengende som for selskaper som driver i mer konfliktfylte områder.

#### **4.1.4 Teknologiske forhold**

Teknologiske faktorer omhandler blant annet utviklingen i teknologi, og hvordan denne utviklingen skaper nye muligheter og trusler for bedrifter (Dess et al., 2012).

Den enorme internettutviklingen, og framveksten av søkemotorer og prissammenligningstjenester som Momondo, Finn og Expedia har ført til at kunden i dag har fått større makt overfor flyselskapene, da forbrukerne enkelt kan sammenligne priser på tvers av aktørene i bransjen. Inntoget av disse tjenestene har også gjort tilgangen til flybilletter lettere for forbrukerne enn tidligere, da flybilletter tradisjonelt sett bare kunne kjøpes gjennom selskapets egne salgskanaler. Teknologisk utvikling har også bidratt sterkt med å effektivisere flybransjen gjennom mer effektive og drivstoffgjerrige fly, og følgelig et lavere kostnadsnivå, da dagens flytyper kan fly over lengre distanser med et lavere drivstofforbruk.

Widerøe har i sine årsrapporter uttalt et sterkt fokus på teknologiutvikling og digitalisering i sin strategi. Innsikten man kan få ved å analysere data med hjelp fra dagens verktøy gjør blant annet at Widerøe kan jobbe mer målrettet og segmentert i sitt arbeid mot kundene.

Selskapets markedsføring blir nå i langt større grad gjennomført i sosiale kanaler som Facebook, Instagram og på deres hjemmesider. I 2017 ble 35% av billettene solgt via selskapets hjemmesider, og Widerøe anslår en videre vekst i billettsalget fra deres hjemmesider i fremtiden (Widerøe, årsrapport, 2017).

Widerøe har også som eneste selskap gjennom utviklingen og implementeringen av satellittsystemet SCAT-1 kunne oppnå en dominerende posisjon i det norske markedet som nærmest eneleverandør på anbudsrutene, ettersom myndighetene krever bruk av dette systemet på innflygningene på distriktsflyplassene.

#### **4.1.5 Miljømessige forhold**

Miljømessige faktorer omhandler «grønne problemstillinger», og særlig faktorer knyttet til global oppvarming og forurensning (Dess et al., 2012).

Miljømessige problemstillinger preger i stor grad hvordan flyselskapene jobber i dag, og det har blitt en langt større bevissthet om å verne om kloden - både fra forbrukernes og myndighetenes side de siste årene. Transport er den største kilden til klimagassutslipp i Norge, og står for omlag 30% av de totale utslippene (Miljødirektoratet, 2018). Utslipp fra luftfart er en del av EUs kvotehandelssystem, hvor formålet med systemet er å redusere utslipp av skadelige klimagasser. Kvoteplikten gjelder alle flyvninger innad i EØS-området, og flyselskapene må årlig rapportere og betale inn kvoter for sine utslipp (Miljødirektoratet, 2019).

Widerøe har forpliktet seg til IATAs mål om nullutslipp innen 2050, hvor målet er at luftfarten skal bli en naturlig del av et bærekraftig miljø og samfunn. Selskapet stiller også strenge miljøkrav til sine underleverandører (Widerøe, årsrapport, 2017). Avinor har på sin side uttrykt en målsetting om at luftfarten i Norge skal bli helelektrisk innen 20 år, og håper at en slik utvikling både skal bidra til besparelse av miljøet og billigere flybilletter gjennom eliminerte drivstoffkostnader. Teknologien er per i dag enda ikke ferdig utviklet for produksjon av helelektriske fly på langdistanseruter, men på kortere strekninger av typen Widerøe flyr på kortbanenettet, vil helelektriske fly om kort tid ha den nødvendige rekkevidden for å kunne settes i trafikk (Dagbladet, 2019).

Flyselskapene er også sterkt preget av miljømessige forhold gjennom værpåvirkninger. Norge er et land med harde vindforhold, noe som ofte medfører forsinkelser og kanselleringer for flyselskapene. Et ekstremt tilfelle av naturens konsekvenser for flybransjen inntraff i 2010, da en serie av vulkanutbrudd fant sted på Island, og rammet flytrafikken ved at luftrommet ble stengt over store deler av Europa. Ettersom Widerøe opererer mange ruter i Nord-Norge, hvor naturkreftene kan være sterke, opplever selskapet ofte å måtte kansellere avganger.

#### **4.1.6 Oppsummering av PESTEL-analysen**

I gjennomgangen av de seks faktorene i PESTEL-analysen har jeg drøftet hvilke forhold som vil antas å kunne påvirke Widerøe sin strategi og lønnsomhet i fremtiden. Først tok jeg for meg de politiske- og juridiske faktorene, hvor den norske avgiftspolitikken - og da særlig den nylig innførte flypassasjeravgiften - vil kunne ha en negativ innvirkning på flyselskapenes lønnsomhet.

Videre ble de økonomiske forholdene drøftet, hvor jeg så på de ulike effektene av den langvarige nedgangen i oljeprisene, gjennom blant annet lavere renter, redusert kronkurs og økt konkurransekraft for norsk turisme. Utviklingen i oljeprisen er også en viktig variabel for kostnadsnivået til flyselskapene, da den er sterkt styrende for prisen på drivstoff, og prognosene viser en forventning om en økning i både oljeprisen og bruttonasjonalproduktet til Norge de neste årene. Under de sosiokulturelle forholdene ble demografiske trender drøftet, hvor særlig lav befolkningsvekst og fraflytting fra distriktene representerer potensielle trusler for Widerøe sin strategi i fremtiden.

Den teknologiske utviklingen skaper både muligheter og trusler for dagens flyselskaper, da trender som økt kommunikasjon gjennom sosiale kanaler, mer effektiv og målrettet markedsføring og økt prispress som følge av prissammenligningstjenester har endret rammebetingelsene for dagens flyselskaper. Avslutningsvis ble miljømessige forhold omtalt, hvor aktører innen luftfartsindustrien i dag ser muligheter for å oppnå varige konkurransefortrinn gjennom overgang til mer miljøvennlig teknologi.

## 4.2 Porter`s femkraftsmodell

Porter`s femkraftsmodell er en analysemodell som brukes for å måle attraktiviteten og graden av konkurranse i en bransje. Modellen ble først utviklet av den amerikanske professoren Michael Porter i en artikkel i Harvard Business Review i 1979, og senere fornyet i samme tidsskrift i 2008. Modellen omhandler en analyse av hvor eksponert en virksomhet er for fem bransjespesifikke krefter. Porter (2008) hevder at for å opprettholde fremtidig lønnsomhet er det viktig å handle strategisk i forhold til sine konkurrenter. De fem konkurransekraftene er illustrert i figur 5, og de enkelte konkurransekraftene vil gjennomgåes i avsnittene som følger.



Figur 5: Illustrasjon av Porter`s femkraftsmodell (Porter, 2008 s.80)

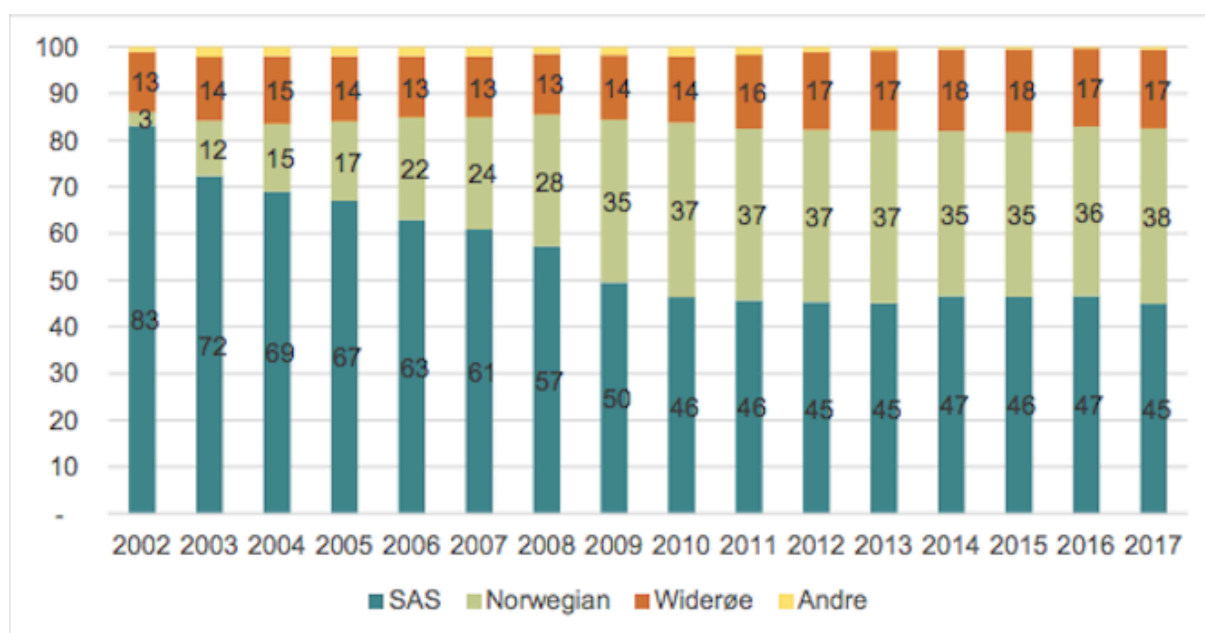
### 4.2.1 Rivalisering i bransjen

Den første faktoren i Porter`s femkraftsmodell omhandler den direkte konkurransen i det relevante markedet. Direkte konkurrenter er konkurrenter i bransjen som tilbyr de samme produktene eller tjenestene (Porter, 2008). Intens rivalisering mellom konkurrenter i bransjen kan blant annet være et resultat av svak vekst, høye faste kostnader, lave

byttekostnader mellom konkurrentene og mangelen av differensiering av produkter (Dess et al., 2012).

Rivaliseringen på det norske flymarkedet er preget av hard konkurranse mellom SAS, Norwegian og Widerøe, som til sammen står for omtrent 100% av markedsandelene (jf. figur 6). Konkurransen er således preget av noen få store aktører, og det norske flymarkedet kan derfor karakteriseres som et oligopol. Konsentrasjonen av aktører i det norske flymarkedet kommer blant annet som en konsekvens av høye faste kostnader i bransjen og svak vekst. Flyselskapene oppfatter dermed ofte prisene som gitte der hvor konkurranse på rutenettet eksisterer, og resultatet blir ofte en priskrig i kampen om kundene. I Norge er det Konkurransetilsynet som har blitt delegert oppgaven fra staten for å sørge for en sunn og effektiv konkurranse i bransjen, og tilsynet skal blant annet forhindre prissamarbeid og allianser mellom selskapene som er til skade for forbrukerne.

På enkelte av distriktsrutene i Troms og Finnmark opplever Widerøe derimot svært liten konkurranse, da flyene til SAS og Norwegian ikke har mulighet for å lande på mange av landingsplassene på det norske kortbanenettet. Dette innebærer at Widerøe kan prise sine billetter høyere, og på denne måten utnytte sin markedsposisjon som eneleverandør. På anbudsrutene står også Widerøe nærmest i en monopolstilling, og vant senest i 2016 statens anbud på drift av alle flyruter i Nord-Norge i perioden 2017-2022 (Regjeringen, 2016). I denne anbudskonkurransen var FlyViking og Danish Air Transport med i konkurransen, men på grunn av krav til blant annet flystørrelse og installasjon av satellittsystemet SCAT-1, nådde ikke konkurrentene opp. Staten har derfor som en konsekvens av dette signalisert at de i fremtidige anbudskonkurranser vil foreslå lengre rullebaner som et tiltak for å invitere flere aktører inn i konkurransene.



Figur 6: Markedsandeler innenlands flytrafikk 2002-2017 (Thune-Larsen & Farstad, 2018)

#### 4.2.2 Trusler fra nye inntrengere

Trusselen fra nye inntrengere innebærer at sannsynligheten for at profitten fra de etablerte aktørene i bransjen vil bli undergravd av nye konkurrenter (Dess et al., 2012).

Sannsynligheten for at nye konkurrenter etableres i bransjen øker blant annet når det er lave inngangsbarrierer, produktene som tilbys er standardiserte og det er lett å få tilgang til distribusjonskanaler (Porter, 2008).

Det kan tenkes at flyindustrien er preget av høye inngangsbarrierer, da investeringer i fly, kompetanse og annet nødvendig utstyr krever en betydelig kapitalbase. Nye aktører kan derimot velge å leie flyene, og «outsource» andre tjenester slik som for eksempel bakkehåndtering («ground handling») og billetthåndtering til andre profesjonelle aktører, for og lettere komme seg inn på markedet. Tradisjonelt sett har det derimot vist seg å være billigst å eie flyene, ettersom leie av fly medfører høye kapitalkostnader og redusert fleksibilitet (Lian, Thune-Larsen og Draagen, 2010).

Stordriftsfordeler er sentralt for å lykkes i luftfartsindustrien, og innebærer at de langsiktige gjennomsnittskostnadene faller ved et økende produksjonsvolum. Stordriftsfordeler representerer derfor et stort etableringshinder for nye inntrengere i flybransjen.

Flyelskaper har store kostnadsbaser innen blant annet administrasjon, og det er derfor



viktig at man får et stort volum på operasjonene, slik at kostnadene blir fordelt på flere passasjerer (enhetskostnader). For nyetablerte selskaper kan det være vanskelig å oppnå finansiering ved kjøp av mange fly, slik at nyoppstartede selskaper ofte starter opp i et for lite omfang, for senere å måtte avvikle grunnet sviktende lønnsomhet.

Dagens globale flyselskaper er også ofte medlem i allianser, hvor målet er at kundene skal kunne reise enklere og mer fleksibelt gjennom bedre koordinering mellom selskapene innad i alliansen. Slike allianser skaper vanskeligheter for nye inntrengere i å entre markedet. Disse samarbeidsselskapene har ofte blitt beskyldt for nærmest å bedrive kartellvirksomhet, da alliansepartnerne kan samarbeide på ruter hvor de ikke har ekstern konkurranse for å drive opp prisene. Widerøe er blant annet medlem i SAS sitt Eurobonus-system, som dermed indirekte knytter selskapet til Star Alliance. Widerøe har også nylig inngått en samarbeidsavtale med Norwegian med overgangsbilletter fra kortbanerutene Widerøe opererer til en innenlands Norwegian-rute (Aftenposten, 2018).

#### **4.2.3 Trusler fra substitutter**

Substitutter er varer eller tjenester som omtrent tilfredsstillende samme behov (Porter, 2008). Det er viktig å kartlegge substitutter i en bransje, ettersom slike produkter setter et tak på prisene som selskapene kan sette på sine produkter (Dess et al., 2012).

Flyreiser er en transportform som i mange situasjoner kan erstattes av andre transportformer som for eksempel bil, buss og tog. Widerøe er et regionalt flyselskap, og trafikkerer ruter over hele landet. Graden av konkurranse fra substitutter for Widerøe avhenger derfor av hvilke rutestrekninger det er snakk om. På mange av rutene i Sør-Norge er avstandene kortere enn på enkelte av rutene i Nord-Norge, og bil og tog kan dermed fungere som fullverdige erstatninger for flyreiser på de kortere strekningene, noe som setter et tak på prisene som kan settes i disse markedene. Mange av distriktsrutene i Troms og Finnmark er derimot på svært lange avstander, noe som gjør at fly i mange tilfeller er eneste reelle transportalternativ. Jernbanenettet er også svært underutviklet i den nordlige delen av Norge.

Widerøe transporterer også en stor andel forretningsreisende på vei til møtevirksomhet på sine ruter. Utviklingen i teknologi og muligheten for videokonferanser kan potensielt påvirke lønnsomheten til flyselskapene, da forretningsreisende kan velge å droppe fysiske møter og heller å benytte elektronisk kommunikasjon. Fordelene ved bruk av videokonferanser innebærer blant annet reduserte reisekostnader, spart reisetid og miljøbesparelser (Denstadli & Julsrud, 2003). Denstadli (2004) anslår derimot at substitusjonsraten er på beskjedne 2,5%-3,5%.

#### **4.2.4 Kundenes forhandlingsmakt**

Kundenes forhandlingsmakt er mulighetene kundene har for å presse ned prisene, kreve høyere kvalitet og å sette konkurrenter opp mot hverandre. Størrelsen på kundenes forhandlingsmakt avgjøres blant annet av om produktene som tilbys er standardiserte, om kunden står for en stor andel av virksomhetens salg og om kunden lett kan gå over til andre konkurrenter (Dess et al., 2012).

Luftfartsindustrien i Norge har i lang tid vært preget av noen få store tilbydere. I 2002 kjøpte SAS opp Braathens, og hadde mer eller mindre en monopolstilling på det norske markedet frem til Norwegians inntreden i 2009. Kundene hadde på denne tiden svært liten forhandlingsmakt, da det i realiteten kun var én tilbyder av flyreiser i Norge. I dag er konkurransen noe sunnere, og kundene har fått flere valgalternativer. Fremveksten av prissammenligningssider slik som Momondo, Expedia og Finn har bidratt til at kundene nå kan sammenligne prisene mellom selskapene, og på denne måten kan kunden lett velge det billigste alternativet.

Flyreiser er i dag i all hovedsak en standardisert tjeneste, noe som gjør at pris ofte avgjør hvilket selskap som velges. Mange flyselskaper har i dag fordelsprogrammer slik som for eksempel Eurobonus, som er satt i verk for å skape lojale kunder og dermed gjøre det vanskeligere for kundene å bytte selskap. Som tidligere nevnt er det derimot fortsatt liten konkurranse på mange av distriktsrutene i Nord-Norge, slik at kundene der ikke har noe annet valg enn å betale prisen som er satt på billetten.

#### 4.2.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt innebærer mulighetene leverandørene har til å øke prisene eller redusere kvaliteten på produktene (Dess et al., 2012). Sterk forhandlingsmakt for leverandører kan blant annet være et resultat av få leverandører og viktigheten av produktet for virksomheten (Porter, 2008). Dersom produktet som blir levert er svært viktig i forretningsprosessen og få leverandører kan levere dette, vil leverandøren være i en god posisjon.

Flyselskapene er avhengig av en rekke leverandører og innsatsfaktorer for å ha muligheten til å drive virksomhet. Widerøe er blant annet avhengig av flyplassene, de ansatte, flyene og tilgangen på drivstoff. Flybransjen er i dag preget av noen få, store leverandører av fly, hvor Airbus, Boeing, Embraer, Bombardier og Tupoloev er de dominerende produsentene. Widerøe benytter Bombardier og Embraer som flyleverandører, og graden av forhandlingsmakt for leverandørene vil blant annet avhenge av viktigheten av kundeforholdet med Widerøe for flyprodusentene.

I internasjonal sammenheng er Widerøe å anse som et lite flyselskap, med en liten flyflåte. Dette tilsier at viktigheten av Widerøe som kunde er relativt liten for flyprodusentene. Mulighetene for å oppnå kvantumsrabatt på kjøp av nye fly (som for eksempel de nye Embraer E190-E2) vil derfor være vanskelig å oppnå ved små kjøp av typen Widerøe foretar seg. Drivstoffleveranser er også svært viktig for flyselskapene, men ettersom oljeprisene og drivstoffprisene er noenlunde faste, vil ikke leverandører av drivstoff ha noen sterk leverandørmakt overfor flyselskapene.

Videre er mange av tjenestene som Avinor leverer på sine flyplasser i liten grad konkurranseutsatt, slik at leverandørene av disse tjenestene har stor makt til å styre prisnivået. Andre flyplasstjenester som bakkehåndtering har derimot sterkere konkurranse, ettersom de fleste flyselskaper har egne datterselskaper som utfører disse tjenestene selv (Widerøe har selv «Widerøe Ground Handling»). Avslutningsvis representerer de ansatte en kritisk faktor for flyselskapene, ettersom eventuelle streiker og konflikter med piloter og kabinpersonell vil kunne ramme selskapene hardt gjennom kansellerte ruter, tapt inntekt og misfornøyde kunder. I de senere årene har det vært en rekke eksempler på makten de

ansatte har representert gjennom deres fagforeninger, og senest i mai 2019 ble pilotene i SAS tatt ut i streik. Det jobbes derfor per dags dato med et nytt regelverk som skal forhindre lignende streiker i fremtiden (NRK, 2019).

#### 4.2.6 Oppsummering av femkraftsmodellen

Porter`s femkraftmodell måler som kjent graden av konkurranse på industrinivå. I drøftelsen av faktorene ovenfor så vi at konkurransesituasjonen til Widerøe er todelt, da selskapet møter svært liten konkurranse på anbudsrutene, mens konkurransen på de kommersielle innenriksrutene er stor. Videre er trusselen for nye inntrengere i bransjen marginal på innenriksrutene i Norge, da etablering krever høye investeringer og utnyttelse av stordriftsfordeler, noe som vanskelig lar seg gjøre i et lite norsk marked med relativt lav vekst.

Substitutter omfatter blant annet bil, tog og elektronisk kommunikasjon, og trusselen fra substituttene avhenger i stor grad av geografisk beliggenhet. Kundernes forhandlingsmakt avgjøres av tilbudet, og på mange av distriktsrutene Widerøe trafikkerer eksisterer det ikke konkurranse, slik at kundene står i en svak forhandlingsposisjon med høye billettpriser. Videre har flyleverandørene stor makt, da det finnes få tilbydere på markedet, samtidig som Widerøe er en liten kunde i internasjonal sammenheng, slik at selskapet har liten mulighet for å forhandle om prisene ved sine bestillinger. I Tabell 3 nedenfor følger en oppsummering i tabellform.

De fem dimensjonene	Intensitet (Svak, Moderat, Sterk)
Rivalisering i bransjen	Moderat, men svak på anbudsrutene og på enkelte av distriktsrutene
Trusler fra nye inntrengere	Moderat, grunnet høye inngangsbarrierer og et relativt lite norsk innenlands-marked
Trusler fra substitutter	Moderat på korte avstander hvor tog og bil kan benyttes som substitutt, men svak på ruter i Nord-Norge

<b>Kundenes forhandlingsmakt</b>	<b>Moderat/Sterk</b> på de kommersielle rutene med konkurranse, svak på mange distriktsruter.
<b>Leverandørenes forhandlingsmakt</b>	<b>Sterk</b> , grunnet få tilgjengelige leverandører og Widerøes viktighet for leverandørene.

Tabell 3: Oppsummering av femkraftsmodellen

### 4.3 SWOT-analyse

En av de mest elementære teknikkene for å analysere et selskap og dets bransje er gjennom en SWOT-analyse (Dess et al., 2012). SWOT er et engelsk akronym for et selskaps styrker, svakheter, muligheter og trusler, og analyseverktøyet kan være nyttig å bruke i selskapets beslutningsprosesser (Johannessen et al., 2011). Styrker og svakheter omhandler interne bedriftsspesifikke forhold som selskapene selv kan ta kontroll over. Widerøes eksterne forhold (muligheter og trusler) er til en viss grad drøftet under PESTEL-analysen, men enkelte nye momenter vil trekkes inn i denne analysen.

#### Styrker

##### Assosiasjoner i den norske befolkningen og økonomisk stilling

Widerøe er Norges eldste flyselskap, og vekker sterke assosiasjoner i den norske befolkningen gjennom sin 85 år lange historie og tilstedeværelse i norsk luftfart. Gjennom alle disse årene har selskapet opparbeidet seg en sterk merkevare, og skapt tillit gjennom sin mangeårige stabilitet. Dette er en av selskapets store styrker, ettersom Widerøe på mange måter appellerer til den norske folkesjela gjennom sine særegne små og grønne fly og rutenett over hele landet.

Den økonomiske stillingen er også en av Widerøes store styrker. Som jeg vil komme tilbake til i regnskapsanalysen i kapittel 5 og i risikoanalysen i kapittel 6, står Widerøe i en god økonomisk posisjon gjennom en høy egenkapitalandel og avkastning på sine eiendeler sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter; Norwegian og SAS. Dette gir selskapet økonomisk handlefrihet, slik at nye prosjekter kan iverksettes i fremtiden.

## **Svakheter**

En av hovedutfordringene til Widerøe er at selskapet disponerer en gammel flyflåte, hvorav majoriteten av flyene er anskaffet på midten av 1990-tallet. Hovedårsaken til at selskapet ikke har foretatt nyinvesteringer i flyparken er at småflyene Bombardier Dash-8, som Widerøe i hovedsak benytter på sine flyvninger, ble tatt ut av produksjon for over ti år siden, og per dags dato er det ingen andre flytyper som kan kombinere landing på de korteste rullebanene med selskapets ønskede kapasitet. Som et resultat av dette har Widerøe i samarbeid med flyprodusenten Bombardier bygd om mange av dagens fly slik at de kan driftes i flere år.

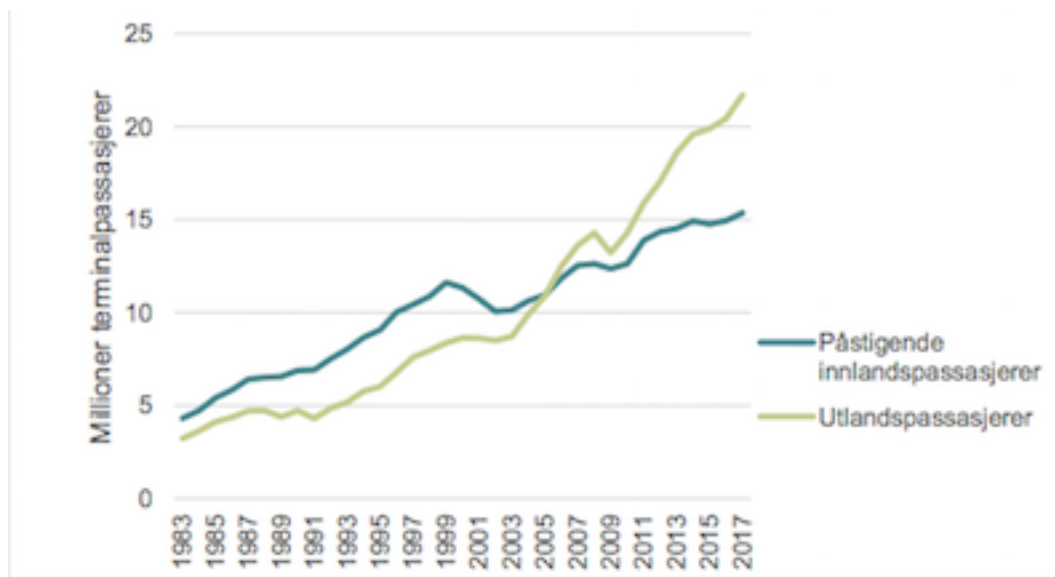
Et fly har imidlertid en begrenset økonomisk og teknisk levetid, og før eller siden må Widerøe foreta betydelige investeringer i flyparken sin (TU, 2015). Av Widerøes årsrapport for 2017 fremkommer det at Widerøe budsjetterer med en forventet levetid på 20-35 år for sine fly. En gammel flyflåte krever mye vedlikehold, og Widerøe har i den senere tid måtte innstille en rekke flyvninger grunnet driftsproblemer med flyene, da selskapet ikke har reservefly tilgjengelig i beredskap.

## **Muligheter**

En av Widerøes største muligheter i årene som kommer er å legge om til mer flytrafikk ut av Norge. Som nevnt under punkt 1.3 genereres driftsinntektene til Widerøe i all hovedsak gjennom flytrafikk innenlands, og inntektene fra utenlandstrafikken står kun for omlag 10% av selskapets totale driftsinntekter. Som vi ser av figur 7 nedenfor er utviklingen i antall utenlandspassasjerer sterkt voksende. Utviklingen i antall innenlandspassasjerer er også voksende, men i en langt lavere veksttakt enn økningen i utenlandspassasjerene, slik at det ligger et uforløst potensial i dette markedet for Widerøe.

Widerøe har som et resultat av denne utviklingen i de siste årene åpnet for enkelte utenlandsruter til destinasjoner som London, Liverpool og København, og planlegger å ta opp konkurransen med Norwegian og SAS på utenlandsrutene ytterligere gjennom anskaffelsen av jetflyene Embraer E190-E2. Det er derimot viktig å være klar over at konkurransen internasjonalt er svært sterk i kampen om markedsandelene, jf. punkt 2.2, slik at det blir viktig for Widerøe at den eventuelle nye strategien ikke kommer i veien for

selskapets suksessoppskrift gjennom mange tiår, som et mangfoldig rutenett til distriktsflyplasser over hele Norge.



Figur 7: Utviklingen i innenlands- og utenlandstrafikk i perioden 1983-2017 (Thune-Larsen & Farstad, 2018)

Som nevnt under selskapets svakheter i avsnittet ovenfor disponerer Widerøe en gammel flyflåte, hvor betydelige investeringer er nødvendig i fremtiden. Dette kan også innebære en utmerket mulighet for Widerøe til å legge om til en mer miljøvennlig og drivstoffgjerrig flyflåte, da teknologien snart er ferdig utviklet for produksjon av helelektriske fly som kan fly på kortere distriktsruter (E24, 2018b).

### Trusler

Widerøe står i en dominerende posisjon særlig på mange av distriktsrutene i Nord-Norge, ettersom selskapet ikke møter noen konkurranse, da ingen selskaper har klart å kombinere ønsket kabinkapasitet og rullebanelengde på de aktuelle rutene. Det faktum at det bare er Bombardier Dash-8 flyene som kan kombinere dette, og at alle gjenværende fly av denne typen driftes av Widerøe, tilsier at konkurransen vil fortsette å forbli liten på disse rutene i fremtiden - med mindre nye flytyper utvikles eller rullebanene utvides.

Samferdselsdepartementet har derimot signalisert at de åpner for å bygge ut lengden på rullebanene hvor dette er mulig, for slik å invitere inn nye aktører slik som for eksempel SAS og Norwegian. Dette kan skape økt konkurranse på anbudsrutene hvor Widerøe er i en monopolstilling, da flere aktører inviteres inn i anbudskonkurransen.

#### **4.4 VRIO-analyse**

VRIO er en analysemetode som ble utviklet av Barney (1991), og benyttes for å vurdere om ressursene til selskapet gir varige konkurransefortrinn overfor konkurrentene. For at en ressurs skal være i stand til å skape varige konkurransefortrinn, må følgende fire kumulative kriterier være oppfylt:

1. Verdifull: en ressurs er verdifull dersom den er i stand til å skape verdier for selskapet.
2. Sjelden: en ressurs er sjelden dersom andre har vanskeligheter med å få tak i ressursen grunnet dens sjeldenhet.
3. Ikke-imiterbar: en ressurs er imiterbar dersom den kan kopieres av andre.
4. Organisert: en ressurs er organisert dersom virksomheten er organisert på en måte slik at den er i stand til å utnytte potensialet i ressursen.

#### **Posisjon i markedet**

En av Widerøes mest verdifulle ressurser er selskapets posisjonering i det norske markedet. Strategien til selskapet bygger på et bredt rutespekter til distriktsflyplasser over store deler av landet, og særlig på Nord-Vestlandet og i Nord-Norge, hvor konkurransen fra øvrige selskaper er svært beskjeden. Den lave graden av konkurranse fra selskaper slik som Norwegian og SAS gjør at Widerøe kan trafikkere mange av rutene på kortbanenettet med overskudd, da selskapet kan kreve høye billettpriser grunnet den reduserte tilgjengeligheten på andre transportmidler for personer bosatt i distriktene. Det er særlig i Nord-Norge Widerøe satser tungt, da landsdelen er svært avhengig av et godt flytilbud grunnet de lange avstandene, for at næringslivet skal kunne fungere. Selskapet har som kjent også sitt hovedkontor i Bodø, noe som skaper en ekstra nærhet og tilknytning til denne landsdelen.

Sett opp mot VRIO-rammeverket til Barney (1991) er en slik ressurs verdifull, ettersom den er i stand til å skape verdier for Widerøe gjennom kundenes høye betalingsvillighet og etterspørsel. Ressursen er også sjelden i den forstand at andre selskaper har vanskeligheter med å få tak i den, da mange av rutene er tilknyttet anbudskontrakter. Videre er ressursen delvis ikke-imiterbar, ettersom ressursen ikke lett kan kopieres av andre selskaper. Den



vanskelige imiterbarheten gjør seg blant annet gjeldende ved flytypen som kreves for å kunne trafikker disse rutene.

Norwegian og SAS sine flyflåter består i all hovedsak av større fly enn flytypen Widerøe benytter, noe som gjør at Widerøe ikke vil møte konkurranse fra disse selskapene - med mindre landsplassene blir utvidet i årene som kommer. Det er heller ingen indikasjoner på at Norwegian og SAS i nærmeste fremtid vil investere i mindre fly for å ta opp konkurransen med Widerøe på det norske kortbanenettet. Det kan derimot ikke utelukkes at øvrige norske eller utenlandske flyselskaper tar opp kampen i dette markedet i fremtiden, slik at Widerøe neppe kan sies å ha et varig konkurransefortrinn.

Det siste elementet i VRIO-rammeverket som må være tilstede for at ressursen skal være egnet til å gi varige konkurransefortrinn er de organisatoriske forholdene, slik at selskapet er i stand til å utnytte ressursen. Widerøe opererer per i dag med en flytype som er ideell på norske distriktruter, da flyene kan lande på korte landingsplasser, samtidig som de har en høy nok kapasitet til at rutene kan trafikkeres lønnsomt. Oppsummert kan det derfor basert på rammeverket til Barney (1991) konkluderes med at Widerøe kan oppnå midlertidig konkurransefortrinn basert på sin posisjon i det norske flymarkedet.

### **Menneskelige ressurser og bedriftskultur**

Menneskelige ressurser er de ressursene Widerøe besitter i form av personell, ledelse og styret. De menneskelige ressursene kommer blant annet til syne gjennom deres intelligens, kompetanse, opplæring, ferdigheter og erfaring (Barney & Hesterly, 2008). De ansatte i Widerøe består av blant annet piloter, kabinpersonell, bakkemannskaper og ansatte innen administrasjon. Disse personene utgjør en viktig ressursbase for Widerøe, da de ansatte i sitt daglige møte med selskapets kunder på mange måter representerer selskapet utad - og følgelig inntrykket kundene får av Widerøe som selskap. Widerøe har i sine årsrapporter uttrykt et sterkt fokus på et høyt servicenivå og kvalitet, og mottok i 2018 «Kundeserviceprisen» - som er en årlig kåring hvor 150 kundesentre testes basert på mottak og velkomst, kundebehandling, avslutning og totalinntrykk (Widerøe, 2018).

Basert på undersøkelsen fra Norsk Kundebarometer (2018) - som er en årlig undersøkelse utarbeidet av Handelshøyskolen BI, hvor forbrukernes kundetilfredshet og lojalitet overfor et utvalg av landets bedrifter måles - kom Widerøe på 7. plass av de testede transportselskapene - med en kundetilfredshet på 70,7% og en kundelojalitet på 84,4%. Av øvrige utmerkelser kan nevnes at Widerøe i 2012 mottok prisen som «beste flyselskap i Europa» av den europeiske flyorganisasjonen ERA, hvor kriteriene kvalitet, posisjon og økonomi ble trukket frem som avgjørende faktorer for utmerkelsen (Widerøe, 2018).

Basert på rammeverket til Barney (1991) er de menneskelige ressursene verdifulle for Widerøe, ettersom de skaper verdier for selskapet i form av tilfredse kunder og godt omdømme. Oppfyllelsen av kriteriet om sjeldenhet og vanskeligheten for andre bedrifter med å få tak i ressursen er heller tvilsom, ettersom personer lett kan begynne å jobbe hos konkurrerende selskaper, med mindre særskilte klausuler i arbeidskontraktene foreligger. Det er derimot ikke nødvendigvis slik at potensialet til de ansatte kommer like fullt ut ved et eventuelt jobbskifte, da bedriftsspesifikke forhold kan spille inn.

Det tredje og fjerde kriteriet handler om at ressursen ikke må være imiterbar, samtidig som organisasjonen må være organisert slik at den kan utnytte ressursen. En sterk bedriftskultur med klare retningslinjer og prosedyrer for hvordan man opptre i møte med kundene er ikke lett å kopiere fra et selskap til et annet, ettersom en slik kultur ofte ikke er nedfelt skriftlig, men snarere er en væremåte som innlært av de ansatte gjennom mange års erfaring. På denne måten er de menneskelige ressursene og Widerøes bedriftskultur egnet til å gi varige konkurransefortrinn.

## **5. Regnskapsanalyse**

I dette kapittelet vil jeg foreta en utfyllende regnskapsanalyse av Widerøes finansielle informasjon. Historisk regnskapsinformasjon vil blant annet kunne reflektere viktige faktorer slik som ansattes kompetanse, virksomhetens teknologiske nivå og konkurranseforholdene i markedet for øvrig. Disse faktorene endres ikke på kort tid, og historien har vist at historisk lønnsomhet kan fortelle mye om fremtidig lønnsomhet på kort- og mellomlang sikt (Gjesdal, 2007). For verdsettelsesformål ser vi regnskapet fra et investorperspektiv, og det er derfor

nødvendig med en omgruppering av regnskapspostene, da verken resultatregnskapet eller balanseoppstillingen har en hensiktsmessig oppstilling ut fra verdsettelsesformål, ettersom årsregnskapet i all hovedsak er kreditororientert (Gjesdal, 2007).

## **5.1 Klargjøring til regnskapsanalysen**

### **5.1.1 Analysenivå**

Regnskapsanalysen vil ta utgangspunkt i konsernregnskapet for Widerøe AS (jf. punkt 1.3), da regnskapsdata for de enkelte datterselskapene ikke er offentlig tilgjengelige for alle analyseårene. Widerøe-konsernet består av til sammen seks datterselskaper, hvorav Widerøe's Flyveselskap AS står for den klare majoriteten av verdiskapingen.

### **5.1.2 Analyseperiode**

Valg av lengden på analyseperioden avhenger blant annet av type bransje og i hvilken fase av livssyklusen selskapet befinner seg. Modne selskaper med stabil vekst har ofte en lengre analyseperiode enn vekstselskaper (Koller et al., 2010). Widerøe er et gammelt selskap etablert helt tilbake i 1934, og kan på bakgrunn av dette sies å være et modent selskap. Widerøe har derimot de siste årene gjennomgått betydelige restruktureringer, og har også siden 2013 gått fra å være et datterselskap av SAS til å bli et selvstendig selskap. Dette er et argument i favør av å benytte en kortere analyseperiode, da eldre regnskapstall kan være lite representative for dagens situasjon. På bakgrunn av dette velger jeg å starte analyseperioden i 2014. Ettersom Widerøes årsrapport for 2018 ikke ble publisert i tide til å kunne inkluderes i oppgaven, avsluttes analyseperioden i 2017.

### **5.1.3 Analysegrunnlag**

Regnskapsgrunnlaget består av Widerøes offentlige regnskapsrapporter, innhentet fra deres hjemmesider. Widerøes årsregnskap følger norske regnskapsregler (NGAAP) i hele analyseperioden, noe som gjør sammenligningsgrunnlaget mellom de ulike regnskapsårene bra. Opprinnelig resultat- og balanseregnskap for Widerøe i perioden 2013-2017 følger som vedlegg i appendiks 1 og 2.

#### **5.1.4 Fremgangsmåte for omgruppering av regnskapet til et investorperspektiv**

Verken resultatregnskapet eller balanseoppstillingen har en hensiktsmessig oppstilling dersom formålet med regnskapsanalysen er verdsettelse av selskapet. Gjesdal (2007) og Penman (2013) argumenterer derfor for at det for verdsettelsesformål er det nødvendig å skille mellom driftsrelaterte- og driftsfremmede eiendeler, og mellom rentebærende- og rentefri gjeld i balanseoppstillingen.

I resultatregnskapet må normale og unormale poster skilles fra hverandre, da unormale ikke-bærekraftige poster ikke er ønskelig å inkludere i prognostiseringen av fremtidige resultater. Til slutt må brudd på kongruensprinsippet håndteres, hvor «dirty surplus» poster må inkluderes i det fullstendige resultatet. Regnskapsanalysen i dette kapitlet vil bygge på Penman (2013 s.321) sin foreslåtte prosess, som består av følgende syv steg:

1. Omstrukturere egenkapitaloppstillingen
2. Beregne avkastning og vekst i alminnelig egenkapital
3. Omstrukturere resultatregnskapet
4. Omstrukturere balanseoppstillingen
5. Sammenligne de omstrukturerte regnskapene med historiske tall og komparative bransjer
6. Utføre en analyse av avkastningen på alminnelig egenkapital
7. Utføre en vekstanalyse

#### **5.2 Omgruppering av egenkapitaloppstillingen**

Egenkapitaloppstillingen er i utgangspunktet ikke ansett for å være den viktigste delen av et selskaps årsregnskap, og blir ofte nedprioritert i analysene. Egenkapitaloppstillingen er derimot en svært viktig del av regnskapet, da den binder sammen alle transaksjoner som påvirker selskapets egenkapital (Penman, 2013).

Kongruensprinsippet innebærer at endringer i egenkapitalen bare skal skje via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd, og er et lovfestet prinsipp i Regnskapsloven § 4-3. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne

skal derfor ha sin motpost i resultatet (Gjesdal, 2007). Under ulike regnskapsstandarder slik som IFRS og GAAP, er det i dag vanlig at enkelte poster blir belastet egenkapitalen direkte gjennom oppstillingen «other comprehensive income», uten å påvirke resultatet. Slike poster betegnes gjerne for «dirty surplus».

Også i Norge finnes det unntak fra kongruensprinsippet, da virkningen av prinsippendringer og korrigerende av tidligere års feil kan føres direkte mot egenkapitalen. Penman (2013) argumenterer for at i en verdsettelse er det viktig å få med det fullstendige resultatet, også de akkumulerte bruddene på kongruensprinsippet gjennom «dirty surplus poster», noe det tas høyde for ved omgrupperingen av egenkapitaloppstillingen.

Regnskapsår	2 014	2 015	2 016	2 017
<b>Inngående balanse</b>	506 386	557 265	674 736	886 485
<b>Netto transaksjoner med aksjonærer</b>	<b>-9 201</b>	<b>10 763</b>	<b>-50 000</b>	<b>-50 000</b>
Omorganiseringseffekter		-11 104	5 103	
Korrigerende av feil i utgående balanse				-25
Prinsippendringer		-2 942		
Rapportert årsresultat	60 080	120 754	256 646	154 974
<b>Fullstendig resultat</b>	<b>60 080</b>	<b>106 708</b>	<b>261 749</b>	<b>154 949</b>
<b>Utgående balanse</b>	557 265	674 736	886 485	991 434

Tabell 4: Omgruppert egenkapitaloppstilling, tall i 1000 NOK

Av den omgrupperte egenkapitaloppstillingen for Widerøe i tabell 4 kan nevnes at selskapet har avsatt utbytte på 50 millioner kroner i balansen som kortsiktig gjeld for 2016 og 2017. I forhold til omgrupperingen av regnskapet for verdsettelsesformål er avsatt utbytte fortsatt ansett for å være en del av selskapets egenkapital, da selskapet ikke kan skylde penger til seg selv. Det avsatte utbyttet må derfor reklassifiseres slik at det inngår i sysselsatt kapital (Gjesdal, 2007). Dette innebærer at utgående balanse for 2016 og 2017 er 50 millioner kroner høyere enn det rapporterte beløpet i den utgående balansen fra balanseoppstillingen som fremkommer av årsregnskapet. Posten netto transaksjoner med aksjonærer inkluderer differansen mellom utbetalt utbytte og kapitaltilskudd.

Widerøe har også gått gjennom en fisjonsprosess i 2015 og en omorganisering av selskapet i 2016, noe som har medført diverse omorganiseringseffekter på egenkapitalen.

Omorganiseringen i 2016 ble gjennomført til skattemessig og regnskapsmessig kontinuitet. Det ble også i 2015 foretatt en prinsippendring som reduserte egenkapitalen med 2 942 000 kroner. Avslutningsvis ble det for 2017 foretatt en summeringsfeil i årsrapporten til Widerøe, da rapportert utgående balanse fra noteopplysningene ikke stemte overens med den utgående balansen fra balanseoppstillingen. Differansen utgjorde 25 000 kroner, og er rettet opp ved en korrigerende. Feilbeløpet må derimot anses ubetydelig i verdsettelsessammenheng. Oppsummert utgjør summen av det rapporterte årsresultatet, omorganiseringseffekter, prinsippendringer og korrigerende av tidligere feil det fullstendige resultatet for Widerøe.

### 5.3 Beregne avkastning og vekst i alminnelig egenkapital

Avkastningen på den alminnelige egenkapitalen (heretter ROCE) er et nøkkeltall som viser hvilken avkastning selskapets aksjonærer har fått på sine investeringer i perioden (Penman, 2013 s.267). Nøkkeltallet beregnes ved bruk av følgende formel.

$$ROCE_t = \frac{\text{Fullstendig resultat}}{0,5 (CSE_t + CSE_{t-1})}$$

Formel: ROCE (Penman, 2013 s.267)

Regnskapsår	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Fullstendig resultat	60 080	106 708	261 749	154 949	
Inngående balanse CSE	506 386	557 265	674 736	886 485	
Utgående balanse CSE	557 265	674 736	886 485	991 434	
Gjennomsnittlig CSE	531 826	616 001	780 611	938 960	
<b>Avkastning på alminnelig egenkapital (ROCE)</b>	<b>11,3 %</b>	<b>17,3 %</b>	<b>33,5 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>19,66 %</b>

Tabell 5: Avkastning på alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK

I Penman (2013 s.375) er det presentert en oversikt over ROCE for ulike bransjer i perioden 1963-1996. Disse tallene kan være nyttige å benytte som «benchmarks» i vurderingen av Widerøes avkastning på den alminnelige egenkapitalen i tabell 5. Av denne oversikten fremkommer det en ROCE-median for flyindustrien på 12,4% i perioden. Det tas imidlertid høyde for at tallene fra Penman (2013) kan være noe utdaterte, og jeg har derfor supplert med tall for de komparative selskapene Norwegian og SAS for perioden. Dette er vist i tabell 6 nedenfor.

Vi ser av resultatene fra tabell 5 at Widerøe har hatt en relativt stabil ROCE over analyseperioden, med unntak av et hopp i 2016. Den høye økningen i ROCE i 2016 skyldes i hovedsak et høyt fullstendig resultat. Den gjennomsnittlige ROCE over analyseperioden ligger på 19,66% for Widerøe, noe som er betraktelig høyere enn gjennomsnittlig ROCE for de komparative selskapene på 9,99% og ROCE-medianen på 12,4% for flyindustrien. Gjennomsnittlig ROCE for de komparative selskapene er i stor grad drevet ned på grunn av Norwegians negative avkastning på -64,02% i 2017. Vi kan også merke oss at de komparative selskapene har langt større svingninger i sin ROCE enn Widerøe, da Norwegian og SAS opererer i et mer turbulent og konkurransutsatt marked gjennom sin internasjonale tilstedeværelse (jf. punkt 2.2). ROCE vil senere brytes ned i sine delkomponenter under punkt 5.7.1.

Komparativ bransje	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
ROCE Norwegian	28,06 %	30,15 %	-64,02 %	
ROCE SAS	31,69 %	0,21 %	33,83 %	
<b>Gjennomsnittlig ROCE</b>	<b>29,87 %</b>	<b>15,18 %</b>	<b>-15,10 %</b>	<b>9,99 %</b>

Tabell 6: Avkastning på alminnelig egenkapital, komparativ bransje

Videre i neste avsnitt vil veksten i alminnelig egenkapital (CSE) beregnes. Veksten i CSE beregnes ved å finne endringen i alminnelig egenkapital for perioden dividert på den inngående balansen av alminnelig egenkapital.

$$\text{Vekst i CSE} = \frac{\text{Endring i CSE}}{\text{Inngående balanse CSE}}$$

Formel: Vekst i CSE (Penman, 2013 s.267)

Regnskapsår	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Utgående balanse CSE	557 265	674 736	886 485	991 434	
Inngående balanse CSE	506 386	557 265	674 736	886 485	
Endring CSE	50 879	117 471	211 749	104 949	
<b>Prosentvis vekst i CSE</b>	<b>10,0 %</b>	<b>21,1 %</b>	<b>31,4 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>18,59 %</b>

Tabell 7: Prosentvis vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK

Av tabell 7 ser vi at Widerøe har hatt en positiv vekst i den alminnelige egenkapitalen for hvert av analyseårene. Årsaken til dette er et stabilt nivå på de netto operasjonelle eiendelene (NOA), kombinert med en reduksjon i selskapets netto finansielle forpliktelser (NFO). Den sterke veksten i Widerøes egenkapital har resultert i en meget tilfredsstillende egenkapitalprosent sammenlignet med de komparative selskapene (jf. punkt 6.2).

#### **5.4 Omgruppering av resultatregnskapet**

Resultatregnskapet viser en oversikt over inntektene og kostnadene som selskapets netto operasjonelle eiendeler (NOA) og netto finansielle forpliktelser (NFO) har produsert gjennom regnskapsperioden (Penman, 2013). Det første steg i omgrupperingen av resultatregnskapet er i følge Penman (2013) å kalkulere brutto driftsresultat fra den normale driften. Dette innebærer at unormale poster som ikke antas å inntreffe regelmessig i fremtiden trekkes ut av beregningene, da slike poster ikke er bærekraftige, og må skilles fra de øvrige kjerneaktivitetene.

Neste steg består i å legge til eventuelle «dirty surplus» poster, da vi i arbeidet med verdivurderingen av selskapet er interessert i det fullstendige resultatet. Avslutningsvis legges effekten av finanspostene til. For å beregne skatteeffekten på de unormale postene og finanspostene, har jeg benyttet den alminnelige skattesatsen gjeldende for det aktuelle regnskapsår (Regjeringen, 2019). Den gjeldende skattesatsen er presentert i siste linje i det omgrupperte resultatregnskapet i tabell 8 nedenfor.



Regnskapsår	2014	2015	2016	2017
Inntekt på investering i datterselskap	8 478	9 102	0	0
Salgsinntekter	3 140 943	3 195 660	3 788 543	3 753 654
Annen driftsinntekt	665 822	744 043	771 276	694 905
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 815 243</b>	<b>3 948 805</b>	<b>4 559 819</b>	<b>4 448 559</b>
Lønnskostnader	1 359 801	1 217 510	1 997 466	1 994 645
Driftskostnad fly og bygninger	745 093	956 834	659 722	659 164
Avgifter og provisjoner	363 603	348 461	407 858	399 316
Leie- og leasingkostnader	103 404	103 824	169 981	183 797
Andre driftskostnader	742 309	821 114	678 645	663 549
Avskrivninger	248 561	287 026	269 046	291 959
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>3 562 771</b>	<b>3 734 769</b>	<b>4 182 718</b>	<b>4 192 430</b>
<b>Brutto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>252 472</b>	<b>214 036</b>	<b>377 101</b>	<b>256 129</b>
Rapportert skatt	24 536	36 420	78 243	39 797
Skatteeffekt finansposter	45 321	15 353	10 553	12 602
Skatteeffekt unormale poster	0	0	0	2 124
Sum skatter	69 857	51 773	88 796	54 523
<b>Netto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>182 615</b>	<b>162 263</b>	<b>288 305</b>	<b>201 606</b>
<b>Unormale poster (før skatt)</b>				
Nedskrivning driftsmidler				8 848
Skatt på unormale poster				2 124
<b>Unormale poster (etter skatt)</b>				
Omorganiseringseffekter		-11 104	5 103	
Prinsippendringer		-2 942		
Korrigerings av feil				-25
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>182 615</b>	<b>148 217</b>	<b>293 408</b>	<b>194 857</b>
<b>Finansposter</b>				
Annen renteinntekt	685	1 307	1 170	1 404
Annen rentekostnad	47 322	93 447	28 434	7 678
Agio	40 614	131 884	252 973	158 680
Disagio	127 797	63 173	231 243	164 620
Gebyr og kredittkortprovisjon	29 638	32 107	35 056	38 388
Aksjeutbytte	7	0	0	0
Annen finanskostnad	4 406	1 328	1 622	1 908
<b>Sum finansposter</b>	<b>-167 857</b>	<b>-56 864</b>	<b>-42 212</b>	<b>-52 510</b>
Skatteeffekt på finansposter	45 321	15 353	10 553	12 602
<b>Netto finansposter etter skatt</b>	<b>-122 536</b>	<b>-41 511</b>	<b>-31 659</b>	<b>-39 908</b>
<b>Totalresultat</b>	<b>60 079</b>	<b>106 706</b>	<b>261 749</b>	<b>154 949</b>
Alminnelig skattesats	27 %	27 %	25 %	24 %

Tabell 8: Omgruppert resultatregnskap, tall i 1000 NOK

I omstruktureringen av resultatregnskapet i tabell 8 har jeg valgt å klassifisere *nedskrivning på driftsmidler* som en unormal post, da nedskrivningskostnader ikke er antatt å påløpe hvert år. I tillegg har Widerøe tre elementer som er belastet egenkapitalen direkte, i form av

*omorganiseringseffekter, prinsippendringer og korrigerende av tidligere års feil*, jf. punkt 5.2. Disse unormale postene inkluderes i netto driftsresultat, men påvirker ikke skattekostnaden til selskapet, da disse postene er etter-skatt poster. Det eksisterer for øvrig ingen unormale finansposter, slik at netto finansposter er sammenfallende med de rapporterte beløpene i Widerøes årsrapporter. Avslutningsvis er *inntekt på investering i datterselskap* klassifisert som en del av «den normale driften», ettersom eiendelsposten *investering i datterselskap* ble klassifisert som en operasjonell eiendel i den omgrupperte balanseoppstillingen. På denne måten sikres det samsvar mellom resultat- og balansepostene.

### **5.5 Omgruppering av balanseoppstillingen**

I omgrupperingen av balanseoppstillingen identifiserer man selskapets operasjonelle eiendeler og operasjonelle gjeld. De operasjonelle postene er de aktivitetene som er involvert i den daglige driften, og det er disse postene som skaper verdiene for selskapet. Differansen mellom de operasjonelle eiendelene og den operasjonelle gjelden betegnes netto operasjonelle eiendeler (NOA). De finansielle postene deles inn på samme måte som de operasjonelle, og differansen mellom de finansielle forpliktelsene og de finansielle eiendelene betegnes (NFO). Selskapets egenkapital (CSE) utgjør følgelig differansen mellom NOA og NFO.

Gjesdal (2007) og Penman (2013) argumenterer for at når et selskap skal verdsettes, vil man ta utgangspunkt i de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Deretter tillegges verdien av de netto finansielle forpliktelsene. Verdien av de finansielle postene er ofte verdsatt til markedsverdi i balansen eller i notene til regnskapet, noe som skaper få problemer knyttet til verdsettelsen av disse elementene. Omgruppert balanseoppstilling for Widerøe presenteres i tabell 9 nedenfor.

Regnskapsår	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Operasjonelle eiendeler</b>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	79 057	69 975	61 574	122 761	116 666
Fly	854 216	1 009 913	900 816	840 990	823 765
Motorer	493 084	608 657	624 458	687 582	690 673
Reservedeler	477 180	332 586	416 562	416 090	402 147
Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.	26 091	21 766	22 670	25 466	26 840
Lager av varer og annen beholdning	136 265	119 135	109 823	150 448	143 713
Kundefordringer	120 973	143 755	139 840	198 131	204 272
Investering i datterselskap	3 264	3 042	10 893	0	0
Andre fordringer	127 830	156 590	114 102	168 713	242 397
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>2 317 960</b>	<b>2 465 419</b>	<b>2 400 738</b>	<b>2 610 181</b>	<b>2 650 473</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>					
Utsatt skatt	0	20 678	58 595	135 916	157 580
Leverandørgjeld	81 445	210 991	171 736	185 351	205 857
Skyldige offentlige avgifter	173 033	178 604	72 042	127 893	133 066
Betalbar skatt	0	0	0	261	17 834
Andre avsetninger og forpliktelser	31 274	28 293	34 128	-3 890	-151
Annen kortsiktig gjeld	472 976	335 798	561 323	595 320	536 577
Gjeld til aksjonær	0	30 000	0	0	0
Pensjonsforpliktelser	34 386	34 733	25 224	14 573	14 787
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>793 114</b>	<b>839 097</b>	<b>923 048</b>	<b>1 055 424</b>	<b>1 065 550</b>
<b>Netto operasjonelle eiendeler (NOA)</b>	<b>1 524 846</b>	<b>1 626 322</b>	<b>1 477 690</b>	<b>1 554 757</b>	<b>1 584 923</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>					
Kontanter og kontantekvivalenter	71 504	13 227	53 282	124 391	1 362
Investering i aksjer og andeler	30	30	30	101	71
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>71 534</b>	<b>13 257</b>	<b>53 312</b>	<b>124 492</b>	<b>1 433</b>
<b>Finansiell gjeld</b>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 089 994	955 206	856 266	689 475	593 990
Trekkfasilitet	0	127 108	0	103 289	932
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>1 089 994</b>	<b>1 082 314</b>	<b>856 266</b>	<b>792 764</b>	<b>594 922</b>
<b>Netto finansiell gjeld (NFO)</b>	<b>1 018 460</b>	<b>1 069 057</b>	<b>802 954</b>	<b>668 272</b>	<b>593 489</b>
<b>Alminnelig egenkapital (CSE)</b>	<b>506 386</b>	<b>557 265</b>	<b>674 736</b>	<b>886 485</b>	<b>991 434</b>
Herav avsatt utbytte	0	0	0	50 000	50 000

Tabell 9: Omgruppert balanseoppstilling, tall i 1000 NOK

## Grunnlag for omgrupperingen av særskilte poster

### Avsatt utbytte

I Norske regnskapsstandarder klassifiseres avsatt utbytte normalt som kortsiktig gjeld i balanseoppstillingen. I forhold til omgrupperingen av regnskapet for verdsettelsesformål (investorperspektiv), må det avsatte utbytte reklassifiseres som egenkapital, da selskapet ikke kan skyldte penger til seg selv gjennom kategoriseringen som kortsiktig gjeld (Gjesdal,

2007; Penman 2013). Widerøe har rapportert *avsatt utbytte* i sine regnskaper for 2016 og 2017. Disse beløpene skal derfor inngå som en del av selskapets egenkapital. Andelen av det avsatte utbytte av egenkapitalen er presentert nederst i tabell 9.

### **Investering i datterselskap**

Widerøes *investeringer i datterselskap* er i årsregnskapet til Widerøe klassifisert som et finansielt anleggsmiddel. Gjesdal (2007) mener at investeringer i tilknyttede selskaper som regel vil være driftsrelaterte. Det er derimot viktig at inntektene tilknyttet disse investeringene inkluderes i det normale driftsresultatet i det omstrukturerte resultatregnskapet. Dette for å sikre samsvar mellom resultat- og balansepostene, da investeringene i dette tilfellet anses som driftsrelaterte.

### **Pensjonsforpliktelser**

Gjesdal (2007) argumenterer for at pensjonsforpliktelser har en implisitt rentekostnad gjennom nåverdiberegningene av pensjonsforpliktelsene, hvor nåverdien av forpliktelsene øker etterhvert som pensjoneringstidspunktet nærmer seg. Så lenge denne pensjonskostnaden føres som en driftskostnad i regnskapet under posten *lønnskostnader*, må pensjonsforpliktelsene anses som rentefrie, og forpliktelsene føres derfor som operasjonell gjeld i balansen. Da pensjonskostnadene inngår som en del av lønnskostnadene i driftskostnadene, sikres det også samsvar mellom resultat- og balansepostene (Gjesdal, 2007).

### **Kontanter og kontantekvivalenter**

Kontanter og bankinnskudd kan i følge Penman (2013) ofte by på problemer i klassifiseringen som operasjonell eller finansiell eiendel, da selskapets kontantbeholdning kan brukes både i operasjonelle og finansielle aktiviteter. Det kan derfor argumenteres for at den delen av kontantbeholdningen som er nødvendig for driften skal klassifiseres som operasjonell i balansen, mens øvrig overskuddslikviditet klassifiseres som finansiell. En slik klassifisering er imidlertid svært krevende uten dyptgående kunnskaper om driften, og Penman (2013) foreslår derfor at posten *kontanter og kontantekvivalenter* i sin helhet klassifiseres som en finansiell eiendel.

## **Investeringer i aksjer og andeler**

Widerøes *investeringer i aksjer og andeler* er knyttet til investeringer i Airport Coordination og Vestfold FlyplassInvest. Ettersom det ikke er gitt øvrige opplysninger i Widerøes årsrapporter om hvorvidt investeringene er knyttet til selskapets daglige drift, kategoriseres investeringene som en finansiell eiendel i den omgrupperte balansen.

## **Utsatt skatt**

Gjesdal (2007) karakteriserer utsatt skatt som rentefri gjeld, og argumenterer videre for at utsatt skatt ikke bør anses som en gjeldspost i det hele tatt, men snarere som en justeringspost mellom andre eiendels- og gjeldsposter.

## **5.6 Trendanalyse**

Gjennom en trendanalyse kan vi observere selskapets utvikling over tid ved å sammenligne utvalgte regnskapsposter som en indeks mot et basisår (Penman, 2013). Resultatene fra trendanalysen gir likevel ikke alene grunnlag for å mene noe om hvorvidt utviklingen vil fortsette inn i fremtiden, da dette er et tema for den strategiske analysen (Kaldestad & Møller, 2011). Basisåret for trendanalysen settes til 2013 for den omgrupperte balanseoppstillingen og til 2014 for det omstrukturerte resultatregnskapet.

### **5.6.1 Trendanalyse av omgruppert balanseoppstilling**

I tabell 10 presenteres en oversikt over utviklingen av utvalgte balanseposter i perioden 2013-2017. Postene som er valgt ut er de postene som eksisterte for hvert av regnskapsårene i analyseperioden. I tillegg er det foretatt en trendanalyse av sum operasjonelle eiendeler, sum operasjonell gjeld og alminnelig egenkapital, slik at det skal være mulig å se på den helhetlige utviklingen over tid. Trendanalysen over utviklingen i netto operasjonelle eiendeler kan blant annet gi oss en indikasjon på om selskapet er i vekst eller stagnasjon.

Trendanalyse omgruppert balanse	2013	2014	2 015	2016	2017
<b>Operasjonelle eiendeler</b>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	100 %	89 %	78 %	155 %	148 %
Fly	100 %	118 %	105 %	98 %	96 %
Motorer	100 %	123 %	127 %	139 %	140 %
Reservedeler	100 %	70 %	87 %	87 %	84 %
Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.	100 %	83 %	87 %	98 %	103 %
Lager av varer og annen beholdning	100 %	87 %	81 %	110 %	105 %
Kundefordringer	100 %	119 %	116 %	164 %	169 %
Andre fordringer	100 %	122 %	89 %	132 %	190 %
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>100 %</b>	<b>106 %</b>	<b>104 %</b>	<b>113 %</b>	<b>114 %</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>					
Leverandørgjeld	100 %	259 %	211 %	228 %	253 %
Skyldige offentlige avgifter	100 %	103 %	42 %	74 %	77 %
Annen kortsiktig gjeld	100 %	71 %	119 %	126 %	113 %
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>100 %</b>	<b>106 %</b>	<b>116 %</b>	<b>133 %</b>	<b>134 %</b>
<b>Finansielle eiendeler og gjeld</b>					
Kontanter og kontantekvivalenter	100 %	18 %	75 %	174 %	2 %
Gjeld til kredittinstitusjoner	100 %	88 %	79 %	63 %	54 %
<b>Alminnelig egenkapital (CSE)</b>	<b>100 %</b>	<b>110 %</b>	<b>133 %</b>	<b>175 %</b>	<b>196 %</b>

Tabell 10: Trendanalyse av omgruppert balanseoppstilling

Av tabell 10 ser vi at sum operasjonelle eiendeler har hatt en positiv utvikling for hvert av årene i analyseperioden sammenlignet med basisåret, med unntak av et marginalt fall i 2015. Den positive utviklingen i sum operasjonelle eiendeler skyldes særlig en markant økning i postene *tomter, bygninger og annen fast eiendom, kundefordringer og andre fordringer*, samtidig som de øvrige operasjonelle eiendelspostene har holdt seg på et jevnt nivå. Hovedårsaken til den kraftige økningen i posten *tomter, bygninger og annen fast eiendom* skyldes omorganiseringen i selskapet i 2016, hvor alle datterselskapene ble samlet i det nåværende Widerøe-konsernet.

Dersom vi ser på utviklingen over den operasjonelle gjelden, ser vi at også denne har økt gradvis i perioden, med en noe kraftigere økning enn de operasjonelle eiendelene. Posten *leverandørgjeld* er i all hovedsak årsak til denne økningen, og hadde en markant økning fra 2013 til 2014. Den alminnelige egenkapitalen (CSE) har likevel i sum hatt en kraftig vekst i perioden, hvor hovedårsaken til dette er en kraftig reduksjon i den finansielle rentebærende

gjelden. Vi kan også merke oss at Widerøes kontantbeholdning har variert svært kraftig i perioden, fra 174% i 2016, til knappe 2% i 2017.

### 5.6.2 Trendanalyse av omgruppert resultatregnskap

I tabell 11 presenteres en oversikt over utviklingen i utvalgte resultatposter for Widerøe i perioden 2014-2017. Også i trendanalysen av det omgrupperte resultatregnskapet har jeg valgt å inkludere poster som er rapportert for hvert av regnskapsårene. Penman (2013) mener at det særlig er utviklingen i salgsinntekter, driftsresultat og totalresultat som er av særlig interesse.

Trendanalyse omgruppert resultat	2014	2015	2016	2017
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>100 %</b>	<b>104 %</b>	<b>120 %</b>	<b>117 %</b>
Lønnskostnader	100 %	90 %	147 %	147 %
Driftskostnad fly og bygninger	100 %	128 %	89 %	88 %
Avgifter og provisjoner	100 %	96 %	112 %	110 %
Leie- og leasingkostnader	100 %	100 %	164 %	178 %
Andre driftskostnader	100 %	111 %	91 %	89 %
Avskrivninger	100 %	115 %	108 %	117 %
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>100 %</b>	<b>105 %</b>	<b>117 %</b>	<b>118 %</b>
Netto finanskostnader	100 %	34 %	25 %	31 %
<b>Totalresultat</b>	<b>100 %</b>	<b>178 %</b>	<b>436 %</b>	<b>258 %</b>

Tabell 11: Trendanalyse av omgruppert resultatregnskap

Av trendanalysen av det omgrupperte resultatregnskapet i tabell 11 ser vi en jevn økning i både sum driftsinntekter og sum driftskostnader over analyseperioden, samtidig som endringene i sum driftskostnader og sum driftsinntekter korrelerer i stor grad. Hovedårsaken til den kraftige veksten i totalresultatet skyldes i stor grad reduksjonen i netto finanskostnader, da en stor grad av selskapets rentebærende gjeld er nedbetalt i perioden jf. punkt 5.6.1. Det er særlig postene *lønnskostnader* og *leie- og leasingkostnadene* som har økt kraftig over analyseperioden sammenlignet med basisåret. En naturlig forklaring til økningen i lønnskostnadene er omorganiseringen av selskapet i 2016, jf. punkt 5.6.1.

## 5.7 Lønnsomhetsanalyse

En analyse av driverne til avkastningen på den alminnelige egenkapitalen (ROCE) kalles for en lønnsomhetsanalyse. Ettersom selskapets superprofitt bestemmes ut ifra avkastningen på den alminnelige egenkapitalen og veksten i investeringene, er en slik øvelse nødvendig dersom vi ønsker å benytte denne verdsettelsesteknikken (Penman, 2013).

Lønnsomhetsanalysen beskriver selskapets nåværende tilstand, og formålet med analysen er å identifisere hvor verdiskapingen oppstår - slik at investorer kan estimere hvordan den fremtidige ROCE vil bli. Analysen av avkastningen på den alminnelige egenkapitalen består i følge Penman (2013) av tre steg. I lønnsomhetsanalysen av Widerøe vil jeg gjennomføre en første- og andregrads dekomponering av de økonomiske resultatene.

### 5.7.1 Førstegrads dekomponering

Av formelen nedenfor ser vi at selskapets ROCE avgjøres av tre faktorer: avkastningen på selskapets netto operasjonelle eiendeler (RNOA), selskapets finansielle gjeldsgrad (FLEV) og SPREAD. Selskapets SPREAD utgjør differansen mellom RNOA og netto lånekostnader etter skatt (NBC).

$$ROCE = RNOA + (FLEV \times SPREAD)$$

*Formel: Dekomponering av ROCE (Penman, 2013 s.366)*

### Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)

Selskapets avkastning på sine netto operasjonelle eiendeler er et mål på bedriftens evne til å oppnå avkastning på den alminnelige egenkapitalen gjennom sine operasjonelle aktiviteter, og avgjøres videre av selskapets netto driftsresultat og størrelsen på de netto operasjonelle eiendelene (Penman, 2013).

$$RNOA = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{0,5 (NOA_t + NOA_{t-1})}$$

*Formel: RNOA (Penman, 2013 s. 366)*



RNOA	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Netto driftsresultat	182 615	148 217	293 408	194 857	
Inngående balanse NOA	1 524 846	1 626 322	1 477 690	1 554 757	
Utgående balanse NOA	1 626 322	1 477 690	1 554 757	1 584 923	
Gjennomsnittlig NOA	1 575 584	1 552 006	1 516 224	1 569 840	
<b>RNOA</b>	<b>11,59 %</b>	<b>9,55 %</b>	<b>19,35 %</b>	<b>12,41 %</b>	<b>13,23 %</b>

Tabell 12: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK

Av tabell 12 ser vi at Widerøe har hatt en meget stabil RNOA over analyseperioden, med unntak av en moderat økning i 2016. Medianavkastningen på netto operasjonelle eiendeler for flyindustrien var i perioden 1963-1996 på 9% (Penman, 2013). Widerøe ligger godt over denne medianavkastningen, med en gjennomsnittlig RNOA over analyseperioden på 13,23%. Tallene fra Penman (2013) kan derimot være noe utdaterte, slik at jeg har inkludert sammenligningstall for de komparative selskapene. Av tabell 13 nedenfor ser vi at gjennomsnittlig RNOA for de komparative selskapene var på 6,15% over analyseperioden, noe som indikerer at Widerøe evner å oppnå en over dobbelt så høy avkastning på egenkapitalen gjennom sine operasjonelle aktiviteter enn sine nærmeste konkurrenter.

Endringene som oppstår i RNOA for Widerøe i perioden skyldes i hovedsak endringer i netto driftsresultat, da gjennomsnittlige netto operasjonelle eiendeler ligger på et jevnt nivå over hele analyseperioden. Endringen i RNOA vil analyseres ytterligere under punkt 5.7.2, hvor RNOA vil brytes ned i delkomponentene profittmargin og eiendelenes omløpshastighet.

Komparativ bransje	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
RNOA Norwegian	3,26 %	6,80 %	-4,88 %	
RNOA SAS	13,66 %	9,37 %	8,69 %	
<b>Gjennomsnittlig RNOA</b>	<b>8,46 %</b>	<b>8,09 %</b>	<b>1,90 %</b>	<b>6,15 %</b>

Tabell 13: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, komparativ bransje

### Finansiell gjeldsgrad og SPREAD

Selskapets finansielle gjeldsgrad (FLEV) angir forholdstallet mellom selskapets gjennomsnittlige finansielle forpliktelser (NFO) og selskapets gjennomsnittlige egenkapital (CSE), og forholdstallet er således et mål på andelen av selskapets netto operasjonelle eiendeler (NOA) som er finansiert med gjeld. Effekten av gjeldsfinansiering på ROCE betegnes ofte for «gearing». Videre angir SPREAD differansen mellom avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (RNOA) og netto lånekostnader etter skatt (NBC).

For at ROCE skal øke gjennom økt belåning, er det nødvendig at avkastningen som skapes gjennom den økte belåningen er høyere enn lånekostnadene, slik at selskapet oppnår en positiv «gearing-effekt». Det er imidlertid viktig å huske på at økt belåning vil øke risikoen knyttet til egenkapitalen i selskapet - og følgelig drive avkastningskravet til egenkapitalen opp, jf. punkt 7.1.3. Produktet av FLEV og SPREAD er derfor forklarende for selskapets utnyttelse av sine finansielle aktiviteter (Penman, 2013).

$$FLEV = \frac{\text{Gjennomsnittlig NFO}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}}$$

Formel: FLEV (Penman, 2013 s.366)

FLEV	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig NFO	1 043 759	936 006	735 613	630 881	
Gjennomsnittlig CSE	531 826	616 001	780 611	938 960	
<b>FLEV</b>	<b>1,963</b>	<b>1,519</b>	<b>0,942</b>	<b>0,672</b>	<b>1,274</b>

Tabell 14: Financial leverage, tall i 1000 NOK

Av tabell 14 ser vi at Widerøe har hatt en gradvis reduksjon i FLEV over analyseperioden. Nedgangen skyldes en kombinasjon av en reduksjon i NFO for hele perioden, kombinert med en økning i CSE for perioden som helhet. I følge Penman (2013) var FLEV-medianen for flyindustrien i perioden 1963-1996 på 0,841, og vi ser av resultatene for 2016 og 2017 at Widerøe ligger på nivå med medianen. Sammenlignet med de komparative selskapene i tabell 15 nedenfor, ser vi at Widerøe ligger godt under gjennomsnittet på 4,04. Den høye gjennomsnittlige FLEV for de komparative selskapene er i all hovedsak drevet opp av Norwegian, og deres betydelige låneopptak de siste årene, slik at dette gjennomsnittet er lite realistisk på sikt.

Komparativ bransje	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
FLEV Norwegian	5,83	5,52	6,92	
FLEV SAS	2,22	2,06	1,69	
<b>Gjennomsnittlig FLEV</b>	<b>4,02</b>	<b>3,79</b>	<b>4,30</b>	<b>4,04</b>

Tabell 15: Financial leverage, komparativ bransje

$$NBC = \frac{\text{Netto finansielle kostnader}}{0,5 (NFO_t + NFO_{t-1})}$$

Formel: NBC (Penman, 2013 s.319)

NBC	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Netto finanskostnader	122 536	41 511	31 659	39 908	
Inngående balanse NFO	1 018 460	1 069 057	802 954	668 272	
Utgående balanse NFO	1 069 057	802 954	668 272	593 489	
Gjennomsnittlig NFO	1 043 759	936 006	735 613	630 881	
<b>NBC</b>	<b>11,74 %</b>	<b>4,43 %</b>	<b>4,30 %</b>	<b>6,33 %</b>	<b>6,70 %</b>
<b>SPREAD</b>	<b>-0,15 %</b>	<b>5,12 %</b>	<b>15,05 %</b>	<b>6,09 %</b>	<b>6,52 %</b>

Tabell 16: Netto lånekostnader og SPREAD, tall i 1000 NOK

Av tabell 16 fremkommer det at Widerøes netto lånekostnader etter skatt falt betydelig fra 2014 til 2015, som en konsekvens av en kraftig reduksjon i netto finanskostnader. Fra 2015 har NBC derimot ligget på et stabilt nivå. SPREAD angir som kjent differansen mellom RNOA og NBC, og av tabell 16 ser vi at denne differansen var positiv for 2015, 2016 og 2017, mens den for 2014 var negativ. Dette innebærer med andre ord at det vil være fordelaktig for Widerøe å ta opp mer gjeld i år med positiv SPREAD, for på denne måten å drive opp ROCE gjennom en positiv «gearing-effekt». Dersom vi sammenligner resultatene til Widerøe med de komparative selskapene i tabell 17, ser vi at gjennomsnittlig SPREAD for disse selskapene er på 3,08%. De komparative selskapenes SPREAD ligger med dette godt under gjennomsnittlig SPREAD for Widerøe på 6,52%.

Komparativ bransje	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
SPREAD Norwegian	4,26 %	4,23 %	-8,55 %	
SPREAD SAS	8,12 %	-4,45 %	14,86 %	
<b>Gjennomsnittlig SPREAD</b>	<b>6,19 %</b>	<b>-0,11 %</b>	<b>3,15 %</b>	<b>3,08 %</b>

Tabell 17: SPREAD, komparativ bransje

### 5.7.2 Annengrads dekomponering

I annengrads dekomponeringen av driverne til ROCE, brytes RNOA ned i to komponenter: profittmargin (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). Denne dekomponeringen er også kjent som DuPont-modellen.

$$\text{Profittmargin (PM)} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Sum driftsinntekter}}$$

Formel: Profittmargin (Penman, 2013 s.373)

Profittmarginen er et lønnsomhetsmål som måler selskapets avkastning per omsetningskrone. I følge Penman (2013) var profittmargin-medianen for flyindustrien i perioden 1963-1996 på 4,3%. Flybransjen er som tidligere nevnt en bransje preget av pressede marginer, jf. punkt 2.2. Av tabell 18 ser vi at Widerøes gjennomsnittlige profittmargin over analyseperioden var på 4,84%, og ligger med dette på nivå med medianavkastningen for flyindustrien. Jeg har også her valgt å legge til sammenligningstall for de komparative selskapene. Av tabell 18 ser vi at den gjennomsnittlige profittmarginen for bransjen er på 3,20%, noe som er marginalt under Widerøes gjennomsnittlige profittmargin for perioden. Ettersom marginene er sterkt presset i flyindustrien, er det viktig for selskapene å unytte sine ressurser best mulig, for på denne måten å oppnå en tilfredsstillende RNOA.

$$\text{Eiendelenes omløpshastighet (ATO)} = \frac{\text{Sum driftsinntekter}}{\text{Netto operasjonelle eiendeler}}$$

Formel: Eiendelenes omløpshastighet (Penman 2013, s.373)

Eiendelenes omløpshastighet er et mål på selskapets utnyttelse av sine netto operasjonelle eiendeler, og er således et viktig effektivitetsmål. Medianen for eiendelenes omløpshastighet var for flyindustrien på 1,99 i perioden 1963-1996 (Penman, 2013). Av tabell 18 ser vi at Widerøe har hatt en ATO over analyseperioden på 2,70, noe som indikerer at det omsettes for 2,70 kroner per netto operasjonelle eiendel i selskapet. Widerøe ligger med dette på et nivå godt over den komparative bransjen, som har en gjennomsnittlig ATO over analyseperioden på 1,71, jf. tabell 19.

Dekomponering RNOA	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Profittmargin	4,79 %	3,75 %	6,43 %	4,38 %	4,84 %
Eiendelenes omløpshastighet	2,42	2,54	3,01	2,83	2,70
<b>RNOA</b>	<b>11,59 %</b>	<b>9,55 %</b>	<b>19,35 %</b>	<b>12,41 %</b>	<b>13,23 %</b>

Tabell 18: Dekomponering av avkastningen på netto operasjonelle eiendeler

Komparativ bransje	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Profittmargin	4,37 %	5,20 %	0,03 %	3,20 %
Eiendelenes omløpshastighet	1,75	1,62	1,77	1,71

Tabell 19: Dekomponering av avkastningen på netto operasjonelle eiendeler, komparativ bransje

## 5.8 Vekstanalyse

Vekstanalysen er det siste steget i Penman (2013) sin foreslåtte fremgangsmåte for regnskapsanalysen. En slik analyse er av stor interesse i en verdsettelsesprosess, da analysen gir uttrykk for vekst som kommer fra faktisk tilført verdi for selskapet. I følge Penman (2013) kan selskapet blant annet oppnå vekst i profitt ved endring av regnskapsprinsipper, noe som ikke skaper faktiske merverdier for selskapet. Vekst i superprofitt drives av vekst i ROCE og vekst i alminnelig egenkapital. I de neste avsnittene vil jeg gå nærmere inn på disse to driverne.

$$\text{Superprofitt}_t = (\text{ROCE}_t - R_E) \times \text{CSE}_{t-1}$$

Formel: Superprofitt (Penman, 2013 s.407)

### 5.8.1 Vekst gjennom lønnsomhet

Vekst gjennom lønnsomhet uttrykkes gjennom ROCE, og avgjøres av faktorene RNOA, FLEV, og NBC, jf. punkt 5.7.1. Selskapets RNOA drives av operasjonelle aktiviteter fra normal drift og unormale poster (Penman, 2013). Dekomponeringen av veksten i RNOA foretas ved hjelp av følgende formel.

$$\Delta \text{RNOA}_1 = (\Delta \text{kjerne PM}_1 \times \text{ATO}_{t-1}) + (\Delta \text{ATO}_1 \times \text{kjerne PM}_1) + \Delta \left( \frac{\text{unormale poster}}{\text{NOA}} \right)$$

Formel: Vekst i RNOA (Penman, 2013 s.408)

<b>Vekst i RNOA</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsresultat (normal drift)	182 615	162 263	288 305	201 606
Driftsinntekter	3 815 243	3 948 805	4 559 819	4 448 559
Kjerne profittmargin	4,79 %	4,11 %	6,32 %	4,53 %
<b>Endring profittmargin</b>		-0,68 %	2,21 %	-1,79 %
Sum driftsinntekter	3 815 243	3 948 805	4 559 819	4 448 559
Gjennomsnittlig NOA	1 575 584	1 552 006	1 516 224	1 569 840
Eiendelenes omløpshastighet (ATO)	2,42	2,54	3,01	2,83
<b>Endring ATO</b>		0,12	0,46	-0,17
Unormale poster	0	-14 046	5 103	-6 699
Gjennomsnittlig NOA	1 575 584	1 552 006	1 516 224	1 569 840
<b>Endring fra unormale poster</b>	0	-0,91 %	0,34 %	-0,43 %
<b>Endring RNOA fra oversikt</b>		<b>-2,04 %</b>	<b>9,80 %</b>	<b>-6,94 %</b>
Endring RNOA fra endring PM		-1,64 %	5,63 %	-5,39 %
Endring RNOA fra endring ATO		0,50 %	2,93 %	-0,79 %
Endring RNOA fra unormale poster		-0,91 %	1,24 %	-0,76 %
<b>Sum endring RNOA</b>		<b>-2,04 %</b>	<b>9,80 %</b>	<b>-6,94 %</b>

Tabell 20: Endringer i RNOA, fra endringer i PM, ATO og unormale poster, tall i 1000 NOK

Av tabell 20 ser vi at endringen på -2,04% i RNOA fra 2014 til 2015 skyldes en nedgang på 1,64% i profittmarginen fra fjoråret, kombinert med en økning på 0,5% i eiendelenes omløpshastighet. Profittmarginen hadde derimot en positiv utvikling fra 2015 til 2016, kombinert med en økning i eiendelenes omløpshastighet, noe som i sum resulterte i en økning på 9,80% i RNOA fra fjoråret for Widerøe. I 2017 opplevde selskapet både en negativ utvikling i profittmarginen og eiendelenes omløpshastighet, noe som resulterte i en nedgang i RNOA på -6,94% fra fjoråret.

Avslutningsvis har Widerøe både hatt positive og negative effekter på RNOA gjennom sine unormale poster. I tabell 21 nedenfor vil Widerøes endringer i ROCE over analyseperioden brytes ned, hvor jeg vil se på hvilken effekt RNOA, FLEV og SPREAD har hatt for endringene.

<b>Endring ROCE</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Endring RNOA		-2,04 %	9,80 %	-6,94 %
FLEV	1,963	1,519	0,942	0,672
SPREAD	-0,15 %	5,12 %	15,05 %	6,09 %
FLEV x SPREAD	-0,29 %	7,77 %	14,18 %	4,09 %
Endring FLEV x SPREAD		8,07 %	6,41 %	-10,09 %
<b>Endring ROCE</b>		<b>6,03 %</b>	<b>16,21 %</b>	<b>-17,03 %</b>

Tabell 21: Endringer i ROCE, fra endringer i RNOA, FLEV og SPREAD

Som vi ser av resultatene fra tabell 21 hadde RNOA en negativ utvikling fra 2014 til 2015, samtidig som ROCE økte med 6,03% i perioden. Årsaken til dette var at Widerøes utnyttelse av sine finansielle aktiviteter (SPREAD x FLEV) hadde en positiv utvikling i 2015, med en endring på 8,07% fra fjoråret. Den positive i utnyttelsen av Widerøes finansielle aktiviteter oppstod gjennom en økning på 5,12% i FLEV, kombinert med en reduksjon i FLEV.

Gjennom den positive endringen i SPREAD kan Widerøe oppnå en positiv «gearing-effekt» i utnyttelsen av sin finansielle gjeldsgrad (FLEV). SPREAD hadde videre en vekst i 2016, før den falt i 2017. Widerøes FLEV har derimot hatt en negativ utvikling over hele analyseperioden, noe som er ufordelaktig for ROCE, da selskapet historisk sett har hatt en positiv SPREAD (med unntak av i 2014).

### 5.8.2 Vekst i alminnelig egenkapital

Veksten i den alminnelige egenkapitalen er den andre driveren av superprofitt. Den egengenererte veksten i den alminnelige egenkapitalen avgjøres ifølge Penman (2013) av veksten i salg, endringen i NOA per krone av salgene og endringen i netto gjeld for å finansiere endringen i NOA.

$$\Delta CSE = \Delta NOA - \Delta NFO$$
$$\Delta CSE = \left( \Delta \text{salg} \times \frac{1}{ATO} \right) + \left( \Delta \frac{1}{ATO} \times \text{salg} \right) - \Delta NFO$$

*Formel: Endring i alminnelig egenkapital (Penman, 2013 s. 411)*

<b>Vekst i alminnelig egenkapital</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Driftsinntekter	3 815 243	3 948 805	4 559 819	4 448 559
Endring driftsinntekter		133 562	611 014	-111 260
ATO	2,42	2,54	3,01	2,83
1 / ATO	0,41	0,39	0,33	0,35
Endring 1 / ATO		-0,02	-0,06	0,02
Gjennomsnittlig NFO	1 043 759	936 006	735 613	630 881
Endring gjennomsnittlig NFO		-107 753	-200 393	-104 733
Endring CSE fra endring netto driftsinntekter		55 157	240 148	-36 996
Endring CSE fra endring ATO		-78 735	-275 930	90 612
Endring CSE fra endring NOA		-23 578	-35 783	53 617
Endring CSE fra endring NFO		-107 753	-200 393	-104 733
<b>Endring CSE</b>		<b>84 175</b>	<b>164 610</b>	<b>158 349</b>

Tabell 22: Vekst i alminnelig egenkapital, tall i 1000 NOK

I tabell 22 er veksten i den egengenererte egenkapitalen presentert. Her ser vi at Widerøe har hatt en positiv utvikling i alminnelig egenkapital for alle analyseårene. Årsaken til veksten skyldes i hovedsak reduksjonen i selskapets netto finansielle forpliktelser (NFO) over hele analyseperioden. Endringer i alminnelig egenkapital fra endringer i netto operasjonelle eiendeler er negativ for 2015 og 2016, mens effekten er positiv for 2017.

## 6. Risikoanalyse

En risikoanalyse iverksettes for å identifisere risikoer tilknyttet et selskap, og kan på denne måten gi verdifull innsikt ved verdifastsettelsen av selskapet. Risikoanalysen kan blant annet bidra til å anslå kredittrisikoen til Widerøe. Kredittrisikoen angir risikoen for at låntaker misligholder sine låneavtaler, og denne risikoen er viktig å estimere ved fastsettelsen av avkastningskravet til gjelden. Fastsettelse av gjeldens avkastningskrav vil bli gjennomført i kapittel 7.

En risikoanalyse er også nyttig for aksjonærene, da innskyterne av egenkapital til selskapet kan gjøres kjent med bedriftens iboende risiko - og dermed kravet til avkastningen som må kreves på investeringen, jf. punkt 7.1. For å anslå kreditt- og konkursrisikoen til Widerøe vil jeg gjennomføre likviditet- og soliditetsanalyser av selskapet. Resultatene fra disse analysene vil senere bli brukt som grunnlag for den syntetiske ratingen. Forholdstallene nedenfor er



kalkulert på bakgrunn av Widerøe, Norwegian og SAS sine årsrapporter i perioden 2014-2017.

## 6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser er analyser av bedriftens evne til å dekke sine løpende, kortsiktige betalingsforpliktelser. Kortsiktige betalingsforpliktelser vil i denne sammenheng være selskapets kortsiktige gjeld som forfaller til betaling innen ett år etter balansetidspunktet (Hoff, 2010; Tofteland, 2014). De vanligste nøkkeltallene i likviditetsanalyser kalkuleres på bakgrunn av tallstørrelser fra balanseoppstillingen - slik som omløpsmidler, varebeholdning og kortsiktig gjeld. Nedenfor vil jeg presentere likviditetsgrad 1 og 2 grafisk for Widerøe, Norwegian og SAS i perioden 2014-2017, for så og kort å kommentere resultatene.

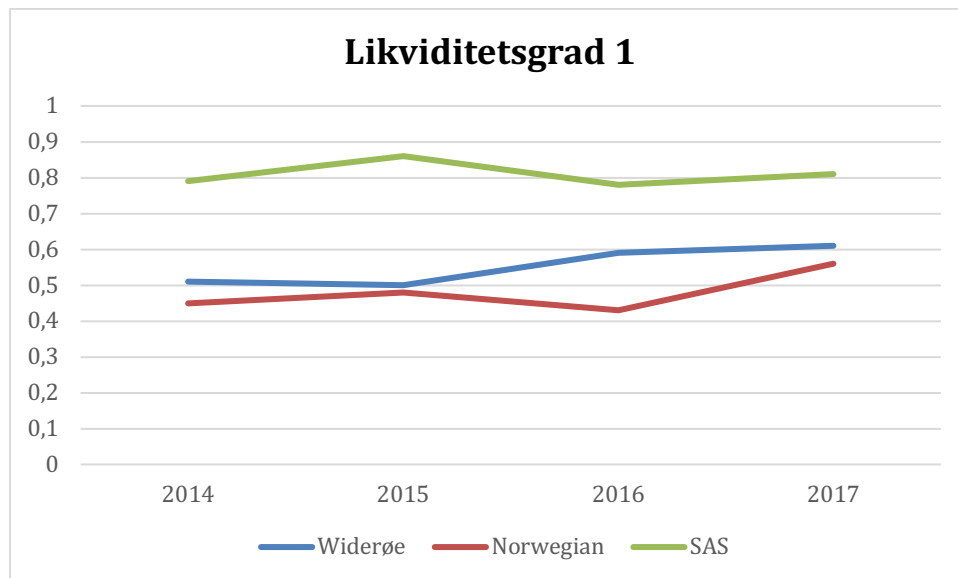
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

*Formel: Likviditetsgrad 1 (Tofteland, 2014 s. 215)*

Likviditetsgrad 1 viser forholdstallet mellom bedriftens omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Den alminnelige normen for akseptabelt nivå for dette forholdstallet er at det skal være på minimum 2, noe som innebærer at verdien på omløpsmidlene skal være minst det dobbelte av verdien på den kortsiktige gjelden (Hoff, 2010). Dersom Widerøe har en lav likviditetsgrad innebærer dette en høy kredittrisiko, ettersom selskapet har få tilgjengelige omløpsmidler som kan benyttes for å betjene den kortsiktige gjelden som forfaller til betaling innen et år.

Normen om en likviditetsgrad på minimum 2 er av mange oppfattet som noe utdatert, og målene på hva som anses som en tilfredsstillende likviditetsgrad er i realiteten i stor grad bransjeavhengig. Jeg har derfor i oversikten over utviklingen av likviditetsgraden for Widerøe, tatt inn sammenligningstall for konkurrentene Norwegian og SAS. Av figur 8 ser vi at Widerøe har hatt en gradvis positiv utvikling av likviditetsgrad 1 i perioden, hvor forholdstallet for 2017 var 0,61, sammenlignet med 0,51 i 2014. Likviditeten ligger på et veldig jevnt nivå over analyseperioden, uten store svingninger, noe som skaper forutsigbarhet for selskapet og selskapets kreditorer. Likviditetsgrad 1 ligger derimot langt under den «gamle» normen på 2. Vi ser likevel at likviditeten ligger på nivå med

likviditetsgraden til konkurrentene Norwegian og SAS. Jeg anser derfor ikke kredittrisikoen til Widerøe som særlig forhøyet basert på resultatene likviditetsgrad 1, jf. figur 8.

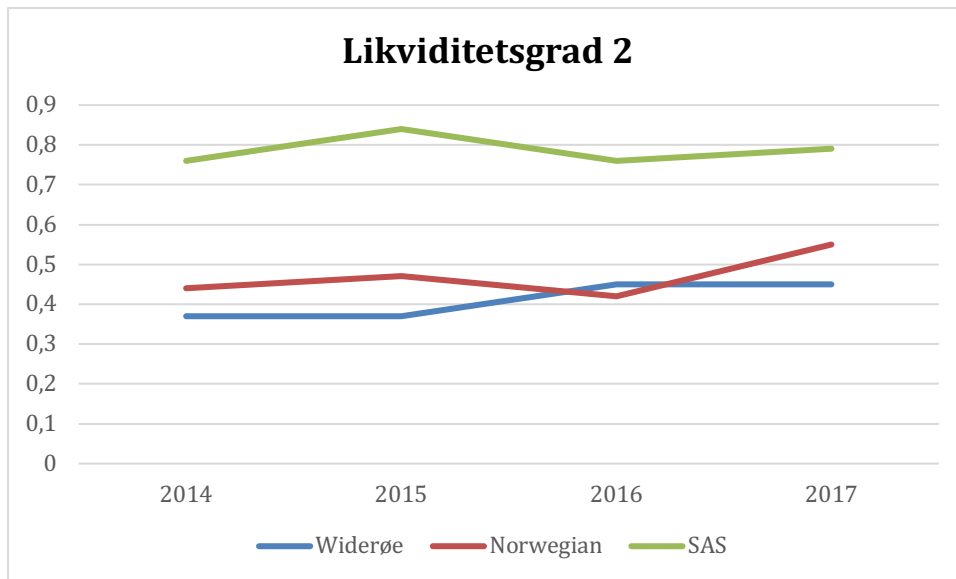


Figur 8: Likviditetsgrad 1

$$Likviditetsgrad\ 2 = \frac{Omløpsmidler - varebeholdning}{Kortsiktig\ gjeld}$$

Formel: Likviditetsgrad 2 (Hoff, 2010 s.169)

Utregningen av likviditetsgrad 2 er i all hovedsak sammenfallende med utregningen av likviditetsgrad 1, bortsett fra at likviditetsgrad 2 trekker fra verdien av vanskelig omsettelig aktiva - slik som varebeholdningen fra de øvrige omløpsmidlene i brøkens teller. Ettersom varebeholdningen utgjør en beskjeden andel av de totale omløpsmidlene til Widerøe, Norwegian og SAS, blir resultatene for likviditetsgrad 1 og 2 nesten identiske, og drøftelsen blir derfor tilsvarende som under likviditetsgrad 1. Vi kan imidlertid merke oss at Widerøe i dette tilfellet oppnår lavest likviditetsgrad 2 av selskapene i bransjen, da varebeholdningen utgjør en relativt større andel av omløpsmidlene for Widerøe enn for Norwegian og SAS. Den grafiske fremstillingen av likviditetsgrad 2 er presentert i figur 9.



Figur 9: Likviditetsgrad 2

## 6.2 Finansierings- og soliditetsanalyse

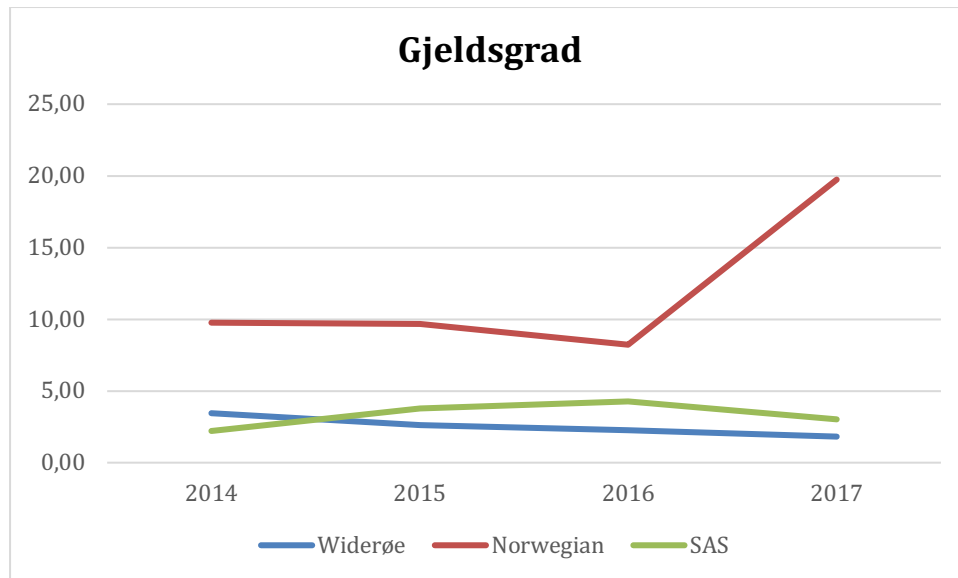
Hoff (2010) argumenterer for at en god finansieringsstruktur innebærer at alle anleggsmidlene og halvparten av omløpsmidlene bør være finansiert med langsiktig kapital. Gjeldsgraden er et mål på finansieringsstruktur, og uttrykker forholdstallet mellom gjeld og egenkapital. Gjeldsgraden er med andre ord et mål på hvor mange kroner fremmedkapital det er per krone investert fra eierne i selskapet. En økende gjeldsgrad svekker et selskaps soliditet, da evnen til å tåle tap reduseres (Hoff, 2010). Også referanseverdien på hva som anses som en tilfredsstillende gjeldsgrad vil påvirkes av bransjen selskapet opererer i, og Widerøes gjeldsgrad vil derfor sammenlignes med de komparative selskapene Norwegian og SAS. Dette gjøres for å fastslå selskapets relative soliditet.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Formel: Gjeldsgrad (Hoff, 2010 s.183)

Av figur 10 nedenfor ser vi at Widerøes gjeldsgrad har vært på et veldig stabilt nivå over analyseperioden. Gjeldsgraden har blitt noe redusert, som en konsekvens av økt egenkapital og redusert gjeld for selskapet. I 2017 hadde Widerøe en gjeldsgrad på 1,82, noe som innebærer at for hver investerte krone fra eierne i selskapet eksisterer det 1,82 kroner fremmedkapital. En gjeldsgrad på 1,82 er i utgangspunktet relativt høyt, men dersom vi

sammenligner med de komparative selskapene, ser vi at Widerøe ligger på nivå under disse. Vi kan også merke oss at konkurrenten Norwegian hadde en betydelig økning i gjeldsgraden fra 2016 til 2017, som en konsekvens av betydelige investeringer finansiert med fremmedkapital, for å skape fortsatt vekst for lavprisselskapet.

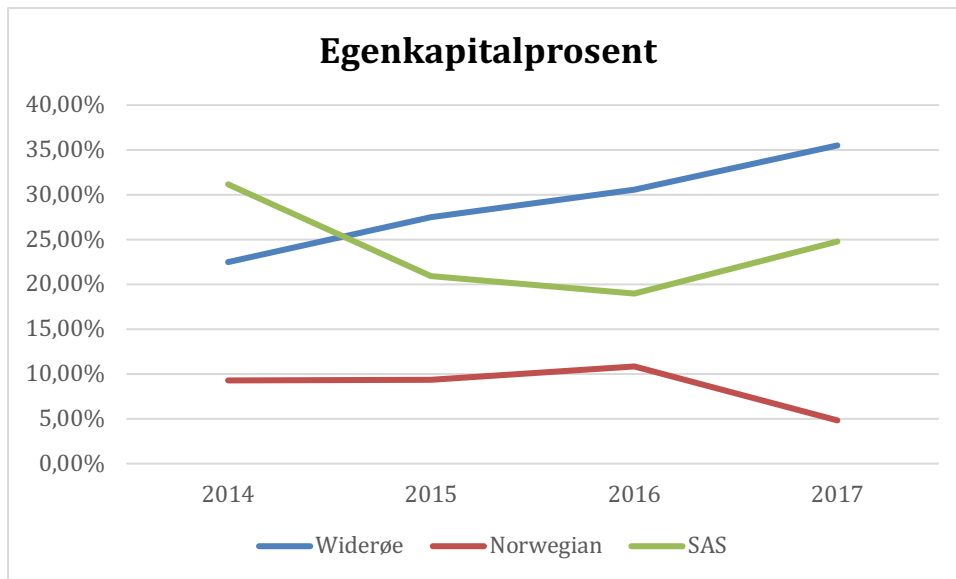


Figur 10: Gjeldsgrad

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel: Egenkapitalprosent (Hoff, 2010 s.183)

Egenkapitalprosenten er motsatsen til gjeldsgraden, og signaliserer hvor stor andel av eiendelene som kan gå tapt før långivere og øvrige kreditorer berøres. En høy egenkapitalprosent er derfor gunstig for bedrifter, da det øker kredittverdigheten og mulighetene for gunstig finansiering (Hoff, 2010). Hvor stor egenkapitalprosenten bør være avhenger blant annet av hvor kapitalintensiv virksomheten er og hvor stor forretningsrisiko virksomheten er eksponert for. Et vanlig benyttet krav til egenkapitalprosenten er at den bør være høyere enn 30% (Hoff, 2010). Av figur 11 ser vi en gradvis positiv utvikling for Widerøes egenkapitalprosent over analyseperioden. Selskapet hadde i 2017 en egenkapitalprosent på 35,5%, og ligger med dette godt over sine sammenlignbare selskaper.



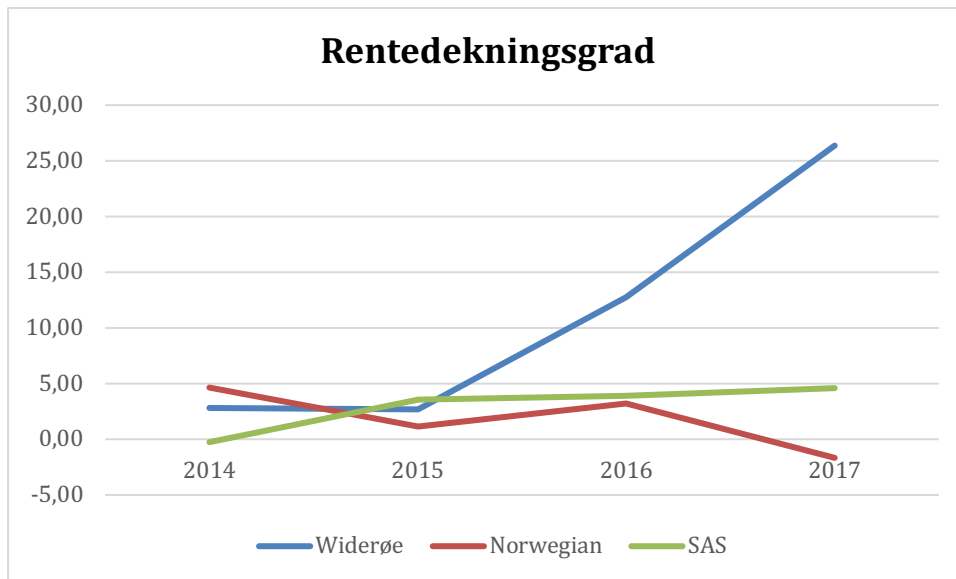
Figur 11: Egenkapitalprosent

Rentedekningsgraden er både et mål for lønnsomhet og soliditet, og er en indikasjon på hvor godt rustet en bedrift er til å betale sine løpende rentekostnader. Forholdstallet er derfor viktig for selskapets kreditorer, da den gir uttrykk for sikkerhetsmarginen de har for at rentene blir betalt i henhold til avtalen (Tofteland, 2014). I tillegg sier rentedekningsgraden noe om bedriftens evne til å kunne påta seg større låneforpliktelser i fremtiden. Tommelfingerregelen er at bedriften bør ha en rentedekningsgrad på omlag 3 (Hoff, 2010).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnader} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Formel: Rentedekningsgrad (Hoff, 2010 s.183)

Av resultatene fra figur 12 ser vi at Widerøe har hatt en betydelig positiv utvikling i sin rentedekningsgrad, som en konsekvens av mindre rentebærende gjeld og lavere rentekostnader. Selskapet ligger også langt over sine komparative selskaper.



Figur 12: Rentedeckningsgrad

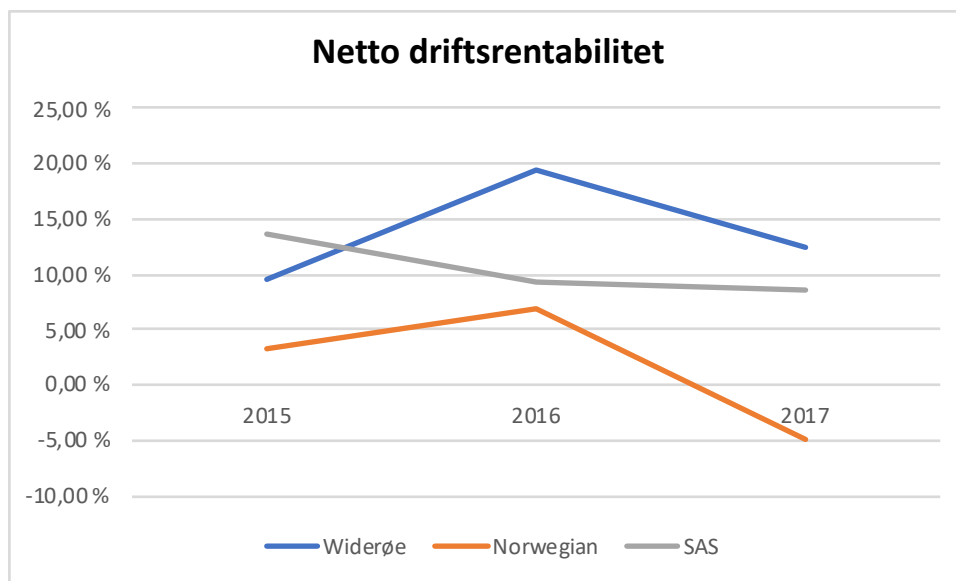
### 6.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvilken avkastning selskapets netto driftsrelaterte (operasjonelle) eiendeler har bidratt med i perioden. Forholdstallet vil derfor være sammenfallende med avkastningen på selskapets netto operasjonelle eiendeler (RNOA) som ble kalkulert i lønnsomhetsanalysen i kapittel 5.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig netto driftseiendeler}}$$

*Formel rentedeckningsgrad (Tofteland, 2014 s.197)*

Av figur 13 ser vi at Widerøe oppnår høyest netto driftsrentabilitet i bransjen i 2016 og 2017, og ligger generelt på et tilfredsstillende nivå over analyseperioden. For en mer inngående analyse av netto driftsrentabilitet (RNOA) for Widerøe vises det til punkt 5.7.



Figur 13: Netto driftsrentabilitet

## 6.4 Syntetisk rating

Ved en syntetisk rating plasseres selskapene i en risikoklasse basert på resultatene fra likviditetsgrad 1, rentedeckningsgraden, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet, gjennomgått i delkapitlene ovenfor. Ratingen nedenfor presenteres i bokstavform fra AAA til D, etter Standard & Poor sin skala. Etter denne skalaen er selskaper som er klassifisert med en bedre rating enn BB regnet som sikre investeringsobjekter, mens ratinger fra BB til CC regnes som spekulative investeringsobjekter. Selskaper ratet som enten C eller D kategoriseres som «in default» selskaper, hvor sannsynligheten for konkurs er stor (Standard & Poor, 2018). Knivsflå (2016) sin fremgangsmåte benyttes for å gruppere forholdstallene i de ulike ratingklassene, og presenteres i tabell 23.

Ratingklasse	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurssannsynlighet	Kredittfaktor
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35	0,0001	0,1
AA	6,2	6,3	0,85	0,266	0,0012	0,15
A	3	3,35	0,66	0,166	0,0024	0,25
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096	0,0037	0,4
BB	1,2	1,22	0,32	0,068	0,0136	0,6
B	0,9	0,9	0,22	0,04	0,0608	1
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012	0,3085	3
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016	0,5418	9
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044	0,7752	27
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072	0,9902	Svært høy

Tabell 23: Syntetisk rating, basert på Knivsflå (2016)

I tabell 24 har jeg foretatt en syntetisk rating av Widerøe basert på resultatene fra risikoanalysen, hvor jeg har vektet resultatene fra de fire forholdstallene likt (25%). Som vi ser av tabellen oppnår Widerøe AAA rating basert på sin rentedekningsgrad, mens resultatene fra likviditetsgrad 1 plasserer selskapet i risikoklasse CCC. Basert på gjennomsnittlige resultater plasseres Widerøe i risikoklasse BBB, med en tilhørende kredittfaktor på 0,4. Kredittfaktoren vil senere benyttes i estimeringen av gjeldens avkastningskrav i kapittel 7.

Syntetisk rating Widerøe	Likviditetsgrad 1	Egenkapitalandel	Rentedekningsgrad	Netto driftsrentabilitet
Forholdstall 2017	0,61	35,50 %	26,37	12,41
Rating	CCC	BB	AAA	BBB

Tabell 24: Syntetisk rating av Widerøe

## 6.5 Oppsummering av risikoanalysen

Formålet med risikoanalysen av Widerøe var å identifisere og kartlegge særskilte risikoer hos selskapet som kunne medføre at långivere og andre kreditorer til selskapet hadde lidd et økonomisk tap, grunnet selskapets kredittrisiko. Av resultatene fra likviditets- og soliditetsanalysene fremkom det ingen særlige risikoer knyttet til Widerøe. Vi så at selskapet hadde en lav likviditetsgrad sett opp mot normtallet på 2, men at likviditeten var på nivå med bransjen. Widerøe har også en meget tilfredsstillende egenkapitalandel sammenlignet med bransjen, noe som veier opp for en noe svak likviditet, da selskapet har kapital å tære på i vanskelige tider. Avslutningsvis i analysen tok vi for oss rentedekningsgraden hvor vi så at Widerøe har hatt en sterk vekst i dette forholdstallet, da store deler av den rentebærende gjelden har blitt nedbetalt i perioden. Basert på resultatene fra den syntetiske ratingen ble Widerøe ratet som et BBB selskap, og kan på bakgrunn av dette sies å være et sikkert investeringsobjekt.

## 7. Avkastningskrav

Avkastningskravet er helt fundamentalt i en verdsettelse, og kan kort beskrives som prisen på bruk av kapital. Avkastningskravet reflekterer således forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer (Dahl et al., 1997). Avkastningen skal blant annet kompensere investoren for risiko, inflasjon og tidsverdien av penger (Kaldestad & Møller, 2011).



Fastsettelse av et avkastningskrav er ikke noen eksakt vitenskap med en fast framgangsmåte, men er heller en blanding av god teori og sunn fornuft (Gjesdal & Johnsen, 1999). Ettersom Widerøe er finansiert med både egenkapital og gjeld, beregnes det et avkastningskrav på totalkapitalen for selskapet.

Totalavkastningskravet (Weighted Average Cost of Capital, «WACC») er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2011 s.105). Ulike finansieringskilder bærer ulik grad av risiko, hvorav egenkapitalen er den mest risikable kapitalen grunnet dens underlegne posisjon ved en eventuell konkurs. Miller & Modigliani (1958) argumenterte for at i et marked som priser egenkapital og gjeld perfekt, vil den vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) være tilnærmet konstant. Gjeldsfinansiering har blant annet den fordelen at gjeldsrentene er skattemessig fradragsberettiget, noe som resulterer i et lavere skattepliktig resultat for selskapene. Fremmedkapitalfinansiering kan derimot skape ulike former for «financial distress costs», slik som risikoen for at selskapet ikke er i stand til å betale sine kreditorer ved forfall (Miller & Modigliani, 1958). Totalavkastningskravet til Widerøe estimeres ved hjelp av formelen til Penman (2013), gjengitt nedenfor.

$$\text{Totalavkastningskrav} = \frac{V0^E}{V0^{NOA}} \times R_E + \frac{V0^D}{V0^{NOA}} \times R_D (1-s)$$

*Formel: Totalavkastningskravet, WACC (Penman, 2013 s.447)*

**Hvor:**

$V0^E$  = Verdien av egenkapitalen

$V0^D$  = Verdien av gjeld

$V0^{NOA}$  = Netto operasjonelle eiendeler

$R_E$  = avkastningskravet til egenkapitalen

$R_D$  = avkastningskravet til gjelden

s = skattesats

## 7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Det finnes flere ulike metoder for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, hvor blant annet Arbitrage Pricing Model og Fama-French trefaktormodell kan nevnes. I praksis er det imidlertid kapitalverdimodellen (CAPM) som er den desidert mest brukte modellen (Norli,

2011), og det er denne modellen som vil bli benyttet i den videre drøftelsen i oppgaven. Av formelen for kapitalverdimodellen finner vi at avkastningskravet til egenkapitalen utgjøres av den risikofrie renten, markedets risikopremie og markedets systematiske risiko, uttrykt gjennom den greske bokstaven  $\beta$ . I de kommende avsnittene vil jeg ta for meg teorien bak disse elementene, samtidig som jeg vil anslå størrelsen på dem.

$$E(R_i) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

*Formel: Kapitalverdimodellen, CAPM (Boye & Koekebakker, 2006 s.247)*

**Hvor:**

$E(R_i)$  = forventet avkastning

$R_f$  = risikofri rente

$(R_m - R_f)$  = markedets risikopremie

$\beta$  = beta

### **7.1.1 Risikofri rente**

Den risikofrie renten er det første elementet i kapitalverdimodellen (CAPM). Den risikofrie renten er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011 s.108). Det nærmeste man kommer en slik risikofri avkastning i Norge er avkastningen på 10-årige norske statsobligasjoner. Effektiv avkastning på norske statsobligasjoner har i løpet av en periode på 25 år falt fra 10% til 1,5% (Rydning & Haider, 2017).

Utviklingen med lave renter og lav avkastning på den investerte kapitalen kan potensielt skape problemer ved bruk av kapitalverdimodellen, da den lave risikofrie renten inngår som et ledd i modellen. Dette betyr i praksis at man får et lavere avkastningskrav, og dermed en høyere estimert egenkapitalverdi gjennom en lavere diskonteringsfaktor, alt annet like. Dette er et paradoks, ettersom lave renter ofte er et signal om dårlige framtidsutsikter og svak fremtidig vekst. Svake vekstutsikter må derfor håndteres ved å senke prognosene i verdipurveringene (Rydning & Haider, 2017). Renten på 10-årige norske statsobligasjoner var pr. 31.12.17 på 1,64% (Norges Bank, 2019), og denne avkastningen legges derfor til grunn som risikofri rente i kapitalverdimodellen for Widerøe.

### 7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en investor forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011). Det finnes ulike metoder for å estimere markedsrisikopremien. En mye anvendt metode er å sammenligne avkastningen på en markedsindeks (eks. OSEBX-indeksen i Norge eller S&P 500 i USA) med avkastningen på statsobligasjoner.

Det er derimot ikke nødvendigvis slik at differansen mellom den risikofrie renten og avkastningen på markedsindeksen vil gjenta seg i fremtiden. Investorer vil likevel ofte ta utgangspunkt i historisk avkastning når de setter krav til fremtidige investeringsprosjekter (Kaldestad & Møller, 2011). Norske finansanalytikere vurderte i samarbeid med revisjons- og rådgivingselskapet PwC i 2017 at markedsrisikopremien i det norske markedet var på omlag 5% (PwC, 2017), og historisk sett er det normale at markedets risikopremie ligger i området 3-7% (Rydning & Haider, 2017). Damodaran (2019a) har i sine beregninger estimert markedets risikopremie til å være 6% i Norge pr. 20.04.19. Det legges derfor til grunn en markedsrisikopremie på 6% for Widerøe i kapitalverdimodellen, da disse utregningene er oppdatert nylig.

### 7.1.3 Beta

Beta er et mål på den enkelte aksjens risiko relativt til aksjemarkedet, og angir således hvor eksponert man er for den generelle eller systematiske risikoen i markedet. Systematisk risiko knytter seg til utviklingen i faktorer som påvirker alle selskaper - slik som rentenivå, konjunktursvingninger og arbeidsledighet (Kaldestad & Møller, 2011). Beta er derfor forskjellig fra volatilitet, da volatilitet måler både systematisk og bedriftsspesifikk risiko. Bedriftsspesifikk risiko kan diversifiseres bort ved å spre risikoen på flere investeringer. Investorer kan følgelig ikke kreve kompensasjon for denne type risiko gjennom kapitalverdimodellen. Beta verdien bestemmes av variansen til markedsavkastningen og samvariasjonen mellom aksjens avkastning og markedets avkastning (Boye & Koekebakker, 2006).

$$\beta = \frac{Cov(R_s, R_m)}{Var(R_m)}$$

*Formel: Beta (Boye & Koekebakker, 2006)*

**Hvor:**

$Cov(R_s, R_m)$  = kovariansen mellom avkastningen til markedsporteføljen og aksjen

$Var(R_m)$  = variansen til markedsporteføljen

Størrelsen på beta avhenger i følge Berk & DeMarzo (2016) av type bransje, andel operasjonell gjeld og andel finansiell gjeld. Med andre ord vil bedrifter i bransjer som tilbyr typiske nødvendighetsgoder med uelastisk etterspørsel som melk og brød være langt mindre preget av svingninger i økonomien enn for eksempel flyselskaper (Riis, 2016). I tillegg vil en høy andel faste kostnader og høy gjeldsgrad drive betaverdien opp.

Betaverdien til et selskap kan utledes på forskjellige måter, men den mest anvendte metoden i praksis er å gjennomføre en regresjonsanalyse av avkastningen til selskapet sammenlignet med avkastningen til markedet (ofte representert gjennom en indeks). Da Widerøe ikke er et børsnotert selskap, er det vanskelig å fastsette betaverdien direkte for selskapet, da vi ikke har tilgjengelige data for å foreta disse utregningene. Ettersom konkurrentene Norwegian og SAS, begge er børsnoterte selskaper, kan Widerøes beta estimeres indirekte basert på betaen til de sammenlignbare selskapene, da de tre norske flyselskapene er eksponert for mye av den samme markedsrisikoen.

Damodaran (2012) deler inn i to metoder for å komme frem til betaverdien til et selskap, henholdsvis regnskapsmessig beta og «bottom-up beta». Nedenfor vil jeg benytte «bottom-up beta» for å komme frem til betaverdien for Widerøe ved å benytte to ulike metoder. «Bottom-up beta» tar utgangspunkt i en ubelånt industribeta (unlevered beta), som er industriens beta hvor det ikke tas hensyn til ulikheter i selskapenes belåningsgrad. For å komme frem til den spesifikke betaen for Widerøe tar man utgangspunkt i den ubelånte betaen, for så å legge til risikoeffekten av finansieringsform, uttrykt gjennom gjeldsgraden. En høy gjeldsgrad vil som tidligere nevnt drive opp betaverdien til selskapet.

Den indiske professoren Aswath Damodaran utgir regelmessig en oversikt over industribetaer for diverse europeiske bransjer, og den siste målingen ble foretatt den 5.

januar 2019. I denne målingen ble den ubelånte betaen for den europeiske luftfartsindustrien (som består av et utvalg på 38 selskaper) estimert til å være 0,58 (Damodaran, 2019b). En betaverdi på under 1 indikerer at industrien i gjennomsnitt er mindre utsatt for svingninger enn markedet for øvrig.

$$\beta_e = \beta_U \left( 1 + (1 - s) \times \frac{D}{E} \right)$$

*Formel: Omgjøring av industribeta til selskapsbeta (Damodaran, 2012 s.196)*

**Hvor:**

$\beta_e$  = selskapets egenkapitalbeta

$\beta_U$  = ubelånt industribeta

s = skattesats

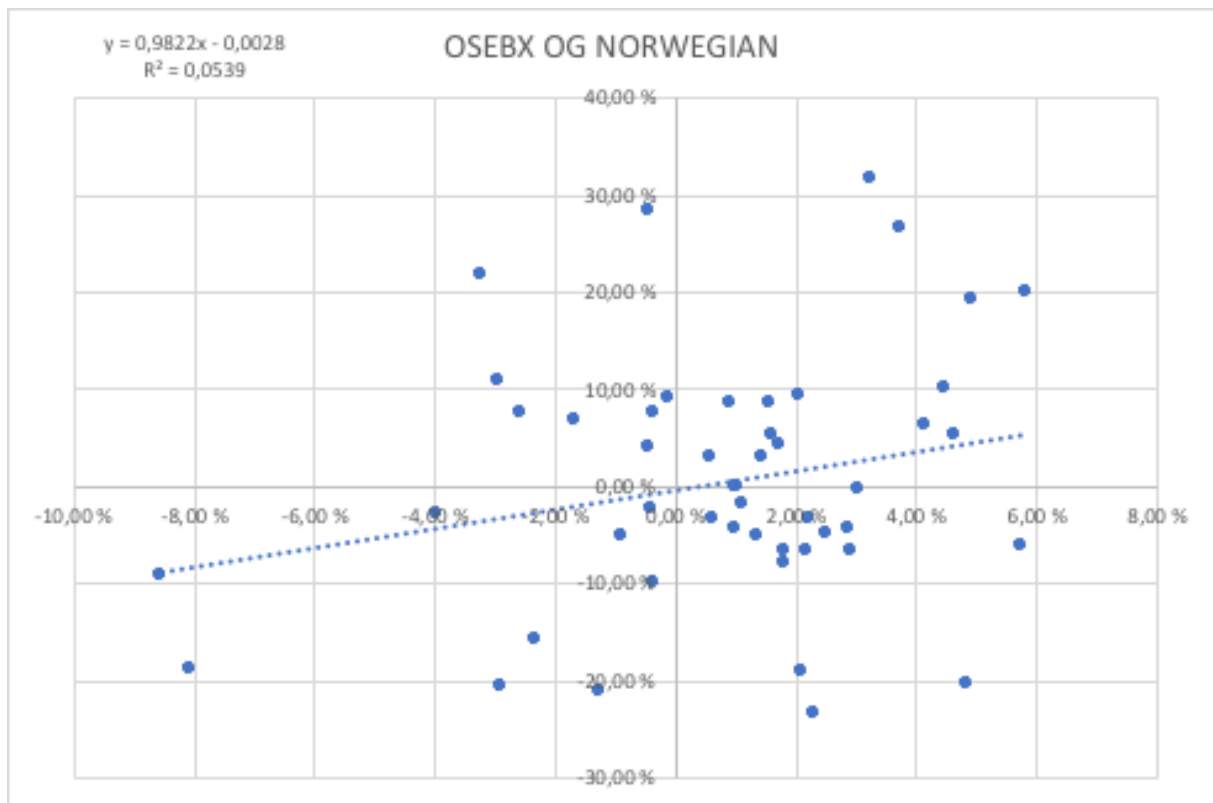
D/E = gjeldsgrad

For å omgjøre den ubelånte industribetaen på 0,58 om til en bedriftsspesifikk beta for Widerøe, tillegges bokførte verdier av gjeld og egenkapital for 2017 fra den omgrupperte balansen (jf. tabell 9). Det teoretisk riktige ville vært å legge inn markedsverdiene av gjeld og egenkapital, men ettersom Widerøe ikke er notert på børs, vil dette være en umulig øvelse. I formelen nedenfor er det benyttet en skattesats på 24%, da dette er skattesatsen som er gjeldende pr. 2017.

$$\beta_{Widerøe} = 0,58 \times (1 + (1 - 0,24) \times \frac{593\,489}{991\,434}) = 0,858$$

*Betaverdi basert på Damodarans industribeta*

Som vi ser av utregningene ovenfor er Widerøe sin estimerte betaverdi basert på den ubelånte industribetaen, 0,858, noe som indikerer at en avkastning i markedet på 1% resulterer i en avkastning for Widerøe på 0,858% i gjennomsnitt. Jeg vil også supplere denne metoden med en sammenligning av betaverdien til en av Widerøes direkte konkurrenter, Norwegian. Dette gjør jeg fordi industribetaen som er benyttet som referanse i utregningene ovenfor er basert på et representativt utvalg av flyselskaper som opererer i svært ulike markeder sammenlignet med Widerøe.



Figur 14: Regresjonsanalyse av avkastningen til Norwegian og OSEBX- indeksen

Av regresjonsanalysen i figur 14 er avkastningen til Norwegian og OSEBX-indeksen over en fire-års periode gjengitt (se tallmateriale i appendiks 9). Tallmaterialet er hentet fra Yahoo Finance sin database over historiske aksjekurser. Hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på børsen, og hovedindeksen bør derfor være en indeks som indikerer den systematiske risikoen i økonomien godt. Vi ser av resultatene fra regresjonsanalysen at Norwegian har en estimert betaverdi på 0,98 (stigningstallet til regresjonslinjen), og at forklaringskraften ( $R^2$ ) til testen er lav, med en forklaringskraft på knappe 5,4%. Dette innebærer med andre ord at resultatene fra regresjonstesten har begrenset verdi, da mye av variasjonen mellom variablene er fanget opp av den usystematiske risikoen. Norwegians betaverdi på 0,98 må videre omgjøres til en ubelånt beta, hvor det tas hensyn til selskapets gjeldsgrad.

Av Norwegians årsrapport for 2017 fremkommer det at selskapet har en gjeldsgrad på hele 19,74, dersom bokførte verdier av gjeld og egenkapital legges til grunn i beregningene. Jeg har valgt å legge inn bokførte verdier av egenkapital og gjeld for Norwegian, for å sikre

konsistens med den første metoden, hvor jeg også benyttet bokførte verdier for Widerøe. Norwegian har imidlertid i de senere årene foretatt betydelige investeringer finansiert med gjeld for å oppnå videre vekst, og den høye gjeldsgraden er derfor lite representativ i et lengre tidsperspektiv. Den langsiktige D/E ratioen i flyindustrien er på omlag 0,9153 (Investopedia, 2018). Kaldestad & Møller (2011) anbefaler å legge til grunn den langsiktige kapitalstrukturen i beregningene av beta, og jeg vil derfor bruke 0,9153 som Norwegians gjeldsgrad i beregningene.

$$\beta_{UNorwegian} = \frac{0,98}{(1 + (1 - 0,24) \times 0,9153)} = 0,57$$

*Ubelånt beta Norwegian, basert på normalisert D/E*

$$\beta_{Widerøe} = 0,57 \times (1 + (1 - 0,24) \times \frac{593\,489}{991\,434}) = 0,843$$

*Betaverdi for Widerøe, basert på Norwegians beta*

Betaverdien for Widerøe basert på betaverdien til Norwegian er på 0,843, slik det fremkommer av utregningene i formelen ovenfor. Dette ligger på nivå med resultatet fra den første testen. Jeg velger derfor å benytte meg av et gjennomsnitt av resultatene fra disse to testene som den endelige betaverdien til bruk i kapitalverdimodellen. Bloomberg anbefaler videre at den estimerte betaverdien må justeres for verdsettelsesformål, ettersom betaverdiene på sikt vil konvergere mot 1, da selskapets avkastning vil nærme seg markedets avkastning (Echterling & Eierle, 2014). Justeringen foretas ved å multiplisere gjennomsnittlig betaverdi med 2/3, for så å legge til 1/3, jf. tabell 25.

Valg av metode	Betaverdi Widerøe
Bottom-up Norwegian	0,843
Bottom-up industribeta Damodaran	0,858
Gjennomsnitt	<b>0,851</b>
Bloomberg-justering	<b>0,901</b>

*Tabell 25: Gjennomsnittlig betaverdi*

#### 7.1.4 Oppsummering av kapitalverdimodellen

Resultatene som er innhentet i avsnittene ovenfor gir oss følgende avkastningskrav på egenkapitalen.

$$R_E = 1,64\% + 0,901 (6\%) = 7,046\%$$

*Avkastningskravet til egenkapitalen*

#### 7.2 Avkastningskravet til gjelden

Selskapets gjeldskostnad er normalt enklere å estimere enn egenkapitalkostnaden (Kaldestad & Møller, 2011). Selskapets avkastningskrav på gjeld uttrykker hvilken avkastning kreditorer og øvrige fremmedkapitaleiere forventer dersom kapitalen har en alternativ plassering med samme risiko (Rydning & Haider, 2017). Kapitalverdimodellen ble gjennomgått under drøftelsen av avkastningskravet til egenkapitalen i kapittel 7.1, og kan også benyttes som utgangspunkt for å finne avkastningskravet til gjelden (Dahl et al., 1997). Gjeldsbetaen vil da være basert på variasjoner i kreditorenes oppfatning av sannsynlighet og tidspunkt for mislighet i forhold til variasjoner i børsavkastningen (Dahl et al., 1997 s.54). Kredittrisikoen til Widerøe ble gjennomgått og estimert i risikoanalysen i kapittel 6.

Koller et al. (2005) hevder at selskapets avkastning på deres langsiktige rentebærende gjeld kan brukes som et mål på gjeldskostnaden. Kaldestad & Møller (2011) argumenterer på sin side for at i estimeringen av avkastningskravet til gjelden, bør markedsrenter - og ikke selskapets faktiske gjeldsrente legges til grunn - da det er urealistisk å tro at en slik positiv rentedifferanse vil kunne opprettholdes i fremtiden. Nedenfor vil jeg regne ut avkastningskravet til gjelden ved hjelp av to ulike metoder.

##### Metode 1

I denne metoden vil jeg ta utgangspunkt i den foreslåtte fremgangsmåten til Kaldestad & Møller (2011), gjengitt i formelen nedenfor. Av denne formelen følger det at selskapets avkastningskrav på gjeld avgjøres av en risikofri rente, tillagt en kredittrisikopremie som skal gjenspeile sannsynligheten for at selskapet misligholder sine låneavtaler.



$$\text{Selskapets gjeldskostnad} = \text{risikofri rente} + \text{kredittriskopremie}$$

Formel: Gjeldskostnad (Kaldestad & Møller, 2011)

Den risikofrie renten ble gjennomgått under punkt 7.1.1 i presentasjonen av avkastningskravet til egenkapitalen. Kaldestad & Møller (2011) argumenterer for at det er viktig å legge til grunn den samme risikofrie renten ved utregningen av egenkapital- og gjeldskostnaden for å sikre konsistens. Ettersom vi i kapitalverdimodellen legger til grunn avkastningen på 10-årige norske statsobligasjoner, legges også denne avkastningen til grunn i modellen for utregningen av selskapets gjeldskostnad. Den risikofrie renten utgjør 1,64% pr. 31.12.2017 (Norges Bank, 2019).

Kredittriskopremien er det andre elementet i formelen for selskapets gjeldskostnad, og angir det forventede tapet på utlån for bankene. I kapittel 6 foretok jeg en syntetisk rating av Widerøe, hvor vi så at selskapet ble ratet i klasse BBB, med en tilhørende kredittfaktor på 0,4. Kredittriskopremien kalkuleres så ved å multiplisere kredittfaktoren med selskapets risikofrie rente.

$$\text{Widerøes gjeldskostnad} = 1,64\% + (1,64 \times 0,4) = 2,30\%$$

## Metode 2

Ved bruk av denne metoden vil jeg finne Widerøes gjeldskostnad ved å dividere selskapets rentekostnader på deres rentebærende gjeld. Av tabell 26 ser vi at Widerøe har hatt en gjennomsnittlig effektiv rente på 5,32% i perioden 2014-2017, noe som ligger godt over den estimerte gjeldskostnaden fra metode 1.

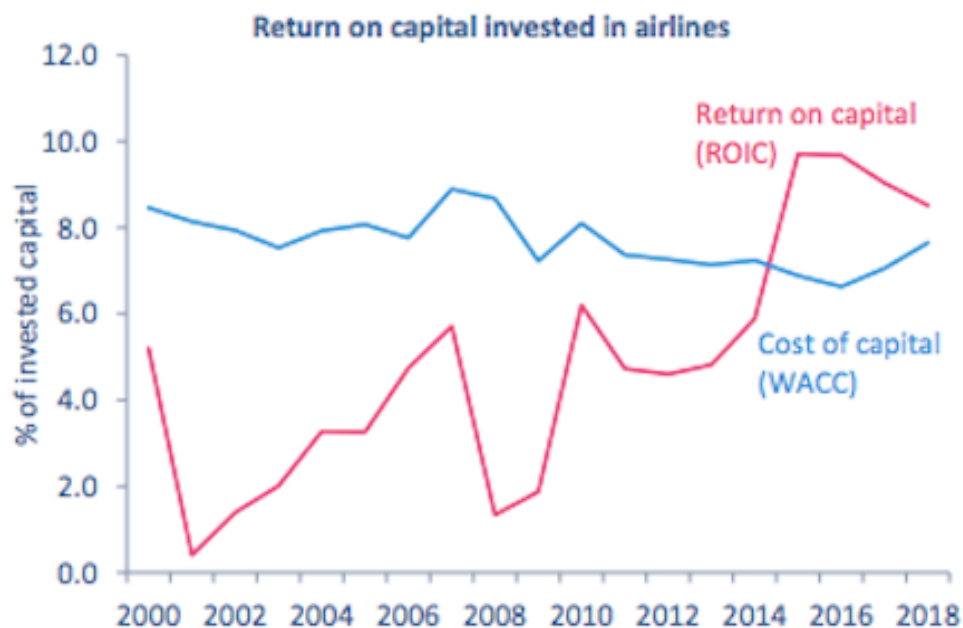
Gjeldskostnad	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Effektiv rente	4,95 %	10,91 %	4,12 %	1,29 %	5,32 %

Tabell 26: Effektiv rente

Ettersom de to metodene gir ulike resultater, velger jeg å basere meg på et gjennomsnitt av de to metodene som beste estimat for å anslå Widerøes gjeldskostnad. Selskapets gjeldskostnad er derfor estimert til 3,81% før skatt.

### 7.3 Totalavkastningskravet

Totalavkastningskravet (WACC) er selskapets gjennomsnittlige, vektete kapitalkostnad. I figur 15 presenteres en oversikt over WACC og ROIC (avkastning på investert kapital) for den globale flyindustrien i perioden 2000-2018. Av denne oversikten fremkommer det en gjennomsnittlig, vektet kapitalkostnad for flyindustrien på i underkant av 8%. Av rapporten fra IATA (2018) ser vi at egenkapitaleiere frem til 2015 ikke ble kompensert i stor nok grad for risikoen tilknyttet deres kapitalplasseringer, da ROIC ikke oversteg avkastningskravet. Fremmedkapitaleiere ble på sin side godt kompensert, samtidig som de fikk god sikkerhet i en mobil flypark og andre omsettelige driftsmidler (IATA, 2018).



Figur 15: ROIC og WACC for flyindustrien i perioden 2000-2018 (IATA, 2018)

Widerøes totalavkastningskrav beregnes i utregningene nedenfor til å være 5,50%, på bakgrunn av resultatene fra kapitalverdimodellen og avkastningskravet til gjelden. Historisk sett er dette totalavkastningskravet noe lavt, og kommer som et resultat av et lavt rentenivå.

$$\text{Totalavkastningskravet} = \frac{991\,434}{1\,584\,923} \times 7,046\% + \frac{593\,489}{1\,584\,923} \times 3,81\% (1 - 0,24) = 5,50\%$$

## 7.4 Sirkulært problem

I beregningen av totalavkastningskravet i delkapitlene ovenfor oppstår det i følge Damodaran (2012) et sirkulært problem. Dette problemet oppstår da vi i arbeidet med å verdsette et selskap trenger et totalavkastningskrav, samtidig som totalavkastningskravet kalkuleres ved bruk av markedsverdier av egenkapital og gjeld. Damodaran (2012) anbefaler at dette problemet løses for unoterte selskaper ved hjelp av en fremgangsmåte hvor bokførte verdier som utgangspunkt legges til grunn i beregningene av totalavkastningskravet. Videre legges den estimerte egenkapitalverdien fra verdsettelsen inn i en ny utregning av totalavkastningskravet, hvor den nye vektingen av egenkapital og gjeld endrer selskapets egenkapitalbeta, avkastningskrav til egenkapitalen og totalavkastningskrav. Denne øvelsen gjentas helt til selskapets estimerte egenkapitalverdi stabiliseres. Denne prosedyren vil gjennomføres i kapittel 9 for Widerøe.

## 8. Prognostisering

I dette kapitlet vil jeg utføre en prognostisering av Widerøes fremtidige økonomiske resultater. Dette er en nødvendig øvelse, ettersom den fundamentale verdsettelsen jeg vil gjennomføre i kapittel 9 krever at det settes opp budsjettprognoser i form av et fremtidsregnskap. Prognostiseringen i dette kapitlet vil i stor grad baseres på funnene fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen fra kapittel 5. I følge Penman (2013) bør prognostiseringen bygge på brutto driftsresultat fra normal drift (jf. kapittel 5.4) og netto operasjonelle eiendeler (jf. kapittel 5.5), ettersom disse tallstørrelsene er hovedkildene til den fremtidige verdiskapingen for Widerøe.

Ved valg av lengden på planleggingsperioden, er det avgjørende på hvilket tidspunkt Widerøe forventes å nå «steady state». I følge Penman (2013) vil en slik tilstand innebære at selskapets vekstrate er konstant i all fremtid, og at andelen operasjonell profitt som reinvesteres i selskapet er konstant fra år til år. I tillegg forutsettes det at avkastningen på den investerte kapitalen er konstant. Forutsetningen om «steady state» benyttes blant

annet i ulike terminalverdi-beregninger, deriblant i Gordon Growth Formula - en formel som vil benyttes i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9.

Penman (2013) anbefaler en planleggingsperiode på 5-10 år, avhengig av utviklingen og stabiliteten til det enkelte selskap. I regnskapsanalysen i kapittel 5 så vi at Widerøe er et stabilt selskap, hvor de økonomiske resultatene historisk sett ikke svinger mye fra år til år. I kapittel 4 fant vi gjennom den strategiske analysen at konkurransen på det norske flymarkedet (særlig på kortbanenettet) er noe mildere enn den internasjonale konkurransen, samtidig som markedet er mer forutsigbart. Funnene fra kapittel 4 og 5 er derfor argumenter i retning av en kortere analyseperiode, slik at jeg på bakgrunn av dette setter planleggingsperioden til 5 år for Widerøe.

## **8.1 Estimering av brutto driftsresultat fra normal drift**

Det første steget i prognostiseringen innebærer i følge Penman (2013) å estimere brutto driftsresultat fra den normale driften. Brutto driftsresultat fra normal drift ble presentert i tabell 8 i det omgrupperte resultatregnskapet i kapittel 5.4. Jeg vil i dette kapitlet ta for meg de enkelte inntekts- og kostnadspostene til Widerøe i prognostiseringen, for så å komme med en samlet oppsummering avslutningsvis.

### **8.1.1 Driftsinntekter**

Av noteopplysningene fra årsregnskapene til Widerøe fremkommer det at sum driftsinntekter for selskapet består av *passasjerinntekter, andre salgsinntekter, inntekter fra statens kjøp av tjenester, øvrige driftsinntekter og inntekt på investering i tilknyttet selskap*, presentert i tabell 27 nedenfor. Av denne tabellen kommer det også frem at majoriteten av sum driftsinntekter utgjøres av passasjerinntekter og inntekter fra staten gjennom driften av anbudsrutene. I avsnittene som følger vil jeg gå grundigere inn på de enkelte inntektselementene for Widerøe, slik at prognostiseringen av det fremtidige inntektsnivået bygger på et best mulig analysegrunnlag.

Dekomponering av sum driftsinntekter	2014	2015	2016	2017
<b>Salgsinntekter</b>				
Passasjerinntekter	3 092 681	3 151 135	3 232 232	3 005 178
Andre salgsinntekter	48 262	44 525	556 311	748 476
<b>Sum salgsinntekter</b>	<b>3 140 943</b>	<b>3 195 660</b>	<b>3 788 543</b>	<b>3 753 654</b>
Statens kjøp av tjenester	629 112	660 952	719 375	655 373
Øvrige driftsinntekter	36 710	83 091	51 901	39 532
Inntekt på investering i tilknyttet selskap	8 478	9 102	0	0
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>3 815 243</b>	<b>3 948 805</b>	<b>4 559 819</b>	<b>4 448 559</b>

Tabell 27: Dekomponering av sum driftsinntekter, tall i 1000 NOK

### Passasjerinntekter

Av tabell 27 ser vi at Widerøes passasjerinntekter utgjør omlag 70-80% av selskapets totale driftsinntekter i perioden 2014-2017. Passasjerinntektene representerer således hovedkilden til Widerøes samlede verdiskaping. Passasjerinntektene til Widerøe genereres i all hovedsak gjennom billettinntekter og salg av mat og drikke ombord i flyene. I tabell 28 er det presentert en oversikt over inntjeningen som genereres per passasjer. Ettersom størrelsen på passasjerinntektene avgjøres av antall passasjerer og inntjeningen per passasjer, vil utviklingen i denne tallstørrelsen være av interesse i estimeringen av Widerøes fremtidige passasjerinntekter. Av tabell 28 ser vi at antall reisende passasjerer har blitt gradvis redusert gjennom analyseperioden, samtidig som inntekten per kunde har økt marginalt. Produktet av inntjeningen per passasjer og antall reisende har likevel vært på et relativt stabilt nivå over analyseperioden.

Noe av forklaringen bak den marginale økningen i inntjeningen per passasjer er den reduserte konkurransen på mange av distriktsrutene Widerøe trafikkerer på det norske kortbanenettet, noe som ble belyst i den strategiske analysen i kapittel 4. Dette innebærer at kundene har en relativt høy betalingsvillighet, grunnet den reduserte tilgangen på andre fremkomstmidler i distriktene. Det fremgår også av Widerøes årsrapport for 2017 at antall avganger var blitt redusert gjennom året, men at ASK (tilgjengelige setekilometer) økte som et resultat av lengre flystrekninger. Reduksjonen i antall reisende har videre en naturlig

forklaring i den langvarige nedgangen i investeringene i olje- og gassvirksomhet, da Widerøe betjener mange av de såkalte «oljerutene». Oljeinvesteringene er derimot ventet å vokse kraftig i 2019, for så å falle gradvis frem mot 2023 (Norsk olje & gass, 2019).

Inntjening per passasjer	2 014	2 015	2 016	2 017	Gjennomsnitt
Antall reisende	3 078 967	3 069 363	2 840 000	2 882 509	
Passasjerinntekter	3 092 681	3 151 135	3 232 232	3 005 178	
<b>Inntekt per reisende</b>	<b>1,004</b>	<b>1,027</b>	<b>1,138</b>	<b>1,043</b>	<b>1,053</b>

Tabell 28: Inntjening per passasjer, tall i 1000 NOK

Som vi ser av tabell 28 ligger inntjeningen per passasjer på et meget stabilt nivå på i overkant av 1000 kroner over analyseperioden. Det vil ikke være urimelig å anta at dette inntjeningsnivået vil gjenta seg i planleggingsperioden, da det ikke foreligger opplysninger om fremtiden som indikerer radikale endringer knyttet til inntjeningsnivået. Jeg legger derfor til grunn den gjennomsnittlige inntjeningen per reisende i perioden 2014-2017 som beste estimat for å anslå den fremtidige inntjeningen per passasjer i planleggingsperioden. De estimerte fremtidige passasjerinntektene vil derfor i hovedsak avgjøres av antall reisende passasjerer. Jeg vil derfor i den videre drøftelsen fokusere på å estimere denne tallstørrelsen.

I gjennomgangen av de økonomiske faktorene i PESTEL-analysen under punkt 4.1.2, ble det vist til at økningen i antall reisende flypassasjerer historisk sett har økt med omlag det dobbelte av økningen i et lands bruttonasjonalprodukt, men at geografisk beliggenhet spiller en viktig rolle. Vi ser likevel av regnskapstallene i tabell 28 at det var en reduksjon i antall reisende både i 2015 og 2016 for Widerøe, selv om Norges bruttonasjonalprodukt var på henholdsvis 1,1% og 0,9% (jf. figur 3) for de respektive årene, noe som strider mot de historiske observasjonene. Veksten i antall passasjerer i 2017 var derimot tilnærmet i takt med den prosentvise økningen i BNP for Norge.

Ettersom Widerøe baserer hele sin virksomhet i Skandinavia og Nord-Europa, anser jeg vekstutsiktene i antall reisende passasjerer som moderat. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i den estimerte veksten i BNP for eurosonen som grunnlag for å anslå Widerøes fremtidige passasjertall, og videre multiplisere den estimerte BNP-veksten med en faktor på 2. Estimert

vekst i BNP for eurosonen er hentet fra Verdensbanken sine prognoser, og er presentert i tabell 29 (The World Bank, 2019). Ettersom oljeinvesteringene er ventet å vokse kraftig i 2019, anslår jeg en noe sterkere vekst i antall reisende enn den generelle økningen i BNP, da Widerøe er dominerende på trafikk til olje- og gassvirksomhet. Jeg legger derfor til et påslag på 0,4 prosentpoeng over den oppjusterte BNP-veksten, for å tillegge effekten av økt oljetrafikk.

I tillegg vil effekten av Widerøes tre nye Embraer E190-E2 fly måtte tas med i beregningene over de fremtidige passasjerinntektene. Ettersom det eksisterer minimalt med informasjon knyttet til hvor mye de tre nye Embraer E190-E2 flyene vil generere av passasjerinntekter, må denne tallstørrelsen estimeres med en stor grad av skjønn. Jeg anslår at de tre nye Embraer E190-E2 flyene vil øke antall reisende passasjerer med 0,7 prosentpoeng. I tabell 29 er de estimerte passasjerinntektene i planleggingsperioden presentert i tabellform.

Estimerte passasjerinntekter 2018-2022	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inntjening per passasjer		1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Antall reisende passasjerer	2 882 509					
Estimert vekst i BNP x 2		3,2 %	3,0 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Effekt av nye Embraer E190-E2		0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Effekt av økt trafikk til olje- og gassvirksomhet		0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Samlet estimert prosentvis passasjervekst		4,3 %	4,1 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %
Estimert antall reisende passasjerer		3 006 457	3 129 722	3 245 521	3 365 606	3 490 133
<b>Estimerte passasjerinntekter</b>		<b>3 165 799</b>	<b>3 295 597</b>	<b>3 417 534</b>	<b>3 543 983</b>	<b>3 675 110</b>

Tabell 29: Estimerte passasjerinntekter 2018-2022, tall i 1000 NOK

### Statens kjøp av tjenester

Statens kjøp av tjenester (inntekten på anbudsrutene) er også en viktig inntektskilde for Widerøe. Denne inntektsposten står for omlag 15% av selskapets totale driftsinntekter, og trafikken på anbudsrutene utgjorde 37% av den samlede flytrafikken til selskapet i 2017 (jf. punkt 2.1). Widerøe vant senest i 2017 statens tilbud om drift på til sammen 13 rutestrekninger for perioden 1. april 2017- 31. mars 2022.

Jeg anser det som hensiktsmessig å ta utgangspunkt i Widerøes godtgjørelse fra staten for regnskapsåret 2017 gjennom driften på anbudsrutene. Da det ikke foreligger opplysninger om eventuelle prisjusteringer i anbudsperioden, vil jeg videre legge denne inntjeningen til grunn som inntekt for 2018, 2019, 2020 og 2021. Ettersom inntekten for 2017 knytter seg til

driften av anbudsrutene for 9 måneder, må inntekten oppjusteres til 12 måneder. I 2022 utgår derimot den gjeldende anbudskontrakten i første kvartal, noe som innebærer at det ikke kan budsjetteres med samme inntekten for hele 2022. Widerøe vil likevel kunne sikre seg nye anbudskontrakter etter 2022, da selskapet står i en sterk posisjon i dette markedet (jf. punkt 2.3). Jeg vil derfor budsjettere med en inntektsandel på 10/12 av den gjeldende anbudskontrakten for 2022.

### **Andre salgsinntekter**

*Andre salgsinntekter* genereres i hovedsak fra Widerøe-konsernets øvrige datterselskaper som for eksempel Widerøe Ground Handling AS og Widerøe Internett AS. Det er ikke gitt ytterligere opplysninger i notene til Widerøes årsregnskaper hva posten *andre salgsinntekter* består av. Vi kan imidlertid merke oss av de historiske inntektstallene fra tabell 27 at denne inntektsposten hadde et kraftig hopp i 2016, som en konsekvens av omorganiseringen i selskapet - hvor alle de nåværende datterselskapene ble samlet i Widerøe-konsernet. *Andre salgsinntekter* for 2014 og 2015 er derfor lite representative for prognostiseringen.

Ettersom jeg i kapittel 1.3 foretok en avgrensing hvor jeg valgte å fokusere oppgaven omkring virksomheten til Widerøe's Flyveselskap AS, er det ikke gjennomført en strategisk analyse av de øvrige datterselskapene i Widerøe-konsernet. Markedet for de øvrige datterselskapene i Widerøe-konsernet er imidlertid i stor grad avhengig av det norske markedet for flyreiser, slik at det vil være naturlig å anta at de fremtidige inntektene for konsernets øvrige datterselskaper (eks. Widerøe Ground Handling AS) vil korrelere med de fremtidige inntektene til Widerøe's Flyveselskap AS (Widerøe, årsrapport, 2017). Jeg legger på bakgrunn av dette til grunn en tilsvarende vekst i *andre salgsinntekter* som den prosentvise veksten i passasjerinntektene i planleggingsperioden, jf. tabell 29.

### **Øvrige driftsinntekter**

*Øvrige driftsinntekter* utgjør omlag 1-2% av passasjerinntektene til selskapet. Det er ikke gitt ytterligere opplysninger i notene om hva denne inntektsposten består av. Ettersom denne posten historisk sett har ligget på et stabilt nivå i prosent av passasjerinntektene, anslår jeg at de øvrige driftsinntektene vil utgjøre 1,5% av de estimerte passasjerinntektene i planleggingsperioden.



## Inntekt på investering i tilknyttet selskap

Det er ikke rapportert noen inntekt på Widerøes investeringer i tilknyttede selskap etter 2015, og jeg vil derfor sette denne inntektsposten lik 0 i planleggingsperioden. Widerøes inntekter på investeringer i tilknyttede selskaper har også historisk sett utgjort et beskjedent beløp av sum driftsinntekter. Dette taler for at denne posten ikke ville medført store utslag i Widerøes fremtidige resultater.

### 8.1.2 Driftskostnader

Av det omgrupperte resultatregnskapet i tabell 8 fra kapittel 5.4, så vi at sum driftskostnader for Widerøe utgjøres av lønnskostnader, driftskostnader på fly og bygninger, avgifter og provisjoner, leie- og leasingkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger. I prognostiseringen av de fremtidige kostnadspostene for Widerøe, vil jeg ta utgangspunkt i common-size analysen, presentert i tabell 30. Der det finnes hensiktsmessig, vil jeg også trekke inn enkelte resultater fra trendanalysen av det omgrupperte resultatregnskapet i tabell 11 (Jf. punkt 5.6.2).

I common-size analysen presenteres de ulike kostnadspostene som en proSENTsats av sum driftsinntekter. Som vi ser av resultatene fra tabell 30, ligger de ulike kostnadspostene på et relativt stabilt nivå i prosent av sum driftsinntekter over analyseperioden. Tallene fra common-size analysen danner derfor et godt utgangspunkt for å estimere Widerøes fremtidige kostnadsnivå i planleggingsperioden. Etersom Widerøes kostnadsposter historisk har ligget på et stabilt nivå i prosent av sum driftsinntekter, vil det være naturlig å anta at de ulike kostnadspostene også i fremtiden vil har en høy korrelasjon med driftsinntektene.

Common-size analyse	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
Lønnskostnader	35,64 %	30,83 %	43,81 %	44,84 %	38,78 %
Driftskostnad fly og bygninger	19,53 %	24,23 %	14,47 %	14,82 %	18,26 %
Avgifter og provisjoner	9,53 %	8,82 %	8,94 %	8,98 %	9,07 %
Leie- og leasingkostnader	2,71 %	2,63 %	3,73 %	4,13 %	3,30 %
Andre driftskostnader	19,46 %	20,79 %	14,88 %	14,92 %	17,51 %
Avskrivninger	6,51 %	7,27 %	5,90 %	6,56 %	6,56 %
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>93,38 %</b>	<b>94,58 %</b>	<b>91,73 %</b>	<b>94,24 %</b>	<b>93,48 %</b>

Tabell 30: Common-size analyse av omgruppert resultatregnskap

## **Lønnskostnader**

*Lønnskostnadene* utgjør den største kostnadsposten for Widerøe, og består av delkomponentene *lønninger, arbeidsgiveravgift, pensjonskostnader og andre ytelser*. Som vi ser av common-size analysen i tabell 30, utgjorde denne posten omlag 30-45% av sum driftsinntekter i perioden 2014-2017. Det vil heller ikke være urimelig å anta at lønnskostnadene vil variere i takt med endringer i driftsinntektene i fremtiden, slik at jeg vil ta utgangspunkt i lønnskostnadenes prosentandel av sum driftsinntekter i budsjetteringen av denne kostnadsposten. Av trendanalysen i tabell 11 under punkt 5.6.2, ser vi imidlertid at lønnskostnadene hadde en kraftig økning fra 2015 til 2016. Jeg venter derimot at lønnskostnadene vil stabilisere seg på et nivå på omlag 40% av de totale driftsinntektene, og legger dette til grunn som beste estimat for hele planleggingsperioden.

## **Driftskostnader fly og bygninger**

*Driftskostnader på fly og bygninger* er den nest største kostnadsposten for Widerøe, og utgjør omlag 20% av totale driftsinntekter. Det er ikke gitt ytterligere opplysninger i notene om hva driftskostnader på fly og bygninger består av, men det vil være naturlig å anta at drivstoffkostnader utgjør en stor andel av denne posten. Kostnadsposten vil følgelig være svært følsom overfor endringer i oljeprisene (jf. punkt 4.1.2), noe som gjør prognostiseringen krevende.

Basert på de historiske tallene fra common-size analysen fremstår posten på tross av dette som relativt stabil. Jeg vil likevel legge til et lite påslag i forhold til de historiske tallene i estimeringen av denne kostnadsposten for 2018 og 2019, ettersom prognosene viser en forventning om en økt oljepris det kommende året (EIA, 2019). Påslaget setter jeg skjønnsmessig til 2 prosentpoeng, slik at kostnadsposten i sum utgjør 20,26% av sum driftsinntekter i 2018 og 2019. Oljeprisen er imidlertid ventet å stabilisere seg fra 2020, slik at jeg fra 2020 vil ta utgangspunkt i resultatene fra common-size analysen i estimeringen av fremtidige driftskostnadene på fly og bygninger.

## **Avgifter og provisjoner**

Som nevnt under punkt 4.1.1 er avgiftsnivået til en viss grad styrende for lønnsomheten og tilbudet til flyselskapene, og summen av *avgifter og provisjoner* utgjør omlag 10% av

Widerøes totale driftsinntekter. Det er særlig flypassasjeravgiften (innført sommeren 2016) som har ført til et forhøyet kostnadsnivå for de norske flyselskapene.

Samferdselsdepartementet jobber per dags dato med en endring av denne avgiften, hvor den foreslåtte endringen vil føre til reduserte avgifter for Widerøe, jf. punkt 4.1.1. Jeg vil derfor i prognostiseringen av fremtidige *avgifter og provisjoner* budsjettere med en størrelse på 7,5% av sum driftsinntekter i perioden 2018-2022, noe som ligger marginalt under dagens avgiftsnivå.

### **Leie- og leasingkostnader**

*Leie- og leasingkostnadene* til Widerøe har ligget på et stabilt nivå over analyseperioden, med en svak vekst de siste årene. Ettersom store deler av flyparken til Widerøe nærmer seg slutten på sin økonomiske- og tekniske levealder (jf. punkt 4.3), vil det være naturlig å anta at selskapet i tiden fremover i større grad vil måtte leie fly som kan stå i beredskap, dersom flyene deres skulle få driftsproblemer. Jeg legger derfor til grunn en marginal økning fra dagens nivå for denne kostnadsposten, slik at *leie- og leasingkostnadene* estimeres til å utgjøre 4,5% av de totale driftsinntektene i perioden 2018-2022.

### **Andre driftskostnader**

*Andre driftskostnader* er en sekkepost, og representerer en relativt stor kostnadspost for Widerøe. Posten utgjør i underkant av 20% av de totale driftsinntektene for selskapet. Det faktum at denne kostnadsposten utgjør en såpass stor andel av de totale driftskostnadene, samtidig som det er lite informasjon knyttet til hva som inngår i andre driftskostnader, gjør prognostiseringen krevende. Jeg velger imidlertid å ta utgangspunkt i resultatene fra common-size analysen (17,51%) i budsjetteringen av *andre driftskostnader* i perioden 2018-2022, da dette er mest hensiktsmessig ut i fra mitt beslutningsgrunnlag.

### **Avskrivninger**

Widerøes varige driftsmidler balanseføres og avskrives bedriftsøkonomisk i henhold til selskapets vurdering av teknisk og økonomisk levetid. Løpende vedlikehold kostnadsføres fortløpende under posten *andre driftskostnader*, mens påkostninger eller forbedringer tillegges kostpris og avskrives i takt med driftsmidlet. Videre er anskaffelseskost for flyene

dekomponert, slik at de ulike slitedelene på flyet avskrives hver for seg over deres forventede økonomiske levetid (Widerøe, årsrapport, 2017). Widerøe benytter både lineære avskrivninger og saldoavskrivninger som avskrivningsplan for deres varige driftsmidler. Selskapets avskrivningskostnader på *fly og motorer* står for omlag 80% av de årlige avskrivningskostnadene. De øvrige avskrivningskostnadene utgjøres av Widerøes avskrivninger på *tomter, bygninger og annen fast eiendom, reservedeler og driftsløsøre og inventar*. Avskrivningskostnadene utgjør totalt omlag 6% av sum driftsinntekter for Widerøe.

Som vi så i SWOT-analysen under punkt 4.3 ble majoriteten av flyene til Widerøe anskaffet på 1990-tallet. Forventet økonomisk levetid på flyene er av selskapets årsrapporter anslått for å være 20-35 år, noe som betyr at store deler av flyparken allerede er ferdig avskrevet. Det må derfor ventes en relativt sterk økning i avskrivningskostnadene i årene fremover, da Widerøe må foreta betydelige investeringer i flyparken sin. Widerøe har allerede investert i tre nye Embraer E190-E2, med opsjon på ytterligere 12 fly. Ettersom det ikke eksisterer informasjon om anskaffelseskost for disse flyene, vil det være svært krevende å estimere de fremtidige avskrivningskostnadene. Jeg legger derfor til grunn at de totale avskrivningskostnadene øker med 6% fra dagens nivå for hvert av årene i planleggingsperioden.

### **8.1.3 Oppsummering av prognostisert driftsresultat fra normal drift**

I tabell 31 følger en oppsummering over Widerøes estimerte driftsresultater i perioden 2018-2022. Det er benyttet en skattesats på 23% for 2018, mens det for de øvrige årene er benyttet en skattesats på 22%, da dette er gjeldende skattesats for 2019 (Regjeringen, 2019). Av tabell 31 ser vi at driftsresultatet er ventet å falle noe i 2018 og 2019 sammenlignet med 2017, som en konsekvens av forventet økt oljepris og drivstoffkostnader. I 2020 er det imidlertid ventet en forbedring i driftsresultatet, da oljeprisen er ventet å stabilisere seg. Widerøes driftsresultat er fra 2021 ventet å falle noe igjen, som en konsekvens av et forhøyet kostnadsnivå, og da særlig økte avskrivningskostnader gjennom anskaffelsen av nye fly.

Estimerte driftsresultat fra normal drift	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Driftsinntekter</b>					
Passasjerinntekter	3 165 799	3 295 597	3 417 534	3 543 983	3 675 110
Andre salgsinntekter	788 445	820 771	851 139	882 632	915 289
Statens kjøp av tjenester	873 831	873 831	873 831	873 831	728 192
Øvrige driftsinntekter	47 487	49 434	51 263	53 160	55 127
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>4 875 561</b>	<b>5 039 632</b>	<b>5 193 767</b>	<b>5 353 605</b>	<b>5 373 718</b>
<b>Driftskostnader</b>					
Lønnskostnader	1 950 225	2 015 853	2 077 507	2 141 442	2 149 487
Driftskostnader fly og bygninger	987 789	1 021 030	948 382	977 568	981 241
Avgifter og provisjoner	365 667	377 972	389 533	401 520	403 029
Leie- og leasingkostnader	219 400	226 783	233 720	240 912	241 817
Andre driftskostnader	853 711	882 440	909 429	937 416	940 938
Avskrivninger	310 936	331 147	352 672	375 595	400 009
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>4 687 728</b>	<b>4 855 225</b>	<b>4 911 241</b>	<b>5 074 454</b>	<b>5 116 521</b>
<b>Brutto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>187 834</b>	<b>184 407</b>	<b>282 526</b>	<b>279 150</b>	<b>257 197</b>
Skatt (%)	23 %	22 %	22 %	22 %	22 %
<b>Netto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>144 632</b>	<b>143 838</b>	<b>220 370</b>	<b>217 737</b>	<b>200 613</b>

Tabell 31: Prognostisert netto driftsresultat fra normal drift, tall i 1000 NOK

## 8.2 Estimering av netto operasjonelle eiendeler

Det andre steget i Penman (2013) sin foreslåtte fremgangsmåte i prognostiseringsarbeidet innebærer å estimere netto operasjonelle eiendeler. Prognostiseringen vil blant annet bygge på resultatene fra trendanalysen av den omgrupperte balanseoppstillingen i tabell 10 fra punkt 5.6.1. Også her vil jeg ta for meg de enkelte eiendels- og gjeldspostene, for så å komme med en samlet oppsummering avslutningsvis.

### 8.2.1 Operasjonelle eiendeler

I tabell 32 nedenfor følger en oversikt over den historiske utviklingen i Widerøes operasjonelle eiendeler i perioden 2013-2017. Tallmaterialet bygger på den omgrupperte balanseoppstillingen fra kapittel 5.5. Prognostiseringen av Widerøes fremtidige operasjonelle eiendeler vil baseres på den historiske utviklingen, samt resultatene fra den strategiske analysen i kapittel 4.

Operasjonelle eiendeler	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
<b>Tomter, bygninger og annen fast eiendom</b>	79 057	69 975	61 574	122 761	116 666	
△		-11,49 %	-12,01 %	99,37 %	-4,96 %	17,73 %
<b>Fly</b>	854 216	1 009 913	900 816	840 990	823 765	
△		18,23 %	-10,80 %	-6,64 %	-2,05 %	-0,32 %
<b>Motorer</b>	493 084	608 657	624 458	687 582	690 673	
△		23,44 %	2,60 %	10,11 %	0,45 %	9,15 %
<b>Reservedeler</b>	477 180	332 586	416 562	416 090	402 147	
△		-30,30 %	25,25 %	-0,11 %	-3,35 %	-2,13 %
<b>Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.</b>	26 091	21 766	22 670	25 466	26 840	
△		-16,58 %	4,15 %	12,33 %	5,40 %	1,33 %
<b>Lager av varer og annen beholdning</b>	136 265	119 135	109 823	150 448	143 713	
△		-12,57 %	-7,82 %	36,99 %	-4,48 %	3,03 %
<b>Kundefordringer</b>	120 973	143 755	139 840	198 131	204 272	
△		18,83 %	-2,72 %	41,68 %	3,10 %	15,22 %
<b>Investering i datterselskap</b>	3 264	3 042	10 893	0	0	
△		-6,80 %	258,09 %	-100,00 %		50,43 %
<b>Andre fordringer</b>	127 830	156 590	114 102	168 713	242 397	
△		22,50 %	-27,13 %	47,86 %	43,67 %	21,73 %
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	2 317 960	2 465 419	2 400 738	2 610 181	2 650 473	
△		6,36 %	-2,62 %	8,72 %	1,54 %	3,50 %

Tabell 32: Historisk utvikling i operasjonelle eiendeler, tall i 1000 NOK

### Tomter, bygninger og annen fast eiendom

Som vi ser av tabell 32 hadde denne eiendelsposten en kraftig økning fra 2015 til 2016.

Årsaken til dette var omorganiseringen i Widerøe, hvor alle de nåværende datterselskapene ble samlet i Widerøe-konsernet. Regnskapstallene for 2013, 2014 og 2015 er derfor lite representative for prognostiseringen, slik at budsjetteringen bør foretas på bakgrunn av regnskapstallene for 2016 og 2017. Det eksisterer ikke opplysninger om hvorvidt Widerøe vil investere i *tomter, bygninger og annen fast eiendom* i fremtiden, slik at jeg låser posten til dagens nivå (pr. 31.12.2017). Videre må det tas hensyn til avskrivninger på de varige driftsmidlene. Av Widerøes årsrapport for 2017 fremkommer det at selskapet benytter lineære avskrivninger for *tomter, bygninger og annen fast eiendom*. Avskrivningskostnadene utgjorde i følge selskapets årsrapport 10 509 000 kroner i 2017. Jeg legger derfor til grunn tilsvarende avskrivninger i hele planleggingsperioden for eiendelsposten.

### Fly

Den balanseførte flyflåten til Widerøe utgjør omlag 35% av sum operasjonelle eiendeler.

Som vi ser av de historiske tallene fra tabell 32, har eiendelsposten ligget på et veldig stabilt nivå over analyseperioden. Hovedårsaken til dette er at store deler av Widerøes flyflåte allerede er ferdig avskrevet, samtidig som det ikke er foretatt nye investeringer i fly.

Selskapet har imidlertid nylig gått til anskaffelse av tre nye Embraer E190-E2, med opsjon på

ytterligere 12 fly (jf. punkt 2.1). Det må derfor legges til grunn at eiendelsposten vil stige relativt mye i planleggingsperioden. Ettersom det ikke foreligger opplysninger om kostpris for de nye flyene, anslår jeg skjønnsmessig at posten vil stige med 10% for 2018, for så å legge seg på 5% fra 2019.

### **Motorer**

Eiendelsposten *motorer* har hatt en gjennomsnittlig vekst på 9,15% over analyseperioden, og utgjør omlag 25% av sum operasjonelle eiendeler. Ettersom Widerøe nylig har lagt inn bestilling på nye fly, må det ventes at eiendelsposten vil stige i fremtiden. Jeg legger derfor til grunn en vekst på 12% for 2018 og 2019, noe som ligger et par prosentpoeng over den gjennomsnittlige veksten over analyseperioden. Fra 2020 forventer jeg derimot at veksten flater ut, med en årlig vekstrate på 5%.

### **Reservedeler**

Som vi ser av tabell 32 har posten *reservedeler* hatt en svak nedgang over analyseperioden. Eiendelsposten består i all hovedsak av reservedeler til dagens flyflåte. Ettersom Widerøe nylig har investert i en ny flytype (Embraer E190-E2), vil det være naturlig å anta at denne posten vil øke noe i fremtiden, da de nåværende reservedelene ikke kan benyttes på den nye flytypen. Jeg anslår derfor en vekst på 10% for 2018 og 2019, for så en stabilisering av veksten på 2% fra 2020.

### **Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.**

*Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.* utgjør omlag 1% av sum operasjonelle eiendeler, og eiendelsposten har ligget på et veldig stabilt nivå over analyseperioden. Det eksisterer ikke informasjon som tilsier at posten skal avvike fra historisk nivå i fremtiden. På bakgrunn av dette velger å basere budsjetteringen av denne posten på et gjennomsnitt over perioden 2013-2017.

### **Lager av varer og annen beholdning**

*Lager av varer og annen beholdning* utgjør en relativt liten andel av sum operasjonelle eiendeler, og har over analyseperioden utgjort omlag 5%. Av trendanalysen under punkt 5.6.1 så vi at eiendelsposten hadde en negativ utvikling i 2014 og 2015, mens utviklingen for

2016 og 2017 var positiv. Gjennomsnittlig økning over analyseperioden har vært på omlag 3%, slik at jeg anslår en tilsvarende vekst i denne eiendelsposten i planleggingsperioden.

### **Kundefordringer**

*Kundefordringene* er en eiendelspost som har steget gradvis over analyseperioden, og kundefordringene korrelerer ofte med salgsinntektene. Jeg legger derfor til grunn at *kundefordringene* vil øke tilsvarende som den estimerte økningen i passasjerinntektene, jf. tabell 29.

### **Investering i datterselskap**

Ettersom de opprinnelige datterselskapene nå er en del av Widerøe-konsernet, vil denne eiendelsposten settes til 0 de kommende årene.

### **Andre fordringer**

Posten *andre fordringer* er en svært volatil post, noe som gjør det krevende å anslå den prosentvise veksten. Jeg legger derfor til grunn et gjennomsnitt i perioden 2013-2017 som grunnlag for budsjetteringen av denne posten.

### **8.2.2 Operasjonell gjeld**

I tabell 33 nedenfor følger en oversikt over den historiske utviklingen i Widerøes operasjonelle gjeld. Også her vil funnene fra den strategiske analysen fra kapittel 4 kunne være til hjelp i prognostiseringen.



Operasjonell gjeld	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Utsatt skatt	0	20 678	58 595	135 916	157 580	
△			183,37 %	131,96 %	15,94 %	110,42 %
Leverandørgjeld	81 445	210 991	171 736	185 351	205 857	
△		159,06 %	-18,61 %	7,93 %	11,06 %	39,86 %
Skyldige offentlige avgifter	173 033	178 604	72 042	127 893	133 066	
△		3,22 %	-59,66 %	77,53 %	4,04 %	6,28 %
Betalbar skatt	0	0	0	261	17 834	
△					6733 %	6733 %
Andre avsetninger og forpliktelser	31 274	28 293	34 128	-3 890	-151	
△		-9,53 %	20,62 %	-111,40 %	-96,12 %	-49,11 %
Annen kortsiktig gjeld	472 976	335 798	561 323	595 320	536 577	
△		-29,00 %	67,16 %	6,06 %	-9,87 %	8,59 %
Gjeld til aksjonær	0	30 000	0	0	0	
△						0
Pensjonsforpliktelser	34 386	34 733	25 224	14 573	14 787	
△		1,01 %	-27,38 %	-42,23 %	1,47 %	-16,78 %
Sum operasjonell gjeld	793 114	839 097	923 048	1 055 424	1 065 550	
△		5,80 %	10,00 %	14,34 %	0,96 %	7,78 %

Tabell 33: Historisk utvikling i operasjonell gjeld, tall i 1000 NOK

### Utsatt skatt

Av den historiske utviklingen i den operasjonelle gjelden fra tabell 33 ser vi at gjeldsposten *utsatt skatt* økte kraftig i perioden 2014-2016. Det vil derfor være lite hensiktsmessig å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig vekst over analyseperioden. Jeg legger til grunn en årlig vekst på 7,5% for gjeldsposten.

### Leverandørgjeld

*Leverandørgjelden* er en stor operasjonell gjeldspost for Widerøe, og har historisk sett utgjort omlag 15-20% av sum operasjonell gjeld for selskapet. Som vi ser av tabell 33 steg leverandørgjelden kraftig fra 2013 til 2014, mens leverandørgjelden etter dette har ligget på et relativt stabilt nivå. Ettersom Widerøes passasjerinntekter og kundefordringer er ventet å vokse i planleggingsperioden, bør det også legges til grunn en vekst i leverandørgjelden. Jeg legger derfor til grunn en vekst i leverandørgjelden tilsvarende veksten i kundefordringene og passasjerinntektene i planleggingsperioden, jf. tabell 29.

### Skyldige offentlige avgifter

*Skyldige offentlige avgifter* har ligget på et relativt stabilt nivå over analyseperioden, med unntak av et kraftig fall fra 2014 til 2015. Jeg legger derfor til grunn den gjennomsnittlige veksten på 6,28% over analyseperioden som best estimat for *skyldige offentlige avgifter* i planleggingsperioden.

### **Betalbar skatt**

Av Widerøes årsrapporter er det ikke rapportert *betalbar skatt* for regnskapsårene 2013, 2014 og 2015. Den betalbare skatten utgjorde videre et beskjedent beløp i 2016, mens den i 2017 steg kraftig sammenlignet med fjoråret. Det vil derfor være lite hensiktsmessig å ta utgangspunkt i den gjennomsnittlige prosentvise endringen i budsjetteringen. Jeg velger derfor å ta utgangspunkt i betalbar skatt for 2017 som utgangspunkt i estimeringen av denne operasjonelle gjeldsposten, og legger videre til grunn en beskjeden årlig vekst på 2,5% fra 2017-nivået.

### **Andre avsetninger og forpliktelser**

*Andre avsetninger og forpliktelser* har både vært positive og negative (eiendelspost) over analyseperioden. Gjeldsposten har de siste årene beveget seg mot null, slik at det vil være hensiktsmessig å sette posten til null i planleggingsperioden.

### **Annen kortsiktig gjeld**

*Annen kortsiktig gjeld* utgjør omtrent 50% av Widerøes operasjonelle gjeld, og gjeldsposten har ligget på et relativt stabilt nivå siden 2015. Jeg legger derfor til grunn gjennomsnittlig vekst av gjeldsposten i perioden 2013-2017 (8,59%) som beste estimat i prognostiseringsarbeidet.

### **Gjeld til aksjonær**

Denne gjeldsposten består av et lån på 30 millioner kroner fra aksjonær i 2014. Det budsjetteres ikke med gjeld til aksjonær i planleggingsperioden, og posten settes derfor lik null.

### **Pensjonsforpliktelser**

Pensjonsforpliktelsene utgjør en beskjeden andel av Widerøes operasjonelle gjeld, og har blitt gradvis redusert over analyseperioden. Jeg velger derfor å basere estimeringen av denne posten på et gjennomsnitt i perioden 2013-2017 på 24 741 kroner.

### 8.2.3 Oppsummering av prognostiserte netto operasjonelle eiendeler

I tabell 34 følger en oppsummering av Widerøes estimerte netto operasjonelle eiendeler i perioden over planleggingsperioden. Som vi ser er selskapets netto operasjonelle eiendeler ventet å vokse noe fra 2018 til 2019. Fra 2019 til 2022 er netto operasjonelle eiendeler ventet å ligge på et meget stabilt nivå.

Prognostisert NOA	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Operasjonelle eiendeler</b>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	106 157	95 648	85 139	74 630	64 121
Fly	906 142	951 449	999 021	1 048 972	1 101 421
Motorer	773 554	866 380	909 699	955 184	1 002 943
Reserveder	442 362	486 598	496 330	506 256	516 382
Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.	24 567	24 567	24 567	24 567	24 567
Lager av varer og annen beholdning	148 024	152 465	157 039	161 750	166 603
Kundefordringer	215 180	224 003	232 291	240 885	249 798
Andre fordringer	161 926	161 926	161 926	161 926	161 926
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>2 777 911</b>	<b>2 963 035</b>	<b>3 066 012</b>	<b>3 174 171</b>	<b>3 287 760</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>					
Utsatt skatt	169 399	182 103	195 761	210 443	226 226
Leverandørgjeld	216 850	225 741	234 093	242 754	251 736
Skyldige offentlige avgifter	141 423	150 304	159 743	169 775	180 437
Betalbar skatt	18 280	18 737	19 205	19 685	20 178
Annen kortsiktig gjeld	582 669	632 720	687 071	746 090	810 179
Pensjonsforpliktelser	24 741	24 741	24 741	24 741	24 741
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>1 153 360</b>	<b>1 234 346</b>	<b>1 320 614</b>	<b>1 413 489</b>	<b>1 513 497</b>
<b>Netto operasjonelle eiendeler (NOA)</b>	<b>1 624 551</b>	<b>1 728 690</b>	<b>1 745 398</b>	<b>1 760 682</b>	<b>1 774 263</b>

Tabell 34: Prognostiserte netto operasjonelle eiendeler

## 9. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet vil jeg gjennomføre den fundamentale verdsettelsen av Widerøe. Denne øvelsen utgjør det fjerde steget i rammeverket til Penman (2013), jf. punkt 3.1. Den fundamentale verdsettelsen vil foretas ved bruk av den frie kontantstrømmetoden. Teorien bak de fundamentale verdsettelsesmetodene ble gjennomgått i kapittel 3.

### 9.1 Terminalverdi

Ettersom vi ved verdifastsettelsen av Widerøe legger til grunn at selskapet vil fortsette for all fremtid, må det tillegges en terminalverdi som angir summen av de frie kontantstrømmene som vil skapes etter den eksplisitte planleggingsperioden. Det finnes flere ulike metoder for

å fastsette en slik terminalverdi, og Penman (2013) deler metodene inn etter tre ulike scenarioer. I scenario 1 legges det til grunn at verdiskapingen vil være null etter planleggingsperioden, mens det i scenario 2 legges til grunn en konstant verdiskaping uten vekst. I scenario 3 legges det til grunn en fremtidig verdiskaping med evigvarende vekst, og terminalverdien blir her kalkulert ved bruk av Gordon Growth Formula, presentert i formelen nedenfor.

$$\text{Scenario 3: Terminalverdi} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

Formel: Gordon Growth Formula (Penman, 2013 s. 440)

**Hvor:**

FCF = Frie kontantstrømmer

WACC = Totalavkastningskrav

g = vekstfaktor

I verddivurderingen av Widerøe vil jeg benytte meg av Gordon Growth Formula i terminalverdiberegningen, da det er naturlig å legge til grunn at selskapet også etter planleggingsperioden vil ha en vekst i kontantstrømmene. Etter planleggingsperioden antok vi at selskapet er i «steady state» (jf. kapittel 8), og det er derfor lite sannsynlig å forvente at vekstfaktoren (g) vil vokse mer enn den generelle veksten i BNP og inflasjonen i økonomien. Inflasjonsmålet til Norges Bank er pr. 2019 på 2% (Regjeringen, 2018). Ettersom den norske og skandinaviske økonomien i dag er preget av svært lave renter, noe som resulterer i et lavt avkastningskrav (jf. kapittel 7), har jeg valgt å sette den langsiktige veksten lik 1% - da lave renter ofte er en indikasjon på svake fremtidige vekstutsikter (Rydning & Haider, 2017). På denne måten kompenserer dempede vekstutsikter for lavt avkastningskrav.

## 9.2 Den frie kontantstrømmetoden

Under punkt 3.1.1 så vi at den frie kontantstrømmen til et selskap utgjør differansen mellom kontantstrømmen fra driften (C) og selskapets investeringer (I). Penman (2013) argumenterer for at vi også kan finne selskapets frie kontantstrømmer gjennom periodiseringsprinsippet, presentert i formelen nedenfor. Tankegangen bak denne formelen er at de operasjonelle eiendelene genererer driftsinntekter, og disse driftsinntektene blir

videre delvis reinvestert i nye operasjonelle eiendeler. Den frie kontantstrømmen er følgelig en form for dividende etter at en del av profitten er investert i nye driftseiendeler.

$$FCF = OI - \Delta NOA$$

*Alternativ fremgangsmåte for å finne den frie kontantstrømmen (Penman, 2013 s.244)*

Videre kommer vi frem til selskapsverdien for Widerøe ved å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene med totalavkastningskravet,  $R_F$ , som jeg estimerte i kapittel 7 til 5,50%. Ettersom jeg i denne oppgaven har som mål å estimere egenkapitalverdien til Widerøe, trekker jeg avslutningsvis fra selskapets netto finansielle forpliktelser (NFO).

$$V0^E = \frac{FCF}{R_F} + \frac{FCF_2}{R_F^2} + \frac{FCF_3}{R_F^3} + \dots + \frac{FCF_T}{R_F^T} + \frac{CV_T}{R_F^T} - NFO$$

*Formel: Egenkapitalverdi, basert på frie kontantstrømmer (Penman, 2013 s.115)*

**Hvor:**

$V0^E$  = Verdien av egenkapitalen

FCF = Den frie kontantstrømmen

$R_F$  = Totalavkastningskravet

$CV_T$  = Terminalverdien til investeringen

NFO = Netto finansielle forpliktelser

I tabell 35 er Widerøes egenkapitalverdi estimert til 3 233 588 000 kroner gjennom den frie kontantstrømmetoden, noe som tilsvarer en pris per aksje på 5158,13 kroner. Vi kan også merke oss at terminalverdien står for over 80% av den estimerte selskapsverdien, noe som skaper stor usikkerhet i verdiestimatet. Dette er imidlertid kun det første verdianslaget på Widerøes egenkapital, da jeg under punkt 9.4 vil foreta en verdikonvergeringsprosess, hvor Widerøes endelig estimerte egenkapitalverdi vil anslås.

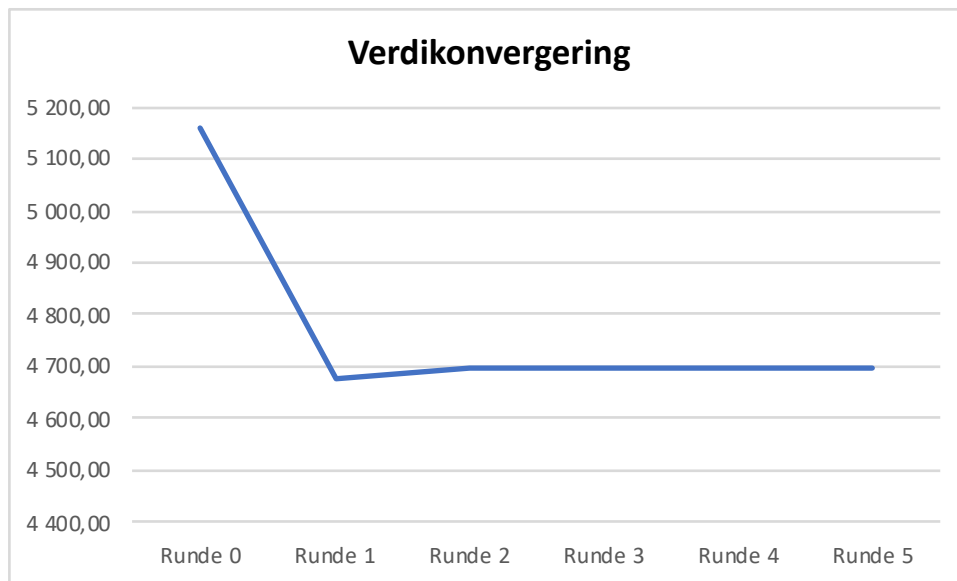
Kontantstrømmetoden	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Netto driftsresultat fra normal drift		144 632	143 838	220 370	217 737	200 613
Inngående balanse NOA	1 554 757	1 584 923	1 624 551	1 728 690	1 745 398	1 760 682
Utgående balanse NOA	1 584 923	1 624 551	1 728 690	1 745 398	1 760 682	1 774 263
△ NOA		39 628	104 138	16 708	15 285	13 581
<b>Fri kontantstrøm</b>		<b>105 004</b>	<b>39 699</b>	<b>203 662</b>	<b>202 453</b>	<b>187 032</b>
Totalavkastningskrav (WACC), 5,50%		1,0550	1,1130	1,1742	1,2388	1,3070
Nåverdi av fri kontantstrøm		99 529	35 668	173 441	163 423	143 105
<b>Samlet nåverdi av frie kontantstrømmer</b>	<b>615 167</b>					
Terminalverdi (CV)						4 197 839
Nåverdi av terminalverdi	3 211 911					
Selskapsverdi	3 827 077					
Netto finansielle forpliktelser (NFO)	593 489					
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>3 233 588</b>					
<b>Pris per aksje</b>	<b>5 158,13</b>					

Tabell 35: Egenkapitalverdi ved bruk av kontantstrømmetoden, tall i 1000 NOK

## 9.4 Verdikonvergens

I fastsettelsen av totalavkastningskravet oppstår det ifølge Damodaran (2012) er sirkulært problem, da totalavkastningskravet i teorien skal kalkuleres ved bruk av markedsverdier av egenkapital og gjeld. Fastsettelse av markedsverdien til egenkapitalen er imidlertid selve målet med verdsettelsen, og ettersom Widerøe ikke er et børsnotert selskap, vil selskapets bokførte verdier som et utgangspunkt måtte legges til grunn i utarbeidingen av totalavkastningskravet. Ettersom vi gjennom den frie kontantstrømmetoden i tabell 36 har estimert en egenkapitalverdi («markedsverdi»), kan denne verdien legges til grunn i fastsettelsen av et nytt avkastningskrav. Dette fører til at vi får nye vektorer av egenkapital og gjeld, og følgelig ulike egenkapitalbetaer, avkastningskrav til egenkapitalen og totalavkastningskrav. Denne prosessen gjentas helt til Widerøes estimerte egenkapital stabiliserer seg. Grunnlaget for utregningene er vedlagt i appendiks 11.

Ettersom det legges til grunn at selskapets netto finansielle forpliktelser (NFO) er balanseført til markedsverdier, vil denne tallstørrelsen være konstant i alle «rundene». Som vi ser av figur 16 stabiliserer Widerøes estimerte aksjekurs seg i runde 5. Endelig verdiestimat på egenkapitalen til Widerøe er etter verdikonvergeringsprosessen 2 943 372 000 kroner eller 4695,18 kroner per aksje.



Figur 16: Verdikonvergering

## 10. Sensitivitetsanalyse

I dette kapittelet vil jeg gjennomføre sensitivitetsanalyser for å undersøke hvor følsom Widerøes kalkulerte aksjepris på 4695,18 kroner fra kapittel 9 er for marginale endringer i de antatt mest kritiske faktorene for selskapet. Prognostiseringen som ble gjennomført i kapittel 8 bygger på en stor grad av usikkerhet og bruk av estimater, noe som gjør en sensitivitetsanalyse nødvendig (Penman, 2013). Ofte har vi en oppfatning av i hvilket område en parameter eller faktor vil variere innenfor, og vi ønsker derfor å undersøke hvordan verdien påvirkes av marginale endringer i positiv og negativ retning i variabelen (Kaldestad & Møller, 2011).

For Widerøe anser jeg følgende faktorer som de mest kritiske: totalavkastningskravet (WACC), vekstraten, inntjeningen per passasjer og veksten i antall passasjerer. Det kan også tenkes at endringer i prisen på råolje utgjør en kritisk faktor for Widerøe, da den er sterkt styrende for kostnadsnivået og lønnsomheten til selskapet. Men ettersom jeg ikke har opplysninger knyttet til hvor stor andel drivstoffkostnadene utgjør i regnskapene til Widerøe, vil det være umulig å foreta en sensitivitetsanalyse av denne variabelen.

## 10.1 Vekstfaktor og totalavkastningskrav

Totalavkastningskravet (WACC) ble gjennomgått i kapittel 7, og ble estimert til 5,50% når vi la til grunn bokførte verdier av egenkapital og gjeld som vekter. Under punkt 9.4 ble det imidlertid foretatt en ny estimering av totalavkastningskravet til Widerøe ved bruk av markedsbaserte vekter fra den fundamentale verdsettelsen, og totalavkastningskravet stabiliserte seg da omkring 5,8536%. Det eksisterer imidlertid en stor grad av usikkerhet og bruk av forutsetninger bak utarbeidelsen av disse avkastningskravene, noe som skaper usikkerhet knyttet til den estimerte aksjeprisen. Jeg vil derfor i dette kapitlet undersøke hvor sensitiv Widerøes estimerte aksjekurs fra kapittel 9 er for marginale endringer (0,1 prosentpoeng) i totalavkastningskravet i positiv og negativ retning.

I Gordon Growth-Formula og øvrige terminalverdi-kalkuleringer utgjør også vekstfaktoren en kritisk variabel. Terminalverdien utgjorde i overkant av 80% av den estimerte selskapsverdien til Widerøe, jf. tabell 36. Etersom vekstanslagene baseres på antagelser om fremtiden, vil anslagene aldri kunne fastlåses med 100% sikkerhet. I kapittel 9 ble den langsiktige veksten anslått til å være 1%. Jeg vil her analysere hvor følsom Widerøes estimerte aksjekurs er for marginale endringer (0,1 prosentpoeng) i vekstanslagene i positiv og negativ retning. En sensitivitetsanalyse av de to faktorenes effekt på den estimerte aksjekursen for Widerøe er presentert i den todimensjonale modellen i tabell 36 nedenfor.

		WACC										
		5,36360 %	5,46360 %	5,56360 %	5,66360 %	5,76360 %	5,86360 %	5,96360 %	6,06360 %	6,16360 %	6,26360 %	6,36360 %
	0,50 %	4798,90	4677,62	4561,14	4449,20	4341,54	4237,90	4138,08	4041,87	3949,08	3859,52	3773,03
	0,60 %	4903,87	4777,96	4657,15	4541,14	4429,64	4322,39	4219,17	4119,74	4023,91	3931,48	3842,27
	0,70 %	5013,35	4882,53	4757,12	4636,78	4521,22	4410,16	4303,34	4200,52	4101,49	4006,03	3913,96
	0,80 %	5127,63	4991,59	4861,29	4736,37	4616,51	4501,41	4390,78	4284,38	4181,96	4083,31	3988,23
	0,90 %	5247,05	5105,45	4969,94	4840,15	4715,72	4596,33	4481,68	4371,49	4265,50	4163,49	4065,23
<b>Vekstfaktor</b>	<b>1,00 %</b>	5371,95	5224,41	5083,36	4948,39	4819,11	4695,18	4576,25	4462,04	4352,28	4246,71	4145,10
	1,10 %	5502,73	5348,84	5201,88	5061,38	4926,94	4798,17	4674,71	4556,25	4442,50	4333,17	4228,01
	1,20 %	5639,80	5479,12	5325,84	5179,45	5039,31	4905,59	4777,32	4654,35	4536,36	4423,04	4314,14
	1,30 %	5783,64	5615,68	5455,63	5302,94	5157,13	5017,73	4884,34	4756,57	4634,08	4516,55	4403,68
	1,40 %	5934,75	5758,97	5591,66	5432,24	5280,15	5134,91	4996,06	4863,19	4735,09	4613,91	4496,83
	1,50 %	6093,71	5909,51	5734,41	5567,76	5408,96	5257,47	5112,79	4974,48	4842,13	4715,36	4593,82

Tabell 36: Sensitivitetsanalyse, vekstfaktor og WACC

Som vi ser av tabell 36 varierer Widerøes estimerte aksjepris fra 3773,03 kroner til 6093,71 kroner, når vi hensyntar effekten av endringer i vekstraten og totalavkastningskravet. Total estimert egenkapitalverdi varierer dermed fra 3,82 milliarder kroner til 2,37 milliarder kroner. Vi kan derfor konkludere med at selskapets estimerte egenkapitalverdi på 2,94 milliarder kroner er sensitiv overfor endringer i vekstraten og totalavkastningskravet.



Oppsummert kan vi slå fast - på bakgrunn av tabell 36 - at selskapets estimerte egenkapitalverdi øker ved økte vekstrater og reduserte avkastningskrav. Samtidig gir både små endringer i vekstraten og totalavkastningskravet relativt store utslag i estimert egenkapitalverdi.

## 10.2 Passasjerinntekter

Widerøes passasjerinntekter utgjør produktet av inntjeningen per passasjer og antall reisende passasjerer. Ettersom tallstørrelsen er vanskelig å estimere, samtidig som passasjerinntektene er en svært viktig variabel for fremtidig lønnsomhet, vil en sensitivitetsanalyse av variabelen være ønskelig å gjennomføre. De fremtidige passasjerinntektene ble estimert i tabell 29 i kapittel 8.1.1 for planleggingsperioden.

		Vekst i antall passasjerer										
		3,20 %	3,30 %	3,40 %	3,50 %	3,60 %	3,70 %	3,80 %	3,90 %	4,00 %	4,10 %	4,20 %
	1,00	4183,67	4192,2	4200,73	4209,26	4217,79	4226,32	4234,85	4243,39	4251,92	4260,45	4268,98
	1,01	4271,71	4280,32	4288,94	4297,55	4306,17	4314,79	4323,40	4332,02	4340,63	4349,25	4357,86
	1,02	4359,74	4368,44	4377,14	4385,85	4394,55	4403,25	4411,95	4420,65	4429,35	4438,05	4446,75
	1,03	4447,78	4556,56	4465,35	4474,14	4482,92	4491,71	4500,50	4509,28	4518,07	4526,85	4535,64
	1,04	4535,81	4544,68	4553,55	4562,43	4571,30	4580,17	4589,04	4597,91	4606,79	4615,66	4624,53
Inntjening	1,05	4623,85	4632,80	4641,76	4650,72	4659,67	4695,18	4677,59	4686,55	4695,50	4704,46	4713,42
	1,06	4711,88	4720,92	4729,97	4739,01	4748,05	4757,09	4766,14	4775,18	4784,22	4793,26	4802,3
	1,07	4799,02	4809,04	4818,17	4827,30	4836,43	4845,55	4854,68	4863,81	4872,94	4882,07	4891,19
	1,08	4887,95	4897,16	4906,38	4915,59	4924,80	4934,02	4943,23	4952,44	4961,65	4970,87	4980,08
	1,09	4975,99	4985,28	4994,58	5003,88	5013,18	5022,48	5031,78	5041,07	5050,37	5059,67	5068,97
	1,10	5064,02	5073,4	5082,79	5092,17	5101,56	5110,94	5120,32	5129,71	5139,09	5148,47	5157,86

Tabell 37: Sensitivitetsanalyse, inntjening per passasjer og vekst i antall passasjerer

I tabell 37 er Widerøes estimerte aksjepriser presentert, hvor effekten av marginale endringer i inntjeningen per passasjer og veksten i antall passasjerer er hensyntatt. Av denne tabellen ser vi at den estimerte aksjeprisen varierer fra 4183,67 kroner til 5157,86 kroner. Total estimert egenkapitalverdi er 3,23 milliarder kroner på det høyeste og 2,62 milliarder kroner på det laveste. Oppsummert kan vi på bakgrunn av tabell 37 konkludere med at Widerøes estimerte aksjepris øker ved økt inntjening per passasjer og økt vekst i antall passasjerer. Effekten på estimert egenkapitalverdi gjennom marginale endringer av to variablene er derimot mindre enn effekten på estimert egenkapitalverdi gjennom marginale endringer i vekstfaktoren og totalavkastningskravet.

## 11. Komparativ verdsettelse

I Kapittel 9 estimerte jeg egenkapitalverdien til Widerøe ved bruk av den frie kontantstrømmetoden. I dette kapitlet vil jeg foreta en komparativ verdsettelse av Widerøe ved hjelp av fire ulike multipler. Komparativ verdsettelse er den andre hovedklassen av verdsettelsesteknikker (jf. Damodaran, 2012), og teorien bak disse metodene ble gjennomgått i kapittel 3.2. Her så vi at for å komme frem til verdien på selskapet, multipliseres tallstørrelser fra resultatregnskapet eller balanseoppstillingen med en faktor, utledet fra sammenlignbare børsnoterte selskaper.

I motsetning til den frie kontantstrømmetoden estimerer vi her nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene på en indirekte måte. Vi tar utgangspunkt i prisingen av andre selskaper hvor markedet allerede har estimert en verdi på fremtidig kontantstrøm, og vi antar dermed at samme forhold mellom verdi og faktor også gjelder for vårt selskap. Multiplene er utledet som en konsekvens av en observert markedsverdi basert på markedsaktørens verddivurderinger, og det er derfor ikke nødvendigvis slik at de underliggende verdidriverne er de samme for vårt selskap (Kaldestad & Møller, 2011).

Ettersom både Norwegian og SAS er notert på Oslo Børs, kan begge disse selskapene benyttes i den komparative verdsettelsen. Jeg har imidlertid også valgt å inkludere det finske selskapet Finnair, da P/S og EV/EBIT multiplene ikke kunne gjennomføres for Norwegian, grunnet negative resultater i 2017. Nedenfor vil jeg kort presentere multiplene og teorien bak disse som jeg vil benytte for å verdsette Widerøe. Kaldestad & Møller (2011) hevder at det er liten hensikt i å rangere multipler etter hvor gode de er, ettersom de alle har sine fordeler og ulemper, samtidig som multiplene har ulik relevans i ulike situasjoner. Det er likevel viktig å være klar over hvilke forutsetninger multiplene bygger på, slik at man kan trekke rimelige konklusjoner basert på resultatene. Rapportert aksjekurs pr. 31.12.17 for Norwegian, SAS og Finnair er hentet Yahoo Finance sine databaser (Yahoo Finance, 2019).

## 11.1 P/B

Price-to-book angir forholdstallet mellom markedsverdien (aksjepris) av egenkapitalen og bokført egenkapital (bokført egenkapital per aksje) til de komparative selskapene.

Markedsverdien av egenkapitalen reflekterer markedets forventninger om fremtidige kontantstrømmer til selskapet. Videre er den bokførte egenkapitalverdien differansen mellom bokførte verdier av bedriftens eiendeler og gjeld, og denne verdien er i stor grad styrt av regnskapsregler (Damodaran, 2012). En P/B verdi over 1 indikerer med andre ord at markedet forventer fremtidige merverdier utover bokført egenkapital.

En av modellens ulemper er at P/B påvirkes av regnskapsregler. Eksempler på dette er ulik praksis for aktivering av investeringer i immaterielle eiendeler, bruk av virkelig verdi og ulik avskrivningspraksis. En av modellens fordeler er derimot at den er enkel å bruke, samtidig som den gir en god indikasjon på selskapets evne til verdiskaping (Kaldestad & Møller, 2011). I tabell 38 er Widerøes estimerte aksjepris 4812,24 kroner ved bruk av P/B-multippelen. Gjennomsnittlig P/B for de komparative selskapene på 3,20 er i all hovedsak drevet opp av Norwegians høye aksjekurs.

P/B	Widerøe	Norwegian	SAS	Finnair	Gjennomsnitt
Bokført egenkapital	941 434 000	2 098 407 000	8 058 000 000	1 015 700 000	
Antall utestående aksjer	626 892	136 308 000	382 583 000	127 702 748	
Bokført egenkapital per aksje	1 501,75	15,39	21,06	7,95	
Aksjepris (pr. 31.12.2017)		109,30	22,06	11,66	
P/B		7,10	1,05	1,47	3,20
<b>Pris per aksje Widerøe</b>	<b>4 812,24</b>				
<b>Estimert egenkapitalverdi</b>	<b>3 016 752 961</b>				

Tabell 38: P/B

## 11.2 P/E

Price-to-earnings angir forholdstallet mellom markedsverdien av egenkapitalen og årsresultatet til de komparative selskapene. Dette forholdstallet er meget populært i praksis, da metoden er enkel å bruke, samtidig som mange har et forhold til nivået på forholdstallet. P/E kan også være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. Metoden tar derimot ikke hensyn til forskjeller i risiko og kapitalbehov, noe som er en åpenbar svakhet med metoden (Kaldestad & Møller, 2011). I tabell 39 er Widerøes estimerte aksjepris 1994,40 kroner ved bruk av P/E-multippelen.

Ettersom Norwegian har rapportert et negativt årsresultat for 2017, kan ikke P/E utledes for selskapet.

P/E	Widerøe	Norwegian	SAS	Finnair	Gjennomsnitt
Årsresultat	154 974 000	-1 793 705 000	1 149 000 000	169 400 000	
Antall utestående aksjer	626 892	136 308 000	382 583 000	127 702 748	
Resultat per aksje	247,21	n/a	3,00	1,33	
Aksjepris (pr. 31.12.2017)		109,30	22,06	11,66	
P/E		n/a	7,35	8,79	8,07
<b>Pris per aksje Widerøe</b>	<b>1 994,40</b>				
<b>Estimert egenkapitalverdi</b>	<b>1 250 272 631</b>				

Tabell 39: P/E

### 11.3 P/S

Price-to-sales angir forholdstallet mellom markedsverdien av egenkapitalen og salgsinntektene til de komparative selskapene. En av fordelene ved bruk av denne multippelen innebærer muligheten for å sammenligne selskaper som går med underskudd. Multippelen gir likevel kun en svært grov sammenligning, og kan skape problemer dersom vi sammenligner selskaper som tilbyr typiske billigprodukter med selskaper som tilbyr dyrere produkter, ettersom det implisitt forutsettes at selskapene har den samme marginen (Kaldestad & Møller, 2011). I tabell 40 er Widerøes estimerte aksjepris 2512,86 kroner ved bruk av P/S-multippelen.

P/S	Widerøe	Norwegian	SAS	Finnair	Gjennomsnitt
Salgsinntekter	3 753 654 000	30 948 264 000	42 654 000 000	2 568 400 000	
Antall utestående aksjer	626 892	136 308 000	382 583 000	127 702 748	
Salg per aksje	5 987,72	227	111,49	20,11	
Aksjepris (pr. 31.12.2017)		109,30	22,06	11,66	
P/S		0,48	0,20	0,58	0,42
<b>Pris per aksje Widerøe</b>	<b>2512,86</b>				
<b>Estimert egenkapitalverdi</b>	<b>1 575 294 683</b>				

Tabell 40: P/S

### 11.4 EV/EBIT

EV/EBIT uttrykker forholdstallet mellom selskapets markedsverdi og driftsresultat (Titman & Martin, 2014). En av fordelene ved bruk av denne multippelen er at den tar hensyn til selskapets underliggende drift, samtidig som den hensyntar selskapenes investeringsbehov gjennom å inkludere avskrivninger. Multippelen tar derimot ikke hensyn til forskjeller i risiko

og ulik regnskapspraksis (som for eksempel avskrivninger av goodwill), noe som kan skape store forskjeller i verdiene (Kaldestad & Møller, 2011). I tabell 41 er Widerøes estimerte aksjepris 2483,86 kroner ved bruk av EV/EBIT-multippelen. Ettersom Norwegian har rapportert et negativt driftsresultat for 2017 kan ikke EV/EBIT utledes for selskapet.

EV/EBIT	Widerøe	Norwegian	SAS	Finnair	Gjennomsnitt
Antall utestående aksjer	626 892	136 308 000	382 583 000	127 702 748	
Aksjepris (pr. 31.12.2017)		109,30	22,06	11,66	
EBIT	247 281 000	-2 002 112 000	2 189 000 000	170 400 000	
NFO	593 489 000	21 714 509 000	10 345 000 000	1 871 400 000	
EV/EBIT		n/a	3,86	8,74	6,30
EV Widerøe	1 557 114 499				
<b>Pris per aksje Widerøe</b>	<b>2483,86</b>				
<b>Estimert egenkapitalverdi</b>	<b>1 557 114 499</b>				

Tabell 41: EV/EBIT

### 11.5 Oppsummering av den komparative verdsettelsen

I kapitlene ovenfor har jeg verdsatt Widerøe ved hjelp av fire forskjellige multipler. Det kan imidlertid være et stort spenn i verdianslagene ved bruk av forskjellige forholdstall, og det er derfor nødvendig å vurdere hvilken vekt de forskjellige multiplene skal tillegges. Kaldestad & Møller (2011) foreslår ujustert gjennomsnitt, justert gjennomsnitt, median eller mest sammenlignbare selskap som relevante metoder. Jeg har i tabell 42 valgt å basere meg på et ujustert gjennomsnitt, hvor de fire metodene tillegges lik vekt (25%). Vi ser også av resultatene at tre av metodene gir svært likt verdianslag, mens P/B gir et relativt høyt verdieslimat. Gjennomsnittlig estimert egenkapitalverdi ligger imidlertid under den estimerte egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9.

Komparativ verdsettelse	Estimert pris per aksje	Vekting
P/B	4 812,24	25 %
P/E	1 994,40	25 %
P/S	2512,86	25 %
EV/EBIT	2483,86	25 %
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>2 950,84</b>	
<b>Egenkapitalverdi Widerøe</b>	<b>1 849 858 693</b>	

Tabell 42: Oppsummering komparativ verdsettelse

## 12. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å estimere Widerøes egenkapitalverdi pr.31.12.17 ved hjelp av fundamentale- og komparative verdsettelsesteknikker. Oppgavens oppbygning tok utgangspunkt i Penman (2013) sin foreslåtte fremgangsmåte for fundamental verdsettelse. I kapittel 4 ble det gjennomført en omfattende strategisk analyse av selskapet, hvor formålet med analysen var å opparbeide seg en inngående forståelse av bransjen og selskapet, for på denne måten å være i stand til å gjennomføre verdivurderingen av Widerøe. I hovedtrekk kan vi på bakgrunn av den strategiske analysen slå fast at Widerøe er svært eksponert for endringer i makroomgivelsene - og da særlig utviklingen i oljeprisen. Vi fant også gjennom den strategiske analysen at Widerøe står i en sterk posisjon på det norske kortbanenettet, noe som innebærer at selskapet til en viss grad har mulighet til å styre prisnivået på enkelte ruter.

I kapittel 5 og 6 ble det utført henholdsvis en regnskapsanalyse og risikoanalyse av Widerøe, og fra disse analysene fremkom det at selskapet leverer stabile og tilfredsstillende nøkkeltall sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter. Resultatene fra risikoanalysen ble videre benyttet som utgangspunkt for å fastslå Widerøes konkurrisiko og kravet til avkastning på gjelden i kapittel 7. I dette kapitlet ble selskapets totalavkastningskrav estimert til 5,50%, men på grunn av det sirkulære problemet som oppstår ved bruk av bokførte verdier i estimeringen av dette avkastningskravet, ble avkastningskravet i kapittel 9 oppjustert til 5,8536%. I kapittel 8 ble det gjennomført en prognostisering, hvor formålet var å estimere fremtidig nivå på netto operasjonelle eiendeler og brutto driftsresultat fra normal drift.

I kapittel 9 ble Widerøes egenkapitalverdi gjennom den frie kontantstrømmetoden estimert til 3 233 588 000 kroner. Den estimerte verdien ble videre nedjustert til 2 943 372 000 kroner gjennom en verdikonvergeringsprosess. Dette gir en P/B for Widerøe på 2,97, noe som innebærer at markedsverdien av egenkapitalen er nær det tredobbelte av bokført egenkapital for selskapet. I kapittel 11 ble det gjennomført en komparativ verdsettelse basert på fire multipler, og gjennomsnittlig egenkapital utgjorde her 1 849 858 693 kroner for Widerøe, noe som ligger godt under den estimerte egenkapitalverdien utledet fra den fundamentale verdsettelsen. Avslutningsvis kan vi på bakgrunn av resultatene fra

sensitivitetsanalysen i kapittel 10 slå fast at Widerøes estimerte egenkapitalverdi er sensitiv overfor endringer i vekstraten, totalavkastningskravet, inntjeningen per passasjer og veksten i antall passasjerer. Estimert egenkapitalverdi ble gjennom sensitivitetsanalysen anslått å variere i intervallet 3,82 milliarder til 2,37 milliarder kroner.

## Bibliografi

### Bøker

- Berk, Jonathan B., & DeMarzo, Peter M. (2016). *Corporate Finance: The Core, Global Edition (Pearson series in finance. 0)*. Pearson Education M.U.A.
- Boye, K., & Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner (14. utg. ed.)*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Dahl, G., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis (Ny utg.] ed.)*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (3rd ed., Wiley finance series)*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Dess, G., McNamara, G. & Eisner, A. (2016). *Strategic Management: Text & Cases (8 ed.)*. McGraw-Hill Education.
- Doganis, R. (2009). *Flying off course: airline economics and marketing*. Routledge.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hoff, K. (2010). *Bedriftens økonomi (7. utg. ed.)*. Oslo: Universitetsforl.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (3. utg. ed.)*. Oslo: Abstrakt forl.
- Kaldestad, Y., Møller, B., & Den Norske revisorforening. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Koller, Tim, Goedhart, Marc H, Wessels, David, Copeland, Thomas E., & Murrin, Jack. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (4th ed.)*. John Wiley & Sons.
- Penman, S. (2013). *Financial statement analysis and security valuation (5th ed., International ed.)*. New York: McGraw-Hill.
- Riis, C., & Moen, E. (2016). *Moderne mikroøkonomi (3. utg. ed.)*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Steigum, E. (2004). *Moderne makroøkonomi*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Titman, S., & Martin, J. (2014). *Valuation: The art and science of corporate investment decisions (2nd ed., New international ed., Always learning)*. Harlow: Pearson Education.



Tofteland, A., & Fladstad, H. (2014). *Finansregnskap: Vurdering og analyse (4. utg. ed.)*. Bergen: Fagbokforl.

## Fagartikler

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.

Barney, J., & Hesterly, W. S. (2008). Evaluating firm's internal capabilities. *Strategic Management and competitive advances*, 72-144.

Boye, K., & Koekebakker, S. (u.å.). *Kapitalverdimodellen - tips til praktisk implementering*. Hentet fra <http://docplayer.me/17348268-Kapitalverdimodellen-tips-til-praktisk-implementering.html>

Denstadli, J. M. (2004). Impacts of videoconferencing on business travel: the Norwegian experience. *Journal of Air Transport Management*, 10(6), 371-376.

Echterling, F., & Eierle, B. (2015). Mean reversion adjusted betas used in business valuation practice: a research note. *Journal of Business Economics*, 85(7), 759-792.

Gjesdal, F. (2007). *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. *Praktisk økonomi & finans*, 23(02), 3-17.

Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma*, 22-23. Hentet fra: <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

Ishutkina, M., & Hansman, R. J. (2008, November). Analysis of Interaction between Air Transportation and Economic Activity. In *The 26th Congress of ICAS and 8th AIAA ATIO* (p. 8888).

Kinserdal, F. (2017). *Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi*. Fagartikler Magma Nr. 3, ss. 54-66.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Morrell, P., & Swan, W. (2006). Airline jet fuel hedging: Theory and practice. *Transport Reviews*, 26(6), 713-730.

Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, 27(02), 15-21.

Porter, M. E. (1979). How competitive forces shape strategy. *Strategic Planning: Readings*, 102-117.

Porter, M. E. (1980). Industry structure and competitive strategy: Keys to profitability. *Financial Analysts Journal*, 36(4), 30-41.

Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard business review*, 86(1), 78-93.

## Rapporter

Bråthen, S., Thune-Larsen, H., Oppen, J., Svendsen, H. J., Bremnes, H., Eriksen, K., ... & Heen, K. P. (2015). *Forslag til anbudsopplegg for regionale flyruter i Nord-Norge*. Hentet fra: [https://www.regjeringen.no/contentassets/a2f99309a20341f0a6b1f3f0ae83f5ac/rapport\\_anbud\\_nord\\_norge.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/a2f99309a20341f0a6b1f3f0ae83f5ac/rapport_anbud_nord_norge.pdf)

Denstadli, J. M., & Julsrud, T. E. (2003). *Videokonferanser i næringslivet: Økt bruk, færre reiser?* Transportøkonomisk institutt. Hentet fra: <https://www.toi.no/getfile.php/134957/Publikasjoner/T%C3%98I%20rapporter/2003/670-2003/670-rapport-el.pdf>

Innovasjon Norge. (2017). *Nøkkeltall for norsk turisme*. Hentet fra: [https://assets.simpleviewcms.com/simpleview/image/upload/v1/clients/norway/Nkkeltall\\_for\\_norsk\\_turisme\\_enkelt sider\\_NY\\_VERSJON\\_2017\\_5cb226fe-05b7-4e3c-87c7-56003cf87eff.pdf](https://assets.simpleviewcms.com/simpleview/image/upload/v1/clients/norway/Nkkeltall_for_norsk_turisme_enkelt sider_NY_VERSJON_2017_5cb226fe-05b7-4e3c-87c7-56003cf87eff.pdf)

IPK International. (2016). *ITB World Travel Trends Report*. Hentet fra: [https://www.itb-berlin.de/media/itbk/itbk\\_dl\\_all/itbk\\_dl\\_all\\_itbkongress/itbk\\_dl\\_all\\_itbkongress\\_itbkongress365/itbk\\_dl\\_all\\_itbkongress\\_itbkongress365\\_itblibrary/itbk\\_dl\\_all\\_itbkongress\\_itbkongress365\\_itblibrary\\_studien/ITB\\_World\\_Travel\\_Trends\\_Report\\_2015\\_2016.pdf](https://www.itb-berlin.de/media/itbk/itbk_dl_all/itbk_dl_all_itbkongress/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365_itblibrary/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365_itblibrary_studien/ITB_World_Travel_Trends_Report_2015_2016.pdf)

Lian, J. I., Thune-Larsen, H., & Draagen, L. (2010). *Evaluering av anbudsordningen for regionale flyruter*. Transportøkonomisk institutt. Hentet fra: <https://www.hammerfest.kommune.no/getfile.php/1623661.1646.qwbpaabeyc/vedlegg+fsk+3311b.pdf>

Statistisk Sentralbyrå (SSB). (2016). *Befolkningen i Norge fremover*. Hentet fra: <https://kantar.no/globalassets/medier/seminarer-og-kundearr/medietrender-2017/befolkningsutviklingen-framover---medietrender-jan2017.pdf>

Thune-Larsen, H., & Farstad, E. (2018). *The Norwegian Air Travel Survey 2017* (No. 1646/2018). Hentet fra: <https://www.toi.no/getfile.php?mmfileid=48774>

Østli, V., & Thune-Larsen, H. (2015). *Prognosemodell for flyreiser mellom Norge og utlandet*. Hentet fra: <https://www.toi.no/getfile.php/1341532/Publikasjoner/T%C3%98I%20rapporter/2015/1442-2015/1442-2015-elektronisk.pdf>

## Økonomiske rapporter

Widerøe. (2018, 19. mars). *Årsrapport 2017*. Hentet fra:

<https://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=2b5d5b72-85f2-44ac-96c8-06bdc0b6c411>

Widerøe. (2017, 22. mars). *Årsrapport 2016*. Hentet fra:

<https://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=b3128fd5-2bc9-461b-ac6c-41a8f347d85d>

Widerøe. (2016, 30. mars). *Årsrapport 2015*. Hentet fra:

<https://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=cd967731-3ce8-4b3c-952f-b75378220153>

Widerøe. (2015, 23. mars). *Årsrapport 2014*. Hentet fra:

<https://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=711d7609-342a-4fb8-b0fb-b696487ad20e>

Widerøe. (2014, 23. mars). *Årsrapport 2013*. Hentet fra:

<https://www.wideroe.no/ShowFile.ashx?FileInstanceId=6f3c002c-694f-4a2a-9cc5-4cdb2bc4d769>

Norwegian. (2018, 21. mars). *Annual Report 2017*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/investor-relations/annual-report-2017.pdf>

Norwegian. (2017, 21. mars). *Annual Report 2016*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2016.pdf>

Norwegian. (2016, 16. mars). *Annual Report 2015*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2015.pdf>

Norwegian. (2015, 25. mars). *Annual Report 2014*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-printer-friendly.pdf>

SAS. (2019, 29. januar). *Annual Report 2018*. Hentet fra: <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-fiscal-year-2018/>

SAS. (2018, 30. januar). *Annual Report 2017*. Hentet fra:

<https://www.sasgroup.net/annualreports/2017/en/>

SAS. (2017, 1. februar). *Annual Report 2016*. Hentet fra:  
<https://www.sasgroup.net/annualreports/2016/english/>

SAS. (2016, 12. februar). *Annual Report 2015*. Hentet fra:  
<https://www.sasgroup.net/annualreports/2015/en/>

SAS. (2015, 20. januar). *Annual Report 2014*. Hentet fra: <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-20132014-2/>

## Internettkilder

Aftenposten. (2018, 12. april). *Før var Widerøe del av SAS. Når blir selskapet partner med flere av SAS` konkurrenter*. Hentet fra:  
<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/kab0Pj/For-var-Wideroe-del-av-SAS-Na-blir-selskapet-partner-med-flere-av-SAS-konkurrenter>

Avinor. (2019, 22. februar). *Avgifter*. Hentet fra:  
<https://avinor.no/konsern/flyselskap/avgifter/>

Dagbladet. (2019, 14. mars). *Widerøe fremskynder el-satsingen*. Hentet fra:  
<https://www.dagbladet.no/nyheter/wideroe-fremskynder-el-satsingen/70872870>

Damodaran, A. (2019a, 29. januar). *Equity risk premium*. Hentet fra:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Damodaran, A. (2019b, 5. januar). *Betas*. Hentet fra:  
[http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)

DN. (2017, 8. juni). *SSB med nye prognoser: nå løftes norsk økonomi*. Hentet fra:  
<https://www.dn.no/makrookonomi/ssb-med-nye-prognoser-na-loftes-norsk-okonomi/2-1-99219>

DN. (2018, 26. juni). *Staten selger alle aksjene i SAS*. Hentet fra:  
<https://www.dn.no/luftfart/staten-selger-alle-aksjene-i-sas/2-1-367236>

DN. (2019, 7. januar). *Widerøe kan droppe planlagt rutekutt – sparer mye på «ny» og lavere flyavgift*. Hentet fra: <https://www.dn.no/luftfart/jon-georg-dale/sas/norwegian/wideroe-kan-droppe-planlagt-rutekutt-sparer-mye-pa-ny-og-lavere-flyavgift/2-1-512759>

E24. (2013, 3.mai). *SAS har solgt Widerøe*. Hentet fra: <https://e24.no/boers-og-finans/sas-har-solgt-wideroe/20365280>

E24. (2018a, 22. november). *Anslår kraftig vekst i oljeinvesteringene*. Hentet fra:  
<https://e24.no/energi/oljeinvesteringer/ssb-anslaar-oekte-oljeinvesteringer-i-2019/24499642>

- E24. (2018b, 18. juni). *Widerøe tror på elfly innen 10 år*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/luftfart/norges-foerste-elfly-tur-wideroee-tror-paa-elfly-innen-10-aar/24373476>
- EIA. (2019, 16. januar). *Crude oil forecasts*. Hentet fra: <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=38032>
- Handelshøyskolen BI. (2018, 22. mars). *Norsk Kundebarometer 2018*. Hentet fra: <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2018/>
- IATA. (2018, 4. juni). *Economic Performance Of the Airline Industry*. Hentet fra: <https://www.iata.org/publications/economics/Reports/Industry-Econ-Performance/IATA-Economic-Performance-of-the-Industry-mid-year-2018-report-final-v1.pdf>
- IATA. (2019, 25. mars). *Jet Fuel Price Monitor*. Hentet fra: <https://www.iata.org/publications/economics/fuel-monitor/Pages/index.aspx>
- Investopedia. (2018, 15. november). *The Average Debt/Equity Ratio of Airline Companies*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/ask/answers/061615/what-average-debtequity-ratio-airline-companies.asp>
- KfW. (2016, desember). *The correlation between GDP growth and the increase in airline passengers 2001-2015*. Hentet fra: <https://www.kfw-ipex-bank.de/pdf/Analyses-and-views/Market-analyses/2017-01-26-Blitz-Licht-Flugh%C3%A4fen-BIP-Faktor.pdf>
- Miljødirektoratet. (2018, 14. desember). *Klimagassutslipp fra transport*. Hentet fra: <http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/utslipp-av-klimagasser-fra-transport/>
- Miljødirektoratet. (2019, 12. februar). *Klimakvoter for luftfart*. Hentet fra: [http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/klima/CO2\\_kvoter/Klimakvoter\\_til\\_luftfart/](http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/klima/CO2_kvoter/Klimakvoter_til_luftfart/)
- Norges Bank. (2004, 7. september). *Hvordan renten virker på inflasjonen*. Hentet fra: [https://www.norgesbank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/rentevirknin ger/animasjon\\_11.pdf](https://www.norgesbank.no/globalassets/upload/import/pengepolitikk/rentevirknin ger/animasjon_11.pdf)
- Norges Bank. (2018, 10. januar). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2019, 15. mars). *Om styringsrenten*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norsk olje & gass. (2019, 7. januar). *Sterk økning i investeringer*. Hentet fra: <https://www.norskoljeoggass.no/om-oss/nyheter/2019/01/investeringstelling-2019/>

- Norsk Petroleum. (2018, 9. oktober). *Syssetting*. Hentet fra: <https://www.norskpetroleum.no/okonomi/arbeidsplasser/>
- Norwegian. (2018, 22.mars). *Om selskapet*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/>
- NRK. (2015, 30. november). *Flyseteavgiften kan ramme nærmere 6000 arbeidsplasser*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/norge/--flyseteavgiften-kan-ramme-naermere-6000-arbeidsplasser-1.12679620>
- NRK. (2018, 23. mars). *På denne flystrekningen har flyavgiftene økt med over 70 prosent*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/nordland/sa-mye-har-flyavgiftene-okt-pa-fem-ar-1.13974703>
- NRK. (2019, 3 mai). *Streik i flyselskapet SAS*. Hentet fra: <https://www.nrk.no/nyheter/streik-i-flyselskapet-sas-1.14500685>
- Pinkham, R. (1999, 1. april). *European Airline Deregulation*. The SAIS Europe Journal. Hentet fra: <http://www.saisjournal.org/posts/european-airline-deregulation>
- Regjeringen. (2014, 24. november). *Organisering og virkemidler*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/luftfart/organisering-og-virkemidler/id2076299/>
- Regjeringen. (2015, 8. oktober). *Luftfarten i Norge*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/luftfart/luftfarten-i-norge/id2076248/>
- Regjeringen. (2016, 13. mai). *Flypassasjeravgiften innføres 1. juni*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/flypassasjeravgiften-innfores-1.-juni/id2500811/>
- Regjeringen. (2016, 17. oktober). *Widerøe vinner kontrakt på alle ruteområder i Nord-Norge*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/wideroe-vinner-kontrakt-pa-alle-ruteomradene-i-nord-norge/id2516151/>
- Regjeringen. (2018a, 2. mars). *Ny forskrift for pengepolitikken*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-forskrift-for-pengepolitikken/id2592551/>
- Regjeringen. (2018b, 19. april). *Statens inntekter og utgifter*. Hentet fra: [https://www.regjeringen.no/contentassets/62bcdd722d344cd0ac6b5361471f825c/faktaark\\_inntekter\\_utgifter.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/62bcdd722d344cd0ac6b5361471f825c/faktaark_inntekter_utgifter.pdf)
- Regjeringen. (2019, 8.oktober). *Skattesatser*. Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

- Rydning, H & Haider, S. (2017, 11. juli). *Avkastningskrav i lavrentetider*. Hentet fra: <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/avkastningskrav-i-lavrentetider>
- SAS. (2018, 15.mars). *About SAS*. Hentet fra: <https://www.sasgroup.net/en/category/about-sas/>
- Standard & Poor. (2018, 31.oktober). *S & P Global Ratings Definitions*. Hentet fra: [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352)
- Statista. (2019, 28. april). *EBIT margin of commercial airlines worldwide between 2010-2019, by region*. Hentet fra: <https://www.statista.com/statistics/225856/ebit-margin-of-commercial-airlines-worldwide/>
- Statistisk Sentralbyrå (SSB). (2018, 26. juni). *Befolkningsframskrivninger*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram/aar>
- Statistisk Sentralbyrå (SSB). (2019a, 24. januar). *Arbeidskraftundersøkelsen*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/aku>
- Statistisk Sentralbyrå (SSB). (2019b, 9. januar). *Nasjonalregnskap*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/knr>
- Steen, F. (2005). *Vurdering av om geografisk tilknytning for et flyselskap har betydning for flyrutetilbudet i et land*. Hentet fra: [https://www.researchgate.net/profile/Frode\\_Steen/publication/242086173\\_Vurdering\\_av\\_om\\_geografisk\\_tilknytning\\_for\\_et\\_flyselskap\\_har\\_betydning\\_for\\_flyrutetilbudet\\_i\\_et\\_land/links/00b49529739e1ced92000000/Vurdering-av-om-geografisk-tilknytning-for-et-flyselskap-har-betydning-for-flyrutetilbudet-i-et-land.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Frode_Steen/publication/242086173_Vurdering_av_om_geografisk_tilknytning_for_et_flyselskap_har_betydning_for_flyrutetilbudet_i_et_land/links/00b49529739e1ced92000000/Vurdering-av-om-geografisk-tilknytning-for-et-flyselskap-har-betydning-for-flyrutetilbudet-i-et-land.pdf)
- Stoltz, G & Andresen, M.E. (2018, 20. februar). *Oligopol*. Hentet fra: <https://snl.no/oligopol>
- Tandberg, E. (2018, 16. november). *Widerøe*. Hentet fra: <https://snl.no/Wider%C3%B8e>
- The World Bank. (2019, 12. mars). *Global Economic Prospects*. Hentet fra: <http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>
- TU. (2015, 29. april). *Slik har Widerøe gjort 16 gamle fly «nye»*. Hentet fra: <https://www.tu.no/artikler/slik-har-wideroe-gjort-16-gamle-fly-nye/222413>
- Widerøe. (2018, 15.januar). *Om selskapet*. Hentet fra: <https://www.wideroe.no/om-wideroe/om-selskapet>
- Yahoo Finance. (2019, 12. april). *Historical Data*. Hentet fra: <https://finance.yahoo.com/>

## **Forelesningsnotater**

Forelesningsnotater fra BUS440 av Knivsflå, K. H. (2016).



## Appendiksliste

Regnskapsår	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
Salgsinntekt	3 378 184	3 140 943	3 195 660	3 788 543	3 753 654
Annen driftsinntekt	797 763	665 822	744 043	771 276	694 905
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>4 175 947</b>	<b>3 806 765</b>	<b>3 939 703</b>	<b>4 559 819</b>	<b>4 448 559</b>
<b>Driftskostnader</b>					
Lønnskostnad	1 579 906	1 359 801	1 217 510	1 997 466	1 994 645
Driftskostnader fly og bygninger	790 904	745 093	956 834	659 722	659 164
Avgifter og provisjoner	411 138	363 603	348 461	407 858	399 316
Leie- og leasingkostnader	214 520	103 404	103 824	169 981	183 797
Annen driftskostnad	775 722	742 309	821 114	678 645	663 549
<b>Sum driftskostnader før avskrivning (EBITDA)</b>	<b>3 772 190</b>	<b>3 314 210</b>	<b>3 447 743</b>	<b>3 913 672</b>	<b>3 900 471</b>
<b>Driftsresultat før avskrivninger</b>	<b>403 757</b>	<b>492 555</b>	<b>491 960</b>	<b>646 147</b>	<b>548 088</b>
Avskrivninger	206 196	248 561	287 026	269 046	291 959
Nedskrivning driftsmidler	0	0	0	0	8 848
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>197 561</b>	<b>243 994</b>	<b>204 934</b>	<b>377 101</b>	<b>247 281</b>
<b>Finansinntekter og finanskostnader</b>					
Inntekt på investering i datterselskap	11 492	8 478	9 102	0	0
Annen renteinntekt	4 613	685	1 307	1 170	1 404
Annen finansinntekt	8 292	40 621	131 884	252 974	158 680
Annen rentekostnad	23 999	47 322	93 447	28 434	7 678
Annen finanskostnad	55 113	161 840	96 607	267 922	204 916
<b>Sum finansposter</b>	<b>-54 715</b>	<b>-159 378</b>	<b>-47 761</b>	<b>-42 212</b>	<b>-52 510</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>142 846</b>	<b>84 616</b>	<b>157 173</b>	<b>334 889</b>	<b>194 771</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	38 932	24 536	36 420	78 243	39 797
<b>Årsresultat</b>	<b>103 914</b>	<b>60 080</b>	<b>120 753</b>	<b>256 646</b>	<b>154 974</b>

Appendiks 1: Opprinnelig resultatregnskap Widerøe, tall i 1000 NOK

Regnskapsår	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Eiendeler</b>					
<i>Anleggsmidler</i>					
<b>Varige driftsmidler</b>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	79 057	69 975	61 574	122 761	116 666
Fly	854 216	1 009 913	900 816	840 990	823 765
Motorer	493 084	608 657	624 458	687 582	690 673
Reserveder	477 180	332 586	416 562	416 090	402 147
Driftsløsøre, inventar, verktøy m.v.	26 091	21 766	22 670	25 466	26 840
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>1 929 628</b>	<b>2 042 897</b>	<b>2 026 080</b>	<b>2 092 889</b>	<b>2 060 091</b>
<b>Finansielle anleggsmidler</b>					
Investeringer i datterselskap	3 264	3 042	10 893	0	0
Investeringer i aksjer og andeler	30	30	30	101	71
Andre fordringer	8 680	10 830	11 535	11 511	19 034
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>11 974</b>	<b>13 902</b>	<b>22 458</b>	<b>11 612</b>	<b>19 105</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 941 602</b>	<b>2 056 799</b>	<b>2 048 538</b>	<b>2 104 501</b>	<b>2 079 196</b>
<i>Omløpsmidler</i>					
Lager av varer og annen beholdning	136 265	119 135	109 823	150 448	143 713
Kundefordringer	120 973	143 755	139 840	198 131	204 272
Andre fordringer	119 150	145 760	102 567	157 202	223 363
Kontanter og kontantekvivalenter	71 504	13 227	53 282	124 391	1 362
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>447 892</b>	<b>421 877</b>	<b>405 512</b>	<b>630 172</b>	<b>572 710</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>2 389 494</b>	<b>2 478 676</b>	<b>2 454 050</b>	<b>2 734 673</b>	<b>2 651 906</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>					
<i>Innskutt egenkapital</i>					
Aksjekapital	36 566	62 689	62 689	62 689	62 689
Overkurs	211 435	435 311	435 311	435 311	435 311
Annen innskutt egenkapital	249 999	0	0	0	0
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>498 000</b>	<b>498 000</b>	<b>498 000</b>	<b>498 000</b>	<b>498 000</b>
<i>Opptjent egenkapital</i>					
Fond for vurderingsforskjeller	4 176	3 954	0	0	0
Annen egenkapital	4 210	55 311	176 736	338 485	443 434
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>8 386</b>	<b>59 265</b>	<b>176 736</b>	<b>338 485</b>	<b>443 434</b>
<b>Sum egenkapital</b>	<b>506 386</b>	<b>557 265</b>	<b>674 736</b>	<b>836 485</b>	<b>941 434</b>
<b>Gjeld</b>					
<i>Avsetninger og forpliktelser</i>					
Pensjonsforpliktelser	34 386	34 733	25 224	14 573	14 787
Utsatt skatt	0	20 678	58 595	135 916	157 580
Andre avsetninger	31 274	28 293	34 128	-3 890	-151
<b>Sum avsetninger og forpliktelser</b>	<b>65 660</b>	<b>83 704</b>	<b>117 947</b>	<b>146 599</b>	<b>172 216</b>
<i>Annen langsiktig gjeld</i>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 089 994	955 206	853 390	689 475	593 990
Øvring langsiktig gjeld	0	0	2 876	0	0
Gjeld til selskaper i samme konsern	0	0	0	0	0
<b>Sum annen langsiktig gjeld</b>	<b>1 089 994</b>	<b>955 206</b>	<b>856 266</b>	<b>689 475</b>	<b>593 990</b>
<i>Kortsiktig gjeld</i>					
Trekkfasilitet	0	127 108	0	103 289	932
Avsatt utbytte	0	0	0	50 000	50 000
Gjeld til aksjonær	0	30 000	0	0	0
Leverandørgjeld	81 445	210 991	171 736	185 351	205 857
Betalbar skatt	0	0	0	261	17 834
Skyldige offentlige avgifter	173 033	178 604	72 042	127 893	133 066
Annen kortsiktig gjeld	472 976	335 798	561 323	595 320	536 577
Annen kortsiktig gjeld konsern	0	0	0	0	0
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>727 454</b>	<b>882 501</b>	<b>805 101</b>	<b>1 062 114</b>	<b>944 266</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>1 883 108</b>	<b>1 921 411</b>	<b>1 779 314</b>	<b>1 898 188</b>	<b>1 710 472</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>2 389 494</b>	<b>2 478 676</b>	<b>2 454 050</b>	<b>2 734 673</b>	<b>2 651 906</b>

Appendiks 2: Opprinnelig balanseoppstilling Widerøe, tall i 1000 NOK

Norwegian	2 014	2 015	2 016	2 017
<b>Inngående balanse</b>	<b>2 749 829</b>	<b>2 108 251</b>	<b>2 965 312</b>	<b>4 048 976</b>
<b>Netto transaksjoner med aksjonærer</b>	14 476	145 284	26 122	17 162
Rapportert årsresultat	-1 069 762	246 151	1 134 980	-1 793 705
Estimatawik pensjonsforpliktelser	-52 493	44 533	25 642	-42 351
Verdiendring finansielle eiendeler	-1 158	0	0	0
Omregningsdifferanse valuta	467 359	421 093	-103 080	-131 675
<b>Totalresultat</b>	<b>-656 054</b>	<b>711 777</b>	<b>1 057 542</b>	<b>-1 967 731</b>
<b>Utgående balanse</b>	<b>2 108 251</b>	<b>2 965 312</b>	<b>4 048 976</b>	<b>2 098 407</b>

Appendiks 3: Omgruppert egenkapitaloppstilling Norwegian, tall i 1000 NOK

Norwegian	2014	2015	2016	2017
<b>Operasjonelle eiendeler</b>				
Immaterielle eiendeler	206 826	206 675	198 260	201 383
Utsatt skattefordel	518 915	593 626	241 499	1 018 927
Fly	12 527 932	18 507 706	22 571 775	25 861 883
Bygninger	252 236	285 674	283 236	279 462
Leasingavtaler	19 234	0	0	0
Investering i tilknyttet selskap	223 594	328 127	609 110	832 561
Forhåndsbetaling til leverandører	4 102 664	5 939 281	7 156 303	5 219 372
Andre fordringer	421 060	501 811	623 606	789 974
Varebeholdning	82 851	104 141	102 465	101 890
Kundefordringer	2 173 522	2 550 716	3 013 978	4 357 571
Utstyr	83 687	79 508	88 361	90 458
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>20 612 521</b>	<b>29 097 265</b>	<b>34 888 593</b>	<b>38 753 481</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>				
Pensjonsforpliktelser	201 883	134 516	107 378	149 661
Avsetninger for periodisk vedlikehold	835 480	1 177 513	1 376 465	2 679 400
Utsatt skatt	169 851	0	0	0
Leverandørgjeld	2 680 445	2 862 566	3 881 684	5 568 261
Diverse lufttrafikk forpliktelser	2 965 427	4 014 428	4 666 212	6 493 615
Betalbar skatt	2 212	32 123	7 650	49 628
Finansiell leasingkostnad	3 227	0	0	0
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>6 858 525</b>	<b>8 221 146</b>	<b>10 039 389</b>	<b>14 940 565</b>
<b>Netto operasjonelle eiendeler (NOA)</b>	<b>13 753 996</b>	<b>20 876 119</b>	<b>24 849 204</b>	<b>23 812 916</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>				
Finansielle instrumenter	0	0	114 476	31 016
Finansielle eiendeler holdt for salg	82 689	82 689	82 689	2 689
Derivater	0	0	353 246	615 707
Kontanter og kontantekvivalenter	2 011 139	2 454 159	2 323 647	4 039 776
Finansielle eiendeler holdt for salg	0	0	0	80 000
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>2 093 828</b>	<b>2 536 848</b>	<b>2 874 058</b>	<b>4 769 188</b>
<b>Finansiell gjeld</b>				
Annen langsiktig gjeld	0	80 338	85 166	137 121
Gjeld til kredittinstitusjoner	9 950 228	16 543 405	18 706 062	22 060 271
Kortsiktig gjeld	3 330 387	3 041 388	4 768 813	4 244 486
Derivater	458 958	782 524	114 245	41 819
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>13 739 573</b>	<b>20 447 655</b>	<b>23 674 286</b>	<b>26 483 697</b>
<b>Netto finansielle forpliktelser (NFO)</b>	<b>11 645 745</b>	<b>17 910 807</b>	<b>20 800 228</b>	<b>21 714 509</b>
<b>NOA - NFO = CSE</b>	<b>2 108 251</b>	<b>2 965 312</b>	<b>4 048 976</b>	<b>2 098 407</b>

Appendiks 4: Omgruppert balanseoppstilling Norwegian, tall i 1000 NOK

Norwegian	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekt	19 540 039	22 483 544	25 950 554	30 948 264
Andre driftsinntekter	0	7 603	103 971	0
Inntekt fra tilknyttet selskap	57 631	103 441	212 801	291 944
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>19 597 670</b>	<b>22 594 588</b>	<b>26 267 326</b>	<b>31 240 208</b>
Driftskostnader	15 360 124	15 839 048	18 024 344	24 021 594
Lønnskostnader	3 208 987	3 433 703	3 971 412	5 316 253
Avskrivninger	748 138	1 133 287	1 295 825	1 405 075
Andre driftskostnader	1 633 328	1 737 335	942 558	1 551 550
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>20 950 577</b>	<b>22 143 373</b>	<b>24 234 139</b>	<b>32 294 472</b>
<b>Brutto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>-1 352 907</b>	<b>451 215</b>	<b>2 033 187</b>	<b>-1 054 264</b>
Rapportert skatt	557 284	171 114	373 353	768 496
Skatteeffekt finansposter	74 018	101 568	131 214	204 488
Skatteeffekt unormale poster				157 417
Sum skatter	-483 266	-69 546	504 567	-406 591
<b>Netto driftsresultat fra normal drift</b>	<b>-869 641</b>	<b>520 761</b>	<b>1 528 621</b>	<b>-647 673</b>
<b>Unormale poster (før skatt)</b>				
Nedskrivning	0	0	0	655 904
Skatteeffekt				157 417
<b>Andre driftsrelaterte poster (etter skatt)</b>				
Estimatavvik pensjonsforpliktelser	-52 493	44 533	25 642	-42 351
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>-922 134</b>	<b>565 294</b>	<b>1 554 263</b>	<b>-1 188 511</b>
<b>Finansposter</b>				
Netto finansposter	274 139	376 178	524 854	852 033
Skatteeffekt på finansposter	74 018	101 568	131 214	204 488
<b>Andre finansposter (etter skatt)</b>				
Verdiendring finansielle eiendeler	-1 158	0	0	0
Omregningsdifferanse valuta	467 359	421 093	-103 080	-131 675
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>-656 054</b>	<b>711 777</b>	<b>1 057 542</b>	<b>-1 967 731</b>
Alminnelig skattesats	27 %	27 %	25 %	24 %

Appendiks 5: Omgruppert resultatregnskap Norwegian, tall i 1000 NOK

SAS	2014	2015	2016	2017
<b>Inngående balanse</b>	<b>3 226</b>	<b>4 907</b>	<b>6 339</b>	<b>6 026</b>
<b>Netto transaksjoner med aksjonærer</b>	<b>3211</b>	<b>-350</b>	<b>-326</b>	<b>-350</b>
Rapportert årsresultat	-719	956	1 321	1 149
Valutakursdifferanser	86	-177	212	-124
Estimatavvik pensjonsforpliktelser	325	928	107	147
Verdiendring sikringsinstrumenter	-1222	75	-1627	1210
<b>Totalresultat</b>	<b>-1 530</b>	<b>1 782</b>	<b>13</b>	<b>2 382</b>
<b>Utgående balanse</b>	<b>4 907</b>	<b>6 339</b>	<b>6 026</b>	<b>8 058</b>

Appendiks 6: Omgruppert egenkapitaloppstilling SAS, tall i MSEK

SAS	2014	2015	2016	2017
<b>Operasjonelle eiendeler</b>				
Immaterielle eiendeler	1 905	1 798	1 923	1 581
Bygninger	243	560	527	549
Fly	7 535	7 095	8 254	7 900
Reservedeler	76	31	48	57
Diverse utstyr	213	238	198	183
Forhåndsbetaling	763	1 482	2 135	1 987
Investering i tilknyttet selskap	395	421	398	374
Netto pensjonsfond	3 778	4 368	2 615	4 871
Utsatt skattefordel	1 111	375	854	219
Andre langsiktige fordringer	1 928	1 951	2 331	2 512
Arbeid under utførelse	71	190	33	16
Varelager	350	345	312	321
Kundefordringer	1 067	1 249	1 406	1 363
Andre fordringer	1 263	869	1 194	933
Forhåndsbetalte utgifter	937	1 093	1 153	850
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>21 635</b>	<b>22 065</b>	<b>23 381</b>	<b>23 716</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>				
Utsatt skatt	0	0	0	361
Andre avsetninger	2 249	2 180	2 092	3 461
Forhåndsbetaling fra kunder	4	22	0	11
Leverandørgjeld	1 499	1 528	1 755	1 448
Betalbar skatt	0	0	20	32
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>3 752</b>	<b>3 730</b>	<b>3 867</b>	<b>5 313</b>
<b>Netto operasjonelle eiendeler (NOA)</b>	<b>17 883</b>	<b>18 335</b>	<b>19 514</b>	<b>18 403</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>				
Verdipapirbeholdning	273	3	3	3
Kortsiktige investeringer	3 703	5 151	6 067	5 932
Kontanter og kontantekvivalenter	3 714	3 047	2 303	2 904
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>7 690</b>	<b>8 201</b>	<b>8 373</b>	<b>8 839</b>
<b>Finansiell gjeld</b>				
Lån til kredittinstitusjoner	1 003	1 104	1 157	1 067
Obligasjonslån	2 713	2 184	2 183	386
Andre lån	4 419	4 807	4 390	4 088
Andel kortsiktig gjeld av langsiktig	2 082	1 264	1 827	2 868
Kortsiktige lån	462	229	320	166
Annen gjeld	9 987	10 609	11 984	10 609
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>20 666</b>	<b>20 197</b>	<b>21 861</b>	<b>19 184</b>
<b>Netto finansielle forpliktelser (NFO)</b>	<b>12 976</b>	<b>11 996</b>	<b>13 488</b>	<b>10 345</b>
<b>CSE = NOA - NFO</b>	<b>4 907</b>	<b>6 339</b>	<b>6 026</b>	<b>8 058</b>

Appendiks 7: Omgruppert balanseoppstilling SAS, tall i MSEK

SAS	2014	2015	2016	2017
<b>Operasjonelle eiendeler</b>				
Immaterielle eiendeler	1 905	1 798	1 923	1 581
Bygninger	243	560	527	549
Fly	7 535	7 095	8 254	7 900
Reservedeler	76	31	48	57
Diverse utstyr	213	238	198	183
Forhåndsbetaling	763	1 482	2 135	1 987
Investering i tilknyttet selskap	395	421	398	374
Netto pensjonsfond	3 778	4 368	2 615	4 871
Utsatt skattefordel	1 111	375	854	219
Andre langsiktige fordringer	1 928	1 951	2 331	2 512
Arbeid under utførelse	71	190	33	16
Varelager	350	345	312	321
Kundefordringer	1 067	1 249	1 406	1 363
Andre fordringer	1 263	869	1 194	933
Forhåndsbetalte utgifter	937	1 093	1 153	850
<b>Sum operasjonelle eiendeler</b>	<b>21 635</b>	<b>22 065</b>	<b>23 381</b>	<b>23 716</b>
<b>Operasjonell gjeld</b>				
Utsatt skatt	0	0	0	361
Andre avsetninger	2 249	2 180	2 092	3 461
Forhåndsbetaling fra kunder	4	22	0	11
Leverandørgjeld	1 499	1 528	1 755	1 448
Betalbar skatt	0	0	20	32
<b>Sum operasjonell gjeld</b>	<b>3 752</b>	<b>3 730</b>	<b>3 867</b>	<b>5 313</b>
<b>Netto operasjonelle eiendeler (NOA)</b>	<b>17 883</b>	<b>18 335</b>	<b>19 514</b>	<b>18 403</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>				
Verdipapirbeholdning	273	3	3	3
Kortsiktige investeringer	3 703	5 151	6 067	5 932
Konter og kontantekvivalenter	3 714	3 047	2 303	2 904
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>7 690</b>	<b>8 201</b>	<b>8 373</b>	<b>8 839</b>
<b>Finansiell gjeld</b>				
Lån til kredittinstitusjoner	1 003	1 104	1 157	1 067
Obligasjonslån	2 713	2 184	2 183	386
Andre lån	4 419	4 807	4 390	4 088
Andel kortsiktig gjeld av langsiktig	2 082	1 264	1 827	2 868
Kortsiktige lån	462	229	320	166
Annen gjeld	9 987	10 609	11 984	10 609
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>20 666</b>	<b>20 197</b>	<b>21 861</b>	<b>19 184</b>
<b>Netto finansielle forpliktelser (NFO)</b>	<b>12 976</b>	<b>11 996</b>	<b>13 488</b>	<b>10 345</b>
<b>CSE = NOA - NFO</b>	<b>4 907</b>	<b>6 339</b>	<b>6 026</b>	<b>8 058</b>

Appendiks 8: Omgruppert resultatregnskap SAS, tall i MSEK

Dato	Norwegian	% endring	OSEBX	% endring
31.12.2013	202,5690		535,7270	
31.01.2014	256,3160	26,53 %	555,7170	3,73 %
28.02.2014	251,4480	-1,90 %	561,9530	1,12 %
31.03.2014	234,4590	-6,76 %	578,3680	2,92 %
30.04.2014	246,9770	5,34 %	605,2590	4,65 %
31.05.2014	200,0850	-18,99 %	617,8850	2,09 %
30.06.2014	189,7530	-5,16 %	612,2950	-0,90 %
31.07.2014	204,1580	7,59 %	610,1660	-0,35 %
31.08.2014	222,6370	9,05 %	609,3810	-0,13 %
30.09.2014	216,1790	-2,90 %	585,2840	-3,95 %
31.10.2014	262,9720	21,65 %	566,3420	-3,24 %
30.11.2014	274,3970	4,34 %	576,0430	1,71 %
31.12.2014	302,0150	10,06 %	601,8040	4,47 %
31.01.2015	231,6780	-23,29 %	615,6450	2,30 %
28.02.2015	238,4330	2,92 %	619,2030	0,58 %
31.03.2015	313,9370	31,67 %	639,3650	3,26 %
30.04.2015	299,9290	-4,46 %	645,6800	0,99 %
31.05.2015	322,7790	7,62 %	629,1060	-2,57 %
30.06.2015	350,0990	8,46 %	638,9330	1,56 %
31.07.2015	363,8000	3,91 %	636,2040	-0,43 %
31.08.2015	330,8260	-9,06 %	581,7860	-8,55 %
30.09.2015	310,2610	-6,22 %	615,2410	5,75 %
31.10.2015	289,9940	-6,53 %	628,7580	2,20 %
30.11.2015	321,5870	10,89 %	610,2590	-2,94 %
31.12.2015	260,6870	-18,94 %	560,9300	-8,08 %
31.01.2016	285,1260	9,37 %	572,5000	2,06 %
29.02.2016	309,4660	8,54 %	577,7500	0,92 %
31.03.2016	368,5780	19,10 %	606,2810	4,94 %
30.04.2016	339,7670	-7,82 %	617,3060	1,82 %
31.05.2016	285,8220	-15,88 %	602,8560	-2,34 %
30.06.2016	301,0220	5,32 %	612,6260	1,62 %
31.07.2016	301,0220	0,00 %	618,9270	1,03 %
31.08.2016	290,6900	-3,43 %	622,6900	0,61 %
30.09.2016	276,7810	-4,78 %	638,2020	2,49 %
31.10.2016	264,4620	-4,45 %	656,6340	2,89 %
30.11.2016	281,3000	6,37 %	683,8660	4,15 %
31.12.2016	267,1450	-5,03 %	693,1200	1,35 %
31.01.2017	260,9850	-2,31 %	690,2740	-0,41 %
28.02.2017	234,9560	-9,97 %	687,8490	-0,35 %
31.03.2017	242,1090	3,04 %	697,6580	1,43 %
30.04.2017	226,1140	-6,61 %	710,3360	1,82 %
31.05.2017	241,6120	6,85 %	698,5830	-1,65 %
30.06.2017	192,2370	-20,44 %	732,5060	4,86 %
31.07.2017	192,2370	0,00 %	739,8720	1,01 %
31.08.2017	230,4850	19,90 %	783,0890	5,84 %
30.09.2017	229,4920	-0,43 %	806,9520	3,05 %
31.10.2017	180,8120	-21,21 %	796,8280	-1,25 %
30.11.2017	174,8510	-3,30 %	814,4500	2,21 %
31.12.2017	224,4250	28,35 %	811,0070	-0,42 %
31.01.2018	178,0800	-20,65 %	787,5350	-2,89 %

Appendiks 9: Månedlig avkastning Norwegian og OSEBX- indeksen

Jet Fuel	Brent Spot
2,89	107,40
2,88	111,87
2,84	101,92
2,30	78,44
1,77	57,93
1,85	64,56
1,39	46,99
1,33	44,42
0,97	33,20
1,30	47,13
1,30	46,14
1,36	46,44
1,55	55,49
1,41	50,87
1,56	51,37
1,76	62,57
Kovarians	13,91715156
Varians Jet Fuel	0,381838333
Varians Brent Spot	585,316105
Korrelasjon	93,09 %

Appendiks 10: Samvariasjon mellom prisen på råolje og flydrivstoff

Verdikonvergering - sirkulær metode	Runde 0	Runde 1	Runde 2	Runde 3	Runde 4	Runde 5
Bloomberg-justert egenkapitalbeta	0,9010	0,7961	0,8019	0,8017	0,8017	0,8017
Avkastningskrav egenkapital	7,0460 %	6,4165 %	6,4516 %	6,4499 %	6,4500 %	6,4500 %
Avkastningskrav gjeld etter skatt	3,8100 %	3,8100 %	3,8100 %	3,8100 %	3,8100 %	3,8100 %
<b>Totalavkastningskrav</b>	<b>5,50000 %</b>	<b>5,87048 %</b>	<b>5,85275 %</b>	<b>5,85360 %</b>	<b>5,85355 %</b>	<b>5,85356 %</b>
Total nåverdi av frie kontantstrømmer	615 167	607 993	608 334	608 317	608 318	608 318
Nåverdi av terminalverdi	3 211 911	2 916 016	2 929 174	2 928 506	2 928 543	2 928 543
Selskapsverdi	3 827 078	3 524 009	3 537 508	3 536 823	3 536 861	3 536 861
Netto finansielle forpliktelser	593 489	593 489	593 489	593 489	593 489	593 489
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>3 233 589</b>	<b>2 930 520</b>	<b>2 944 019</b>	<b>2 943 334</b>	<b>2 943 372</b>	<b>2 943 372</b>
<b>Pris per aksje</b>	<b>5158,13</b>	<b>4 674,68</b>	<b>4696,21</b>	<b>4 695,12</b>	<b>4695,18</b>	<b>4695,18</b>

Appendiks 11: Verdikonvergering FCF



# Refleksjonsnotat

Marius Westvik

BE-508 Masteroppgave i regnskap og revisjon

Hovedtemaet for denne masteroppgaven var strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Widerøe's Flyveselskap AS. Målet for oppgaven var å estimere selskapets egenkapitalverdi pr. 31.12.17 gjennom en fundamental verdsettelsesprosess. Estimert egenkapitalverdi for Widerøe's Flyveselskap AS ble anslått til 2 943 372 000 kroner ved bruk av den frie kontantstrømmetoden. I arbeidet med oppgaven har jeg fått tatt i bruk teknikker og kunnskaper innen blant annet regnskap, matematikk, finans og strategi. Kunnskap som jeg har tilegnet meg gjennom fem år som student ved Universitet i Agder. Det å få prøvd ut teknikker og modeller på et reelt selskap har gitt stor mestringsfølelse og motivasjon til å arbeide med oppgaven, og samtidig gitt meg muligheten til å se hvordan de ulike fagfeltene virker i samspill i det «virkelige liv».

I det følgende vil jeg diskutere temaene: internasjonalisering, innovasjon og ansvarlighet.

## Internasjonalisering

Internasjonalisering innebærer at landegrensene delvis «viskes ut». Dette skaper muligheter for verdens nasjoner, da varer, tjenester, arbeidskraft og kultur kan flyte fritt fra land til land. I denne masterutredningen valgte jeg flyselskapet Widerøe som verdsettelsesobjekt. Widerøe er Norges eldste flyselskap, og har fungert som et viktig bindeledd mellom distrikt og by i Norge gjennom en årrekke. De siste årene har Widerøe også tatt steget ut på det internasjonale markedet gjennom opprettelsen av utenriksruter. Den internasjonale flybransjen er derimot en svært tøff bransje, med pressende marginer og sterkt kostnadspress.

Internasjonalisering og åpne markeder bidrar også til mer effektive markeder, ettersom råvarer, tjenester og øvrige innsatsfaktorer kan kjøpes der hvor innsatsfaktorene kan produseres mest effektivt. Dette innebærer samtidig at varer må transporteres over store avstander, noe som har en negativ påvirkning på miljøet.

Den økte graden av samhandling mellom landene og opprettelsen av multinasjonale selskaper har de siste tiårene medført et økt behov for universelle regnskapsregler. Et eksempel på dette er den obligatoriske implementeringen av IFRS («International Financial Reporting Standards») for norske børsnoterte selskaper. Widerøe rapporterer enda etter norske regnskapsstandarder (NRS), men de to standardsettene har de siste årene konververt mot hverandre i innhold.

### **Innovasjon**

I dagens globaliserte verden går innovasjons- og endringstakten i et høyt tempo. Utviklingen av nye teknologiske løsninger innen kommunikasjon, transport og miljø har bidratt til at dagens aktører må tilpasse seg nye rammebetingelser for å ha muligheten til å overleve på sikt. Flybransjen har i lang tid vært under sterkt press fra miljøaktivister, da store deler av jordens CO<sub>2</sub>-utslipp skapes fra flytrafikk. Innovasjoner som helelektriske fly med nullutslipp vil i fremtiden kunne settes i trafikk, noe som vil føre til at mennesker fra alle verdens hjørner kan knyttes sammen på en klimavennlig måte.

Videre har utviklingen av mobil-apper skapt unike muligheter for dagens aktører, da kommunikasjon kan rettes mer målrettet mot forbrukerne. Tradisjonelt ble mesteparten av Widerøes kontakt med kundene kommunisert gjennom deres egne hjemmesider. I dag er de fleste anerkjente selskapene i Norge å finne på sosiale medier som Facebook, Instagram og Twitter, noe som skaper muligheter for selskapene til å underbygge sitt «image».

### **Ansvarlighet og etikk**

Etiske spørsmål dukker opp i en rekke situasjoner, og er særlig aktuelt innenfor næringsvirksomhet. Overveielser av profitt og miljø er problemstillinger som ofte dukker opp, og selskaper som lar driften gå på bekostning av miljøet blir ofte syndere i media. Derfor har det de siste årene blitt tatt til orde for en ny forretningsprofil, hvor miljøet integreres som et viktig aspekt i driften, for på denne måten å skape varige konkurransefortrinn overfor konkurrentene. Et eksempel på dette er de tredelte bunnlinja, hvor maksimering av profitt må overveies mot miljøet og menneskene involvert i og rundt selskapet. Widerøe er et selskap som jobber for en mer klimavennlig drift, og jobber per

dags dato med myndighetene og andre organer med mål om at flytrafikken skal bli helelektrisk, uten bruk av fossilt drivstoff.

Ansvarlighet kommer også et svært viktig innenfor regnskapsfaget, da personer som utarbeider selskapets regnskaper må kunne stå ansvarlig for det som er presentert og formidlet til allmennheten. Mediene kommer til stadighet med opplysninger om selskaper som har manipulert sine regnskaper, hvor formålet ofte er å fremstå som mer lønnsomme utad enn det som reelt er tilfellet. Slike regnskapsskandaler resulterer ofte i at selskapene går konkurs, hvor uskyldige mennesker mister jobben.

I arbeidet med akademiske oppgaver vil det i stor grad være bruk for å ta i bruk andres arbeid, i form av blant annet matematiske modeller og økonomisk teori. Kildehenvisning og anerkjennelse for andres arbeid er derfor svært viktig å respektere.

Gjennom bachelor- og masterstudiene ved Universitetet i Agder har jeg fått en god innføring og blitt bevisst på etiske problemstillinger i et økonomisk perspektiv. Vi har blant annet blitt presentert regnskapsskandaler som Enron-saken, hvor utfallet av saken ble at et av de største revisjonsselskapene (Arthur Andersen) – som var sterkt delaktig i regnskapsjukset – gikk overende. I min fremtidige jobb som revisor vil jeg derfor tenke grundig gjennom etiske problemstillinger som kan oppstå, da tillitt til omverdenen er essensielt for å kunne praktisere som revisor.