



Företagsekonomiska Institutionen  
EKONOMIHÖGSKOLAN VID  
LUNDS UNIVERSITET

Magisteruppsats  
Juni 2003

---

# Hur värderas en flygplats?

Utveckling av en värderingsmodell

---

## Handledare

Carl R Hellberg  
Jan E Persson

## Författare

My Janghed Askler  
Mats Johansson  
Peter Vakker

## Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Hur värderas en flygplats? Utveckling av en värderingsmodell
- Seminariedatum:** 2003-06-12
- Ämne/kurs:** Magisterseminarium FEK 591, Redovisning, 10 poäng
- Författare:** My Janghed Askler  
Mats Johansson  
Peter Vakker
- Handledare:** Carl R Hellberg  
Jan E Persson
- Nyckelord:** Flygplats, Företagsvärdering, Värderingsmodell, Malmö-Sturup, Kastrup-Sturup
- Syfte:** Vårt syfte är att utveckla en värderingsmodell för flygplatser.
- Metod:** Genom studier av litteratur kring företagsvärdering har vi valt ut och återgett lämpligt referensmaterial som vi med hjälp av insamlat empiriskt material utvecklat och anpassat för det specifika objektet. Vi har använt både primärdata och sekundärdata som vi erhållit genom personliga intervjuer och övrig informationssökning.
- Slutsatser:** För att svara på frågan –Hur värderas en flygplats? har vi utvecklat en värderingmodell för flygplatser som kan användas utifrån olika former av ägandeperspektiv. Faktum är att det är svårt att på ett generellt sätt bestämma hur en företagsvärdering skall utföras. Beroende på intressentens särskilda situation och unika perspektiv präglas företags värde av en subjektivitet och det finns härmed ingen exakt vetenskap om hur en företagsvärdering skall genomföras.
- Vår utvecklade ”Värderingsmodell –Flygplats” har resulterat i en metod, eller ett tillvägagångssätt, på vilket en ägarintressent kan bedöma ett finansiellt värde för en flygplats.

## Förord

Vi vill framföra ett mycket stort tack till Cecilia Hagert, ekonomichef på Malmö-Sturups flygplats, för all hjälp och för all tid Du har ägnat oss. Tack för allt Du bidragit med i form av material och information genom de intervjuer vi genomfört samt genom telefonsamtal och e-post.

Vi vill även tacka våra handledare Carl R Hellberg och Jan E Persson som inspirerat oss samt väglett oss under arbetets gång. Tack även för att Ni väckt vårt intresse för ämnet "företagsbedömning" genom kursen med samma namn (Företagsbedömning, FEK 552, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet) som var en mycket intressant och lärorik kurs på magisternivå.

Lund 2003-06-01

My Janghed Askler

Mats Johansson

Peter Vakker

---

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>4</b>
1.1 BAKGRUND.....	4
1.2 PROBLEMATISERING .....	5
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR .....	6
1.4 SYFTE .....	6
1.5 AVGRÄNSNINGAR .....	6
1.6 DISPOSITION .....	7
<b>2. METOD .....</b>	<b>8</b>
2.1 TEORETISK METOD .....	8
2.1.1 Uppsatsens metod.....	8
2.2 EMPIRISK METOD .....	9
2.2.1 Undersökningens metod.....	9
2.2.2 Analysens metod.....	10
2.2.3 Appliceringens metod.....	10
2.2.4 Objektivitet.....	11
2.3 KAPITELSAMMANFATTNING .....	11
<b>3. TEORI .....</b>	<b>12</b>
3.1 INLEDNING.....	12
3.1.1 Val av värderingsmodeller.....	12
3.2 VÄRDERINGSPROBLEMATIK.....	13
3.3 FÖRETAGSANALYS.....	13
3.4 FINANSIELL ANALYS.....	15
3.4.1 Finansiella nyckeltal.....	16
3.5 SWOT-ANALYS.....	20
3.6 AVKASTNINGSVÄRDERING .....	20
3.6.1 Shareholder Value .....	21
3.6.2 Kalkylräntan .....	21
3.7 SUBSTANSVÄRDERING .....	23
3.7.1 Anläggningstillgångar .....	24
3.8 UPPSUMMERING OCH REFLEKTIONER.....	24
<b>4. ANALYS.....</b>	<b>25</b>
4.1 INLEDNING.....	25
4.2 INTRESSENTMODELL.....	25
4.3 FÖRETAGSANALYS.....	27
4.3.1 Anpassning.....	27
4.3.3 Reflektion "Företagsanalys –flygplats".....	32
4.4 FINANSIELL ANALYS.....	32
4.4.1 Finansiella nyckeltal.....	33
4.5 SWOT-ANALYS.....	34
4.6 AVKASTNINGSVÄRDERING .....	34
4.7 SUBSTANSVÄRDERING, ETT REFERENSVÄRDE.....	37
4.8 UPPSUMMERING OCH REFLEKTIONER.....	37

---

---

<b>5. APPLICERING .....</b>	<b>39</b>
5.1 INLEDNING.....	39
5.2 PERSPEKTIVEN.....	39
5.2.1 Staten .....	39
5.2.2 Kommunen .....	40
5.2.3 Privat ägande.....	40
5.2.4 Samarbetspartner.....	40
5.3 FÖRETAGSANALYS.....	41
5.3.1 Gemensamma faktorer .....	42
5.3.2 Intressentspecifika faktorer.....	43
5.4 FINANSIELL ANALYS .....	44
5.4.1 Finansiella nyckeltal.....	44
5.5 SWOT-ANALYS .....	46
5.6 AVKASTNINGSVÄRDERING .....	48
5.6.1 Shareholder Value analys .....	50
5.7 SUBSTANSVÄRDERING .....	55
5.8 UPPSUMMERING OCH REFLEKTIONER.....	55
<b>6. RESULTAT .....</b>	<b>57</b>
6.1 HUR VÄRDERAS EN FLYGPLATS?.....	57
6.2 INTRESSENTPERSPEKTIVEN .....	57
6.3 ANVÄNDBARHET .....	58
6.4 HUR TROVÄRDIG ÄR VÅR MODELL? .....	59
6.5 MALMÖ-STURUP .....	59
6.6 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING .....	60
<b>KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>61</b>

## Bilagor

A1-A5 Företagsanalys

B1-B10 Avkastningsvärdering

## Figurförteckning

Figur 3.1 <i>Strategisk kartläggning</i> .....	14
Figur 3.2 <i>Checklista vid företagsvärdering</i> .....	14
Figur 3.3 <i>Räntabilitet för totalt kapital</i> .....	16
Figur 3.4 <i>Räntabilitet för eget kapital</i> .....	16
Figur 3.5 <i>Soliditet</i> .....	17
Figur 3.6 <i>Kassalikviditet</i> .....	17
Figur 3.7 <i>Balanslikviditet</i> .....	17
Figur 3.8 <i>Omsättning per anställd</i> .....	17
Figur 3.9 <i>Rörelseresultat per anställd</i> .....	18
Figur 3.10 <i>Omsättningstillväxt</i> .....	19
Figur 3.11 <i>Investeringsgrad</i> .....	19
Figur 3.12 <i>Självfinansieringsgrad</i> .....	19
Figur 3.13 <i>Avkastningsvärde</i> .....	20
Figur 3.14 <i>Kalkylränta</i> .....	22
Figur 3.15 <i>Weight Average Capital Cost</i> .....	22
Figur 3.16 <i>Capital Asset Pricing Model</i> .....	23
Figur 4.1 <i>Intressentmodell</i> .....	26
Figur 4.2 <i>Anpassad checklista "Företagsanalys –Flygplats"</i> .....	28
Figur 4.3 <i>Anpassad kalkylräntemodell</i> .....	36
Figur 4.4 <i>Anpassa CAPM-modell</i> .....	36
Figur 4.5 <i>Nuvärdesberäkning av restvärdet</i> .....	36
Figur 5.1 <i>Resultat, Omsättning samt relationen mellan Resultat och Omsättning</i> .....	44
Figur 5.2 <i>Omsättningstillväxttakten</i> .....	44
Figur 5.3 <i>Resultat, Resultat per anställd samt Resultat i relation till anläggningstillgångar</i> ..	45
Figur 5.4 <i>Antal landningar och passagerare</i> .....	45
Figur 5.5 <i>Benchmarking Kastrup</i> .....	45
Figur 5.6 <i>SWOT-analys Staten</i> .....	46
Figur 5.7 <i>SWOT-analys Kommunen</i> .....	47
Figur 5.8 <i>SWOT-analys Privat ägande</i> .....	47
Figur 5.9 <i>SWOT-analys Samarbetspartner</i> .....	48
Figur 5.10 <i>Avkastningsvärdering Sturup</i> .....	53
Figur 5.11 <i>Substansvärde Sturup</i> .....	55
Figur 6.1 <i>"Värderingsmodell –Flygplats"</i> .....	57

---

# 1. INLEDNING

*...OBJEKTET är starkt kapitalintensivt, dess uppgift är att tillhandahålla service åt personer och gods, det kräver stora ytor för att anläggas, verksamheten är helt beroende av myndighetstillstånd –sammantaget kan flygplatsen ses som en mycket unik organisation. Frågan vi kommer att ställa oss i detta arbete är –Hur bestämmer vi värdet av en flygplats...?*

## 1.1 Bakgrund

Detta arbete kommer att leda oss in på området för företagsanalys och företagsvärdering. "Företaget" i detta sammanhang är kanske inte det man först förknippar med en affärsdrivande organisation, men flygplatsen kan i allra högsta grad utgöra denna typ av organisation, om än en något unik sådan. I Sverige drivs idag 19 flygplatser runt om i landet av Luftfartsverket (LFV) som är ett statligt affärsdrivande verk. Bland dessa ingår bland annat Arlanda (Stockholm), Landvetter (Göteborg) och Sturup (Malmö) vilka är våra tre största flygplatser. Förutom de statligt ägda flygplatserna drivs dessutom 28 flygplatser i kommunal regi samt ett fåtal av privata intressenter. Att i Sverige äga och driva en flygplats är starkt reglerat i form av att det krävs ett särskilt tillstånd av Luftfartsverket.

Oavsett ägare drivs flygplatsen som en starkt kapitalintensiv organisation med en tydlig serviceroll att tillhandahålla kommunikationsmedel åt personer och gods. Idag finns ett stort behov av denna typ av service då den ökar tillgängligheten när marknader, affärsförbindelser och företag blir alltmer globala. Företagen kan knyta personliga affärskontakter och snabbt leverera service och viktiga komponenter. Dessutom bidrar flyget till att turismen ökar och utgör alltmer en del av människans personliga välfärd. (Luftfartsverket, *Frågor och svar om flyg och samhälle*, 2001) På längre sträckor är flyget ofta det enda realistiska färd sättet och flygplatsen är därmed nödvändig. Det finns i det fallet ingen motsvarande verksamhet som kan ersätta flygplatsen och den måste således ses som unik ur värderingssynpunkt. Vi skall vidare i detta kapitel göra en kort inblick i ämnet företagsvärdering och förklara hur detta kom att bli vårt ämne för magisteruppsats.

Analys och värdering av företag och andra organisationer görs i någon form varje dag av olika intressenter runt om i världen. Det som skiljer olika företagsvärderingar åt är i huvudsak skillnader mellan typen av värderingsobjekt och olikheter i för vilket syfte värderingen görs. En bank gör i allmänhet en finansiell värdering av ett företag i syfte att bedöma dennes återbetalningsförmåga av krediter medan en aktieägare kan, för samma företag, göra värderingen i syfte att uppskatta företagets framtida avkastning. Både banken och aktieägaren använder här någon form av finansiellt analysverktyg för att uppnå ett rimligt resultat. Banken utnyttjar med fördel modeller för att räkna ut kassa- och balanslikviditet medan aktieägaren oftast använder en modell för avkastningsvärdering.

Efter att författarna till detta arbete genomgått kursen "Företagsbedömning" (FEK 552) vid Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet under våren 2003 drog vi bland annat lärdomen att det specifika syftet med en företagsvärdering i större utsträckning påverkar valet av värderingsmodell snarare än själva typen av företag som modellen skall appliceras på. I exemplet som vi nämnt ovan innebär detta att banken även för andra typer av företag använder samma eller liknande modeller för att räkna ut kassa- och balanslikviditeten och

---

aktieägaren använder liknande modell för avkastningsvärdering även för andra företagstyper. (Janghed Askler, Johansson, Kihlstrand & Vakker, 2003)

Av ovanstående resonemang är det därmed inte sagt att företagstypen inte har inverkan på hur värderingen skall göras. Det finns skillnader mellan exempelvis ett tillverkande företag och ett rent kunskapsföretag i hur en företagsvärdering skall utföras och vilka verktyg och mått som bör belysas för den specifika företagstypen. När vi inför upptakten på magisteruppsatsen fick som förslag på ämne att göra någon form av företagsvärdering på Sturups flygplats sattes just typen av företag i förgrunden. Vi fann ämnet intressant mycket på grund av att flygplatsen som värderingsobjekt är ytterst unik och att fokus därför initialt blev inriktat mot själva företagstypen snarare än syftet med värderingen. Detta stod lite i motsats till den generella lärdom som vi funnit under kursen FEK 552 vilket gjorde ämnesvalet än mer intressant – flygplatsen torde utgöra ett svårt objekt att värdera och därmed en stor utmaning för författarna.

## 1.2 Problematisering

Hur värderas en flygplats? Vilka modeller skall vi tillämpa för att bäst beskriva en flygplats värde? Frågorna är inte helt enkla att besvara mycket beroende på att flygplatsen som värderingsobjekt inte är entydigt definierat. Är flygplatsen enbart en anläggning med tillhörande mark och byggnad där värdet utgörs av själva substansen, eller kan vi se flygplatsen som ett affärsdrivande företag där värdet bestäms av framtida potentiell vinstavkastning?

Mycket av värderingsproblematiken bottnar i att olika intressenter har olika syn på flygplatsen som värderingsobjekt. Svenska Staten, via Luftfartsverket, har som vision att för sina 19 ägda flygplatser skapa "ett flyg för alla", där de enskilda flygplatserna tillsammans skall skapa ett servicenätverk för det samlade upptagningsområdet<sup>1</sup>. Staten betonar här servicerollen i betydligt större utsträckning än kravet på finansiell avkastning som en fristående privat intressent förmodligen hade fokuserat i större utsträckning. Två olika intressenter har i detta exempel skilda synsätt i att se flygplatsens värde vilket i sin tur också torde påverka utformningen av värderingsmodellerna.

Kommunala och privata intressenter agerar utifrån ett regionalt perspektiv och kan därmed lägga hela sitt fokus på den enskilda flygplatsen. Kanske är den lokala flygplatsen nödvändig för regionens utveckling och för dess näringsliv. Flygplatsen kan bidra till att attrahera och behålla arbetstillfällena, vilket gör det möjligt för människor att bo kvar i glesbygden. (LFV, *Frågor och svar...*, 2001) Behovet av flygplatsen finns men den ger inget direkt ekonomiskt inflöde till ägaren. I stället kan flygplatsen bidra till ett väl fungerande näringsliv och till att kommunen eller regionen ständigt utvecklas och det kan således finnas behov av att värdera den positiva effekt flygplatsen har på sin omgivning. Staten, via Luftfartsverket, agerar däremot ur ett centralt perspektiv och ser den enskilda flygplatsen som endast en del av en större helhet. Detta kan göra att det finns olika syn på värdet av den enskilda flygplatsen beroende på vilken intressentgrupp vi utgår ifrån. Detta föranleder att vi på frågan – Hur värderas en flygplats?, också måste se till vilket perspektiv värderingen utgår ifrån.

---

<sup>1</sup> Informationen är hämtad från LFV:s statuerade produktionsroll



Fram till nu har vi enbart berört värderingsproblematiken med fokus på Sverige, där Staten och kommunerna är ägare till flertalet flygplatser. I andra länder kan ägarbilden se annorlunda ut som i exempelvis Danmarks vars största flygplats Kastrup är noterat på Köpenhamnsbörsen och som till hälften ägs av privata intressenter. Det finns därför en inbyggd risk i att när vi metodiskt söker svaret på –Hur värderas en flygplats? blir alltför influerade av den svenska ägarbilden och formar svaret härefter. Detta föranleder att vi också måste reflektera över hur pass generell en flygplatsvärdering kan göras. Kan vi utforma en värderingsmodell som kan göras generell för samtliga befintliga flygplatser eller blir vårt resultat begränsat i sin tillämpbarhet?

## 1.3 Frågeställningar

Ovanstående problemdiskussion sammanfattar vi i följande frågeställningar:

- Hur värderas en flygplats?
- Hur generell kan en värderingsmodell utformas?

## 1.4 Syfte

Syftet är att utveckla en värderingsmodell för flygplatser.

## 1.5 Avgränsningar

Detta arbete avgränsas mot att enbart rikta sig mot allmänna flygplatser som driver kommersiell trafik, d.v.s. person- och/eller godstransporter. Luftfartsverket definierar en flygplats som ”ett avgränsat område på land eller vatten som är avsett för ett luftfartygs landning, start och markrörelser” och en allmän flygplats som ”flygplats för allmänt bruk som drivs med regeringens eller Luftfartsverkets tillstånd och Luftfartsinspektionens godkännande”. Detta arbete kommer således inte beröra mindre flygplatser såsom helikopterflygplatser, tillfälliga landningsplatser eller enskilda flygplatser som enbart inrättats och drivs för enskilt bruk. Framöver i arbetet kommer vi därmed med benämningen ”flygplats” avse allmän flygplats i likhet med Luftfartsverkets definition.

Vidare avgränsar vi oss mot att enbart göra värdering utifrån ett ägarperspektiv. En flygplats kan naturligtvis värderas utifrån andra perspektiv såsom kreditgivare, leverantörer, flygbolag, passagerare etc. Det finns två anledningar till varför vi valt att göra denna avgränsning;

Den första anledningen syftar tillbaka på det resonemang vi för i problematiseringen om att flygplatsens betydelse och värde kan variera för olika ägarintressenter. I Sverige kan en reflektion göras över den ägaruppdelningen som idag finns mellan statliga och kommunala flygplatser, och vi kan fråga oss vilken strategi som finns bakom denna uppdelning? Anders G Högmark (m) menade under konferensen ”Flyg med framtid 2002” den 28 november 2002 (Flygtorget hemsida, 2003-05-01) att ägaruppdelning mellan stat och kommun mer är en slump. Som en följd av denna oklarhet tycker vi det blir intressant att belysa den specifika flygplatsens värde ur den enskilde intressentens perspektiv som ägare.

---

En andra anledning är det faktum att många flygplatser, inte minst i Sverige, ägs av Staten, kommunen eller på annat sätt ingår i en större organisation. Detta föranleder att exempelvis en kreditgivare eller en leverantör värderar den totala organisationen för att bedöma kreditvärdigheten för den enskilda flygplatsen. Värderingen utgår då inte från den enskilda flygplatsen utan utförs istället för en större organisation vilket inte är syftet med detta arbete.

## 1.6 Disposition

**Kapitel 2** behandlar uppsatsens metod och är indelat i teoretisk och empirisk metod. I den teoretiska metoden tar vi upp diskussioner kring hur vi har förhållit oss till existerande teoretiskt material inom området samt diskussioner kring den ansats vi har använt när vi dragit våra slutsatser. I den empiriska metoden beskrivs hur vi gått tillväga för att samla in dels primärdata och dels sekundärdata samt vilka val som genomförts. Kapitlet avslutas med ett resonemang om och vår ståndpunkt kring materialets tillförlitlighet.

I **Kapitel 3** beskrivs det referensmaterial vi kommer att använda för arbetet. Ur litteratur kring företagsvärdering har vi valt ut ett antal modeller som sammanfattas i en modellkedja. Materialet skall ligga till grund för det fortsatta arbetet. Vi gör även en diskussion kring allmän värderingsproblematik och kapitlet avslutas med uppsummering och reflektioner kring materialet.

**Kapitel 4** utgörs av en analys av materialet i kapitel 3 i syfte att utveckla modellkedjan till att bli en fungerande värderingsmodell för flygplatser. Med hjälp av vårt empiriska material anpassas de olika modellerna i kedjan för att skapa en modell som är tillämpbar för ett antal ägarintressenter. Aktuella intressenter presenteras i en intressentmodell och kapitlet avslutas med en uppsummering.

I **Kapitel 5** har vi valt att tillämpa vår utvecklade och anpassade värderingsmodell på Malmö-Sturups flygplats. Vi arbetar oss igenom modellkedjan steg för steg utifrån respektive perspektiv i vår intressentmodell för att slutligen erhålla ett värde för den specifika intressenten. Avslutningsvis jämför vi de olika värdena och reflekterar över de olikheter som uppkommit.

I **Kapitel 6** redovisar vi våra slutsatser av analysen i kapitel 4 och appliceringen på Malmö-Sturup i kapitel 5 samt ger svar på de frågor vi ställde inledningsvis. Kapitlet avslutas med förslag på fortsatt forskning.

---

## 2. METOD

---

*Detta kapitel behandlar uppsatsens metod och är indelat i teoretisk och empirisk metod. I den teoretiska metoden tar vi upp diskussioner kring hur vi har förhållit oss till existerande teoretiskt material inom området samt diskussioner kring den ansats vi har använt när vi dragit våra slutsatser. I den empiriska metoden beskrivs hur vi gått till väga för att samla in dels primärdata och dels sekundärdata samt vilka val som genomförts. Kapitlet avslutas med ett resonemang om och vår ståndpunkt kring materialets tillförlitlighet.*

---

### 2.1 Teoretisk metod

Teoretisk metod förklarar hur och på vilket sätt vi har arbetat med teoretiskt material till denna uppsats. Vårt val av angrepp av teoretiskt material, det vill säga hur vi arbetat med materialet, efterliknar den positivistiska synen, som förklaras tydligare nedan. Det sätt som vi arbetat med det teoretiska materialet och tillåter oss att dra slutsatser efter kallas abduktiv ansats, som även den förklaras ytterligare nedan.

#### 2.1.1 Uppsatsens metod

Vårt syfte med uppsatsen är som vi nämnt i kapitel 1.3 att utveckla en värderingsmodell för flygplatser. För att kunna realisera vårt syfte har vi sökt efter relevant litteratur innehållande värderingsteori som vi, med hjälp av vårt empiriska material, använt till att utveckla en modellkedja för värdering av flygplatser. Detta tillvägagångssätt innebär att vår forskning utgår ifrån den positivistiska synen.

Det finns idag två huvudinriktningar varefter forskaren genomför sin utredning. Dessa är positivism samt hermeneutik. Positivismen utgår från en absolut kunskap som ideal medan hermeneutiken relativiserar kunskapen. (Saunders, Lewis & Thornhill, 2003) Den positivistiska synen har två källor till kunskap, dels våra fem sinnen och dels det vi kan resonera oss fram till med mänsklig logik, vårt förnuft. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1987) Forskaren intar en objektiv ställning och påverkas inte av potentiella intressenter. Här finns en strikt åtskillnad mellan vetenskap och personlighet.

En hermeneutisk syn eftersträvar en helhetsförståelse vilken i motsats till positivismen är subjektiv. Ett kriterium för den hermeneutiska synen är krav på förändring. (Andersson, 1979) Följaktligen kommer denna uppsats utföras efter den positivistiska synen då vi bland annat angriper syftet objektivt och med absolut kunskap, till skillnad från den hermeneutiska synen där kunskapen relativiseras.

Inom det positivistiska synsättet finns tre olika sätt att dra slutsatser. Antingen deduktion, induktion eller en kombination av dessa, den så kallade abduktiva metoden. (Ejvegård, 2003) En deduktiv ansats innebär att genomföra en undersökning efter grundval av redan existerande teorier medan den induktiva ansatsen innebär att en teori formas som ett resultat

---

av den utförda forskningen av empirisk data. (Saunders et al, 2003) Vi kommer att dra våra slutsatser efter kombinationen av dessa två, den abduktiva ansatsen. Detta har för vår del inneburit att vi använt existerande teorier parallellt med vår insamlade empiri för att samverka teori och empiri i syfte att nå en värderingsmodell. I ett inledningsskede har vi byggt upp en teoretisk referensram med avsikt att användas som en utgångspunkt. Utvecklingen av vår värderingsmodell sker sedan genom att successivt förbättra referensramen med hjälp av empiriskt material. Alltså kommer vår metod präglas av en växelvis samverkan av empirin och teorin.

## 2.2 Empirisk metod

I empirisk metod beskriver vi hur vi samlat in empiriskt material samt vilka val som gjorts inför och i analysen. Det empiriska materialet har vi erhållit genom tidningsartiklar, Internet, litteratur samt av oss genomförda intervjuer. Denna datainsamling förklaras ytterligare i undersökningens metod nedan. För att kunna förtydliga analysen beskriver vi i analysens metod nedan de val vi gjort som kan ha påverkat utfallet i analysen. Vidare förklarar vi hur tillämpningen utförts av den modell som vår analys resulterat i. Avslutningsvis förklaras hur vi förhållit oss till det datamaterial som vi arbetat med.

### 2.2.1 Undersökningens metod

För att kunna uppfylla vårt syfte har vi samlat in data. Datainsamlingen har inneburit att vi erhållit dels primärdata framförallt genom personliga intervjuer, och dels sekundärdata bestående av bland annat finansiell information från flygplatser, tidningsartiklar samt information vi erhållit från Internet.

De personliga intervjuerna har genomförts vid tre tillfällen med Ekonomichef Cecilia Hagert på flygplatsen Malmö-Sturup. Inför intervjuerna har vi förberett oss med ett antal diskussionspunkter som vi sedan på plats har utvecklat och fördjupat under pågående intervju. Denna typ av information är till stor del kvalitativ, det vill säga det är information som inte kan uttryckas i sifferform eftersom mycket av diskussionerna handlar om hantering av mjuka värden. (Lekvall & Wahlbin, 1993) Intervjuerna har genomförts i olika etapper i samband med uppsatsförfattandet för att frågeställningarna skulle vara effektiva och relevanta. Vid den första intervjun utförd på flygplatsen erhöll vi grundläggande information och data för att kunna bilda oss en uppfattning om hur styrningen på en flygplats fungerar, vilka mått som är aktuella, vilka värden som en flygplats prioriterar samt vad som styr intäktsflödet. Vid den andra intervjun erhöll vi fördjupat material om flygplatsen och dess anläggningstillgångar samt ytterligare sekundärdata. Den tredje intervjun gav oss möjlighet att få kompletterande information och verifiera tidigare erhållen information. Den information som vi erhållit vid intervjuerna är både av allmän flygplatskaraktär men också specifik för Malmö-Sturups flygplats.

Fördelen med personliga intervjuer är att intervjuaren får kontroll över vem som svarar, möjligheten till flexibilitet vid utfrågningen ökar samt att det finns möjlighet till hög omfattning av frågor. Den information vi fått via intervjuerna klassas som primärdata och innebär att forskaren själv samlar in materialet. Vid behandling av sekundärdata tar forskaren istället redan existerande data och återanalyserar denna för ett annat syfte. (Saunders et al,

---

2003) Sekundärdata i vårt fall representeras bland annat av finansiell information som vi hämtat från flygplatser, tidningsartiklar samt information vi erhållit från Internet. Detta datamaterial har varit viktigt för oss då vi kunnat underbygga flygplats-specifik information hämtad från primärdata. Det är samtidigt viktigt att vara noggrann vid behandling av sekundärdata eftersom forskaren inte kan bekräfta att informationen är fullt korrekt (se kapitel 2.2.4).

### **2.2.2 Analysens metod**

Vår undersökning har som vi tidigare nämnt utförts bland annat med hjälp av personliga intervjuer med Ekonomichef Cecilia Hagert på flygplatsen Malmö-Sturup. Cecilia Hagert har varit till stor hjälp för oss genom att bland annat tillhandahålla material, ge oss god insyn och access i flygplatsverksamheten samt ge oss feedback och utlåtanden kring detaljer angående vår forskning. Materialet som vi erhållit kan till viss del vara företags-specifik men vi har med hjälp av detta material, teorier kring Corporate Finance, det vill säga företagsvärderingsteorier och empiri utvecklat en värderingsmodell som avskiktigen skall fånga både mjuka och hårda värden generellt för flygplatser.

Vår analysfas har genomförts utifrån en struktur där vår teoretiska referensram fungerat som en utgångspunkt som sedan utvecklats genom vår insamlade kvalitativa data. Som vi tidigare beskrivit kan vårt empiriska material vara influerat av specifik information om Malmö-Sturups flygplats. Det har därför i analysen varit viktigt att förhålla sig kritisk till vårt material och lyfta fram den flygplats-specifika informationen. Detta för att vi skall kunna utveckla en modell som kan generaliseras till att användas även på andra flygplatser.

Generalisering innebär att en forskare har möjlighet att utvidga sitt resultat till en bredare teoretisk modell. Om forskaren lyckas utföra denna generalisering skulle forskarens teori kunna bli applicerbar hos andra företag eller organisationer. (Ryan, Scapens & Theobald, 1992)

### **2.2.3 Appliceringens metod**

Vi har valt att testa vårt utfall av den genomförda analysen genom en tillämpning på flygplatsen Malmö-Sturup, även om detta inte är inbegripet i vårt syfte med denna uppsats. Detta har vi valt för att testa om vår värderingsmodell är praktiskt genomförbar.

Anledningen till att vi valt denna flygplats är bland annat därför att dess geografiska position är attraktiv för andra ägarintressenter än den aktuella samt att Malmö-Sturup är den största flygplatsen i den region där vi befinner oss under arbetets gång. Vår geografiska närhet till värderingsobjektet gör det mer tillgängligt för oss och bidrar till att vi har större möjlighet till regelbundna besök och därmed noggrannare undersökning. Att analysera en större flygplats kontra en flygplats av mindre storlek innebär att vi på ett bättre sätt kan upptäcka detaljer i resultatet som vid en analys av en mindre flygplats endast hade framgått som abstraktioner eller kanske inte framgått alls.

För att genomföra vårt resultat av analysen på Malmö-Sturup har vi till viss del använt oss av den företags-specifika data som inbringats för Sturup via vår tidigare beskrivna

---

undersökningsmetod (se kapitel 2.2.1). Detta material har kompletterats med ytterligare information, både företagsintern och extern.

I den officiella versionen av detta arbete har vi censurerat specifika faktorer som är att hänföra till känsligt företagsinternt material. Detta har bland annat fått till följd att de finansiella värdena som är framräknade i kapitel 5 inte presenteras.

## 2.2.4 Objektivitet

Vid utförandet av denna uppsats har vi beaktat de krav som ställs på forskare vars intentioner är att vara objektiva. Vi eftersträvar att utföra en så objektiv forskning som möjligt. Därav har vi beaktat kraven på repeterbarhet och kommunicerbarhet. Dessa begrepp innebär att forskare skall kunna repetera vår forskning, vi skall kunna kommunicera och beskriva omständigheter på så sätt att forskningen kan upprepas. (Hermerén, 1972) Objektivitetsbegreppet skall här tolkas som att vårt mål med uppsatsen är att forma en värderingsmodell som inte gjorts med hänsyn till viss intressegrupp. Därmed inte sagt att appliceringen av värderingsmodellen i kapitel 5 blir objektiv eftersom värderaren måste utföra ett antal val utifrån sin personliga referensram. I det hänseendet anser vi att vi måste utföra vissa subjektiva bedömningar men att vi arbetar utifrån en objektiv ansats då vi inte har något intresse av att vinkla appliceringskapitlet till fördel för någon intressent.

För att göra denna uppsats så tillförlitlig som möjligt kommer vi som författar denna uppsats ha för avsikt att vara kritiska och objektiva. Detta innebär att vi kommer genom hela uppsatsförfattandet hålla de ovan nämnda kraven samt validitet i åtanke. Vilket bland annat innebär att vi kritiskt tolkar de källor vi använt. Det är viktigt att vara observant på validiteten av det material som tillhandahålls. Särskild observans kommer vi att iaktta vid validiteten av sekundärdata eftersom det inte med säkerhet kan fastställas huruvida tidigare forskare verkligen mätt vad som var avsett att mäta. Följaktligen kommer denna uppsats genomsyras av kritiskt tänkande, objektivitet och validitet. (Ejvegård, 2003)

## 2.3 Kapitelsammanfattning

Vår uppsats kommer att författas efter den positivistiska synen, det vill säga vi ämnar angripa syftet objektivt och med absolut kunskap. Vi kommer att dra våra slutsatser efter den abduktiva ansatsen vilket innebär att vi använt existerande teorier parallellt med vår insamlade empiri för att samverka teori och empiri i syfte att nå en värderingsmodell.

Det empiriska materialet har vi erhållit genom tidningsartiklar, Internet, litteratur samt av oss genomförda intervjuer på flygplatsen Malmö-Sturup. Denna datainsamling har inneburit av vi har erhållit både primärdata och sekundärdata. Datamaterialet har varit dels kvantitativt och dels kvalitativt vilket har beaktats i analysen. I analysen gjordes val som har påverkat utfallet. Vi har bland annat valt att testa vårt resultat av analysen på Malmö-Sturup flygplats. Avslutningsvis i detta kapitel konstaterar vi att vi kommer genom hela uppsatsförfattandet hålla kritiskt tänkande, objektivitet och validitet i åtanke vilket vi anser är viktigt för att göra denna uppsats så tillförlitlig som möjligt.

---

---

## 3. TEORI

---

*I detta kapitel beskrivs det referensmaterial vi kommer att använda för arbetet. Ur litteratur kring företagsvärdering har vi valt ut ett antal modeller som sammanfattas i en modellkedja. Modellkedjan har delats in i fem delmoment som vi benämnt Företagsanalys, Finansiell analys, SWOT-analys, Avkastningsvärdering och Substansvärdering, och materialet skall ligga till grund för det fortsatta arbetet. Innan modellkedjan framställs för vi även en diskussion kring allmän värderingproblematik. Kapitlet avslutas med uppsummering och reflektioner kring materialet.*

---

### 3.1 Inledning

Att bestämma ett generellt sätt på vilket man bör utföra en företagsvärdering är i princip omöjligt. Eftersom anledningen till varför företaget skall värderas varierar, finns det således inte heller en specifik modell som kan användas vid samtliga tillfällen. Beroende på vem du diskuterar med kan begreppet företagsvärdering innebära helt skilda saker. Ofta tänker man på den värdering som sker då ett företag skall byta ägare, men det finns många andra situationer då en företagsvärdering kan bli aktuell. Till exempel skiljer sig denna form av värdering från den som görs inför en taxering, inför en kreditprövning eller inför en avtalssituation såsom vid pantförskrivning eller löneförhandling med mera. (Hult, 1998)

#### 3.1.1 Val av värderingsmodeller

Ett företag kan således ha många olika typer av intressenter som har behov av att utreda helt skilda aspekter vid värderingen. Vi har, som vi tidigare nämnt, i detta arbete valt att avgränsa oss mot intressenter med ett ägarperspektiv och kommer i detta teorikapitel redogöra för en metod vi anser mest lämpad för att skapa en enhetlig och heltäckande värdering av ett företag utifrån ett ägarperspektiv. Metoden skall ses som en referensram innehållande en kedja av värderingsmodeller som vid tillämpning kan anpassas till det specifika värderingsobjektet.

Vår metod, eller modellkedja, inleds med en företagsanalys som belyser mjuka, icke finansiella faktorer, direkt knutna till värderingsobjektet och dess omvärld. Analysen görs i syfte att ge en så heltäckande bild av organisationen som möjligt och samtidigt fånga upp företagskritiska faktorer. I kapitlet efter kompletterar vi företagsanalysen med en finansiell analys där företagets finansiella information värderas. Syftet med den finansiella analysen är att bilda sig en uppfattning om företagets ekonomiska status och fånga upp företagskritiska finansiella faktorer.

Modellkedjan går därefter vidare med att vi beskriver en SWOT-analys och hur denna kan användas som en sammanfattande modell för både företagsanalys och finansiell analys i syfte att urskilja de mest företagskritiska faktorerna. SWOT-analysen kan sedan ligga till grund för genomförandet av en, i nästa kapitel beskriven, avkastningsvärdering. Denna avkastningsvärdering har som syfte att ta fram ett finansiellt värde på företaget. Modellkedjan

---

---

avslutas med en redogörelse för utförandet av en substansvärdering där ett värde tas fram som sedermera kan användas som ett referensvärde att jämföras med det fastställda värdet från avkastningsvärderingsmomentet. Innan vi kommer in på ovan beskrivna modellkedja förs ett allmänt resonemang om värderingsproblematik som sammanfattar olika aspekter som kan inverka på värderingens utförande.

## 3.2 Värderingsproblematik

Ett företag har kontakt med olika kategorier av utomstående personer och organisationer, företagets intressenter, som alla är i behov av information om företaget. Vad man väljer att analysera beror på vems perspektiv på företaget man väljer att anlägga och i vilken beslutssituation man befinner sig i. Det första steget vid all företagsvärdering bör därmed vara att fastställa och precisera analysens syfte. (Hansson, Arvidson & Lindquist, 2001)

Först kan vi alltså konstatera att perspektivet har en direkt avgörande betydelse för hur värderingen kommer att utföras, men det finns fler aspekter som kan komma att inverka på värderingsmodellens utformning. Vilken typ av företag som analyseras samt vilken bransch företaget verkar inom kan komma att spela en stor roll i företagsvärderingen. Till exempel finns i ett kunskapsföretag en viss substans som inte är synlig men kan bidra till att företaget är värt mer än vad som går att utläsa i balansräkningen (Jäghult, 1989). Dessa aspekter bör således tas hänsyn till i kunskapsföretagsvärdering men spelar en mindre betydande roll då till exempel ett kapitalintensivt företag värderas. Olika faktorer anses som kritiska för det enskilda företaget beroende på vilken sorts företag det är, samtidigt som många faktorer kan ses som generella och bör granskas oberoende av företagstyp. Det är därför viktigt att inte använda alltför anpassade modeller då faktorer man initialt inte uppfattar som kritiska tappas bort.

Vi vill även kommentera några egna erfarenheter av värderingproblematik vi kommit i kontakt med. Tidigare i vår har vi läst en kurs benämnd "Företagsbedömning" (FEK 552) vid Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, där vi tilldelades uppgifter som gick ut på att bedöma fyra olika företag utifrån fyra olika perspektiv. Vi fick därefter i uppdrag att sammanfatta de lärdomar vi dragit av att lägga tyngdpunkten i respektive uppgift på olika saker. De övergripande slutsatser vi kunde dra gällande företagsvärdering var att val av värderingsmodell inte hade den allra största betydelsen. Istället konstaterade vi att värderingen skulle komma att se olika ut dels beroende på vilken typ av företag som värderas samt vilken bransch företaget tillhör, och dels utifrån vilket perspektiv värderingen utförs. Olika typer av värderingsmodeller kan vara mer eller mindre lämpliga i det specifika fallet men det är alltså i första hand förutsättningarna för uppdraget som påverkar analysen. (Janghed Askler et al, 2003)

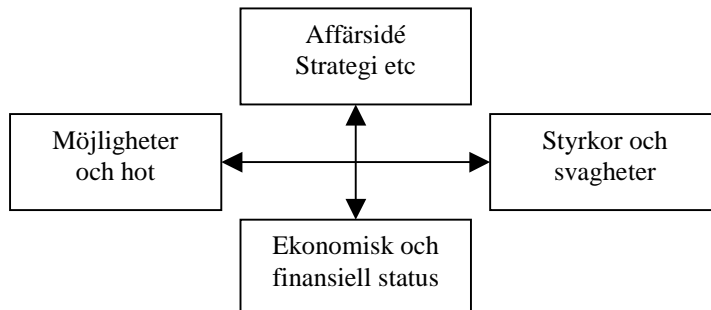
## 3.3 Företagsanalys

Vårt mål med detta avsnitt är att beskriva en modell för att fånga upp mjuka, icke finansiella, faktorer som är kritiska för värdet av ett företag. Hansson et al (2001) använder inledningsvis begreppet "företagsanalys" som ett samlingsnamn under vilket en mängd metoder och modeller kan ingå för att användas vid en företagsvärdering. Dock behandlar Hansson et al (2001) därefter endast modeller för finansiell värdering. Olve (1988) kommer närmre vår

---



tanke om en analys av icke finansiella faktorer när han initierar en modell för strategisk kartläggning av företag (figur 3.1). I modellen ingår dock även en ekonomisk kartläggning av företaget men den typen av finansiell analys har vi valt att behandla separat i kapitel 3.4. Nedan presenteras Olves (1988) modell för strategisk kartläggning.



Figur 3.1 Strategisk kartläggning (Olve, 1988)

Modellen för strategisk kartläggning i figur 3.1 har som mål att fånga upp företagsspecifika faktorer i syfte att ge en uppdaterad bild av företaget. Varje faktor sorteras in under något av de fyra blocken i modellen. Det finns en mängd kritiska faktorer som är av stor betydelse för det värde intressenten ser i företaget. För att fånga upp dessa kritiska faktorer kan lämpligen någon form av checklista användas i syfte att göra en heltäckande företagsbedömning av värderingsobjektet. (Olve, 1988)

Denna typ av checklista hittar vi ofta när en så kallad "Due diligence" process skall genomföras, vilket vid en svensk översättning kan liknas vid en totalbesiktning av ett företag. Fördelen med att använda denna typ av checklista är att vi täcker in en stor mängd faktorer och kan i ett första skede bilda oss en heltäckande bild av företaget.

Vi kommer nedan att presentera en sammanfattning av den checklista som Olve (1988) beskriver och som författaren i sin tur har hämtat från "ett större svenskt företag". Listan har kompletterats med den lista som Deloitte & Touches Corporate Finance avdelning har utvecklat i samband med företagsförvärv.

### 1. Allmän marknadsbedömning

- Marknadsutveckling
- Storlek
- Kundgrupper och geografiska marknader
- Konjunktur
- Prisutveckling
- Viktiga marknadsförändringar
- Marknadsregleringar: restriktioner, regler
- Konkurrenternas storlek och marknadsandelar
- Företagets marknadsposition
- Företagets image: rykte
- Större kunder
- Möjligheter och hot

### 2. Värdering av produkterna

- Försäljning i värde och antal
- Teknisk bedömning

- Teknisk konkurrentduglighet: ålder, kvalité hos produktutformningen
- Patent, licenser, samarbetsavtal, överenskommelser

### 3. Företagsbeskrivning

- Historia och ägare
- Anläggningar och utrustning
- Beskrivning av mark, kontor, viktigaste maskiner och utrustning
- Storlek och anställda
- Organisation: struktur; resultatenheter och staber
- Marknadsorganisation
- Dotterbolag
- Marknadsföring och försäljning: aktivitetsnivå
- Konstruktion och FoU
- Resurser för utveckling
- FoU:s nivå och karaktär
- Produktion
- Produktivitet: kapacitetsutnyttjande, större stukturförändringar som krävs
- Miljöfaktorer
- Möjlig rationalisering och förbättring

*Figur 3.2 "Checklista vid företagsvärdering" (Olve, 1988) kompletterad med Deloitte & Touches checklista vid Due diligence-process.*

För varje punkt i ovan statuerade modell görs en analys i syfte att fastslå företagets status på just den specifika punkten. Modellen skall fungera som en manual för att uppnå en så heltäckande bild av företaget som möjligt. (Olve, 1988) Vid tillämpning av modellen på unika organisationer som exempelvis flygplatsen, kan det finnas behov av att komplettera med ytterligare punkter samtidigt som vissa punkter får en mindre betydelse. Denna flexibilitet är något vi får möjlighet att testa senare i detta arbete.

## 3.4 Finansiell analys

Den finansiella analysen syftar till att samla in och bearbeta finansiell information om företaget för att kunna analysera det och jämföra det med andra företag i samma storleksklass och i samma bransch. Jämförelsematerialet kan användas på följande tre olika sätt; jämförelse med lämpliga värden enligt tumregler, tidsjämförelse där årets värde analyseras mot bakgrund av tidigare års värden för samma företag och branschjämförelse då företaget jämförs med konkurrenterna inom samma bransch. De olika framräknade värdena har således inget värde i sig om det inte finns värden att jämföra dem med. (Hallgren, 1998)

Information till den finansiella analysen finner man främst i företagets finansiella rapporter. Granskning av nyckeltal gör det möjligt att snabbt få en överblick av företagets verksamhet och det är främst genom analys av resultaträkningen som man genast kan se vad som är bra eller dåligt i företaget. Analys av företagets balansräkning visar snarare företagets "finansiella hälsa". Den nyckeltalsanalys vi beskriver nedan syftar främst till följande tre användningsområden för värderaren; få möjlighet att kunna positionera företaget, få underlag till frågeställningar såsom "företagets kapitalbindning" eller "lönsamhetsutveckling" samt få fram variabler för att kunna beräkna företagets utveckling. (Hult, 1998)

Hansson et al (2001) skriver att man bör inta en kritisk ställning när man granskar ett företags årsredovisning då till exempel övervärdering av tillgångar och undervärdering av skulder eller

åtgärder som berör resultaträkningen kan förekomma. Detta kan bero på flera olika saker; Dels kan företag inom lagens ram förskjuta intäkter och kostnader och dels kan de göra fel antingen på grund av slarv eller okunnighet eller på grund av att de avsiktligt förvanskar bokföringen för att förleda till exempel kreditgivare. (Hansson et al, 2001)

### 3.4.1 Finansiella nyckeltal

Olsson & Skärvad (1999) sammanfattar i ett antal punkter vilka moment en finansiell analys består av. Först skall syftet med analysen fastställas. Därefter skall underlaget för analysen granskas så tillvida att tillförlitligheten bedöms samt att eventuella justeringar utförs. Som ett tredje moment nämns beräkning av nyckeltal som därefter skall tolkas. Slutligen skall värderaren ställa en finansiell diagnos av företaget.

Vid traditionell finansiell analys lägger man i första hand vikten vid följande tre förhållanden: Röntabiliteten, soliditeten och likviditeten. En utökad analys behandlar dock betydligt fler områden där beräkningarna kan komma till användning på ett djupare plan. (Olsson & Skärvad, 1999) Nedan presenteras de i litteraturen vanligast förekommande nyckeltalen som bör beräknas för att kunna utföra en övergripande finansiell analys.

#### *Röntabilitet*

Ett företags röntabilitet, dess avkastningsgrad, innebär att resultatet sätts i relation till någon sorts kapital hämtat från justerade balansräkningar som visar företagens ekonomiska ställning vid årets början och årets slut. (Hansson et al, 2001) En analys av företagens röntabilitet på eget kapital svarar på frågan om företaget är tillräckligt lönsamt. Företagens långivare skall ha betalt för räntor oberoende av vad som händer i företaget. Först därefter får ägarna dela på det som blir kvar, det vill säga vinsten. Det betyder dock inte nödvändigtvis att hela vinsten hamnar i ägarnas privata fickor utan en stor del av den stannar kvar i företaget. En tumregel är att röntabiliteten på eget kapital bör vara över 15 % för att vara tillfredsställande. En röntabilitet på mellan 5 och 15 % är acceptabel om den inte försämrats sedan föregående år. (Boman, Edman & Mosander, 1989)

$$\text{Röntabilitet för totalt kapital} = \frac{\text{Justerat rörelseresultat} + \text{Justerade finansiella intäkter}}{\text{Genomsnittligt justerat totalt kapital}}$$

Figur 3.3 Röntabilitet för totalt kapital

$$\text{Röntabilitet för eget kapital} = \frac{\text{Justerat årsresultat}}{\text{Genomsnittligt justerat eget kapital}}$$

Figur 3.4 Röntabilitet för eget kapital

#### *Soliditet*

Analys av företagens soliditet syftar till att bedöma den långsiktiga betalningsförmågan och företagens motståndskraft mot förluster. (Olsson & Skärvad, 1999) Soliditeten erhålls vanligen genom att man beräknar i vilken omfattning tillgångarna är finansierade med eget kapital. Andelen eget kapital bör inte vara alltför liten och ett företag med låg soliditet löper högre

risk vid konjunkturedgångar och branschkriser. (Hansson et al, 2001) Många av de företag som går i konkurs har haft en låg soliditet en längre period (Hallgren, 1998).

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Justerat eget kapital}}{\text{Justerat totalt kapital}}$$

Figur 3.5 Soliditet

### Likviditet

Likviditetsbedömning syftar till att bedöma företagets kortfristiga betalningsförmåga. Dålig likviditet är en vanlig anledning till att företag går omkull. (Olsson & Skärvad, 1999) Med kassalikviditet menas relationen mellan omsättningstillgångar exklusive varulager plus outnyttjad checkkredit, och kortfristiga skulder. Balanslikviditeten kan, framförallt för handels- och tillverkningsföretag, användas som komplement till kassalikviditeten och innebär att samtliga omsättningstillgångar + outnyttjad checkkredit sätts i relation till företagets kortfristiga skulder. I varje företag måste man ta ställning till hur stora likvida reserver företaget bör ha för att kunna klara mindre lyckade marknadsföringsinsatser, säsongsvarianter, skatteutbetalningar etc. En mycket grov tumregel är att kassalikviditeten skall vara cirka 100 % för att företaget direkt skall kunna betala de kortfristiga skulderna, förutsatt att kortfristiga skulder inte skall betalas innan kortfristiga fordringar förfaller till betalning. Tumregeln för balanslikviditeten är att den bör vara minst 200 %. (Hansson et al, 2001)

$$\text{Kassalikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar I}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Figur 3.6 Kassalikviditet

$$\text{Balanslikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar I + II}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Figur 3.7 Balanslikviditet

### Lönsamhet i relation till personal

Att analysera företagets lönsamhet i relation till personalen är relevant för många företag, men mer relevant för tjänsteföretag och framförallt om balansomslutningen är liten. Det finns många möjliga nyckeltal att analysera som berör personalen och företagets personalkostnader men vi väljer att ta upp de vanligaste. Med antal anställda avses vanligen "genomsnittligt heltidsanställda under året". Exempel på mått som ofta används är till exempel "omsättning per anställd" som används för att jämföra företags produktivitet, samt "rörelseresultat per anställd" som visar personalens bidrag till företagets vinst. (Hansson et al, 2001)

$$\text{Omsättning per anställd} = \frac{\text{Nettoomsättning}}{\text{Genomsnittligt antal anställda}}$$

Figur 3.8 Omsättning per anställd

$$\text{Rörelseresultat per anställd} = \frac{\text{Justerat rörelseresultat}}{\text{Genomsnittligt antal anställda}}$$

Figur 3.9 Rörelseresultat per anställd

### Kassaflöde

Det finns en del frågor som de traditionella nyckeltalen inte ger svar på. Hur har företagets löpande verksamhet gett ett tillskott av likvida medel och i så fall hur stort? Hur mycket inbetalningar har genom den löpande verksamheten erhållits från kunder och hur stora utbetalningar har gjorts till leverantörer, anställda etc.? Hur stora utbetalningar har gjorts för investeringar i anläggningstillgångar respektive erhållits vid försäljning av anläggningstillgångar? Hur stora likvida resurser har erhållits genom nya lån respektive används för amorteringar på gamla lån? Vilka likvida resurser har erhållits respektive tagits i anspråk genom andra finansiella åtgärder? Hur har de likvida medlen förändrats som en följd av företagets in- och utbetalningar? Kassaflödet, till skillnad från de traditionella nyckeltalen, är ett analysinstrument som kan ge svar på den här typen av frågor. Kassaflödet visar hur företagets kapitalanvändning sett ut under åren och ger således en bild av om företaget är på väg mot en urgröpt finansiell ställning eller om det är ett växande företag med harmoni mellan tillväxt och eget kapital. Dessutom ger kassaflödet värdefull information vid likviditetsanalyser. Det viktiga i en kassaflödesanalys är inte att konstatera att kassaflödet är negativt eller positivt utan snarare *varför* kassaflödet är negativt eller positivt. (Hansson et al, 2001)

För att beräkna kassaflödet utgår man ifrån justerat resultat. Resultatet justeras efter de poster i resultaträkningen som inte symboliseras av ett monetärt flöde. Därefter adderas eller subtraheras årets flöden som skett i den löpande verksamheten, exempelvis ökning eller minskning av varulager. Vidare adderas eller subtraheras årets flöden i investeringsverksamheten, det vill säga om företaget har förvärvat eller avyttrat anläggningstillgångar. Avslutningsvis adderas alternativt subtraheras årets flöden från finansieringsverksamheten, det vill säga om till exempel emissioner har tillskjutit kapital eller amorteringar har minskat skuldbördan. Summan av denna beräkning blir årets kassaflöde för företaget. (Hansson et al, 2001)

### Omsättningstillväxt

Nettoomsättningen är ett mått på företagets storlek som kan användas vid jämförelser mellan olika år och mellan olika företag. Om man dividerar årets nettoomsättning med nettoomsättningen året innan får man ett mått på förändringen i verksamhetens storlek, den så kallade omsättningstillväxten. Då omsättningstillväxten används vid jämförelser mellan olika år är det ofta meningsfullt att skilja mellan förvärvat och organisk tillväxt. Förvärvat tillväxt beror på att företaget köpt upp andra verksamheter, till exempel för att köpa marknadsandelar. Organisk tillväxt beror däremot på att företagets verksamhet växt genom förbättrad konkurrenskraft, förändringar i miljön, ökat produktsortiment eller dylikt. Ytterligare en förklaring till att omsättningen ökat kan vara penningvärdesförändringar, inflation eller deflation, som i vissa fall kan bidra till att omsättningen bör justeras. Om inflationen är större än omsättningstillväxten innebär detta följaktligen att nettoomsättningen reellt sätt har minskat. (Hansson et al, 2001)

$$\text{Omsättningstillväxt} = \frac{\text{Nettoomsättning år } x \text{ (justerad)}}{\text{Nettoomsättning år } x-1 \text{ (justerad)}}$$

Figur 3.10 Omsättningstillväxt

### Investeringsgrad

Investeringsgraden mäter kvoten mellan nettoinvesteringar och avskrivningar. Blir kvoten över ett innebär det att företaget investerar i högre hastighet än vad företags avskrivningar minskar storleken på tillgångarna. En hög kvot innebär att företaget har ett intresse i att expandera och att en del av företags likvida medel omvandlas till substans, i form av exempelvis anläggningar. En kvot som understiger ett innebär att företaget desinvesterar, det vill säga avyttrat tillgångar och att kapital därmed har frigjorts. (Olsson & Skärvad, 1999)

$$\text{Investeringsgrad} = \frac{\text{Nettoinvesteringar}}{\text{Avskrivningar}}$$

Figur 3.11 Investeringsgrad

### Självfinansieringsgrad

För att räkna ut ett företags självfinansieringsgrad undersöks till hur stor del de internt tillförda medlen – internfinansieringen – täcker årets investeringar i anläggningstillgångar. Det vill säga man gör en bedömning av företags förmåga att själv generera medel för investeringar genom att beräkna kassaflödet före förändring i rörelsekapital i förhållande till nettoinvesteringar i anläggningstillgångar. (Hansson et al, 2001) Om självfinansieringsgraden är över 1 har verksamheten täckt alla investeringar under året. Är graden under 1 har det krävts tillskott av kapital, antingen främmande kapital eller eget kapital, för att täcka investeringarna. (Olsson & Skärvad, 1999)

$$\text{Självfinansieringsgrad} = \frac{\text{Internt tillförda medel}}{\text{Årets investeringar}} * 100$$

Figur 3.12 Självfinansieringsgrad

### Övriga mått

Det finns naturligtvis många andra nyckeltal som kan vara aktuella vid olika specifika tillfällen. Vid värdering av aktiebolag kan det vara väsentligt att titta på aktierelaterade mått såsom resultat per aktie, utdelning per aktie, aktiekurs på balansdagen, antal aktier, P/E-tal etc. Vidare har vissa företag krav på sig att genomföra miljöredovisning och nyckeltal kring miljön kan därmed vara aktuella. En större skillnad föreligger även då tjänsteföretag, och framförallt kunskapsföretag värderas. I sådana företag där balansomslutningen är liten är nyckeltal relaterade till personalen viktiga. Till exempel skiljer man ofta mellan två olika kategorier anställda, "intäktspersoner" och "övrig personal", och mått såsom till exempel andel intäktspersoner kan användas vid jämförelse mellan olika år eller mellan olika företag. (Hansson et al, 2001)

### 3.5 SWOT-analys

En relativt vanlig modell vid analys av ett företag och dess omvärld är att använda sig av en SWOT-analys. Denna modell används för att belysa företagets mest kritiska faktorer under de fyra områdena *styrkor*, *svagheter*, *möjligheter* och *hot*. Modellen koncentrerar sig på att urskilja de viktigaste faktorerna inom respektive område i syfte att skapa en tydlig förståelse för företagets situation. (Kotler, Armstrong, Saunders & Wong, 1999)

Möjligheter och hot utgörs ofta av yttre faktorer som påverkar branschen i vilken företaget agerar. Det kan exempelvis handla om demografiska förändringar, ny teknologi eller politiska beslut. SWOT-analysen används för att fånga upp dessa faktorer i syfte att ta till vara möjligheter och bemöta hot. (Kotler et al, 1999)

Ett företags styrkor och svagheter utgår från den egna organisationens resurser och förmåga som mäts och bedöms i förhållande till konkurrenter. Det är viktigt att belysa enbart de absolut viktigaste måtten för att inte tappa fokus och undvika en alltför generell beskrivning. Styrkorna i en SWOT-analys skall ta upp organisationens mest kritiska framgångsfaktorer och de faktorer som har störst påverkan på företaget. (Kotler et al, 1999)

SWOT-analysens grundtanke är att direkt från omvärlden, branschen och företaget fånga upp kritiska faktorer och sortera in dem under analysens fyra områden. Författarna har dock genom egna erfarenheter av företagsbedömningar kommit till insikt att SWOT-analysen även med fördel kan användas som en sammanfattning av andra analysmodeller. Vi har exempelvis vid några tillfällen använt SWOT-analysen som en sammanfattning av utförd företagsanalys och finansiell analys i syfte att fokusera de viktigaste och mest kritiska faktorerna. (Janghed Askler et al, 2003) Vi ser även en möjlighet att, vid tillämpning av företagsanalysen i kapitel 3.3 och den finansiella analysen i kapitel 3.4, använda SWOT-analysen som just en sådan sammanfattande modell.

### 3.6 Avkastningsvärdering

En avkastningsvärdering är en vanligt förekommande beräkning vid företagsvärdering med syftet att beräkna företagets uthålliga vinst. Metoden innebär att värderaren med utgångspunkt i företagets historiskt redovisade resultat samt med hänsyn till övrig information om företaget, genomför en bedömning av ett troligt framtida uthålligt resultat. Detta resultat ligger sedan till grund för en bedömning av den framtida genomsnittliga avkastningen. Med hjälp av en kalkylränta beräknas sedan avkastningsvärdet, företagets värde. I figur 3.13 nedan uppvisas den grundläggande formeln för avkastningsvärdeberäkningen. (Hult, 1998)

$$AV = \frac{a}{i}$$

AV = Avkastningsvärdet  
a = Framtida genomsnittliga avkastningen  
i = Kalkylränta

Figur 3.13 Avkastningsvärde

---

För att kunna utföra denna beräkning måste värderaren ta hänsyn till dels tidsperspektivet och dels val av lämplig kalkylränta. Vid tidsperspektivet kan värderaren antingen antaga att avkastningen är evig eller att avkastningen är tidsbegränsad. Vid en tidsbegränsad avkastningsvärdeberäkning görs ett tillägg det sista året med ett likvidationsvärde. Valet av tidsperiod får konsekvenser på resultatet i beräkningen. Likaså valet av kalkylräntan får konsekvens på resultatet. Det finns olika teorier om vad värderaren bör ta hänsyn till vid fastställandet av kalkylränta. Faktorer som åtminstone bör ingå är riskfri ränta, riskpremie samt förväntad årlig inflationstakt (se kapitel 3.6.2). (Hult, 1998) Den i dagsläget mest utvecklade och använda modell för denna typ av beräkning är den så kallade Shareholder Value (SHV-) analysen.

### 3.6.1 Shareholder Value

SHV-analysen innebär att värderaren uppskattar det ekonomiska värdet av en investering genom att beräkna nuvärdet av prognostiserade kassaflöden. Dessa kassaflöden tar i sin tur hänsyn till värden som skapas i ett framtidsscenario. Nuvärdesberäkningen av de prognostiserade kassaflödena utförs med hjälp av en kalkylränta som motsvarar kostnaden för sysselsatt kapitalet. (Rappaport, 1998) Analysen kan delas in i sex delmoment. Det första momentet avser att analysera företagets historiska värden, förslagsvis tio år tillbaka. Värderaren får då kunskap om företagets konjunkturkänslighet samt hur försäljningstillväxten har utvecklats. Med hjälp av dessa historiska värden samt med hänsyn till all övrig information och företagsvärdering prognostiserar värderaren företagets framtida fria kassaflöden för ett begränsat antal år. Denna prognostisering avser delmoment två. Värderaren måste som tredje moment beräkna företagets avkastningskrav. Detta kan utföras med hjälp av WACC-ekvationen (se kapitel 3.6.2). WACC beräknar företagets kostnad för det sysselsatta kapitalet genom att väga samman kostnaden för eget kapital med kostnaden för främmande kapital. Kostnaden för eget kapital kan beräknas med hjälp av CAPM-modellen (se kapitel 3.6.2). Det fjärde momentet innefattar beräkning av företagets restvärde. Restvärdet kommer utgöra en stor del av det framräknade företagsvärdet och är beroende av vilken tillväxttakt som värderaren har antagit. Genom att ta sista prognosårets resultat efter skatt dividerat med WACC-räntan erhålls företagets restvärde som sedan diskonteras till nuvärde. I moment fem diskonteras de prognostiserade fria kassaflödena och ett företagsvärde räknas fram. Detta värde framräknas genom att addera de diskonterade värdena samt genom att ytterligare addera nuvärdet av värdepappersinnehav och andra rörelsefrämmande investeringar. För att sedan beräkna aktieägarvärdet subtraheras marknadsvärdet av företagets räntebärande skulder. Beräkningarna kräver att värderaren gör ett antal antaganden, dessa antaganden testas i en känslighetsanalys. Genom att ändra förutsättningarna för beräkningarna kommer värderaren att få ett antal olika utslag. Känslighetsanalysen är SHV-analysens sista moment. Det är upp till värderaren att bestämma vilken grad av noggrannhet som skall präglade utfallet i beräkningen. (Igelström & Joelsson, 2001)

### 3.6.2 Kalkylräntan

Valet av kalkylränta, kostnad för att skaffa kapital, har avgörande betydelse för vilket värde företaget får vid en värdering. Det krävs att värderaren väger in alla risk- och osäkerhetsmoment vid beräkningen av en kalkylränta. Författare har tidigare försökt precisera vad som bör beaktas vid beräkningen av en kalkylränta. Nedan följer de viktigaste punkterna som värderaren bör beakta:

---



- Nuvarande och förväntad utveckling av ränteläget.
- Inflationsförväntningar.
- Kravet på riskmarginal i förhållande till alternativa placeringar.
- Företagets kapitalstruktur där förändringar i avkastningen ger stort utslag i båda riktningarna på investeringens lönsamhet.
- Företagets allmänna struktur eftersom ett starkt personanknutet företag har mindre värde än ett företag av mera neutral karaktär.
- Relationen avkastningsvärde – likvidationsvärde. Om avkastningsvärdet motsvaras av ett högt likvidationsvärde bör förräntningsanspråken kunna sättas lägre.

Ett tydligare och mer matematiskt sätt att välja en kalkylränta är att addera riskfri ränta med dels riskpremien för det specifika företaget och dels den förväntade årliga inflationstakten (se figur 3.14). (Hult, 1998) Vid denna beräkning bör följaktligen ovan nämnda punkter beaktas vid bestämmandet av riskpremien samt inflationstakten. Att bestämma en kalkylränta kommer alltså bero på hur värderaren tolkar de olika riskmomenten som företaget står inför.

$$\text{Kalkylränta} = R_f + R_p + I$$

$R_f$  = Den riskfria räntan  
 $R_p$  = Riskpremien  
 $I$  = Förväntad årlig inflationstakt

Figur 3.14 Kalkylränta

Weight Average Capital Cost (WACC-räntan) är en ofta förekommande modell för beräkning av kalkylräntan vid företagsvärderingar. WACC väger samman kostnaden för eget kapital med kostnaden för främmande kapital (se figur 3.15). Följden blir att vi erhåller en ränta som motsvarar kostnaden för det sysselsatta kapitalet. Denna ränta kan sedan användas av dels värderare som beräknar avkastningsvärdet på företaget och dels ledningen som kan använda räntan som ett lägsta avkastningskrav vid nyinvesteringar. (Rappaport, 1998)

$$\text{WACC} = R_d(1-T) * \frac{D}{(D+E)} + R_e * \frac{E}{(D+E)}$$

$R_d(1-T)$  = Långivarnas avkastningskrav efter skatt, det vill säga företagets räntekostnader efter skatt  
 $R_e$  = Aktieägarnas avkastningskrav  
 $D$  = Räntebärande skulders marknadsvärde  
 $E$  = Egna kapitalets marknadsvärde

Figur 3.15 Weight Average Capital Cost

En viktig del i WACC-ekvationen är aktieägarnas avkastningskrav. Detta avkastningskrav kan bestämmas på olika sätt men inte sällan används Capital Asset Pricing Model (CAPM). CAPM är precis som WACC en ekvation som räknar fram en räntesats (se figur 3.16). CAPM-räntan är däremot endast hänförlig till aktieägarnas avkastningskrav och blir unik för varje företag tack vare vägningsen med betavärdet. Betavärdet är ett värde för den

företagsspecifika risken och beräknas som företagets börskurs rörelse i relation till marknaden. Ett betavärde på ett innebär att aktien följer marknadsportföljen. Är värdet över ett får aktiekursen i genomsnitt samma procentuella utslag som betavärdet jämfört med marknadsportföljen, det vill säga om betavärdet är 1,2 får företagets aktiekurs normalt 20 % större förändring än marknadsportföljen. (Chambers & Lacey, 1994)

$$\text{CAPM} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$R_f$  = Den riskfria räntan, exempelvis statsobligationer

$\beta$  = Den enskilda aktiens risk, avkastningsförhållande till marknadsportföljen

$R_m$  = Marknadsavkastningen

Figur 3.16 Capital Asset Pricing Model

En förutsättning för att använda CAPM är att företaget är börsnoterat eftersom betavärdet beräknas på aktiekursens relation till marknadsportföljen. Om företaget inte är börsnoterat är det inte lika enkelt. Det finns i denna situation inte någon effektiv marknad som sätter ett relevant marknadspris. Istället är varje överlåtelsesituation unik. Värderaren måste beakta den aktuella värderingssituationen vid värderingen. Nedan presenteras fyra alternativa synsätt vilka värderaren kan välja att använda för att fastställa en kalkylränta. (Hult, 1998)

- Avkastningen på alternativa placeringar. Ur köparens synvinkel finns alternativa placeringar som kan ge en viss förräntning på kapitalet.
- WACC-beräkningen. I detta fall används en alternativ metod till CAPM för att beräkna aktieägarnas avkastningskrav.
- Statsskuldräntan. Detta är en förenklad metod som innebär att man utgår ifrån den riskfria räntan. Därefter adderas realvärdeförsämringen som utdelningar har medfört. Slutligen skall en företagsspecifik risk och en makroekonomisk riskpremie tillföras.
- Kalkylränteberäkningen enligt figur 3.14.

Värderaren väljer den metod att beräkna en kalkylränta som är lämpligast med hänsyn till syfte med värderingen. Först när kalkylräntan är fastställd kan värderaren gå vidare i sin analys. Kalkylräntan blir då underlag för de beräkningar som värderaren utför, till exempel nuvärdesberäkningen i Shareholder Value analysen.

## 3.7 Substansvärdering

Vid substansvärdering av företaget använder köparen marknadsmässig värdering av tillgångarna och skulderna. Här fokuseras intresset till hur mycket pengar köparen kan få ut efter eventuella justeringar vid en utförsäljning av tillgångarna. (Lundén & Ohlsson, 1999) Vid en schablonmässig beräkning av substansvärdet utgår värderaren från företagets balansräkning. Substansvärdet blir då tillgångarna subtraherat med skulderna. Det finns dock problem med att göra en sådan beräkning av företagets substansvärde. Värderaren kan ta hänsyn till eventuella justeringar med hänsyn till återanskaffningsvärdena samt justeringar med hänsyn till latent skatteskuld. Därav följer att det finns fyra utfall som värderaren kan erhålla vid beräkningen av företagets substansvärde. Det bokförda värdet med eller utan hänsyn till latent skatteskuld, eller återanskaffningsvärdet med eller utan hänsyn till latent skatteskuld. Vid företagsvärderingar är det normalt att värderaren arbetar med justerade

---

balansräkningar. De bokförda värdena ersätts då med marknadsmässiga värden. Marknadsmässig innebär att tillgångarna kan tas upp till återanskaffningskostnaden eller tillgångens värde vid försäljning. (Hult, 1998)

Substansvärdeberäkningen är i mångt och mycket underordnad avkastningsvärdemetoden. Vid avkastningsvärdemetoden utgår värderaren från att det är resultatmöjligheterna som utgör grunden för bolagets värde. Värdet på substansen kan då vara en kontroll på den framräknade köpeskillingen, ett referensvärde. (Johansson, 1992) Läs vidare om substansvärdet som referensvärde i kapitel 4.7.

### 3.7.1 Anläggningstillgångar

Årsredovisningslagen beskriver en anläggningstillgång som en ”tillgång som är avsedd att stadigvarande brukas eller innehas i verksamheten” (ÅRL, 4 kap, 1 §). Anläggningstillgångarna delas enligt årsredovisningslagen in i immateriella, materiella och finansiella anläggningstillgångar. Utgångspunkten för värdering av dessa tillgångar är anskaffningsvärdet och på anläggningstillgångar med en begränsad livslängd görs avskrivningar utifrån tillgångens beräknade ekonomiska livslängd. Därutöver kan vissa anläggningstillgångar bli föremål för upp- eller nedskrivningar. (Hansson et al, 2001)

## 3.8 Uppsummering och reflektioner

Vi har i detta kapitel dels fört en kortare diskussion om den problematik man ställs inför vid olika typer av värderingssituationer och dels beskrivit den metod, eller modellkedja, som vi anser mest lämpad för en heltäckande företagsvärdering ur ett ägarperspektiv. Modellkedjan inleds med en redogörelse av en företagsanalys och en finansiell analys och följs därpå av en SWOT-analys som kan fungera i uppsummerande syfte. SWOT-analysen ligger sedan som grund för att få fram ett finansiellt värde genom en avkastningsvärdering som i sin tur har ett referensvärde i beskriven substansvärdering.

Inledningsvis konstaterade vi att det i princip är omöjligt att bestämma ett generellt sätt på vilket man bör utföra en företagsvärdering. Därför är det också viktigt att påpeka att den modellkedja som beskrivits endast är en teoretisk referensram som vid tillämpning måste anpassas till det specifika värderingsobjektet. Fördelen med att skapa en teoretisk referensram är att själva metoden görs generell och kan därför anpassas till att användas för många olika syften och på många olika objekt.

Då syftet med detta arbete är att utveckla en värderingsmodell för flygplatser kommer vi i nästa kapitel använda oss av beskriven modellkedja för att tillämpa och utveckla denna mot objektet flygplats. För att möjliggöra denna utveckling kommer vi analysera och använda vårt insamlade empiriska material. Vi kommer även att beskriva de intressentperspektiv vi har för avsikt att utgå ifrån.

---

## 4. ANALYS

---

*Kapitlet nedan utgörs av en analys av materialet i föregående kapitel (Kapitel 3. Teori) i syfte att utveckla modellkedjan till att bli en fungerande värderingsmodell för flygplatser. Med hjälp av vårt empiriska material anpassas de olika modellerna i kedjan för skapa en modell som är tillämpbar för ett antal olika intressenter. Vi har av tidigare nämnda skäl avgränsat arbetet till att enbart innefatta olika former av ägande av en flygplats och dessa presenteras i kapitlet nedan i form av en intressentmodell. Kapitlet avslutas med en uppsummering.*

---

### 4.1 Inledning

Flygplatsen är som vi tidigare konstaterat ett svårvärderat objekt. De modeller vi beskrivit i kapitel 3 är allmänna och måste troligen anpassas för att kunna användas vid värderingen av just en flygplats. Den information vi samlat in under arbetets gång bör därmed komma till användning när vi utifrån de olika modellerna vill lägga fokus på de faktorer som är av central betydelse då just en flygplats är det objekt som skall värderas.

I kapitlet nedan kommer vi analysera det som vi i kapitel 3 kallar ”modellkedjan” med en uppdelning i företagsanalys, finansiell analys, SWOT-analys, avkastningsvärdering och substansvärdering. I analysen används allt det empiriska material vi samlat in via intervjuer och övrig informationssökning (se Kapitel 2. Metod) i syfte att utveckla modellkedjan till att bli en fungerande värderingsmodell för en flygplats. Vi redogör även för en intressentmodell vi utformat för att belysa olika former av ägande av en flygplats. Värderingsmodellen skall sedan kunna användas av respektive intressent i intressentmodellen för att ta fram ett finansiellt värde för flygplatsen som kan fungera som ett värde intressenten kan relatera till vid förhandlingar.

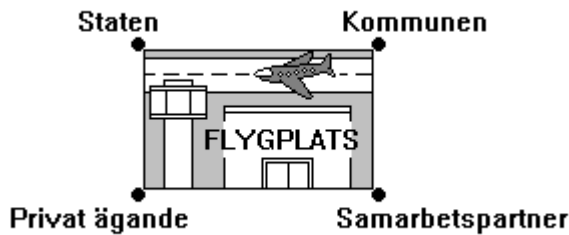
Varje enskild intressent i modellen skall kunna tillämpa modellkedjan för att stegvis ta fram ett värde på flygplatsen. Företagsanalysen och den finansiella analysen kommer att användas på likartat sätt av de olika intressenterna och det är främst i SWOT-analysen olikheterna uppstår. SWOT-analysen kan användas som ett filter där den enskilde intressenten har möjlighet att lägga störst vikt vid de faktorer som bedöms vara kritiska. Intressenten kan välja ut och värdera de olika faktorerna för att kunna fokusera på de områden som är av störst betydelse i det specifika fallet och därmed filtrera bort information som inte är lika betydelsefull.

### 4.2 Intressentmodell

Vi har valt att med hjälp av vårt empiriska material skapa en intressentmodell (se figur 4.1) som belyser olika typer av potentiellt ägande av en flygplats. Olika ägare av en flygplats kan driva verksamheten av olika anledningar och kommer därmed också värdera flygplatsen på olika sätt. Vilka faktorer som väger tyngst kan komma att variera påfallande. Modellen vi skapat mynnar ut i fyra grupper med olika intressen av flygplatsen och delar därmed in de

---

aktuella intressenterna i grupper med värderingsbehov utifrån fyra olika perspektiv. De olika intressenterna har vi benämnt Staten, Kommunen, Privat ägande samt Samarbetspartner.



Figur 4.1 Intressentmodell

Rubriken *Staten* representerar den form av ägande en stor del av Sveriges flygplatser, däribland Sturup, utgörs av idag. Med detta menar vi flygplatser ägda av Luftfartsverket och således skall flygplatsen enligt detta perspektiv värderas som en affärsenhet i en större organisation. Flygplatsen ingår i en stor heltäckande organisation men ses som en självständig resultatgenererande enhet och aspekter kring denna ägandestruktur skall beaktas. Luftfartsverkets vision ”Ett flyg för alla” bör betonas då flygplatsen värderas ur detta perspektiv.

Med *Kommunen* menar vi inte enbart den kommun där flygplatsen är stationerad utan låter i själva verket rubriken innefatta hela den region där flygplatsen används av populationen. Kommunen som ägare kan ses som en alternativ ägare till Luftfartsverket (*Staten*) där andra mer områdesspecifika aspekter spelar en betydligt större roll. Den största andelen av Sveriges flygplatser (28 st.) är idag kommunalt ägda och Kommunen utgör därmed en viktig intressent (Flygtorget's hemsida, 2003-05-01). En undersökning av Luftfart och samhälle (Holmér, 2000) har resulterat i att ett positivt samband kan utläsas mellan den kommunalt ägda flygplatsen i Växjö och den regionala utvecklingen. Följaktligen kan flygplatsen bidra till ett väl fungerande näringsliv och Kommunen är därmed en intressent som fokuserar flygplatsen ur ett regionalperspektiv.

*Privat ägande* innebär att flygplatsen drivs i kommersiellt syfte och skall verka i ägarnas intresse. Om organisationen drivs som ett aktiebolag och aktieägarnas avkastning är av stor betydelse kan vi återigen urskilja ett annat perspektiv på värderingen. Det är viktigt att flygplatsen är vinstgivande för att denna typ av ägande skall vara aktuell. Som exempel är Luftfartsverket idag ägare till ett antal mindre flygplatser som av olika anledningar inte har någon möjlighet att uppvisa positiva resultat, men tillsammans uppfyller Luftfartsverkets vision om ”ett flyg för alla”.

Den sista intressenten kallar vi *Samarbetspartner* där flygplatsen ses som ett bolag ägt av ett företag inom samma bransch som ämnar utöka den egna verksamheten. Denna Samarbetspartner kan till exempel vara en annan närliggande flygplats som har behov av att avlasta den egna verksamheten eller behöver ett komplement till denna. Viktiga aspekter att ta hänsyn till är således de synergieffekter som kan komma att uppstå vid ett samgående. Två närliggande flygplatser konkurrerar vanligen om flygbolagen och om att vara ett så kallat nav eller en knutpunkt för anslutande flyg. Denna konkurrenskraft minskar dock i de fall där stora flygplatser har brist på start- och landningstider och där trängseln är stor i luftrummet. Dessutom kan miljöhänsyn innebära en begränsning för en flygplats fortsatta expansion.

---

(LFV, *Frågor och svar...*, 2001) Om flygplatserna istället fungerar som Samarbetspartners i det här fallet kan båda flygplatserna vinna på situationen och hänsyn bör tas till detta vid värderingen.

## 4.3 Företagsanalys

Vi kommer i detta kapitel att utveckla den teoretiska modell som beskrevs i kapitel 3.4, ”Checklista vid företagsvärdering”, till objektet flygplats. Den teoretiska modellen kommer i stor utsträckning anpassas så tillvida att många av punkterna (faktorerna) i modellen justeras mot ett mer flygplatsspecifikt innehåll. Denna anpassning har möjliggjorts efter empirisk insamling av framförallt kvalitativ information genom intervjuer men också via bland annat Internet, tidsskrifter och årsredovisningar (se kapitel 2. Metod). Målet med företagsanalysen är att värderaren härigenom skall få möjlighet att bilda sig en helhetsbild av företaget (Olve, 1988), och eftersom vi här har exkluderat den finansiella delen så blir målet en helhetsbild av företagets mjuka värden.

Vår anpassning åskådliggörs i en schematisk bild kallad ”Företagsanalys –flygplats” (se figur 4.2) där den teoretiska modellen redovisas till vänster samtidigt som den anpassade företagsanalysen redovisas till höger. Den slutgiltiga versionen av vår anpassade modell där vi även preciserar exakt hur vi tänkt mäta varje faktor finns till åskådning i bilaga A.1.

### 4.3.1 Anpassning

Den i teorin beskrivna modellen ”Checklista vid företagsvärdering” består av tre huvudområden som rubriceras *Allmän marknadsbedömning*, *Värdering av produkterna* och *Företagsbeskrivning*. I vår modell, benämnd ”Företagsanalys –flygplats”, har *Allmän marknadsbedömning* ersatts med huvudrubriken *Omvärld* och samtidigt har rubrikerna *Värdering av produkterna* och *Företagsbeskrivning* slagits samman till rubriken *Flygplats*. Utgångspunkten har varit att faktorerna under de ersatta rubrikerna i den teoretiska modellen tagit plats under motsvarande rubrik i vår anpassade modell. Anpassningen har dock lett till att vissa faktorer fördelats på annat sätt. Vidare har ett antal faktorer från den teoretiska modellen utelämnats då dessa inte ansetts lämpliga vid värderingen av en flygplats. På motsvarande sätt har ett antal faktorer som inte finns med i den teoretiska modellen lagts till, då dessa genom våra empiriska studier ansetts som viktiga vid värderingen av en flygplats.

En huvudrubrik som lagts till vår anpassade modell är rubriken *Övrigt* som ger ett utrymme för varje intressant att analysera fram egna specifika faktorer som är av särskilt intresse för denne och som inte belysts tidigare i modellen. Rubriken *Övrigt* kommer vi att kommentera i ett avsnitt för sig. Kommentarer kommer även göras för alla andra faktorer som använts och utvecklats till vår modell ”Företagsanalys –flygplats”.

**Checklista vid företagsvärdering****1. Allmän marknadsbedömning**

- Marknadsutveckling
- Storlek
- Kundgrupper och geografiska marknader
- Konjunkturen
- Prisutveckling
- Viktiga marknadsförändringar
- Marknadsregleringar: restriktioner, regler
- Konkurrenternas storlek och marknadsandelar
- Företagets marknadsposition
- Företagets image: rykte
- Större kunder
- Möjligheter och hot

**2. Värdering av produkterna**

- Försäljning i värde och antal
- Teknisk bedömning
- Teknisk konkurrenduglighet: ålder, kvalitet hos produktutformningen
- Patent, licenser, samarbetsavtal, överenskommelser

**3. Företagsbeskrivning**

- Historia och ägare
- Anläggningar och utrustning
- Beskrivning av mark, kontor, viktigaste maskiner och utrustning
- Storlek och anställda
- Organisation: struktur; resultat enheter och staber
- Marknadsorganisation
- Dotterbolag
- Marknadsföring och försäljning, aktivitetsnivå
- Konstruktion och FoU
- Resurser för utveckling
- FoU:s nivå och karaktär
- Produktion
- Produktivitet: kapacitetsutnyttjande, större stukturförändringar som krävs
- Miljöfaktorer
- Möjlig rationalisering och förbättring

**Företagsanalys – Flygplats****1. Omvärld**

- Marknad
- Upptagningsområde
- Flygplatser inom upptagningsområde
- Alternativ kommunikation
- Marknadsförändringar
- Konjunktur
- Passagerarantal, landet
- Prisutveckling
- Legala aspekter
- Positiva branschtrender
- Negativa branschtrender
- Psykologiska faktorer
- Upplevd säkerhet hos passagerare
- Indragna destinationer pga hot

**2. Flygplats**

- Kapacitet
- Tillåtna rörelser per år
- Terminalkapacitet
- Bankapacitet
- Uppställningsplatser för stora flygplan
- Uppställningsplatser för små flygplan
- Bilparkeringskapacitet
- Flygutbud
- Destinationer inrikes. Navflygplats?
- Avgångar per dag (inrikes)
- Direkt destinationer utrikes
- Avgångar per dag (utrikes)
- Flygbolag som kunder, inrikes
- Flygbolag som kunder, utrikes reguljär
- Flygbolag som kunder, utrikes charter
- Resultat
- Antal passagerare
- Antal rörelser
- Kapacitetsutnyttjande (andel av tillåtna rörelser)
- WLU
- Tillgänglighet
- Avstånd till större stad inom uppt.område
- Vägnät till och från flygplats
- Offentliga kommunikationsmedel
- Image
- Flygplatsens invigningsår
- Passagerarnöjdhet, reseutbud
- Passagerarnöjdhet, service
- Incidenter med personsador
- Organisation
- Operativ personal
- Lednings-, stabs- & administrativpersonal
- Potential
- Möjlighet att utöka flygtrafik med bef. kap
- Möjlighet att utöka kapacitet
- Avtal
- Butik/restaurang avtal
- Arrenderingsavtal
- Reklamavtal

**3. Övrigt**

-

-

-

Figur 4.2 Anpassad checklista "Företagsanalys – Flygplats"

---

### *Omvärld –Konjunktur*

Den enskilda flygplatsen är högst beroende av vad som händer i dess omvärld, både av den närmsta regionen men även av övriga världsläget i stort. Terrorattackerna mot New York 2001 var inledningen till en dramatisk förändring av flygbranschen, bland annat med en kraftigt minskad passagerarvolym och en överströmning mot billigare biljettyper i reguljärflyget som följd. Generellt sett innebar detta en kraftigt minskad lönsamhet för flygplatserna då intäkterna huvudsakligen är beroende av antalet start och landningar samt av passagerarvolymen, samtidigt som kostnaderna till stor del är fasta. (LFV:s Årsredovisning 2002) För att bilda oss en uppfattning om konjunkturen i flygbranschen har vi därför från teorin hämtat faktorn *Prisutveckling*, som vi här låtit spegla konsumentpriserna mot passagerarna. Denna faktor har kompletterats med faktorn *Passagerarantal* för att se hur konjunkturen i flygbranschen har utvecklats vad gäller volymer och prisläget.

### *Omvärld –Marknad*

Under rubriken *Omvärld* tar vi också från teorin in faktorerna *Marknadsutveckling*, *Storlek*, *Kundgrupper* och *geografiska marknader*, *Viktiga marknadsförändringar*, samt *Konkurrenternas storlek och marknadsandelar* och bildar ett antal flygplatsrelaterade faktorer för att beskriva flygplatsens marknad. Vi ser först till storleken på flygplatsens *Upptagningsområde*, d.v.s. hur många potentiella passagerare som bor inom ett område med flygplatsen som förstahandsval. Detta område kan sträcka sig till platser där andra flygplatser ligger närmre men som på grund av destinationsutbudet inte kan betraktas som en valmöjlighet. Vidare ser vi till den konkurrenssituation som finns inom upptagningsområdet genom att mäta storleken på *Flygplatser inom upptagningsområde*. En faktor, förutom direkt konkurrens av andra flygplatser är förekomsten av *Alternativa kommunikationsmedel*. Om flygplatsen ligger inom ett område där det finns alternativa sätt att resa till destinationer som även ingår i flygplatsens utbud kan detta påverka värdet av flygplatsen. En sista marknadsrelaterad faktor som vi tar upp är en punkt som vi kallar *Marknadsförändringar* vilket ger möjlighet till ett öppet svarsalternativ för att beskriva viktiga marknadsförändringar som inte fått plats i övriga faktorer.

### *Omvärld –Legala aspekter*

Flygbranschen är generellt sett starkt reglerad från statligt håll via exempelvis restriktioner i lagar och krav på myndighetstillstånd för att utöva flygtrafiktjänster. Inom EU-samarbetet kan nämnas att man tagit bort nationsgränserna som utgångspunkt för vem som har rätten att utöva flygtrafiktjänst (LFV:s Årsredovisning 2002). Denna typ av förändring kan fångas upp under den faktor vi valt att kalla *Positiva branschtrender* samtidigt som faktorn *Negativa branschtrender* används när förändringen är i motsatt håll.

### *Omvärld –Psykologiska aspekter*

Vi nämnde inledningsvis att terrorattackerna år 2001 hade stark negativ påverkan på flygbranschen. Den största bidragande orsaken till branschens nedgång var passagerarnas rädsla för att flyga med anledning av risken för terrorattentat (LFV:s Årsredovisning 2002). Vi ser härmed att den psykologiska faktorn har stor betydelse för människors inställning till flyget och därmed en direkt påverkan på flygbranschen. De psykologiska aspekterna är förmodligen något unika för flygbranschen och är inte med i den teori vi tagit fram för företagsanalys. Däremot har vi genom våra empiriska studier kunnat slå fast att faktorerna *Upplevd säkerhet hos passagerare* och *Indragna destinationer p.g.a. hot* är viktiga omvärldsfaktorer för den specifika flygplatsens värde. Den upplevda säkerheten hos passagerarna mäts flygplatsspecifikt och det måste därför finnas en enkätstudie gjord på den specifika flygplatsen att tillgå. Antalet indragna destinationer mäts flygplatsspecifikt och

---



beräknas enbart på reguljär trafik. Anledningen är att vi funnit att chartertrafiken förändrar sitt destinationsutbud mycket efter övergripande trender och det kan därför vara svårt att klassificera en indragning orsakad just av ett specifikt hot.

### *Flygplats –Kapacitet*

I teorin finns ett antal faktorer under området *Värdering av produkterna* som utgår från att värderingen görs av ett tillverkande företag. Flygplatsen måste dock ses som ett serviceinriktat företag som tillhandahåller kapitalintensiva tillgångar som endast nyttjas av kunderna och därmed inte säljs. Detta får till följd att vissa av punkterna kommer att överföras till att mäta flygplatsens kapitalintensiva tillgångar i form av kapacitetsmått. Teorifaktorn *Licenser* får i vår modell spegla flygplatsens kapacitetstak i form av max *Antal tillåtna rörelser per år*, där en rörelse definieras som en start eller en landning. I Sverige utfärdas detta tillstånd av Konsessionsnämnden<sup>2</sup>. Övriga kapacitetsmått mäter de faktiska kapacitetstaken i form av flygplatsens *Terminalkapacitet*, *Bankapacitet*, *Uppställningsplatser* för små och stora flygplan samt *Bilparkeringskapaciteten*.

### *Flygplats –Flygutbud*

I teorin under området för *Allmän marknadsbedömning* finns faktorerna *Företagets marknadsposition* och *Större kunder* upptagna. Dessa faktorer ser vi som specifikt relaterade till flygplatsen i form av flygutbudsmått. Flygplatsens position på marknaden framställs genom att beskriva vilka *Flygbolag som är kunder* och vilka *Destinationer* man flyger till samt hur många *Avgångar* som flygs per dag. Genom att mäta dessa utbudsfaktorer kan en uppfattning bildas om hur flygplatsen positionerar sig mot marknaden. Detta genom att se till vilket utbud som ges i form av olika typer av flygbolagskunder, vilka destinationer man kan erbjuda samt hur frekvent man lyfter mot dessa destinationer.

### *Flygplats –Resultat*

I vår anpassade modell har vi valt att återge ett antal faktorer som flygplatsens *Resultat*. Resultatbaserade faktorer hämtar vi från teorin bland annat i form av faktorn *Försäljning i värde och antal* som i vår modell mäts via *Antalet passagerare*, *WLU* och *Antalet rörelser* för flygplatsen under ett år. WLU står för Work Load Unit, och är ett mått som i passagerarantalet inkluderar ett vägt värde för godstransporter. En sista resultatbaserad faktor som mäts är flygplatsens *Kapacitetsutnyttjande* i form av andelen utnyttjade rörelser av det totala antalet tillåtna. Med hjälp av dessa resultatfaktorer kan värderaren bilda sig en uppfattning om flygplatsens årliga omsättning vad gäller de mjuka värdena.

### *Flygplats –Tillgänglighet*

Ett värderingsområde som enbart hämtats från våra empiriska studier handlar om flygplatsens *Tillgänglighet*. Passagerare och gods måste givetvis ha tillgång till transporter till och från flygplatsen för att kunna utnyttja dess tjänster. Vi har som första punkt valt att mäta *Avståndet till större stad inom upptagningsområdet*. Flygplatser ligger i allmänhet i närheten av en större stad och klassas många gånger som just "den stadens flygplats". Är avståndet så pass stort att det inverkar på potentiella passagerares inställning till att transportera sig till flygplatsen finns det dock risk för att detta inverkar på flygplatsens värde. De två övriga faktorerna vad gäller flygplatsens tillgänglighet handlar dels om en beskrivning av *Vägnätet till och från flygplatsen* och dels om vilka *Offentliga kommunikationsmedel* som finns att tillgå och hur frekvent dessa går.

---

<sup>2</sup> Beslutar bland annat om tillstånd för antalet tillåtna rörelser för svenska flygplatser med stöd av miljöbalken ([www.lfv.se](http://www.lfv.se)).

---

### *Flygplats –Image*

För att kunna bedöma flygplatsens image har vi dels hämtat faktorer från teorins område för *Allmän marknadsbedömning* och faktorn *Företagets image* och dels från Företagsbeskrivningens faktor *Historia och ägare*. Vi har för det första funnit det viktigt att väga in *Flygplatsens invigningsår* då detta mått säger något om hur länge flygplatsen verkat för att sprida sitt företagsnamn och bli igenkänt hos potentiella kunder. För att direkt kunna mäta uppfattningar och fånga upp åsikter om flygplatsen mäts *Passagerarnöjdhet* med avseende på dels flygplatsens reseutbud och dels på dess service. Som en sista faktor med avseende på flygplatsens image beräknas *Incidenter med personskador* det senaste året.

### *Flygplats –Organisation*

Från teorin hämtas faktorerna om *Storlek och anställda* samt *Organisation* m.m. i syfte att beskriva flygplatsens organisation. Vi har funnit att enskilda flygplatser kan organisera sig på många olika sätt exempelvis genom olika operativa avdelningar som kan inkludera allt från säkerhetsavdelningar till brandskyddsavdelningar. För att undvika problemet med att tvingas fånga upp flygplatsens alla möjliga avdelningar mäter vi endast antalet anställd *Operativ personal* samt antalet *Lednings-, stabs- och administrativ personal*.

### *Flygplats –Potential*

Två faktorer från teorin speglar, vid en anpassning till vår företagsanalys, flygplatsens potential att utvecklas. Faktorn *Möjlig rationalisering och förbättring* kommer i vår modell att få innebörden att flygplatsens *Möjlighet att utöka flygtrafiken med befintlig kapacitet* bedöms. Denna faktor kommer mätas, eller bedömas, i ett öppet svarsalternativ där värderaren försöker skatta flygplatsens möjlighet till att bli mer effektiv eller på annat sätt, exempelvis genom en gynnsammare konjunktur, utöka flygtrafiken. Detta mått har ett referensmått i tidigare beskrivna faktorn *Kapacitetsutnyttjande* som vid ett lågt värde torde innebära att det finns potential för att öka befintlig flygtrafik. Den andra faktorn vi hämtat från den teoretiska modellen är *Resurser för utveckling*, som i vår företagsanalys inte kommer att spegla ett finansiellt mått utan istället spegla de förutsättningar flygplatsen har för att öka den befintliga kapaciteten. Detta ges också som ett öppet svarsalternativ där värderaren exempelvis kan ta med flygplatsens expansionsmöjligheter i form av nya banor, nya uppställningsplatser för flygplan och utökad terminalverksamhet etc.

### *Flygplats –Avtal*

En flygplats har nästan alltid någon form av samarbete eller avtal med externa företag som hyr in sig i lokaler, arrenderar mark eller köper reklamplatser. Detta kan exempelvis röra sig om restauranger, bilparkeringsfirmor etc. Från teorin hämtar vi *Samarbetsavtal och Överenskommelser* och anpassar dessa till att mäta kvadratmeterytan som kan uthyras till butiker/restauranger och till reklam. Vi mäter arrenderingar i finansiella termer via de intäkter flygplatsen erhåller då kvadratmeterytan i detta fall torde blir allt för svår att uppskatta.

### *Övrigt*

Inga faktorer är i förväg definierade under denna rubrik varpå det för värderaren här ges utrymme till egenutvecklade faktorer. Det vi tänker oss är att en specifik intressent själv skall bedöma flygplatsen, branschen och marknaden med målet att fånga upp mer övergripande faktorer som inte återspeglas i den övriga företagsanalysen. Dessa faktorer inriktas med fördel på att utgöra sådana faktorer som direkt kan sorteras in under styrkor, svagheter, möjligheter och hot i en SWOT-analys. Tanken med vår företagsanalys är ju annars att intressenten skall, genom en SWOT-analys, filtrera ut kritiska faktorer ur samtliga fördefinierade faktorer i företagsanalysen. Med denna möjlighet, att intressenten från sitt eget perspektiv kan hitta

---

---

egna faktorer, gör att företagsanalysen inte riskerar att bli alltför standardiserad utan istället flexibel ur den synpunkten att specifika viktiga faktorer kan fångas upp av intressenten själv.

### 4.3.3 Reflektion ”Företagsanalys –flygplats”

Den av oss anpassade modellen ”Företagsanalys –flygplats” är tänkt att användas som en typ av manual av den enskilde värderaren. Modellen skall ge en helhetsbild av flygplatsens mjuka värden. Vår avsikt är att analysen sedan skall filtreras genom en SWOT-analys (se kapitel 4.5) för att ur den enskilde intressentens perspektiv fånga upp styrkor, svagheter, möjligheter och hot.

Vår analysmodell specificeras i bilaga A.1 där vi också anger med vilket mått varje faktor skall mätas i. Förutom faktorerna under rubriken Övrigt, mäts majoriteten av faktorerna i någon form av absoluta tal. Därmed relateras inte faktorerna till branschmått eller till motsvarande faktorer för andra flygplatser, vilket heller inte varit vår avsikt. Däremot kan värderaren med fördel beskriva faktorerna i en berättande text där också en viss form av bedömning eller värdering av varje faktor kan göras om så behövs. Vårt mål med företagsanalysen är att den sedan skall ligga till grund för den enskilde intressenten att själv värdera och relatera faktorerna utifrån ett eget perspektiv genom SWOT-analysen (se vidare kapitel 4.5).

## 4.4 Finansiell analys

Den finansiella analysen är den av de modeller vi valt att använda i vår modellkedja som avviker mest från det traditionella utförandet när en flygplats utgör det objekt som skall värderas. Framförallt uppstår problem då någon av Luftfartsverkets 19 flygplatser skall värderas eftersom dessa fungerar som enheter i en större organisation. Det finns i detta fall ingen fullständig balansräkning att tillgå för varje enskild flygplats och således förfaller möjligheten att jämföra nyckeltal baserade på balansräkningen. För varje flygplats finns det möjlighet att ta fram information om företagets anläggningstillgångar, men det egna kapitalet förändras ständigt genom att den enskilda flygplatsen inte förfogar över sitt eget överskott. Den enskilda flygplatsen har inte heller några egna skulder och det blir omöjligt att beräkna traditionella nyckeltal såsom räntabilitet på eget kapital eller räntabilitet på totalt kapital. På samma sätt uppstår problem vid framtagning av flygplatsens likviditet och soliditet eftersom även dessa nyckeltal baseras på information som inte finns att tillgå. För att kunna bedöma och jämföra flygplatsens finansiella status krävs därmed att andra nyckeltal skapas som kan fånga de mest kritiska finansiella aspekterna vid värderingen. Då en flygplats är en mycket kapitalintensiv organisation bör stor vikt läggas vid flygplatsens anläggningstillgångar.

Den finansiella analysen nedan skiljer sig inte märkbart åt mellan de olika perspektiven i vår intressentmodell. Eftersom alla fyra perspektiven är olika typer av ägande tappar nyckeltal som soliditet sin informativa funktion. En ny ägare har ju möjlighet att påverka ett sådant tal med egna medel och bör därmed inte lägga så stor vikt vid den typen av mått vid värderingen. Om värderingen istället utförs till exempel för att en kreditgivare ämnar avgöra om det är lämpligt att lämna kredit till det specifika företaget, är mått kring företagets betalningsförmåga på lång och kort sikt viktigare. Den finansiella analysen nedan kommer

---

således framställas så att den är lämplig för värdering av flygplatser utifrån de fyra ägarperspektiven i vår intressentmodell.

#### 4.4.1 Finansiella nyckeltal

För att kunna bedöma en flygplats finansiella information eller för att göra jämförelser mellan flygplatser bör vi finna ett antal lämpliga mått att lägga vikt vid. Dessa mått bör naturligtvis vara baserade på information som finns tillgänglig för den aktuella flygplatsen, och det bör noteras att vilken information som finns tillgänglig kan variera beroende på den specifika organisationens infrastruktur etc. Nedan presenteras ett antal nyckelmått som baseras på information som torde vara tillgänglig för de allra flesta flygplatser.

##### *Resultatbaserade nyckelmått*

En finansiell faktor som i många fall kan vara viktig att analysera är årets resultat. Årets resultat kan användas för många olika beräkningar som till exempel olika typer av lönsamhetsmått. Lönsamhetsmått som är lämpliga att titta på vid finansiell analys av just en flygplats som är en kapitalintensiv organisation, är resultat i förhållande till anläggningstillgångar. Anläggningstillgångarna är en mycket viktig post för flygplatsen och är därför lämplig att ligga till grund vid beräkningar. Resultatet kan sättas i förhållande till flygplatsens totala anläggningstillgångar eller till en viss del av dessa efter att någon form av indelning gjorts. Även resultat i förhållande till antal anställda och resultat i förhållande till omsättning kan ge en bild av flygplatsens lönsamhet.

##### *Omsättning och omsättningstillväxt*

Omsättningen är inget resultatmått utan beskriver verksamhetens storlek. Måttet är vanligen mycket enkelt att ta fram och kan på ett enkelt sätt användas för att jämföra olika flygplatsers storlek, till exempel då man beräknar marknadsandelar. Vidare kan omsättningstillväxten, som förklarar hur flygplatsen storleksmässigt förändrats genom åren, användas för att jämföra olika flygplatsers storleksförändringar eller för att se hur den enskilda flygplatsen förändrats genom åren. Den vanligaste typen av omsättningstillväxt när det gäller flygplatser är så kallad organisk tillväxt som beror på att verksamheten vuxit genom förbättrad konkurrenskraft, förändringar i miljön, utbyggnad etc. Något som kan vara värt att tänka på är om flygplatsen har outnyttjad kapacitet av något slag, till exempel kan en konkurrerande flygplats ha stora marknadsandelar och därmed ”ta” passagerare och flygbolag ifrån den aktuella flygplatsen. Om denna konkurrerande flygplats istället fungerar som en Samarbetspartner kan den första flygplatsen ta över viss kapacitet och således få en omsättningsökning som den inte haft möjlighet till tidigare. Detta scenario är särskilt intressant om den konkurrerande flygplatsen har ”nått sitt tak” och av någon anledning inte har möjlighet att utöka verksamheten trots att påtryckning utifrån föreligger. Det kan därmed vara viktigt att analysera antalet passagerare och antalet rörelser (starter och landningar) för de olika flygplatserna.

##### *Kassaflöde*

Kassaflödet ger, som vi tidigare nämnt, svar på ett antal frågor som de traditionella nyckeltalen inte kan svara på. Då en flygplats utgör det objekt som skall värderas torde de viktigaste frågorna i detta sammanhang vara till exempel –Hur mycket inbetalningar har genom den löpande verksamheten erhållits från kunder och hur stora utbetalningar har gjorts till leverantörer, anställda etc.? samt –Hur stora utbetalningar har gjorts för investeringar i anläggningstillgångar respektive erhållits vid försäljning av anläggningstillgångar? Det kan således vara lämpligt att utföra en kassaflödesanalys av flygplatsen för att kunna avgöra hur

---

---

företagets kapitalanvändning sett ut under åren samt för att ta reda på varför kassaflödet är positivt eller varför det är negativt.

## 4.5 SWOT-analys

SWOT-analysen är tänkt att inta en central roll i vår anpassade värderingsmodell. Den kommer att summera upp företagsanalysen och den finansiella analysen för att därefter ligga till grund för kommande avkastningsvärdering. Vi kommer inte göra någon anpassning av SWOT-analysens struktur utan det är enbart innehållet i modellens fyra områden (*styrkor*, *svagheter*, *möjligheter* och *hot*) som kommer att se olika ut beroende på utifrån vilket perspektiv värderingen utförs.

SWOT-analysen skall fungera som en filtreringsmodell där varje specifik intressent själv påverkar innehållet genom att belysa kritiska faktorer hämtade från företagsanalysen och den finansiella analysen. Vid utförandet av en SWOT-analys skall intressenten bedöma faktorer utifrån ett ”påverkansperspektiv” i en tänkt ägarsituation. Frågorna som intressenten skall ställa är;

- Vilket förhållande har jag till denna faktor om jag agerar som ägare till flygplatsen? och
- Kommer faktorn utgöra en styrka, en svaghet, en möjlighet eller ett hot för mig som ägare av flygplatsen?

Eftersom intressenten själv skall bedöma ett förhållande till en specifik faktor måste också intressenten relatera faktorn till antingen en styrka, svaghet, möjlighet eller ett hot. Exempelvis kan en privat intressent uppleva en stor konkurrens i upptagningsområdet som ett hot ur ett vinstperspektiv, medan Staten och Kommunen till och med kan se konkurrensen som en möjlighet ur ett serviceperspektiv. Konkurrenssituationen blir på detta sätt en kritisk faktor beroende på att den på olika sätt kommer *påverka* ägarintressenten. Situationen kan också uppstå då det är ägarintressenten som själv kan *påverka* en faktor. Staten kan exempelvis bedöma att terminalkapaciteten kan utökas med en viss storlek och se detta som en möjlighet, eventuellt en styrka. Andra intressenter kanske alls inte reflekterar över terminalkapaciteten som en kritisk faktor.

Det är alltså först i SWOT-analysen som skillnaderna mellan perspektiven verkligen får konsekvenser. SWOT-analysen kommer att ligga till grund för avkastningsvärderingen och bidrar i allra högsta grad till utfallet av denna värdering och därmed till det finansiella värde intressenten slutligen kan använda som utgångsvärde för flygplatsen.

## 4.6 Avkastningsvärdering

Utfallet i en avkastningsvärderingsmetod är i allra högsta grad beroende av vilken intressent som tar initiativ till värderingen. Vidare påverkas utfallet av alla de antaganden som värderaren gör i en avkastningsvärdering. Framförallt är det antaganden kring kalkylräntan som får stor vikt vid en värdering. Nedan kommer vi förklara i detalj hur vi anser att värderaren bör gå tillväga vid beräkningen av ett avkastningsvärde, innefattande de sex delmomenten som förklarats i kapitel 3.6.1, om SHV-analysen. Vi anser att denna modell för att värdera ett företag är den mest sofistikerade modellen som är utvecklad för denna typen av ändamål. Den

---

---

har dessutom fördelen att vi kan justera flera olika värden i prognosen med hänsyn till vilken intressent vi gör värderingen för, som ett exempel kan nämnas om vi gör värderingen utifrån intressenten Samarbetspartner kommer det kanske finnas anledning att anta en högre omsättning på flygplatsen då den exempelvis kan agera som avlastning vid hög trafikfrekvens. På samma sätt har vi möjligheten att förändra andra förutsättningar som kan påverka förvärvspriset.

Vid värderingen av en flygplats gäller att i delmoment ett, det vill säga den historiska analysen, noga överväga hur försäljningstillväxttakten sett ut under de senaste åren. Här bör även betänkas att flygplatser är oerhört känsliga för omvärldshändelser som till exempel epidemier eller hot om terrordåd. Även konjunkturen för perioden bör beaktas vid analys av de historiska värdena. Det är framförallt värden i kassaflödesanalyser och resultaträkningar som analyseras i den historiska analysen. Detta för att erhålla en bild av hur företagets monetära flöden ser ut och hur det i slutändan kan påverka en potentiell köpare.

Vid delmoment två utför värderaren sin prognostisering för framtiden. Här beaktas dels analysen av de historiska värdena tillsammans med företagsanalysen och dels aspekter beroende av vilken intressent som initierat värderingen, de slutsatser som dragits ur intressentens perspektiv i den sammanfattande SWOT-analysen (se kapitel 4.5). Att olika aspekter bör beaktas beroende av vilken intressent som initierat värderingen kan förklaras i att köparen förmodligen har en bild om syftet med ett eventuellt uppköp, därav kan köparen känna till information som kan påverka prognosen i endera riktning. Ett exempel på en sådan aspekt skulle vara om det är intressenten Samarbetspartner som initierat värderingen. Denna intressents avsikt med ett uppköp skulle kunna vara att avlasta den egna verksamheten och därmed har intressenten kännedom om en potentiell omsättningsökning. Den här typen av information kan användas vid prognostiseringen av framtida flöden. Vid en sådan justering bör dock observeras att det finansiella värdet som värderaren räknar fram kommer snarare vara ett högsta köpvärde för intressenten än ett utgångsläge vid uppköpsförhandlingar. Skulle däremot inte justeringen göras blir värderingen mer neutral och det framräknade värdet skulle kunna vara en potentiell köpeskillning. I kapitel 5 har vi valt att föra en diskussion kring justeringar som intressenter eventuellt skulle kunna göra. Därmed beräknar vi inte priset på flygplatsen utan följaktligen företagets värde för varje intressent.

Delmoment tre innefattar hela processen att bestämma ett avkastningskrav för respektive intressent. Som vi tidigare nämnt finns det möjlighet att använda CAPM som kalkylränta om företaget är börsnoterat. För att fullt ut använda CAPM bör, förutom kravet om börsnotering, både säljare och köpare vara definitionsmässigt privata. Om säljaren är privat och köparen är definitionsmässigt offentlig kan CAPM användas som referensvärde till en beräknad kalkylränta. Det beror på att det inte förefaller finnas något intresse för offentliga ägare att en aktiekursökning skall förränta placeringen. Om företaget inte är börsnoterat krävs följaktligen att värderaren fastställer kalkylränta på ett annat, liknande sätt. Nedan har vi därför utvecklat en CAPM-räntemodell och en alternativ kalkylräntemodell. Båda modellerna bygger på teorin i kapitel 3.6.2. Värderaren kan om företaget är börsnoterat givetvis välja den modell som anses passa bäst vid företagsvärderingen. Modellerna är anpassade med vad vi valt att kalla företagsspecifika effekter eftersom det kan finnas olika positiva (subtraheras i formeln) eller negativa (adderas i formeln) effekter för samtliga intressenter, men framförallt för offentliga intressenter. Anledningen till varför positiva effekter subtraheras och negativa effekter adderas beror på att en positiv effekt kompenserar för risktagandet, det blir alltså totalt sett ett lägre risktagande. Likaså gäller att en negativ effekt kommer att öka risktagandet, alltså blir räntan högre. Anledningen till att denna faktor inte är inkluderad i riskpremien är att den

---

kommer att variera beroende på utifrån vilken intressents perspektiv som värderingen utförs. Nedan visas hur de två ränteberäkningarna kan ställas upp.

### **Riskfri ränta + riskpremie +/- företagsspecifika effekter = Kalkylränta**

*Figur 4.3 Anpassad kalkylräntemodell*

### **Riskfri ränta + $\beta$ (marknadsriskpremie – riskfri ränta) +/- företagsspecifika effekter = CAPM**

*Figur 4.4 Anpassad CAPM-modell*

Efter att värderaren har valt vilken modell som skall användas för att beräkna räntan, avkastningskravet, vägs denna samman med räntan för det främmande kapitalet genom WACC-modellen (se figur 3.15). WACC är normalt den räntabilitet som företaget historiskt sett har genererat till sysselsatt kapital. I detta fall kommer WACC att agera som ett räntabilitetsmått med hänsyn till krav från de nya ägarna samt effekter av överlåtelsen. WACC-räntan kommer indirekt att bestämma det pris som intressenterna rimligtvis borde vara villiga att betala.

Först efter att värderaren har fastställt kalkylräntan kan företagsvärdet beräknas. Beräkningen av företagsvärdet sker delvis i delmoment fyra, där värderaren beräknar företagets restvärde. Den utförda prognosen i delmoment två samt framräknandet av kalkylränta i delmoment tre blir viktiga inslag i denna beräkning. Därför är det viktigt att dels prognosen men även kalkylräntan är framtagen med så stor noggrannhet som möjligt. Små förändringar vid antaganden som görs kan få stora konsekvenser vid det slutliga värdet, vilket kommer visa sig i känslighetsanalysen, delmoment sex. Beräkningen av restvärdet, resultat efter skatt för sista prognosåret dividerat med WACC, bygger på going concern-principen, vilken innebär att antagandet görs om att företaget kommer bestå i evighet. Eftersom restvärdet är beroende av resultat efter skatt under det sista prognosåret är det även viktigt att det sista prognosåret motsvarar ett normalår för hela prognosperioden. Efter att restvärdet har framräknats skall värderaren nu värdesberäkna värdet, enligt figur 4.5 där  $n$  motsvarar antal prognostiserade år.

### **Nuvärdet av restvärdet = Restvärde / (1 + WACC)<sup>n</sup>**

*Figur 4.5 Nuvärdesberäkning av restvärdet*

Vid delmoment fem framräknas det slutliga värdet på företaget. Beräkningen börjar med att värderaren diskonterar de prognostiserade kassaflödena till nuvärde. Detta kan ske med hjälp av formeln i figur 4.5, och restvärde byts naturligtvis ut mot respektive års kassaflöde. När denna beräkning är utförd skall värderaren addera samtliga nuvärdesberäknade kassaflöden tillsammans med det tidigare framräknade restvärdet. Ovanpå detta värde adderas företagets värdepappersinnehav och andra rörelsefrämmande investeringar samt subtraheras av företagets räntebärande skulder. Summeringen blir följaktligen det framräknade företagsvärdet för respektive intressent.

---

Delmoment sex bör inte underskattas. Här utför värderaren en känslighetsanalys. Eftersom värderaren utför en mängd olika antaganden vid framräknandet av ett företagsvärde är det viktigt att testa hur mycket dessa antaganden faktiskt påverkar det slutliga resultatet. Värderaren bör framförallt testa förändringar i företagsvärdet vid avvikande kalkylräntor samt avvikande tillväxttakt och rörelsemarginal. Känslighetsanalyser sker ofta ceteris paribus, det vill säga allt annat lika, men värderaren och intressenten bör vara observant på att flera faktorer kan komma att avvika samtidigt i framtiden vilket skulle ge ett ännu större utslag på företagets värde.

Att utföra dessa beräkningar kommer som vi tidigare nämnt innebära att värderaren tvingas genomföra ett antal antaganden. Dessa antaganden kommer värderaren givetvis utföra så verklighetstroget som möjligt. Det är ju omöjligt att förutspå framtiden och alla antaganden kommer därför att inneha någon grad av subjektiv bedömning av framtiden. För att motverka denna subjektivitet kan det vara lämpligt att låta en oberoende person utföra värderingen.

## 4.7 Substansvärdering, ett referensvärde

Beräkning av substansen för en flygplats utförs enklast genom att använda det bokförda värdet med eller utan hänsyn till latent skatteskuld. Återanskaffningskostnaden skulle i vissa fall vara intressant att jämföra med, men när det gäller flygplatser blir bland annat skillnaden mellan återanskaffningskostnaden och det bokförda värdet så stort, eftersom det viktigaste investeringarna gjordes när flygplatsen anlades för att sedan underhållas istället för att nyinvesteringar görs, att det blir irrelevant att använda återanskaffningskostnaden som ett referensvärde till företagsvärderingen. Vår tanke med substansvärderingen är att värdet skall fungera som ett referensvärde, det vill säga vid framräknandet av ett företagsvärde skall värderaren kunna jämföra med substansvärdet för att göra en tolkning huruvida företagsvärdet är rimligt eller inte. Vid försäljningar slutar ofta köpeskillingen högre än substansvärdet. En anledning till om företagsvärdet slutar på en lägre nivå än substansvärdet är om värderaren räknar med att verksamheten kommer att göra förluster de närmsta åren.

Under trycket av den dominerande avkastningsvärderingen underskattas många gånger värdet av substansen i företaget. Det finns exempel på hur affärsmän har köpt företag med låg avkastning och undervärderad substans för att sedan tjäna pengar på att sälja ut substansen. (Ramberg, 1991) Den största posten i flygplatserns balansräkningar i samband med substansvärdering är dess materiella anläggningstillgångar. Därav är det viktigt att analysera storleken på denna post och utvärdera om det finns anledning att göra en uppvärdering alternativt nedvärdering av de materiella anläggningstillgångarna.

## 4.8 Uppsummering och reflektioner

Vi har i analysen utvecklat den i teorin beskrivna ”modellkedjan” till en värderingsmodell för flygplatser. Avgränsningar har gjorts mot att söka frambringa ett finansiellt värde och fokusera värderingen utifrån ett ägarperspektiv. Analyskapitlet inleds därför med en beskrivning av en intressentmodell bestående av Staten, Kommunen, Privat ägande och Samarbetspartnern.



Värderingsmodellen fungerar på följande sätt; Värderingen utgår alltid från den enskilda värderaren (intressenten). Värderingen tar sin början i de utformade modellerna för företagsanalys och finansiell analys som är anpassade att fånga upp flygplatsspecifika faktorer och ge en så heltäckande bild av företaget som möjligt. Företagsanalysen ger dessutom utrymme för värderaren att komplettera med specifika faktorer som inte upptas i modellen.

I nästa steg, SWOT-analys, sker en utsällning av kritiska faktorer från den bild som framkommit genom företagsanalys och finansiell analys. SWOT-analysen används som filtreringsmodell som summerar den specifika intressentens egen bedömning av vilka faktorer som för denne utgör styrkor, svagheter, möjligheter och hot. SWOT-analysens innehåll blir på detta sätt präglad av intressentens uppfattning och dennes bedömning av kritiska faktorer för flygplatsens värde.

I vår framtagna värderingsmodell fungerar SWOT-analysen som en hjälp till stundande avkastningsvärdering. Intressenten använder de kritiska faktorer som framkommit i SWOT-analysen som ett stöd för att dels prognostisera framtida kassaflöden och dels beräkna nivån på avkastningskravet (kalkylräntan). Ett referensvärde till det framtagna avkastningsvärdet erhålls genom en beräkning av flygplatsens substansvärde.

Genom vår analys har vi kommit fram till en värderingsmodell för att beräkna ett finansiellt värde med utgångspunkt från den enskilda intressentens perspektiv. I kapitel 5 har vi för avsikt att tillämpa denna modell på Malmö-Sturups flygplats.

---

## 5. APPLICERING

---

*I detta kapitel har vi valt att tillämpa vår utvecklade och anpassade värderingsmodell på Malmö-Sturups flygplats. Vi arbetar oss igenom modellkedjan steg för steg utifrån respektive perspektiv i vår intressentmodell för att slutligen erhålla ett värde för den specifika intressenten. Avslutningsvis jämför vi de olika värdena och reflekterar över de eventuella olikheter som uppkommer.*

---

### 5.1 Inledning

För att gå ett steg djupare och för att kunna avgöra om vår värderingsmodell är väl lämpad vid flygplatsvärdering kommer vi i kapitlet nedan att tillämpa modellen genom att applicera den på Malmö-Sturups flygplats. Vi inleder med en beskrivning av hur de olika intressenterna sannolikt förhåller sig till Malmö-Sturup. Värderingen utförs därefter utifrån varje intressentperspektiv för att kunna avgöra om några skillnader på det framräknade värdet uppstår. Varje perspektiv fokuserar olika faktorer vid värderingen och vi vill således granska vilka konsekvenser detta har på det slutliga värdet.

### 5.2 Perspektiven

Vi kommer nedan redogöra för den mest troliga ägandesituationen för Sturup utifrån respektive ägarperspektiv i vår intressentmodell (se kapitel 4.2). Förutom det perspektiv där Staten är ägare, vilket representerar situationen som den ser ut för Sturup idag, så är Samarbetssituationen den som är allra mest aktuell i dagsläget. En återkommande diskussion i media gäller relationen Kastrup-Sturup som har fått en allt större betydelse i och med Öresundsbronns tillkomst och Öresundsregionens utvecklingsökning därav under de senaste åren.

#### 5.2.1 Staten

Staten som ägare beskriver Sturups situation som den är idag. Sturup är en del av Luftfartsverket som i sin tur är helägt av den svenska Staten. Luftfartsverket är ett affärsdrivande verk med 4000 anställda och en omsättning på 5 miljarder kronor, som skall främja ett säkert, konkurrenskraftigt och miljöanpassat flyg för att tillgodose människors resebehov och näringslivets behov av transporter. (LFV, *Frågor och svar...*, 2001)

Sturups flygplats invigdes i början av december 1972 och ersatte flygplatsen Bulltofta i Malmö. År 1976 passerade en halv miljon resenärer flygplatsen och idag används den årligen av mer än två miljoner passagerare. Tillväxten uppgår i genomsnitt till mer än 6 % per år vilket är mer än genomsnittet för svenska flygplatser. Denna utveckling beror bland annat på dynamiken i den expansiva Öresundsregionen. (Karlsson, Sturup Magazine 2003/1)

---

---

Luftfartsverket har tillstånd för högst 77 000 flygplansrörelser, det vill säga starter och landningar, per år. Under år 2000 uppgick rörelserna till 42 596 stycken och flygplatsen har således tillstånd för nästan dubbelt så många. Luftfartsverket räknar med en tillväxtökning på 5 % per år, att jämföra med Region Skånes prognostisering av en befolkningsökning i Skåne med 1 % under åren 2002 – 2011. Framtidsprognosen innebär för Luftfartsverket stora investeringar och utbyggnad av Sturup som i sin tur ställer krav på järnväg och vägar till flygplatsen. (Sydsvenska Dagbladet, torsdag 8 maj 2003, s C11)

### **5.2.2 Kommunen**

Den kommun som är av viktigast betydelse i det här fallet är Malmö kommun, men hänsyn bör även tas till övriga närliggande kommuner såsom Lund, Svedala och Skurup med flera. Regionen är i stort behov av väl fungerande flygtrafik för att kunna utvecklas och expandera i den takt Öresundsbronns tillkomst bidragit till. Dessutom är regionen mycket attraktiv för näringsidkare genom ett lukrativt näringsliv samt genom flera betydande lärosäten i området. Vi bör alltså lägga stor vikt vid att Kommunen i det här fallet agerar i en region under tillväxt och att Kommunen därmed torde driva flygplatsen på ett sätt som bidrar till att denna tillväxt kan fullföljas.

### **5.2.3 Privat ägande**

En flygplats som drivs i syfte att ge aktieägarna avkastning torde lämpligen vara en vinstgivande organisation. De allra flesta av Luftfartsverkets flygplatser har av olika anledningar i dagsläget inte någon möjlighet att uppvisa positiva resultat. Sturup är dock inte en av dem utan är istället en av de få flygplatser som uppvisat positiva resultat de senaste åren. Luftfartsverket ser dock med sin vision ”ett flyg för alla” på detta positiva resultat som ett överskott som kan täcka negativa resultat för andra flygplatser. Den privata intressenten skiljer sig därmed markant från det ägandeperspektiv vi kallar Staten eftersom möjlighet föreligger att använda överskottet för expansion av den egna verksamheten.

Vi kan dessutom i det här fallet dra paralleller med den närliggande flygplatsen Kastrup i Köpenhamn. Kastrup drivs som ett aktiebolag noterat på Köpenhamnsbörsen och ägs till 33,8 % av den danska Staten. Övriga ägare är ett flertal danska och utländska privata och institutionella ägare samt Copenhagen Airports A/S som 31 december 2002 äger 2,45 %. Även om Kastrup är en flygplats utanför Sveriges gränser ligger den geografiskt inte långt borta från Sturup. Liknande förutsättningar torde kunna föreligga och denna privata ägandeform torde således inte heller vara något orimligt alternativ. (Copenhagen Airports Årsredovisning 2002)

### **5.2.4 Samarbetspartner**

Kastrup-Sturup, konkurrens eller synergi? Frågan är i dagsläget mycket aktuell. De båda flygplatserna Kastrup och Sturup har länge haft helt olika funktioner. Kastrup har fungerat som Skandinavians stora nav för internationell flygtrafik medan Sturup varit en viktig flygplats för Malmö-Lundregionen. I och med att Öresundsbron invigdes i juli 2000 förändrades dock situationen för flygtrafiken i Öresundsregionen. Området Skåne-Själland

---

har fått förbättrade villkor som ett Sydskandinaviskt centrum för kunskaps- och forskningsbaserat näringsliv och har därmed skapat en viss långsiktig tillväxt av efterfrågan på snabba transporter och kvalificerad flygkapacitet.

I och med den nyskapade "närheten" mellan Sturup och Kastrup uppstår frågan om vilken strategi flygplatserna bör använda. För Öresundsregionens utveckling och för att regionen skall förbli ett betydelsefullt nav ut mot europeiska och interkontinentala destinationer, är det viktigaste strategiska inslaget att man utnyttjar möjligheten till komplementaritet och synergi. Kastrup upplevs ofta som en stor konkurrent till Sturup och denna konkurrenssituation kan komma att fortsätta på kort sikt. Vi kan dock läsa att Kastrup löper hög risk att få kapacitetsproblem (Sydsvenska Dagbladet, torsdag 8 maj, s C11) vilket kommer att tvinga fram hårda prioriteringar av vissa passagerargrupper. Studier från USA visar dessutom att trängsel i terminalbyggnader, på parkeringsplatser och på vägarna omkring vissa flygplatser bidrar till att resenärer väljer en annan mer tillgänglig flygplats med lägre belastning. Eftersom Sturup har ledig kapacitet kan Kastrup avlastas med viss trafik. (Andersson & Karyd, 1998)

För att ett samarbete skall vara möjligt krävs en genomtänkt strategi för marktransporter där en eventuell järnvägsförbindelse till Sturup kan komma att spela en mycket stor roll. Vidare krävs en policy för stegvis överföring av charter- och fraktflyg till Sturup. Sturups roll i den reguljära passagerartrafiken blir att fungera väl för den mer småskaliga, bekväma och kortdistanta skandinaviska trafiken. Detta synergi- och komplementscenariot kan i sin tur innebära att det snabbare blir ekonomiskt rimligt att bygga ut järnvägskapaciteten mellan Kastrup och Sturup. (Andersson & Karyd, 1998)

Flygplatsledningen på både den svenska och danska sidan har i ett tidigt skede insett att det på sikt blir allt viktigare att man kompletterar varandra, och man arbetar därför tillsammans i många frågor som berör infrastrukturen i regionen. En järnväg ses som ett av de viktigaste projekten och EU har bidragit med pengar till en omfattande utredning. Ytterligare åtgärder som bidrar till samarbetet är att danska och svenska regeringar har godkänt dubbelriktad taxitrafik mellan Kastrup och Sturup. Därmed kan till exempel en svensk taxibil vänta på passagerare utanför Kastrups terminal för att köra dem till Sverige. En del researrangörer försöker även underlätta för resenärerna att förflytta sig över bron och bidrar därmed till integrationen av den nya regionen. Till exempel erbjuds svenskar av en resebyrå gratis tågresa till Kastrup, och en annan erbjuder danskarna fri parkering på Sturup för att kompensera för broavgifterna. (Wallin, Sturup Magazine 2000/2)

Idag har man insett att de båda flygplatserna måste sluta konkurrera och börja samarbeta, och kanske måste man gå så långt som att fororda samma ägare. (Sydsvenska Dagbladet, torsdag 8 maj 2003, s C11) Det är detta scenario vi vill framhäva under rubriken Samarbetspartner och därmed lägga vikt vid de fördelar och synergieffekter som kan uppstå då Sturup och Kastrup är verksamma under samma ägare.

### 5.3 Företagsanalys

Tillämpningen av vår i analysen utvecklade "Företagsanalys –Flygplats" kommer här att genomföras på Malmö-Sturups flygplats för vart och ett av intressentperspektiven. Dock kommer intressenternas tillämpningar bli snarlika då modellen i stor utsträckning är standardiserad genom fördefinierade faktorer. Detta föranleder en uppdelning, där vi

kommenterar företagsanalysen utifrån ett gemensamt perspektiv och perspektiv med intressentspecifika faktorer. I bilaga A2-A5 åskådliggörs en schematisk bild över gjorda företagsanalyser för Luftfartsverket, Malmö kommun, en Privat intressent och Kastrups flygplats.

### 5.3.1 Gemensamma faktorer

Sturups flygplats finns i en region (upptagningsområde) som befolkas av 3,5 miljoner potentiella passagerare, vilket också inkluderar Köpenhamnsregionen efter Öresundsbronns invigning. Det finns tydliga tecken på att integrationen ökar mellan Skåne och Själland och allt fler danskar väljer att åka från Sturup (LFV:s årsredovisning, 2002). Sturups flygplats är den andra största flygplatsen i regionen med ett totalt passagerarantal på 1,9 miljoner för år 2002. Den i särklass största flygplatsen är Kastrup som år 2002 hade ett totalt passagerarantal på 18 miljoner. Inom upptagningsområdet finns i Sverige även de mindre flygplatserna Ängelholm, Kristianstad, Halmstad och Ronneby.

Flyget i regionen är till viss del konkurrensutsatt av andra kommunikationsmedel genom främst bil och tåg. Inrikestrafiken från Sturup, med Stockholm som mest frekventa destination, har på denna sträcka en kännbar konkurrens av bilen och tåget som alternativt färd sätt. (LFV Travel Habits Attitudes Survey, 1998)

Hela flygbranschen har sedan terrorattackerna mot New York år 2001 präglats av en minskad efterfrågan på flygresande. I Sverige år 2002 minskade det totala passagerarantalet med 7,5 % från år 2001. Sturups passagerarantal minskade med totalt 6,9 % vilket var något mindre än genomsnittet för övriga landet. En anledning till det minskade resandet har möjligtvis sin orsak på det psykologiska planet, människor känner sig rädda för att flyga. I en undersökning gjord på Sturup sade sig 74 % av passagerarna uppleva att Sturup ger ett ordningsamt och säkert intryck, vilket var en minskning med sju procentenheter från år 2000. Detta mått kan statuera att Sturups passagerare anser själva flygplatsen vara relativt säker men dock i en vikande trend. En undersökning om hur Sturups passagerarna ställde sig allmänt till att flyga finns inte att tillgå. Branschen har sedan år 2001 genomgått stora strukturförändringar där många av de stora flygbolagen har, om inte gjort konkurs, tvingats till betydande nedskärningar i personal och trafiksystem. Samtidigt har många mindre lågprisbolag vunnit marknadsandelar och stärkt sina positioner. Detta har fört med sig generellt sänkta priser på flygmarknaden.

Passagerarantalet på Sturup uppgick totalt till 1,9 miljoner år 2002, vilket var en minskning med 6,9 % jämfört med år 2001. Det vägda måttet, WLU, som inkluderar frakt uppgick till 2,1 miljoner, och motsvarade en minskning på 3,3 %.

Sturups flygplats har tillstånd för max 77 000 rörelser<sup>3</sup> per år varav 40 000 rörelser med tungt flyg. Detta tillstånd erhålls i Sverige av Konsessionsnämnden och stadgar flygplatsens maxkapacitet. Under 2002 utnyttjades 67 % av kapaciteten.

Sturup har ett antal andra faktiska kapacitetstak som främst utgörs av terminal-, ban- och bilpareringskapaciteten samt antalet uppställningsplatser för flygplan. Terminalkapaciteten är dimensionerad till cirka 4,5 miljoner årspassagerare, vilket i nuläget anses som tillräckligt.

---

<sup>3</sup> En rörelse definieras som en start eller en landning

---

Möjlighet finns, genom mark norr om befintlig terminal, att bygga ut terminalkapaciteten. Sturup har två rullbanor, en huvudbana som är 2800 meter lång och 45 meter bred samt en mindre bana med en längd på 797 meter och en bredd på 23 meter. Här finns i dagsläget inget behov av att utöka kapaciteten med ytterligare en rullbana. Det finns dock möjlighet till en kapacitetsutökning, främst genom en snabbavfart till huvudbanan. Antalet uppställningsplatser för flygplan uppgår till 20 platser för stora plan och 7 platser för små. Bilparkeringskapaciteten uppgår totalt till drygt 4000 parkeringsplatser varav cirka 2500 platser är långtidsparkering. Uppställningsplatser för taxibilar är något omsmidigt och angöringen för på och avstigning för personbilar kan under vissa intensiva perioder vara otillräcklig. Det finns utrymmen att i framtiden bygga ytterligare permanenta parkeringsplatser om så skulle behövas, däremot ser problemet med angöringssituationen svårare ut att lösa. (Utvecklingsplan 2000, Sturup).

Ett 20-tal flygbolag, reguljära och charter opererar på Sturup. Inrikesflyget är nästan helt koncentrerat till Stockholm vars sträcka trafikeras av SAS och Malmö Aviation med sammanlagt cirka 28 avgångar varje dag, lite beroende på veckodag och årstid. Den reguljära utrikestrafiken koncentrerar sig till Frankfurt och London med två avgångar per dag till respektive resmål. Dessa sträckor trafikeras av Ryanair. Chartertrafiken är betydligt mer omfattande än den reguljära utrikestrafiken. Cirka 13 resebyråer flyger till drygt 20 orter huvudsakligen inom Europa.

Sturup har en dålig tillgänglighet mot sina potentiella passagerare vilket är en stor nackdel för flygplatsen. Avståndet till Malmö är 30 km vilket i sig inte kan betecknas som speciellt avlägset, men då vägnätet endast utgörs av en motortrafikled minskar tillgängligheten avsevärt. Kommunikationsmedel i offentlig regi finns genom Flygbussarna som normalt under vardagarna anländer från både Malmö och Lund 22 gånger varje dygn. Det finns planer på att bygga en tågförbindelse med Malmöcentral, vilket drastiskt hade ökat Sturups tillgänglighet.

Sturups flygplats invigdes 1972 och måste idag sägas ha ett inarbetat varumärke på sin marknad. Från flygplatsens egna undersökningar visas att passagerarna är relativt nöjda (83 % positiva) med den service som flygplatsen erbjuder. Sturup har de senaste två åren haft ■ incidenter med passagerarinblandning. Totalt sett har Sturup en bra image gentemot marknaden.

### **5.3.2 Intressentspecifika faktorer**

LFV:s investeringssituation kan utgöra ett hot mot Sturup då hänsyn också måste tas till organisationens övriga flygplatser. Med Sturups stora vinster senaste åren riskerar man att generera större vinster än vad som erhålls via investeringar från LFV.

Om Malmö kommun hade tagit över som ägare av Sturups flygplats hade det funnits möjlighet för en ökad positiv samverkan mellan utveckling av flygplatsen och dess region. Detta samband har konstaterats mellan Växjö flygplats, som är kommunalägd, och den regionen (Holmér, 2000).

För Kastrup, som samarbetsintressent, finns det möjlighet att effektivisera flygtrafiken i regionen. Genom att kontrollera och organisera flygtrafiken mellan de båda flygplatserna kan den hårt belastade danska navflygplatsen avlastas. Det torde vid ett samarbete finnas goda möjligheter att utvinna synergier.

## 5.4 Finansiell analys

Vid en värdering av Malmö-Sturups flygplats uppstår problem att utföra en grundlig finansiell analys. Anledningen är, som diskuterats i kapitel 4.4, att flygplatser som ingår i Luftfartsverket endast räknas som mindre divisioner i ett större företag. Därför finns varken balansräkningar eller kassaflödesrapporter att tillgå. Den information som finns tillgänglig är främst resultatrapporter och rapporter om Sturups anläggningstillgångar.

### 5.4.1 Finansiella nyckeltal

Vid en historisk analys av företagets lönsamhet kan värderaren få en uppfattning om verksamhetens fortlevnadsförmåga. För att analysera hur flygplatsens lönsamhet ser ut börjar vi med att undersöka hur Sturups resultat varit de senaste sex åren. Resultatet har varit relativt stabilt de senaste sex åren och just därför finns det anledning att analysera måttet resultat dividerat med omsättning. Detta mått visar alltså om resultatet faller eller ökar i förhållande till omsättningen. Det vill säga om varje omsatt krona genererar lika mycket i värde som tidigare år.

KSEK	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Resultat	■	■	■	■	■	■
Omsättning	■	■	■	■	■	■
Res / Oms	■	■	■	■	■	■

Figur 5.1 Resultat, Omsättning samt relationen mellan resultat och omsättning

Vi kan i figur 5.1 se att resultatet i relation till omsättningen har fallit något de senaste tre åren. Dock anser vi inte denna förändring vara alarmerande eftersom minskningen är så liten samt att den i stort endast beror på omsättningsökning och inte resultatminskning. Omsättningen har stadigt ökat trots att åren som vi analyserar till viss del symboliserar en vikande konjunktur. Detta tyder på en styrka som är av stort intresse för samtliga intressenter. Vidare är det intressant att analysera flygplatsens tillväxttakt, se figur 5.2.

	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Tillväxttakten	12 %	9 %	4 %	2 %	11 %	N/A

Figur 5.2 Omsättningstillväxttakten

Tillväxttakten har de senaste fem åren varit god. En tillväxttakt mellan 2-12 % är godkänt. Tillväxttakten bör som lägsta nivå vara motsvarande inflationstakten, det vill säga i dagsläget mellan 2-3 %. Efter att Malmö-Sturups tillväxttakt bromsade in något efter år 1998 har omsättningstillväxten tagit fart igen, något som torde glädja eventuella intressenter till flygplatsen. Andra mått som är intressanta att belysa är resultat per anställd samt resultat per anläggningsekrona, se figur 5.3.

KSEK	2002	2001	2000	1999	1998	1997
<b>Resultat</b>	■	■	■	■	■	■
<b>Res / Anställd</b>	■	■	■	■	■	■
<b>Res / Anl. Tillg.</b>	■	■	■	■	■	■

Figur 5.3 Resultat, Resultat per anställd samt Resultat i relation till anläggningstillgångar

När det gäller resultat per anställd är det framförallt viktigt att företaget inte har en vikande trend i måttet. Finns en vikande trend bör värderaren ta reda på varför måttet blir sämre. Här kan finnas avgörande faktorer som till exempel att flygplatsen har för mycket anställd personal. I fallet Malmö-Sturup går det inte att utläsa någon sådan trend, tvärtom har resultatet per anställd ökat de senaste tre åren. Det tredje måttet i figur 5.3, resultat per anläggningsskrona visar hur stor vinst varje satsad krona i anläggningar genererar. Vid detta mått är det mer intressant att analysera ett företags förändringar över en tidsperiod snarare än att hänvisa till tumregler eller dylikt. För Malmö-Sturup ligger denna kvot på cirka ■ för varje satsad krona, det vill säga ■ %. Att detta värde har varit högre beror på att anläggningstillgångarna var mer värda vid tiden för beräkningen. Resultatet har varit relativt konstant och har således inte påverkat måttet i endera riktning.

För flygplatser är givetvis antal landningar det elementära för flygplatsens omsättningen, se figur 5.4. Att upprätthålla ett högt antal landningar är en förutsättning för en fortsatt hälsosam verksamhet. Malmö-Sturup har sedan år 2000 haft färre antal landningar. Att landningarna har blivit färre kan bero på den allmänna nedgången i flygtrafiken sedan terrorattacken den 11 september 2001. Noteras bör att Malmö-Sturup har ökat omsättningen trots att antalet landningar har fallit, detta beroende på att de ökat priserna mot flygbolagen.

	2002	2001	2000	1999	1998	1997
<b>Antal landningar</b>	13 561	14 709	16 417	15 290	13 659	12 303
<b>Antal passagerare</b>	1 913 000	2 055 879	2 036 414	1 840 169	1 776 983	1 612 855

Figur 5.4 Antal landningar och passagerare

Antalet passagerare påverkar inte bara antalet landningar, de bidrar även till övriga kommersiella intäkter för flygplatsen som till exempel parkeringen. Därför är det viktigt att observera huruvida antalet passagerare ökar eller minskar. För Malmö-Sturup har passagerarantalet hållit sig kring 2 miljoner. Det finns således ingen trend, vilket innebär att det enbart utifrån detta mått är svårt att avgöra om passagerarantalet kommer att öka eller minska i framtiden.

Eftersom Malmö-Sturup endast fungerar som en division inom Luftfartsverket finns ingen kassaflödesrapport att analysera. Den kassaflödesrapport som illustreras i bilaga B.1 är en konstruktion och det fria kassaflödet i bilagan kan därför avvika från hur det ser ut i verkligheten. Därför har vi valt att inte analysera kassaflödet för Malmö-Sturups flygplats.

Malmö-Sturups flygplats har ingen balansräkning varför vi får hålla till godo med de få nyckeltal som vi brukat ovan. Vid en sammanställning och överblick över Malmö-Sturup finansiella situation har vi konstaterat att den är mycket god och att det finns goda förutsättningar för fortsatt bra resultat i framtiden. Det enda nyckeltalet ovan som intressenter bör vara observanta på är nedgången i antal landningar och när denna negativa trend kommer att brytas. Vid en enklare benchmarking med Kastrups flygplats kan vi dessutom konstatera



att Malmö-Sturup har liknande procentuella värden som konkurrenten Kastrup, se figur 5.5, vilket innebär att Malmö-Sturup utvecklas i samma takt som konkurrenten Kastrup.

Kastrup	2002	2001	2000	1999
<b>Tillväxttakt, Kastrup</b>	5,1 %	7 %	6 %	7,5 %
<b>Res / Oms, Kastrup</b>	0,16	0,17	0,22	0,2

Figur 5.5 Benchmarking Kastrup

## 5.5 SWOT-analys

Eftersom SWOT-analysen skall användas för att samla upp och filtrera ut de aspekter i företagsanalysen och i den finansiella analysen som bör fokuseras utifrån respektive ägarperspektiv, låter vi uppsamlingsmodellerna nedan tala sitt tydliga språk. Många faktorer är av samma viktiga betydelse för alla potentiella ägare men det finns också ett antal punkter som en viss ägare värderar tyngre än de andra. Respektive figur nedan sammanfattar alltså de tyngst vägande faktorerna kring Sturup och kring situationen som uppstår då någon av de olika intressenterna, Luftfartsverket, Malmö kommun, Privat ägare eller Kastrups flygplats, står som ägare. Modellen skall sedan ligga till grund för beräkningarna i det efterföljande avkastningsvärderingskapitlet där ett finansiellt värde för Sturup skall beräknas utifrån var och en av de fyra olika intressenternas perspektiv.

### Staten

#### Styrkor

- Nöjda passagerare
- Bra förbindelser med övriga Sverige
- Positivt resultat ger tacksning till andra flygplatser som gör förlust
- Stor viktig flygplats som bidrar starkt till "ett flyg för alla"
- Etablerat lågprisflyg som främjar "ett flyg för alla"

#### Svagheter

- Dåliga kommunikationer ut till flygplatsen
- Begränsat utbud av utrikesflyg
- Osmidigt taxibanesystem samt periodvis för få parkeringsplatser

#### Möjligheter

- Planerad tågförbindelse med Malmö C och övriga regionen
- Outnyttjad kapacitet som kan utnyttjas om Kastrup behöver avlastas och samarbete inleds

#### Hot

- Osäkert världsläge (sars och terrorhot)
- Svag konjunktur
- LFV:s nuvarande investeringssituation försvagar Sturups expansionsmöjligheter på grund av fokusering på andra flygplatser (främst Arlanda)

Figur 5.6 SWOT-analys Staten

## Kommunen

### Styrkor

- Nöjda passagerare
- Bra förbindelser med övriga Sverige som gynnar regionens utveckling och tillväxt
- Stark region i utvecklingsfas med ett lukrativt näringsliv och viktiga läroverk

### Svagheter

- Dåliga kommunikationer ut till flygplatsen
- Begränsat utbud av utrikesflyg
- Osmidigt taxibanesystem samt periodvis för få parkeringsplatser

### Möjligheter

- Planerad tågförbindelse med Malmö C och övriga regionen
- Outnyttjad kapacitet som kan utnyttjas om Kastrup behöver avlastas och samarbete inleds
- Positivt samband mellan flygplatsen och den pågående utvecklingen i regionen

### Hot

- Osäkert världsläge (sars och terrorhot)
- Svag konjunktur
- Konkurrens med Kastrup som gynnats av regionens nuvarande infrastruktursatsningar

Figur 5.7 SWOT-analys Kommunen

## Privat ägande

### Styrkor

- Stark image
- Nöjda passagerare
- Flertalet små lågprisbolag –mindre känsligt för kundförluster
- Positivt resultat
- Stark region i utvecklingsfas med ett lukrativt näringsliv och viktiga läroverk

### Svagheter

- Dåliga kommunikationer ut till flygplatsen
- Osmidigt taxibanesystem samt periodvis för få parkeringsplatser
- Den ”mindre” flygplatsen i konkurrenssituationen med Kastrup
- Begränsat utbud av utrikesflyg

### Möjligheter

- Utöka kapacitetsutnyttjandet
- Utöka reklamavtalsomsättningen
- Planerad tågförbindelse med Malmö C och övriga regionen
- Expansionsmöjligheter

### Hot

- Osäkert världsläge (sars och terrorhot)
- Svag konjunktur
- Stark konkurrens från Kastrup

Figur 5.8 SWOT-analys Privat ägande

## Samarbetspartner

### Styrkor

- Öresundsbronns tillkomst som knutit de båda flygplatserna närmare varandra
- Stark image
- Nöjda passagerare
- Outnyttjad kapacitet som kan utnyttjas för att avlasta Kastrup

### Svagheter

- Dåliga kommunikationer ut till Sturup från den omgivande regionen
- Dåliga kommunikationer mellan Kastrup och Sturup

### Möjligheter

- Planerad tågförbindelse till Malmö C och därmed mellan flygplatserna
- Kontroll över hela regionen utan betydande konkurrerande flygplatser
- Synergieffekter
- Avlasta Kastrup som ”nått sitt tak” och inte har egna möjligheter att expandera

### Hot

- Osäkert världsläge (sars och terrorhot)
- Svag konjunktur

Figur 5.9 SWOT-analys Samarbetspartner

## 5.6 Avkastningsvärdering

Vi börjar beräkningarna med att fastställa en kalkylränta, som sedan ligger till grund för värderingen. Eftersom Sturup är en icke börsnoterad, statligt ägd flygplats kommer vi i detta fall inte använda oss av CAPM-formeln för att beräkna kalkylräntan. Istället använder vi den alternativa kalkylmodellen som beskrivs i kapitel 4.6, figur 4.3. Vi kommer heller inte väga samman ägarnas avkastningskrav med skuldräntan med hjälp av WACC-formeln eftersom Sturup endast fungerar som en division i ett statligt ägt företag och därmed inte har någon egen balansräkning. Skulderna till Sturup fångas upp av Luftfartsverket och är därmed omöjliga att särskilja från Luftfartsverkets totala skulder. Observera att denna slutledning är unik för Sturup och att det går utmärkt att använda formlerna CAPM och WACC när andra förhållanden råder gällande ägarstrukturen hos flygplatser. Observera även att fastställandet av kalkylräntan nedan är en subjektiv bedömning gjord av oss och kom ihåg att syftet med appliceringskapitlet (kapitel 5) är att illustrera hur värderare skall arbeta för att få fram ett slutligt värde på företaget och inte att illustrera exakta kalkylräntevärden. Vi vill här visa att olika intressenter kan få olika kalkylräntor beroende av ett antal faktorer som respektive intressent vill lyfta fram. Exempelvis anser vi generellt att det finns anledning för en privat intressent att bestämma en högre kalkylränta än Staten vid värdering av flygplatser eftersom en privat intressent tar större risk. Givetvis har vi för avsikt att komma fram till en så rimlig kalkylränta som möjligt. Den kalkylräntan som vi beräknar nedan kommer alltså att användas vid nuvärdesberäkningarna i avkastningsvärderingen.

---

Varje intressent kommer att ha en unik kalkylränta men vissa aspekter vid beräkningen av kalkylränta kommer att gälla samtliga intressenter. Dessa generella aspekter vid fastställandet av kalkylränta är den riskfria räntan och riskpremien.

Den riskfria räntan är kanske den enklaste delen vid beräkningen av en kalkylränta eftersom den riskfria räntan har minst chans att utsättas för subjektivitet. Däremot kan man välja att hämta informationen på varierande sätt och på så sätt kanske få en något divergerad räntesats. Räntan som vi anser är en riskfri ränta i dessa sammanhang är statsobligationsräntan på fem år.

- Statsobligationsräntan 5 år

Anledningen till att vi använder femårsräntan beror på att vi i prognosen kommer att beräkna företagsvärdet efter fem år. Vi har valt att hämta informationen om riskfri ränta från stockholmsbörsens hemsida. Den 21 maj år 2003 var denna räntesats 3,50 %. Det blir också den räntesats som vi herefter kommer referera till som den riskfria räntan.

Riskpremien är något svårare att fastställa och kräver eftertanke. För att bestämma riskpremien har vi vägt in riskfaktorer som är specifika för flygplatser och framförallt för Sturup. Det gäller i första hand faktorer som påverkar flygtrafiken och passagerarantalet. För det första har vi vägt in rådande konjunktursituation. Vi tror på en förbättrad konjunktur de närmsta åren. Vidare har vi vägt in Malmö-Sturups flygplats relation till navflygplatser. Malmö-Sturup har ett bra utbud till framför allt Stockholm. Vi har även beaktat risker för oförutsedda händelser. Det kan till exempel vara sars eller flygkapningar som kan påverka passagerarantalet negativt. Givetvis har vi även beaktat Malmö-Sturups lönsamhet. Malmö-Sturup har de senaste fem åren haft god lönsamhet vilket torde innebära ett något lägre risktagande. Efter att vi analyserat dessa faktorer har vi fastställt en riskpremie på 5 %.

För att justera risktagandet i relation till intressent har vi i kalkylränteformeln en punkt som heter företagsspecifika effekter. Här finns möjligheten att justera räntan med hänsyn till hur de olika intressenterna bedömer risken att genomföra ett uppköp av Sturups flygplats. En positiv faktor får en negativ effekt på räntan eftersom den positiva faktorn kan ses som en förmildrande omständighet vid fastställandet av riskfaktorn. Likaså om de företagsspecifika effekterna är negativa får detta positiv effekt på räntan eftersom en negativ effekt innebär ett ökat risktagande. Nedan följer förtydligande av varje intressents räntebild.

Eftersom *Staten* i egenskap av ägare till flygplatsen tar en relativt liten risk i förhållande till övriga intressenter, kommer de företagsspecifika effekterna att justera ned riskpremien. Dessutom har *Staten* större möjligheter att skjuta till kapital vid nödsituationer än vad till exempel en privat ägare har. Förutom dessa två faktorer har vi för *Statens* räkning vägt in i företagsspecifika effekter, faktorerna i den sammanfattande SWOT-analysen, se kapitel 5.5. Vi har resonerat oss fram till att *Staten* har övervägande positiva faktorer och därmed fastställt de företagsspecifika effekterna till minus två procentenheter.

*Staten* har följaktligen en riskfri ränta på 3,5 %, en riskpremie på 5 % och positiva effekter bland annat av att agera ägare som vi anser motsvara en minskning med 2 procentenheter. Kalkylräntan för *Staten* blir totalt 6,5 %. Denna räntesats kommer alltså ligga till grund för beräkning av företagsvärdet i kapitel 5.6.1.

För *Kommunen* som borde ha ett stort intresse av att det finns en flygplats i regionen har vi även här vägt in de företagsspecifika effekter som sammanfattats i SWOT-analysen, se kapitel

---

5.5. För kommunen som har ett lukrativt näringsliv och viktiga läroverk innebär flygplatsen en förstärkning för regionens utveckling. Kommunen har ett starkt beroende av flygplatsen och den är en viktig del i regionens infrastruktur. Vi har resonerat oss fram till att Kommunen har övervägande positiva faktorer och därmed fastställt de företagsspecifika effekterna till minus 2,5 procentenheter.

Kommunen har precis som Staten en riskfri ränta på 3,5 %, en riskpremie på 5 % samt positiva alternativt negativa effekter motsvarande minus 2,5 %. Följaktligen blir Kommunens/Regionens kalkylränta 6 %, vilken kommer ligga till grund för värderingsberäkningarna i kapitel 5.6.1.

För en *Privat* ägare ser situationen lite annorlunda ut. Den privata ägaren kan i det här fallet ses som en intressent med vinstmaximering som mål. Därav finns inte riktigt samma intressen som hos offentliga ägare. Den privata ägarens företagsspecifika effekter har sammanfattats i SWOT-analysen, se kapitel 5.5. Den privata intressenten har inte intresse av flygplatsen av samma anledning som Staten eller Kommunen och ser därför inte samma positiva effekter som de offentliga ägarna gör. Eftersom det inte finns något mervärde för den privata intressenten att äga flygplatsen kommer vi inte att justera ned riskpremien. Vi har följaktligen resonerat oss fram till att de företagsspecifika effekterna beräknas som plus minus noll för den privata intressenten.

En privat intressent har precis som övriga intressenter 3,5 % riskfri ränta, 5 % riskpremie men har däremot 0 % för justering av företagsspecifika effekter. Det går med andra ord inte att säga att den privata intressenten till skillnad från de övriga kommer att erhålla några direkta fördelar av att äga flygplatsen, därför kommer ingen justering att ske utan den privata intressentens kalkylränta blir 8,5 %.

Även en *Samarbetspartner* har ett särskilt intresse i att köpa en flygplats. De företagsspecifika effekterna för Samarbetspartners har sammanfattats i SWOT-analysen, se kapitel 5.5. För Samarbetspartners, Kastrup i det här fallet, är det mycket viktigt att Malmö-Sturup inte har nått sitt "tak" gällande antal rörelser, något som Kastrup däremot är nära att göra. Därav kan Malmö-Sturup agera som en avlastningsport till Kastrup. Vi har med hänsyn till faktorerna från SWOT-analysen resonerat oss fram till att justera ned riskpremien med en procentenhet.

Liksom för Samarbetspartners gäller alltså 3,5 % som riskfri ränta och 5 % i riskpremie. Som vi konstaterat ovan justerar vi ned riskpremien för Samarbetspartners med 1 %. Anledningen är att de tar risker på samma sätt som en privat ägare men att de har ett antal faktorer som kan ge fördelar för företaget, som till exempel avlastning. Samarbetspartners får således en kalkylränta på 7,5 %.

### 5.6.1 Shareholder Value analys

Efter att ha fastställt kalkylräntan kan vi nu genomföra de sex delmomenten i Shareholder Value analysen. Det första delmomentet, den historiska analysen, kommer givetvis se likadan ut för samtliga intressenter. Därav finns ingen anledning att diskutera detta delmoment något nämnvärt utifrån de olika perspektiven. Den historiska analysen, bilaga B.1, illustrerar kassaflödet för Sturup de sex senaste åren. Eftersom Sturup endast är en division i Luftfartsverket finns ingen kassaflödesanalys från flygplatsen, utan den som illustreras i bilaga B.1 är en konstruktion. Denna konstruktion är framförallt baserad på resultaträkningar

---

och uppgifter om anläggningstillgångarna. Bilaga B.2 kan ses som förslag till vad som kan ligga till grund för prognostiseringen. Här finns beräkningar, samband, både horisontellt och vertikalt. De horisontella sambanden visar förändringar mellan åren och de vertikala sambanden visar relationer inom respektive år. Genom att utföra dessa två typer av beräkningar kan värderaren sedan välja de samband som är starkast som grund till prognostiseringen. Vi har valt att genomgående använda vertikala samband eftersom de var mycket starka i Sturups fall.

Vid prognostiseringen, som är delmoment två, krävs inte bara att värderaren analyserar de historiska värdena utan det krävs även analyser av företagsklimatet, konjunkturen och företagets förutsättningar de närmsta åren. I prognostiseringen finns anledning att anta att olika intressenter har olika uppfattning om framtiden. Prognoserna för varje intressent visas i sin helhet i bilagorna B.3-B.6, där B.3 visar prognosen ur ett statligt perspektiv, B.4 ur ett kommunalt/regionalt perspektiv, B.5 ur ett privat perspektiv samt B.6 ur ett samarbetsperspektiv. Som tidigare nämnts så ligger den historiska analysen till grund för samtliga intressenters prognoser men ytterligare förändringar har genomförts beroende av ur vilken intressents perspektiv värderingen utförs.

Om Staten är intressent och i dagsläget ägare vill värdera Malmö-Sturup har vi gjort följande antaganden. För det första gäller det omsättningstillväxttakten. Den historiska analysen, det vill säga de fem senaste åren, visar att flygplatsen har haft en tillväxttakt på i genomsnitt 7,6 %. Tillsammans med SWOT-analysen i kapitel 5.5 har vi sedan bestämt den tillväxttakt som vi anser rimlig utifrån Staten som intressent. Vi har beslutat att fastställa tillväxttakten för Staten som intressent till 8 %. Givetvis är det svårt för företag att ständigt hålla en hög tillväxttakt i och med att de 8 procenten motsvaras varje år av ett högre belopp. Men vi anser ändå att Staten kan räkna med en åttaprocentig omsättningsökning de närmsta fem åren med hänsyn till dels den historiska tryggheten och SWOT-analysen samt dels den kommande konjunkturen. Vidare har vi gjort antaganden kring bruttomarginalen. Historiskt har marginalen varit mycket nära ■ % varje år de senaste fem åren.

Härnäst har vi beslutat att vid skatteberäkningen i prognostiseringen använda oss av den lagstadgade bolagsskattesatsen 28 %. Vid fastställandet av avskrivningar har vi blivit tvungna att göra en approximation. Anledningen är brist på historisk data från Malmö-Sturups flygplats och att avskrivningsbeloppen i bilaga B.1 endast är en konstruktion av hur nivåerna på avskrivningarna eventuellt har varit. För att erhålla ett värde för nyinvesteringar har vi valt det vertikala sambandet i bilaga B.2 för nyinvesteringars relation till rörelseintäkter. Som förändringar i rörelseresultat har vi valt att sätta noll kronor. Detta beror på att förändringar i rörelseresultatet brukar vara små och påverkar därmed inte utfallet i beräkningen i någon nämnvärd omfattning. Vi kommer dock testa större förändringar i rörelseresultatet vid känslighetsanalysen nedan.

De antaganden som gjorts utifrån Kommunen som intressent är som följer. Den första och en av de viktigaste faktorerna som påverkas av värderarens antaganden är omsättningstillväxttakten. Den historiska tillväxttakten visar att flygplatsen har haft en tillväxttakt på i genomsnitt 7,6 %. Tillsammans med SWOT-analysen i kapitel 5.5 och rådande konjunkturförhållanden har vi sedan bestämt den tillväxttakt som vi anser rimlig utifrån Kommunen som intressent. Vi har beslutat att fastställa tillväxttakten för Kommunen till 8 %. De faktorer som fastställts på samma sätt som vid Staten som intressent är antaganden kring bruttomarginalen, skattefaktorn, avskrivningsapproximationen samt förändringar i rörelseresultatet. För att erhålla ett värde för nyinvesteringar kommer vi

---

---

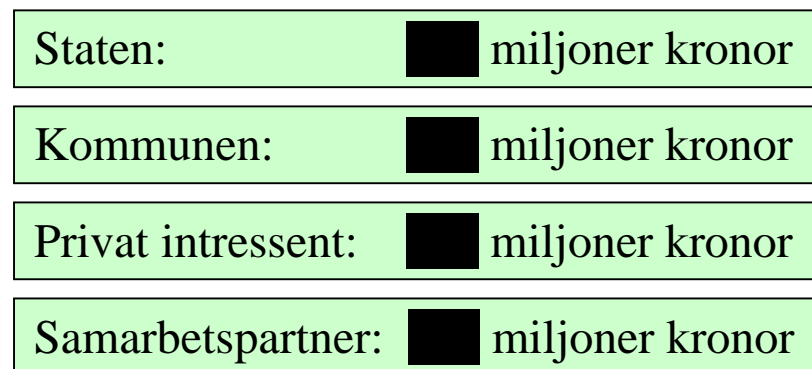
använda samma vertikala samband som ovan, det vill säga att om vi hade valt en annan omsättningstillväxttakt än Staten så hade vi erhållit ett annat värde än Staten för nivån på nyinvesteringarna.

Ur en privat intressents perspektiv har vi gjort antaganden i likhet med ovan. Omsättningstillväxttakten är en viktig faktor som är mycket svår att förutspå. Vi har valt att använda samma omsättningstillväxttakt för den privata intressenten, det vill säga 8 %, som för både Staten och Kommunen som intressenter, då vi inte finner någon anledning till varför tillväxttakten skulle avvika på grund av att ägaren är privat. Däremot eftersom den privata ägaren har ett vinstmaximerande syfte anser vi att det finns anledning att antaga att flygplatsen kommer att arbeta mer med kostnadsreduceringar. Enligt detta resonemang har vi därför bestämt en bruttomarginal på ■ % istället för de ■ % som vi använt vid beräkningarna för Staten och Kommunen som intressenter. För beräkningarna av skattefaktorn, avskrivningarna, nyinvesteringarna samt förändringar i rörelseresultatet har vi valt att inte avvika från det sätt som vi tagit fram siffrorna vid beräkningarna ur Statens perspektiv.

Samarbetspartner, det vill säga Kastrup, har lite andra förutsättningar än övriga intressenter eftersom de kan styra Malmö-Sturup i den riktning de önskar. Eftersom Kastrup har ett högt kapacitetsutnyttjande finns det stora möjligheter att Malmö-Sturup får agera som avlastning vid ett samgående. Därav finns goda förutsättningar för ökad omsättning för Malmö-Sturups flygplats vilket vi beaktar vid prognostiseringen. Denna diskussion torde innebära en högre omsättningstillväxttakt än för de övriga intressenterna, därför kommer vi i prognosen utföra beräkningar med en omsättningstillväxttakt på 10 %. För beräkningarna av skattefaktorn, avskrivningarna, nyinvesteringarna samt förändringar i rörelseresultatet har vi valt att inte avvika från de sätt som vi tagit fram siffrorna vid beräkningarna ur Statens perspektiv.

I delmoment tre skall värderaren bestämma avkastningskravet. Denna diskussion har förts ovan varför den inte kommer att ytterligare kommenteras här.

Delmoment fyra och fem finns illustrerade i bilagorna B.3-B.6. Resultat efter skatt vid sista året i prognosen ligger till grund för beräkningen av restvärdet som sedan diskonteras till nuvärde. Även de fria kassaflödena för samtliga fem år diskonteras till nuvärde och adderas sedan med nuvärdet av restvärdet. Till detta värde adderas värdepappersinnehav och skulderna subtraheras. De värden vi erhållit för respektive intressent har vi sammanställt i figur 5.10 nedan. Efter de antaganden som gjorts samt de beräkningar vi utfört har vi erhållit fyra företagsvärden utifrån de olika intressenternas relation till flygplatsen. För Staten är flygplatsen värd ■ miljoner kronor, för Kommunen är flygplatsen värd ■ miljoner kronor, för den Privata intressenten är flygplatsen värd ■ miljoner kronor och för Samarbetspartnern är flygplatsen värd ■ miljoner kronor. För att stödja de framräknade värdena kommer vi nedan räkna fram ett substansvärde som ett referensvärde. Ytterligare diskussion kring de framräknade värdena kommer att föras i kapitel 6.5.



Figur 5.10 Avkastningsvärdering Sturup

Det avslutande delmomentet är en mycket viktig del i analysen. I känslighetsanalysen testar värderaren effekterna av de antaganden som har gjorts. Vi har valt ut de fyra mest kritiska antaganden som har gjorts i prognosen och testat hur stora utslagen blir om vi hade gjort våra antaganden på ett annat sätt. Beaktas bör att varje faktor i känslighetsanalysen testas ceteris paribus, det vill säga allt annat lika. I realiteten kan flera av dessa faktorer avvika, vilket kan få än större avvikelse på resultatet. De faktorer vi valt att testa i känslighetsanalysen är kalkylräntan, omsättningstillväxttakten, bruttomarginalen och förändringar i rörelsekapitalet alternativt nettoinvesteringarna. Att vi kan testa de två sistnämnda samtidigt beror på att dess förändringar får exakt samma utslag på det framräknade företagsvärdet. De faktorer som vi inte valt att analysera i känslighetsanalysen är avskrivningarna och skattefaktorn. Anledningen till att vi inte tagit med avskrivningarna beror på att den ursprungligen endast utgör en approximation i prognostiseringen. Därav finner vi det svårt att utföra en känslighetsanalys på avskrivningarna som är tillräckligt tillförlitlig. Dessutom består avskrivningarna i prognoserna på så små värden att tester på avvikelser hade inneburit väldigt små förändringar på det framräknade företagsvärdet. Anledningen till att vi inte testat skattefaktorn beror på att vi inte har någon historisk data från Malmö-Sturup om skattefaktorn. Vi anser därför att det inte finns någon anledning att testa någon annan skattesats än den lagstadgade bolagsskatten på 28 %.

Statens känslighetsanalys har givit följande utslag; Vi började känslighetsanalysera kalkylräntan. Kalkylräntan, som vi antagit är 6,5 % för Staten, är en av de viktigaste faktorerna vid beräkningen av ett företagsvärde, inte mindre är kalkylräntan ändå ett antagande och måste därför testas. Vi testar att höja respektive sänka kalkylräntan med först en och sedan även med två procentenheter. Resultatet innebar att vi fick en mycket stor variation på företagsvärdet, från ■ miljoner kronor till ■ miljoner kronor. Dessa siffror visar hur viktigt antagandet om kalkylräntan är. Eftersom vi har gjort antaganden kring fastställandet av kalkylräntan gäller följaktligen att värderingen bör tolkas med viss försiktighet. Den andra faktorn vi har testat är omsättningstillväxttakten. Statens omsättningstillväxttakt har vi antagit till 8 % och sedan testat avvikelser med två och fyra procentenheter. Resultatet blev ett företagsvärde mellan ■ och ■ miljoner kronor. Likaså har vi testat avvikelser med två till fyra procentenheter på bruttomarginalen. Resultatet på denna känslighetsanalys blev ett företagsvärde mellan ■ och ■ miljoner kronor. Både omsättningstillväxttakten och bruttomarginalen har en viss känslighet vad gäller antaganden i prognostiseringen. Eftersom vi ursprungligen antog en relativt låg omsättningstillväxttakt blir inte avvikelserna i känslighetsanalysen särskilt stora. Till sist har vi testat förändringar i rörelseresultat alternativt i nettoinvesteringarna. Vi har i känslighetsanalysen lagt till



---

respektive dragit ifrån 10 och 20 miljoner kronor per år. Resultatet blev ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor. De värden som vi angivit i känslighetsanalysen till rörelseresultatet alternativt nettoinvesteringarna är relativt stora och gav ändå inte något särskilt stort utslag på företagsvärdet, vilket innebär att antaganden kring förändringen av rörelseresultatet alternativt nettoinvesteringarna inte är det mest kritiska faktorerna vid prognostiseringen.

Vid en känslighetsanalys av Kommunens värden fick vi följande utslag. Kalkylräntan som vi har fastställt till 6 % testades med avvikelser med ökning respektive minskning av två procentenheter. Resultatet blev ett företagsvärde mellan ■■■ till ■■■ miljoner kronor. Det framgår mycket tydligt vilken viktig roll kalkylräntan får i beräkningen av ett företagsvärde. Även här kan konstateras att värderingen bör tolkas med viss försiktighet. Vidare testade vi, precis som för Staten, att öka respektive minska omsättningstillväxttakten och bruttomarginalen med två och fyra procentenheter. Omsättningstillväxttakten gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor och förändringar i bruttomarginalen gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor. Dessa faktorer har följaktligen viss påverkan på företagsvärdet. Gällande förändringar i rörelseresultatet alternativt nettoinvesteringarna gav känslighetsanalysen, i likhet med ovan, relativt små utslag trots de stora skillnaderna i värden som testades. Följaktligen kan vi konstatera att dessa faktorer inte påverkar utfallet i beräkningen av företagsvärdet i någon nämnvärd omfattning.

Vid en känslighetsanalys av den privata ägarintressentens värden fick vi följande utslag; Kalkylräntan som vi har fastställt till 8,5 % testades på samma sätt som ovan. Resultatet blev ett företagsvärde mellan ■■■ till ■■■ miljoner kronor. Även här framgår tydligt kalkylräntans vikt vid beräkningarna. Således kan även här konstateras att värderingen bör tolkas med viss försiktighet. Vidare testade vi att öka respektive minska omsättningstillväxttakten och bruttomarginalen med två och fyra procentenheter. Omsättningstillväxttakten gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor och förändringar i bruttomarginalen gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor. Även här kan vi fastställa att dessa faktorer har en påverkandegrad på företagsvärdet. Förändringar i rörelseresultatet alternativt nettoinvesteringarna gav känslighetsanalysen, i likhet med ovan, relativt små utslag trots de stora skillnaderna i värden som testades. Följaktligen kan vi även här konstatera att dessa faktorer inte påverkar utfallet i beräkningen av företagsvärdet i någon nämnvärd omfattning.

En känslighetsanalys av Samarbetspartnerns värden gav följande utslag; Kalkylräntan som vi har fastställt till 7,5 % testades på samma sätt som ovan. Resultatet blev ett företagsvärde mellan ■■■ till ■■■ miljoner kronor. Kalkylräntan har sin betydelse även här och således kan vi konstatera att värderingen bör tolkas med viss försiktighet. Vidare testade vi att öka respektive minska omsättningstillväxttakten och bruttomarginalen med två och fyra procentenheter. Omsättningstillväxttakten gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor och förändringar i bruttomarginalen gav ett företagsvärde mellan ■■■ och ■■■ miljoner kronor. Dessa faktorer har, som tidigare nämnts, betydelse vid beräkningen av ett företagsvärde. Avslutningsvis testade vi förändringar i rörelseresultatet alternativt nettoinvesteringarna i en känslighetsanalys och, i likhet med ovan, gav företagsvärdena relativt små utslag trots de stora skillnaderna i värden som testades. Följaktligen kan vi även här konstatera att dessa faktorer knappt påverkar utfallet i beräkningen av företagsvärdet.

## 5.7 Substansvärdering

Vid substansvärderingen av Malmö-Sturups flygplats har vi beräknat denna som det bokförda värdet utan hänsyn till latent skatteskuld. Anledningen till att vi valt att inte ta hänsyn till latent skatteskuld är att vi räknar med att en eventuell köpare inte kommer att sälja av verksamheten eller delar av verksamheten.

Vi har även beslutat att värdera upp anläggningstillgångarna. En anledning är, som nämnts i kapitel 4.7, att stora delar av anläggningstillgångarna anskaffades i samband med att flygplatsen anlades. Dessa anläggningstillgångar är nödvändiga för flygplatsens fortlevnad men kräver snarare underhåll än nyinvesteringar. Därav kan tänkas att många av dessa tillgångar är avskrivna eller har till stor del avskrivits trots att de fortfarande fyller en viktig funktion för flygplatsen. Samtidigt bör beaktas att det finns en anledning till varför olika anläggningstillgångar har olika avskrivningstider. Vi har därför med viss försiktighet valt att värdera upp Malmö-Sturups flygplats anläggningstillgångar med 10 %. Den 31 december 2002 var flygplatsens anläggningstillgångar värda ■■■ miljoner kronor, vilket innebär att vid en uppvärdering med 10 % blir det nya värdet på anläggningstillgångarna ■■■ miljoner kronor. Denna uppvärdering är en approximation av verkligheten som inte går att jämföra med en bokföringsmässig uppvärdering. Eftersom syftet med substansvärderingen i detta fall är att räkna fram ett referensvärde att jämföra med avkastningsvärdet, är det inte av största vikt att få fram ett så exakt referensvärde som möjligt utan snarare ett ungefärligt värde som värderaren kan relatera avkastningsvärdeberäkningen till.

Eftersom Malmö-Sturup endast är en division av LFV existerar ingen balansräkning som visar hur flygplatsens tillgångar och skulder fördelas. Den största posten på tillgångssidan är anläggningstillgångar och det är också den posten som är intressant för en potentiell köpare. På flygplatsens skuldsida är det i dagsläget LFV som tar ansvar för skulderna, vilket försvårar en konstruktion av Malmö-Sturups balansräkning. Vi har därför valt att använda värdet på anläggningstillgångarna, det vill säga ■■■ miljoner kronor, som substansvärde/referensvärde till det framräknade företagsvärdet.

**Substansvärde: ■■■ miljoner kronor**

*Figur 5.11 Substansvärde Sturup*

## 5.8 Uppsummering och reflektioner

I detta kapitel har vi tillämpat vår i analysen (kapitel 4) utvecklade värderingsmodell på Malmö-Sturups flygplats. Intressenterna har bestämts till LFV, Malmö kommun, en Privat intressent och Kastrups flygplats. I tillämpningen för företagsanalysen och den finansiella analysen har områden samlats som berör samtliga intressenter, medan intressentspecifika områden diskuterats för sig.

SWOT-analysen har genomförts på det förfaringsätt som vi statuerade i kapitel 4. Dock har en hel del faktorer kommit att bli gemensamma för flera intressenter vilket i sig inte är märkvärdigt då vi för samtliga utgår från ett ägarperspektiv.

De kritiska faktorer som för var och en av de fyra intressenterna framkommit via SWOT-analysen används i avkastningsvärderingen för att underlätta prognostiseringen av de fria kassaflödena samt vid framtagandet av kalkylräntan. När prognosen utförts, har vi till stor del använt oss av den utförda historiska analysen där SWOT-analysen sedan bidragit till att göra prognosen intressentspecifik. På detta sätt har exempelvis omsättningstillväxten kommit att hamna mellan 8-10 % för de fyra intressenterna.

För att ta fram kalkylräntan för varje intressent har en hel del antaganden behövt göras. Riskpremien är generellt satt till 5 %, denna nivån har sedan justerats genom att olika riskmoment bedömts ur gjord SWOT-analys för respektive intressent. Kalkylräntan har kommit att hamna på mellan 6-8,5 % för de fyra intressenterna.

Ett värde har sedan för varje intressent beräknats (se bilaga B.1-B.6) och utfallit enligt följande; Malmö-Sturups flygplats har ur LfV:s perspektiv värderats till ■■■ miljoner kronor, ur Malmö kommuns perspektiv till ■■■ miljoner kronor, ur en Privat intressents perspektiv till ■■■ miljoner kronor och ur Kastrups perspektiv till ■■■ miljoner kronor. Vår gjorda substansvärdering uppgick till ■■■ miljoner kronor.

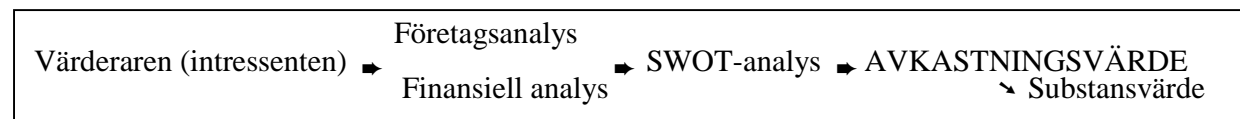
Substansvärdet (■■■ miljoner kronor) uppgår till det lägsta av värdena vilket i sig tyder på att det finns en avkastningspotential för var och en av intressenterna. För den privata intressenten har beräknats det lägsta av intressentvärdena (■■■ miljoner kronor). Anledningen är främst att den privata intressenten kalkylerats den högsta riskpremien samt att man i prognosen inte tillskrivits något större mervärde i vunna synergier. Malmö kommun är den intressent för vilken värdet av Sturup har kommit att bli högst (■■■ miljoner kronor). Detta har främst föranletts av att vi tror att samarbete mellan kommun och flygplats kan få stora positiva effekter för utvecklingen av både regionen och Sturup, vilket underbygger ett lägre risktagande och därmed en lägre kalkylränta.

## 6. RESULTAT

*I detta kapitel redovisar vi våra slutsatser av analysen i kapitel 4 och appliceringen på Malmö-Sturup i kapitel 5 samt ger svar på de frågor vi ställde inledningsvis. Kapitlet avslutas med ett förslag till fortsatt forskning.*

### 6.1 Hur värderas en flygplats?

Syftet med detta arbete har varit att utveckla en värderingsmodell för flygplatser. För att realisera syftet och svara på frågan –Hur värderas en flygplats? har vi använt oss av en teoretisk referensram som i analysen anpassats till objektet flygplats med hjälp av insamlat empiriskt material. Resultatet, som vi benämner ”Värderingsmodell –Flygplats”, har inriktats mot att generera ett finansiellt värde med utgångspunkt från ett ägarperspektiv.



Figur 6.1 ”Värderingsmodell –Flygplats”

Vår utvecklade ”Värderingsmodell –Flygplats” (figur 6.1) framställer en metod som en enskild intressent kan använda för att bedöma värdet av en flygplats. I vår analys (kapitel 4) finns beskrivet hur varje del av ”Värderingsmodell –Flygplats” är utformad och tillämpningen i kapitel fem på Malmö-Sturups flygplats ger ett förslag på hur modellen kan användas i praktiken.

Har vi nu, med vår utformade värderingsmodell, svarat på frågan –Hur värderas en flygplats? Faktum är att det är svårt, i princip omöjligt som Hult (1998) skriver, att på ett generellt sätt bestämma hur en företagsvärdering skall utföras. Beroende på intressentens särskilda situation och unika perspektiv präglas företags värdet av subjektivitet och det finns härmed ingen exakt vetenskap om hur en företagsvärdering skall genomföras. Svar på ovan ställda fråga utgörs därför av ett förslag på värderingsmetod.

Vår utvecklade ”Värderingsmodell –Flygplats” har resulterat i en metod, eller ett tillvägagångssätt, på vilket en ägarintressent kan bedöma ett finansiellt värde för en flygplats.

### 6.2 Intressentperspektiven

Vi valde tidigt i arbetet att avgränsa oss mot intressenter med någon form av ägarperspektiv på flygplatsen. Denna avgränsning utgjorde grunden för att vi valde en teoretisk modellkedja med avsikt att generera ett finansiellt värde för flygplatsen. Uppdelningen av flygplatsägande i Sverige är spridd mellan stat, kommun och ett fåtal privata intressenter som alla torde ha ett

egenupplevt värde av den enskilda flygplatsen. Genom vår ”Värderingsmodell –Flygplats” ges den enskilda eller potentiella ägaren möjlighet att återge detta egenupplevda värde i det beräknade avkastningsvärdet.

Betydelsen av ”egenupplevt värde” har sin grund i att varje intressent, som ägare, kan påverka utvecklingen av flygplatsen eller påverkas av densamma. SWOT-analysen har i vår modell denna specifika uppgift att filtrera ut faktorer som är kritiska för intressenten som ägare av flygplatsen. Exempelvis kan Staten och Kommunen tänkas fokusera faktorer runt flygplatsens service-roll i större utsträckning än den privata intressenten som torde ha resultat/vinstmaximering högt prioriterat. Dessa olika faktorer påverkas av, eller påverkar skilda intressenter i olika grad och får därmed betydelse för prognosen och kalkylräntan vid genomförandet av avkastningsvärdering. Det är på detta sätt vårt resultat ”Värderingsmodell – Flygplats” speglar den enskilda intressentens egenupplevda värde av flygplatsen.

## 6.3 Användbarhet

Vi har kunnat konstatera att vår modell resulterat i ett från intressentens perspektiv egenupplevt värde av flygplatsen. Frågan vi då ställer oss är hur detta värde kan tillämpas och användas?

Det finns två situationer för en intressent med ägarperspektiv, antingen är man redan ägare eller finns det ett tänkbart ägarskap till flygplatsen. Vid situationen där intressenten endast utgör en tänkbar ägare kan värdet användas som utgångspunkt vid en förhandlingssituation. Är intressenten en spekulant till att förvärva flygplatsen utgör värdet en form av högsta nivå på förvärvspriset. Att betala ett högre pris än det egenupplevda värdet torde vara en dålig affär. Utgångspunkten för intressenten är då att inte betala mer än det framräknade värdet enligt ”Värderingsmodell –Flygplats”.

Vid situationen där intressenten själv äger flygplatsen ter sig användningsområdet inte lika självklart. Men på samma sätt som en icke-ägare kan använda sitt värde som riktpunkt vid en förhandlingssituation kan ägaren också utnyttja ett framräknat värde på liknande sätt. Att sälja företaget till ett lägre pris än ”värdet” torde vara en dålig affär då man kunnat tjäna mer på att driva flygplatsen vidare i egen regi. Dock måste det sägas att en förvärvssituation alltid handlar om en förhandling där också helt andra aspekter kan komma att vägas in i det slutgiltiga priset, därför är värdet som sagt endast en utgångspunkt för intressenten.

Vi ser också ett användningsområde för flygplatsägaren i att profilera sig mot omvärlden genom att statuera ett värde av flygplatsen. Staten som ägare kan exempelvis upplysa allmänheten och andra intressenter om hur man ser på värdet av den enskilt ägda flygplatsen. Att upplysa om hela värderingsprocessen i ”Värderingsmodell –Flygplats” kan användas för att motivera ett ägarskap –*vi ser detta värdet i flygplatsen!* Liksom Staten kan motivera ett ägande från ett samhällsperspektiv kan möjligtvis en konkurrerande flygplats göra en värdering utifrån ett samarbetsperspektiv och på detta sätt motivera ett samgående –*vi kan uppnå detta värde vid ett samgående.*

Som vi tidigare beskrivit är flygplatsen ett unikt värderingsobjekt ur många aspekter. Frågan är om det finns andra objekt som värderingsmodellen direkt kunde tillämpas på? Om vi ser till organisationer som är kapitalintensiva, servicebetonade och inriktade mot kommunikation finns det troligtvis ett användningsområde för företag inom både tågtrafik och båttrafik. En

---

direkt tillämpning är dock inte att föredra, både företagsanalysen och den finansiella analysen skulle förmodligen behöva en viss form av modifiering.

## 6.4 Hur trovärdig är vår modell?

Frågan om värderingsmodellens trovärdighet leder oss in på området för kritik mot vårt resultat. Vi har redan i vår metod i kapitel två beskrivit vikten av att förhålla sig kritisk till dels använda teorier och dels till insamlat empiriskt material.

Vi har i analysen (kapitel 4) nyttjat vår teoretiska referensram i syfte att utveckla denna genom vårt empiriska material. Här finns två områden som vi bör reflektera över, dels konsekvensen av den tolkning vi gjort av de teoretiska modellerna och dels hur objektiva vi har kunnat förhålla oss till empirin. Vår tolkning av den teoretiska referensramen gör vi utifrån vår egen förmåga och den kunskap som vi besitter. Det är därför viktigt att läsaren också förhåller sig kritisk till vår tolkning och på så sätt själv bildar sig en uppfattning om trovärdigheten av detta arbete.

Vad gäller vårt förhållningssätt till insamlad empiri har vi haft som utgångspunkt att våra informationskällor inte haft något intresse av att framställa förvrängd data i ett egenintresse. Vår datainsamling har inriktats på att samla in material om flygplatser i allmänhet och inte från något specifikt objekt med risk för ett egenintresse. Därmed inte sagt att allt material inte är hämtat från specifika objekt. En stor del av vår primärdata är hämtad från intervjuer med ekonomichef Cecilia Hagert på Malmö-Sturups flygplats och detta material är således påverkat av Sturups situation. Risken med detta är att vår modell blir utvecklad efter material som gäller för Sturup och som inte kan göras generellt för flygplatser i allmänhet. Vi har dock hämtat information via Internet, tidningar och andra källor för sekundärdata, varpå vi har sökt att sortera ut och förankra insamlad data såsom generell för flygplatser i allmänhet. Vi har givetvis också genom vår egen förmåga och kunskap granskat insamlad data för att bedöma den som generell för flygplatser. Sammantaget finner vi att "Värderingsmodell –Flygplats" har förankring och trovärdighet för att användas på svenska flygplatser och vi ser också att modellen bör kunna utsträckas till flygplatser utanför Sveriges gränser.

## 6.5 Malmö-Sturup

Då vi tillämpade vår anpassade modell på Malmö-Sturups flygplats fick vi, inte helt oväntat, fram fyra olika företagsvärden utifrån de fyra olika intressentperspektiven. Vi kan därmed konstatera att det just i det här fallet spelade en stor roll i vems intresse värderingen utfördes. Det torde inte heller vara helt orimligt att anta att så är fallet även då en annan flygplats än Sturup värderas. De fyra olika intressenterna i vår intressentmodell är alla mer eller mindre tänkbara ägare, om än med olika grad av aktualitet, till flygplatser definierade som den flygplatstyp den här uppsatsen fokuserar.

Vi har tidigare konstaterat att perspektivet utifrån vilket värderingen utförts spelat en betydande roll vid företagsvärdering. Nu har vi dessutom upplevt att olika värderingar utifrån samma perspektiv, ägarperspektivet, likväl kan variera beroende på förutsättningarna kring den specifika intressentens situation. Värderingens subjektivitet bör betonas och varje enskild

intressent kan beräkna ett eget personligt värde som visar vad flygplatsen är värd i just det fallet för just den intressenten.

Att Malmö kommun är den intressent för vilken värdet av Sturup har kommit att bli högst (■ miljoner kronor) har främst föranletts av att vi tror att samarbete mellan kommun och flygplats kan få stora positiva effekter för utvecklingen av både regionen och Sturup. Det är inte alla regioner som är lika dynamiska som den där Sturup är belägen, men ett positivt samband mellan en bra flygplats och en regions utveckling torde ändå föreligga.

Substansvärdet (■ miljoner kronor) är lägre än alla de framräknade avkastningsvärdena vilket tyder på att det finns en avkastningspotential för var och en av intressenterna. Sturup har mycket outnyttjad kapacitet samt goda förutsättningar för en stark utveckling och skulle säkerligen kunna skåda en mycket annorlunda framtid med en annan ägarstruktur än den som föreligger idag.

## 6.6 Förslag till fortsatt forskning

Möjlighet finns att fortsätta utveckla vår värderingsmodell för flygplatser men också att använda liknande metod för att utveckla och tillämpa modeller för liknande värderingsobjekt. Metoden hade även kunnat användas för andra typer av företag, men då förmodligen med ett helt annat innehåll och troligtvis också med en mindre betoning på substansvärdet.

En företagsvärdering för flygplatsen hade också kunnat göras ur andra perspektiv än utifrån ägarens. Förslagsvis hade det varit intressant att genomföra en värdering ur kundens (flygbolagens) perspektiv för att bedöma flygplatsens attraktionsvärde gentemot dessa. Målet hade då förmodligen inte blivit att ta fram ett finansiellt värde utan istället inrikta sig mot ett kvalitativt ”mjukt” värde.

---

# KÄLLFÖRTECKNING

## Litteratur:

Andersson, Sten (1979): *Positivism kontra hermeneutik*. Korpen, Göteborg

Boman, Ragnar, Mats Edman & Jan Mosander (1989): *Konsten att undersöka företag*. Tiden, Oslo

Chambers, Donald R & Nelson J Lacey (1994): *Modern Corporate Finance*. Harper Collins, New York

Ejvegård, Rolf (2003): *Vetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund

Elgmork, Kåre (1985): *Vetenskaplig metod*. Liber AB, Malmö

Eriksson, Lars Torsten & Finn Wiedersheim-Paul (1997): *Att utreda forska och rapportera*. Liber AB, Malmö

Gorton, Lars (2002): *Due diligence –Garantier och undersökning vid olika avtalstyper*. Studentlitteratur, Lund

Hallgren, Örjan (1998): *Finansiell metodik*. Ekonomibok Förlag AB, Helsingborg

Hansson, Sigurd, Per Arvidson & Hans Lindquist (2001): *Företags- och räkenskapsanalys*. Studentlitteratur, Lund

Hermerén, Göran (1972): *Värdering och objektivitet*. Studentlitteratur, Lund

Hult, Magnus (1998): *Värdering av företag*. Liber AB, Malmö

Igelström, Bengt & Anne-Marie Joelsson (2001): *Företagsanalys*. Xantro, Hästveda

Jäghult, Bo (1989): *Värdering och styrning av kunskapsföretag*. Liber AB, Malmö

Kotler, Philip, Gary Armstrong, John Saunders & Veronica Wong (1999): *Principles of marketing*. Prentice Hall Europe

Lekvall, Per & Clas Wahlbin (1993): *Information för marknadsföringsbeslut, 3<sup>rd</sup> edition*. IHM Förlag AB, Göteborg

Lundén, Björn & Gunnar Ohlsson (1999): *Bokslutsanalys*. Björn Lundén Information AB, Näsviken

Olsson, Jan & Per-Hugo Skärvad (1999): *Företagsekonomi 99*. Liber AB, Malmö

Olve, Nils-Göran (1988): *Företag köper företag*. Mekanförbundets förlag, Uppsala



Ramberg, Göran (1991): "Något om värdering av 'måttligt stora företag'", i Boel Flodgren (Red.) *Värdering av företag*, Handelsrättslig skriftserie Nr. 4, Juristförlaget, Lund

Rappaport, Alfred (1998): *Creating Shareholder Value*. The Free Press. New York

Ryan, Bob, Robert W Scapens & Michael Theobald (1992): *Research method and methodology in finance and accounting*. Academic Press, London

Saunders, Mark, Philip Lewis & Adrian Thornhill (2003): *Research Methods for Business Students*. Prentice Hall, London

#### *Artiklar:*

Karlsson, Staffan (2003): *Sturup 30 år*, Sturup Magazine, 2003/1

Wallin, Ingvar (2000), *Sturups vintertrafik ökar*, Sturup Magazine, 2000/2

*Kastrup Sturups vän –inte en rival* (2003, 8 maj). Sydsvenska Dagbladet, s C11

#### *Rapporter:*

Andersson, Åke E & Arne Karyd (1998): *Behovet av flygkapacitet i södra Skandinavien*, Stockholm

*Frågor och svar om flyg och samhälle* (2001). Luftfartsverket

Holmér, Johan (2000): *Växjö flygplats betydelse för den regionala utvecklingen*, Luftfart och samhälle, rapport 2000:5

#### *Årsredovisningar:*

Luftfartsverkets Årsredovisning 2002

Copenhagen Airports A/S Annual Report 2002

#### *Elektroniska källor:*

Flygtorget's hemsida: [www.flygtorget.se](http://www.flygtorget.se), 2003-05-01

Luftfartsverkets hemsida: [www.lfv.se](http://www.lfv.se), 2003-04-15

Stockholmsbörsens hemsida: [www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se), 2003-05-21

*Dokument med begränsad cirkulation:*

Janghed Askler, My, Mats Johansson, Linda Kihlstrand & Peter Vakker (2003):  
*Företagsbedömning PM5*, Lund

Hagman, Torgil (2001): *Företagsförvärv Utvecklingsstrategi*, Deloitte & Touche

Luftfartsverket (2000): *Malmö-Sturup Flygplats, Utvecklingsplan*

Luftfartsverket Resenärsundersökning 2001:2, 2000:2

GFK (1998): *Luftfartsverket Travel Habits Attitudes Survey*

*Lagrum*

Årsredovisningslagen (1995:1554)

*Personliga intervjuer*

Personliga intervjuer med Cecilia Hagert, Ekonomichef på Malmö-Sturups flygplats (2003-04-14, 2003-05-12, 2003-06-02)

## Bilaga A.1 Företagsanalys

FAKTORER	Mått	Enhet
<u>OMVÄRLD</u>		
Marknad:	Upptagningsområde (max sträckning) Flygplatser inom upptagningsområde	<i>Befolkningsstorlek Namn (inkl passagerarantal senaste år)</i>
Konjunktur:	Alternativa kommunikationsmedel Marknadsförändringar Passagerarantal, landet. Linjefart&Charter Prisutveckling (generellt)	<i>Berskrivning av bil, tåg, buss, båt etc. Öppet svar Antal senaste år (+ % förändring fg år) Konsumentpriser (flygbiljetter)</i>
Legala aspekter:	Möjliga beslut med positiv inverkan Möjliga beslut med negativ inverkan	<i>Öppet svar Öppet svar</i>
Psykologiska faktorer:	Upplevd säkerhet, flygplatsens passagerare Av flygplatsen indragna destinationer pga hot	<i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år) Antal reguljära linjer senaste år</i>
<u>FLYGPLATS</u>		
Kapacitet:	Tillåtna rörelser per år (tungt flyg) Terminalkapacitet Bankapacitet Uppställningsplatser för stora flygplan Uppställningsplatser för små flygplan Bilparkeringskapacitet	<i>Antal per år Antal årspassagerare Antal banor Antal Antal Antal platser</i>
Flygutbud:	Direkt destinationer inrikes Avgångar per dag (inrikes) Destinationer utrikes (reguljär och charter) Avgångar per dag (utrikes) Flygbolag som kunder, inrikes Flygbolag som kunder, utrikes reguljär Flygbolag som kunder, utrikes charter	<i>Antal resmål Totalt antal Antal resmål Totalt antal Antal och Namn på kunderna Antal Antal</i>
Resultat:	Passagerare Antal rörelser (tungt flyg) Kapacitetsutnyttjande(antalet tillåtna rörelser)	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år) Antal %</i>
Tillgänglighet:	WLU Avstånd till större stad Vägnät Offentliga kommunikationsmedel	<i>Storlek (+ % förändring fg år) Antal km Antal anslutningar samt vägklass Antal (inkommande/dygn, högst)</i>
Image:	Flygplatsens invigningsår Passagerarnöjdhet -reseutbud Passagerarnöjdhet -service Incidenter med personskador	<i>Årtal Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år) Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år) Antal senaste 2 år</i>
Organisation:	Operativ personal Lednings, stabs & administrationspersonal	<i>Antal Antal</i>
Potential:	Möjlighet att utöka flygtrafik med befint kap. Möjlighet att utöka kapacitet	<i>Öppet svar Öppet svar</i>
Avtal:	Butik/restaurang avtal Arenderingsavtal Reklamavtal	<i>Yta att hyra ut Intäkter senaste år Intäkter senaste år</i>
<u>ÖVRIGT</u>		

## Bilaga A.2 Företagsanalys –LFV

FAKTORER	Mått	Enhet	Utfall
<u>OMVÄRLD</u>			
Marknad:	Upptagningsområde (max sträckning) Flygplatser inom upptagningsområde	<i>Befolkningsstorlek</i> <i>Namn (inkl passagerarantal senaste år)</i>	från dec 2002 om inte annat anges 3,5 miljoner (år 2001) Kastrup (18 milj); Ängelholm (350 000); Kristianstad (132 000); Halmstad (132 000); Ronneby (214 000)
Konjunktur:	Alternativa kommunikationsmedel Marknadsförändringar Passagerarantal, landet. Linjefart&Charter Prisutveckling (generellt)	<i>Beskrivning av bil, tåg, buss, båt etc.</i> <i>Öppet svar</i> <i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Konsumentpriser (flygbiljetter)</i>	Kännbar konkurrens till Stockholm med bil och tåg Ökad integration med Själland via bron. Lågprisbolag in på marknaden 29,7 miljoner (-7,5 %) Utveckling mot lägre priser under 2001-2002
Legala aspekter:	Möjliga beslut med positiv inverkan Möjliga beslut med negativ inverkan	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	- -
Psykologiska faktorer:	Upplevd säkerhet, flygplatsens passagerare Av flygplatsen indragna destinationer pga hot	<i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal reguljära linjer senaste år</i>	74 % upplever Sturups flygplats som säker (- 7 % enheter) 0
<u>FLYGPLATS</u>			
Kapacitet:	Tillåtna rörelser per år (tungt flyg) Terminalkapacitet Bankapacitet Uppställningsplatser för stora flygplan Uppställningsplatser för små flygplan	<i>Antal per år</i> <i>Antal årspassagerare</i> <i>Antal banor</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i>	40 000 4,5 miljoner 2 rullbanor 20 7
Flygutbud:	Bilparkeringskapacitet Direkt destinationer inrikes Avgångar per dag (inrikes) Destinationer utrikes (reguljär och charter) Avgångar per dag (utrikes) Flygbolag som kunder, inrikes Flygbolag som kunder, utrikes reguljär Flygbolag som kunder, utrikes charter	<i>Antal platser</i> <i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal och Namn på kunderna</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i>	Drygt 4000 3; Stockholm, Västerås och Örebro 28 till Stockholm, 2 till Västerås och 2 till Örebro cirka 30 varierande 3; SAS, Malmö aviation och Skyways 3; Malmö aviation, Ryanair, Air Lithuania 13; Apollo, Always, Fritidsresor, Spies, Ving, Scandjet, Solresor, Transsylvanian Resor, Pronavia, Balkan Tours, Croatia Tours, Kroatien specialisten, Paralela 45
Resultat:	Passagerare Antal rörelser (tungt flyg) Kapacitetsutnyttjande(antalet tillåtna rörelser) WLU	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal</i> <i>%</i> <i>Storlek (+ % förändring fg år)</i>	1,9 miljoner (-6,9%) 26 664 67% 2,1 miljoner (-3,3%)
Tillgänglighet:	Avstånd till större stad Vägnät Öfentliga kommunikationsmedel	<i>Antal km</i> <i>Antal anslutningar samt vägklass</i> <i>Antal (inkommande/dygn, högst)</i>	30 km Malmö 1 anslutande motortrafikled (från Malmö) Flygbuss (22st från både Malmö&Lund, vardagar)
Image:	Flygplatsens invigningsår Passagerarmöjdhet -reseutbud Passagerarmöjdhet -service Incidenter med personskador	<i>Årtal</i> <i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal senaste 2 år</i>	1972 finns ej att tillgå 83 % positiva till servicenivån på Sturup (+ 1 % enhet) 5
Organisation:	Operativ personal Lednings, stabs & administrationspersonal	<i>Antal</i> <i>Antal</i>	96 33
Potential:	Möjlighet att utöka flygtrafik med befint kap. Möjlighet att utöka kapacitet	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	Goda möjlighet finns att utöka ban-, terminal- och parkeringskapacitet Tillståndet på 40 000 måste omprövas -osäkert.
Avtal:	Butik/restaurang avtal Arenderingsavtal Reklamavtal	<i>Yta att hyra ut</i> <i>Intäkter senaste år</i> <i>Intäkter senaste år</i>	finns ej att tillgå kr kr
<u>ÖVRIGT</u>			
LFV:s investeringssituation kan missgynna Sturup			

## Bilaga A.3 Företagsanalys –Malmö kommun

FAKTORER	Mått	Enhet	Utfall
från dec 2002 om inte annat anges			
<b>OMVÄRLD</b>			
Marknad:	Upptagningsområde (max sträckning) Flygplatser inom upptagningsområde	<i>Befolkningsstorlek</i> <i>Namn (inkl passagerarantal senaste år)</i>	3,5 miljoner (år 2001) Kastrup (18 milj); Ängelholm (350 000); Kristianstad (132 000); Halmstad (132 000); Ronneby (214 000)
Konjunktur:	Alternativa kommunikationsmedel Marknadsförändringar Passagerarantal, landet. Linjefart&Charter Prisutveckling (generellt)	<i>Beskrivning av bil, tåg, buss, båt etc.</i> <i>Öppet svar</i> <i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Konsumentpriser (flygbiljetter)</i>	Kännbar konkurrens till Stockholm med bil och tåg Ökad integration med Själland via bron. Lågprisbolag in på marknaden 29,7 miljoner (-7,5 %) Utveckling mot lägre priser under 2001-2002
Legala aspekter:	Möjliga beslut med positiv inverkan Möjliga beslut med negativ inverkan	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	- -
Psykologiska faktorer:	Upplevd säkerhet, flygplatsens passagerare Av flygplatsen indragna destinationer pga hot	<i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal reguljära linjer senaste år</i>	74 % upplever Sturups flygplats som säker (- 7 % enheter) 0
<b>FLYGPLATS</b>			
Kapacitet:	Tillåtna rörelser per år (tungt flyg) Terminalkapacitet Bankapacitet Uppställningsplatser för stora flygplan Uppställningsplatser för små flygplan	<i>Antal per år</i> <i>Antal årspassagerare</i> <i>Antal banor</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i>	40 000 4,5 miljoner 2 rullbanor 20 7
Flygutbud:	Bilparkeringskapacitet Direkt destinationer inrikes Avgångar per dag (inrikes) Destinationer utrikes (reguljär och charter) Avgångar per dag (utrikes) Flygbolag som kunder, inrikes Flygbolag som kunder, utrikes reguljär Flygbolag som kunder, utrikes charter	<i>Antal platser</i> <i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal och Namn på kunderna</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i>	Drygt 4000 3; Stockholm, Västerås och Örebro 28 till Stockholm, 2 till Västerås och 2 till Örebro cirka 30 varierande 3; SAS, Malmö aviation och Skyways 3; Malmö aviation, Ryanair, Air Lithuania 13; Apollo, Always, Fritidsresor, Spies, Ving, Scandjet, Solresor, Transsylvanian Resor, Pronavia, Balkan Tours, Croatia Tours, Kroatien specialisten, Paralela 45
Resultat:	Passagerare Antal rörelser (tungt flyg) Kapacitetsutnyttjande(antalet tillåtna rörelser) WLU	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal</i> <i>%</i> <i>Storlek (+ % förändring fg år)</i>	1,9 miljoner (-6,9%) 26 664 67% 2,1 miljoner (-3,3%)
Tillgänglighet:	Avstånd till större stad Vägnät Öfentliga kommunikationsmedel	<i>Antal km</i> <i>Antal anslutningar samt vägklass</i> <i>Antal (inkommande/dygn, högst)</i>	30 km Malmö 1 anslutande motortrafikled (från Malmö) Flygbuss (22st från både Malmö&Lund, vardagar)
Image:	Flygplatsens invigningsår Passagerarmöjdhet -reseutbud Passagerarmöjdhet -service Incidenter med personskador	<i>Årtal</i> <i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal senaste 2 år</i>	1972 finns ej att tillgå 83 % positiva till servicenivån på Sturup (+ 1 % enhet) 5
Organisation:	Operativ personal Lednings, stabs & administrationspersonal	<i>Antal</i> <i>Antal</i>	96 33
Potential:	Möjlighet att utöka flygtrafik med befint kap. Möjlighet att utöka kapacitet	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	Goda möjlighet finns att utöka ban-, terminal- och parkeringskapacitet Tillståndet på 40 000 måste omprövas -osäkert.
Avtal:	Butik/restaurang avtal Arenderingsavtal Reklamavtal	<i>Yta att hyra ut</i> <i>Intäkter senaste år</i> <i>Intäkter senaste år</i>	finns ej att tillgå kr kr
<b>ÖVRIGT</b>			
Positiv samverkan mellan utveckling av flygplatsen och dess regionen			

## Bilaga A.4 Företagsanalys –en Privat intressent

FAKTORER	Mått	Enhet	Utfall
från dec 2002 om inte annat anges			
<u>OMVÄRLD</u>			
Marknad:	Upptagningsområde (max sträckning) Flygplatser inom upptagningsområde	<i>Befolkningsstorlek</i> <i>Namn (inkl passagerarantal senaste år)</i>	3,5 miljoner (år 2001) Kastrup (18 milj); Ängelholm (350 000); Kristianstad (132 000); Halmstad (132 000); Ronneby (214 000)
Konjunktur:	Alternativa kommunikationsmedel Marknadsförändringar Passagerarantal, landet. Linjefart&Charter Prisutveckling (generellt)	<i>Beskrivning av bil, tåg, buss, båt etc.</i> <i>Öppet svar</i> <i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Konsumentpriser (flygbiljetter)</i>	Kännbar konkurrens till Stockholm med bil och tåg Ökad integration med Själland via bron. Lågprisbolag in på marknaden 29,7 miljoner (-7,5 %) Utveckling mot lägre priser under 2001-2002
Legala aspekter:	Möjliga beslut med positiv inverkan Möjliga beslut med negativ inverkan	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	- -
Psykologiska faktorer:	Upplevd säkerhet, flygplatsens passagerare Av flygplatsen indragna destinationer pga hot	<i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal reguljära linjer senaste år</i>	74 % upplever Sturups flygplats som säker (- 7 % enheter) 0
<u>FLYGPLATS</u>			
Kapacitet:	Tillåtna rörelser per år (tungt flyg) Terminalkapacitet Bankapacitet Uppställningsplatser för stora flygplan Uppställningsplatser för små flygplan Bilparkeringskapacitet	<i>Antal per år</i> <i>Antal årspassagerare</i> <i>Antal banor</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i> <i>Antal platser</i>	40 000 4,5 miljoner 2 rullbanor 20 7 Drygt 4000
Flygutbud:	Direkt destinationer inrikes Avgångar per dag (inrikes) Destinationer utrikes (reguljär och charter) Avgångar per dag (utrikes) Flygbolag som kunder, inrikes Flygbolag som kunder, utrikes reguljär Flygbolag som kunder, utrikes charter	<i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal resmål</i> <i>Totalt antal</i> <i>Antal och Namn på kunderna</i> <i>Antal</i> <i>Antal</i>	3; Stockholm, Västerås och Örebro 28 till Stockholm, 2 till Västerås och 2 till Örebro cirka 30 varierande 3; SAS, Malmö aviation och Skyways 3; Malmö aviation, Ryanair, Air Lithuania 13; Apollo, Always, Fritidsresor, Spies, Ving, Scandjet, Solresor, Transsylvanian Resor, Pronavia, Balkan Tours, Croatia Tours, Kroatien specialisten, Paralela 45
Resultat:	Passagerare Antal rörelser (tungt flyg) Kapacitetsutnyttjande(antalet tillåtna rörelser) WLU	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal</i> <i>%</i> <i>Storlek (+ % förändring fg år)</i>	1,9 miljoner (-6,9%) 26 664 67% 2,1 miljoner (-3,3%)
Tillgänglighet:	Avstånd till större stad Vägnät Öfentliga kommunikationsmedel	<i>Antal km</i> <i>Antal anslutningar samt vägklass</i> <i>Antal (inkommande/dygn, högst)</i>	30 km Malmö 1 anslutande motortrafikled (från Malmö) Flygbuss (22st från både Malmö&Lund, vardagar)
Image:	Flygplatsens invigningsår Passagerarmöjdhet -reseutbud Passagerarmöjdhet -service Incidenter med personskador	<i>Årtal</i> <i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Enkätmät senaste år (+ % förändring fg år)</i> <i>Antal senaste 2 år</i>	1972 finns ej att tillgå 83 % positiva till servicenivån på Sturup (+ 1 % enhet) 5
Organisation:	Operativ personal Lednings, stabs & administrationspersonal	<i>Antal</i> <i>Antal</i>	96 33
Potential:	Möjlighet att utöka flygtrafik med befint kap. Möjlighet att utöka kapacitet	<i>Öppet svar</i> <i>Öppet svar</i>	Goda möjlighet finns att utöka ban-, terminal- och parkeringskapacitet Tillståndet på 40 000 måste omprövas -osäkert.
Avtal:	Butik/restaurang avtal Arenderingsavtal Reklamavtal	<i>Yta att hyra ut</i> <i>Intäkter senaste år</i> <i>Intäkter senaste år</i>	finns ej att tillgå kr kr
<u>ÖVRIGT</u>			

## Bilaga A.5 Företagsanalys –Kastrup

FAKTORER	Mått	Enhet	Utfall
<b>OMVÄRLD</b>			
Marknad:	Upptagningsområde (max sträckning)	<i>Befolkningsstorlek</i>	3,5 miljoner (år 2001)
	Flygplatser inom upptagningsområde	<i>Namn (inkl passagerarantal senaste år)</i>	Kastrup (18 milj); Ängelholm (350 000); Kristianstad (132 000); Halmstad (132 000); Ronneby (214 000)
Konjunktur:	Alternativa kommunikationsmedel	<i>Beskrivning av bil, tåg, buss, båt etc.</i>	Kännbar konkurrens till Stockholm med bil och tåg
	Marknadsförändringar	<i>Öppet svar</i>	Ökad integration med Själland via bron. Lågprisbolag in på marknaden
Legala aspekter:	Passagerarantal, landet. Linjefart&Charter	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i>	29,7 miljoner (-7,5 %)
	Prisutveckling (generellt)	<i>Konsumentpriser (flygbiljetter)</i>	Utveckling mot lägre priser under 2001-2002
Psykologiska faktorer:	Möjliga beslut med positiv inverkan	<i>Öppet svar</i>	-
	Möjliga beslut med negativ inverkan	<i>Öppet svar</i>	-
Av flygplatsen indragna destinationer pga hot	Upplevd säkerhet, flygplatsens passagerare	<i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i>	74 % upplever Sturups flygplats som säker (- 7 %enheter)
		<i>Antal reguljära linjer senaste år</i>	0
<b>FLYGPLATS</b>			
Kapacitet:	Tillåtna rörelser per år (tungt flyg)	<i>Antal per år</i>	40 000
	Terminalkapacitet	<i>Antal årspassagerare</i>	4,5 miljoner
	Bankapacitet	<i>Antal banor</i>	2 rullbanor
	Uppställningsplatser för stora flygplan	<i>Antal</i>	20
	Uppställningsplatser för små flygplan	<i>Antal</i>	7
Flygutbud:	Bilparkeringskapacitet	<i>Antal platser</i>	Drygt 4000
	Direkt destinationer inrikes	<i>Antal resmål</i>	3; Stockholm, Västerås och Örebro
	Avgångar per dag (inrikes)	<i>Totalt antal</i>	28 till Stockholm, 2 till Västerås och 2 till Örebro
	Destinationer utrikes (reguljär och charter)	<i>Antal resmål</i>	cirka 30
	Avgångar per dag (utrikes)	<i>Totalt antal</i>	varierande
	Flygbolag som kunder, inrikes	<i>Antal och Namn på kunderna</i>	3; SAS, Malmö aviation och Skyways
	Flygbolag som kunder, utrikes reguljär	<i>Antal</i>	3; Malmö aviation, Ryanair, Air Lithuania
	Flygbolag som kunder, utrikes charter	<i>Antal</i>	13; Apollo, Always, Fritidsresor, Spies, Ving, Scandjet, Solresor, Transsylvanian Resor, Pronavia, Balkan Tours, Croatia Tours, Kroatien specialisten, Paralela 45
Resultat:	Passagerare	<i>Antal senaste år (+ % förändring fg år)</i>	1,9 miljoner (-6,9%)
	Antal rörelser (tungt flyg)	<i>Antal</i>	26 664
Tillgänglighet:	Kapacitetsutnyttjande(antalet tillåtna rörelser per WLU)	<i>%</i>	67%
	Avstånd till större stad	<i>Storlek (+ % förändring fg år)</i>	2,1 miljoner (-3,3%)
	Vägnät	<i>Antal km</i>	30 km Malmö
Image:	Offentliga kommunikationsmedel	<i>Antal anslutningar samt vägklass</i>	1 anslutande motortrafikled (från Malmö)
	Flygplatsens invigningsår	<i>Antal (inkommande/dygn, högst)</i>	Flygbuss (22st från både Malmö&Lund, vardagar)
	Passagerarmöjdhed -reseutbud	<i>Årtal</i>	1972
	Passagerarmöjdhed -service	<i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i>	finns ej att tillgå
Organisation:	Incidenter med personskador	<i>Enkätmått senaste år (+ % förändring fg år)</i>	83 % positiva till servicenivån på Sturup (+ 1 %enhet)
	Operativ personal	<i>Antal senaste 2 år</i>	5
	Lednings, stabs & administrationspersonal	<i>Antal</i>	96
Potential:	Möjlighet att utöka flygtrafik med befint kap	<i>Antal</i>	33
	Möjlighet att utöka kapacitet	<i>Öppet svar</i>	Goda möjlighet finns att utöka ban-, terminal- och parkeringskapacitet
Avtal:	Butik/restaurang avtal	<i>Öppet svar</i>	Tillståndet på 40 000 måste omprövas -osäkert.
	Arenderingsavtal	<i>Yta att hyra ut</i>	finns ej att tillgå
	Reklamavtal	<i>Intäkter senaste år</i>	kr
		<i>Intäkter senaste år</i>	kr
<b>ÖVRIGT</b>			
	Goda möjligheter att utvinna synergier		

## Bilaga B.1 Historik

[KSEK]

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Bruttokassaflöde</b>						
+ Rörelseintäkter						
- Rörelsekostnader						
- Avskrivningar exkl. Goodwill						
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>						
- Betald skatt						
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>						
- Extraordinära intäkter						
+ Extraordinära kostnader						
+ Avskrivningar						
<b>= Bruttokassaflöde</b>						
<b>Bruttoinvesteringar</b>						
+ UB Omsättningstillgångar						
- IB Omsättningstillgångar						
- UB Likvida medel						
+ IB Likvida medel						
- UB Kortfristiga skulder						
+ IB Kortfristiga skulder						
+ UB Räntebärande skulder						
- IB Räntebärande skulder						
<b>= ΔRörelsekapital</b>						
+ UB Anläggningstillgångar						
- IB Anläggningstillgångar						
+ Avskrivningar som minskat UB						
- Reavinster som ökat UB						
+ Reaförluster som minskat UB						
- Uppskrivningar som ökat UB						
+ Nedskrivningar som minskat UB						
<b>= Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar</b>						
+ ΔRörelsekapital						
+ Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar						
<b>= Bruttoinvesteringar</b>						
<b>Fritt kassaflöde</b>						
+ Bruttokassaflöde						
- Bruttoinvesteringar						
<b>= Fritt kassaflöde</b>						



## Bilaga B.2 Nyckeltal

### Horisontell analys

	$\Delta 1997$	$\Delta 1998$	$\Delta 1999$	$\Delta 2000$
+ Rörelseintäkter	■	■	■	■
- Rörelsekostnader	■	■	■	■
- Avskrivningar exkl. Goodwill	■	■	■	■
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>	■	■	■	■
- Betald skatt	■	■	■	■
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>	■	■	■	■
<b>= Bruttokassaflöde</b>	■	■	■	■
+ Bruttokassaflöde	■	■	■	■
- Bruttoinvesteringar	■	■	■	■
<b>= Fritt kassaflöde</b>	■	■	■	■

### Vertikal analys

	1996	1997	1998	1999	2000	Ø:
Skatt/EBIT:	■	■	■	■	■	■
Rörelsekostnader/Rörelseintäkter:	■	■	■	■	■	■
Avskrivningar/Rörelseintäkter:	■	■	■	■	■	■
$\Delta$ Rörelsekapital/Rörelseintäkter:	■	■	■	■	■	■
Nettoinvesteringar/Rörelseintäkter:	■	■	■	■	■	■

### Övriga nyckeltal

	1996	1997	1998	1999	2000	Ø:
Soliditet:	■	■	■	■	■	
Kassalikviditet:	■	■	■	■	■	
Räntabilitet på Totalt Kapital:	■	■	■	■	■	
Räntabilitet på Eget Kapital:	■	■	■	■	■	
Antal medarbetare:	■	■	■	■	■	
Omsättning per intäktsperson (Mkr):	■	■	■	■	■	■
Förädlingsvärde per intäktsperson:	■	■	■	■	■	■
P/E-tal:	■	■	■	■	■	
Eget Kapital/Aktie:	■	■	■	■	■	
Börskurs per 31/12/2000:	■	■	■	■	■	
Betavärde per 3/12/2001:	■	■	■	■	■	
Antal utestående aktier:	■	■	■	■	■	

## Bilaga B.3 Prognos, Staten

[KSEK]	2003	2004	2005	2006	2007
+ Rörelseintäkter					
- Rörelsekostnader					
- Avskrivningar exkl. Goodwill					
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>					
- Betald skatt					
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>					
+ Avskrivningar					
<b>= Bruttokassaflöde</b>					
+ ΔRörelsekapital					
+ Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar					
<b>= Bruttoinvesteringar</b>					
+ Bruttokassaflöde					
- Bruttoinvesteringar					
<b>= Fritt kassaflöde</b>					
<b>Nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>Restvärdet av 2007 års NOPLAT:</b>					
<b>+ Summa nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>+ Restvärdet diskonterat till nuvärde:</b>					
<b>+ Värdepappersinnehav:</b>					
<b>- Räntebärande skulder:</b>					
<b>= Aktieägarvärde:</b>					

## Bilaga B.4 Prognos, Kommunen

[KSEK]	2003	2004	2005	2006	2007
+ Rörelseintäkter					
- Rörelsekostnader					
- Avskrivningar exkl. Goodwill					
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>					
- Betald skatt					
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>					
+ Avskrivningar					
<b>= Bruttokassaflöde</b>					
+ ΔRörelsekapital					
+ Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar					
<b>= Bruttoinvesteringar</b>					
+ Bruttokassaflöde					
- Bruttoinvesteringar					
<b>= Fritt kassaflöde</b>					
<b>Nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>Restvärdet av 2007 års NOPLAT:</b>					
<b>+ Summa nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>+ Restvärdet diskonterat till nuvärde:</b>					
<b>+ Värdepappersinnehav:</b>					
<b>- Räntebärande skulder:</b>					
<b>= Aktieägarvärde:</b>					

## Bilaga B.5 Prognos, Privat

[KSEK]	2003	2004	2005	2006	2007
+ Rörelseintäkter					
- Rörelsekostnader					
- Avskrivningar exkl. Goodwill					
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>					
- Betald skatt					
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>					
+ Avskrivningar					
<b>= Bruttokassaflöde</b>					
+ ΔRörelsekapital					
+ Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar					
<b>= Bruttoinvesteringar</b>					
+ Bruttokassaflöde					
- Bruttoinvesteringar					
<b>= Fritt kassaflöde</b>					
<b>Nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>Restvärdet av 2007 års NOPLAT:</b>					
<b>+ Summa nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>+ Restvärdet diskonterat till nuvärde:</b>					
<b>+ Värdepappersinnehav:</b>					
<b>- Räntebärande skulder:</b>					
<b>= Aktieägarvärde:</b>					

## Bilaga B.6 Prognos, Samarbetspartner

[KSEK]	2003	2004	2005	2006	2007
+ Rörelseintäkter					
- Rörelsekostnader					
- Avskrivningar exkl. Goodwill					
<b>= Resultat efter avskrivningar EBIT</b>					
- Betald skatt					
<b>= Resultat efter skatt NOPLAT</b>					
+ Avskrivningar					
<b>= Bruttokassaflöde</b>					
+ ΔRörelsekapital					
+ Nettoinvesteringar i anläggningstillgångar					
<b>= Bruttoinvesteringar</b>					
+ Bruttokassaflöde					
- Bruttoinvesteringar					
<b>= Fritt kassaflöde</b>					
<b>Nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>Restvärdet av 2007 års NOPLAT:</b>					
<b>+ Summa nuvärde av fritt kassaflöde:</b>					
<b>+ Restvärdet diskonterat till nuvärde:</b>					
<b>+ Värdepappersinnehav:</b>					
<b>- Räntebärande skulder:</b>					
<b>= Aktieägarvärde:</b>					

## Bilaga B.7 Känslighetsanalys, Staten

Förändringar i kalkylräntan		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-2	4.50%	
-1	5.50%	
<b>0</b>	<b>6.50%</b>	
1	7.50%	
2	8.50%	

Förändringar i omsättningstillväxttakten		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	6.50%	
-2	6.50%	
<b>0</b>	<b>6.50%</b>	
2	6.50%	
4	6.50%	

Förändringar i marginalen		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	6.50%	
-2	6.50%	
<b>0</b>	<b>6.50%</b>	
2	6.50%	
4	6.50%	

Förändringar i $\Delta$ rörelsekapital alt nettoinvest.		
$\Delta$ i Mkr / år	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-20 Mkr	6.50%	
-10 Mkr	6.50%	
<b>0</b>	<b>6.50%</b>	
10 Mkr	6.50%	
20 Mkr	6.50%	

## Bilaga B.8 Känslighetsanalys, Kommunen

Förändringar i kalkylräntan		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-2	4.00%	
-1	5.00%	
<b>0</b>	<b>6.00%</b>	
1	7.00%	
2	8.00%	

Förändringar i omsättningstillväxttakten		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	6.00%	
-2	6.00%	
<b>0</b>	<b>6.00%</b>	
2	6.00%	
4	6.00%	

Förändringar i marginalen		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	6.00%	
-2	6.00%	
<b>0</b>	<b>6.00%</b>	
2	6.00%	
4	6.00%	

Förändringar i $\Delta$ rörelsekapital alt nettoinvest.		
$\Delta$ i Mkr / år	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-20 Mkr	6.00%	
-10 Mkr	6.00%	
<b>0</b>	<b>6.00%</b>	
10 Mkr	6.00%	
20 Mkr	6.00%	

## Bilaga B.9 Känslighetsanalys, Privat

Förändringar i kalkylräntan		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-2	6.50%	
-1	7.50%	
<b>0</b>	<b>8.50%</b>	
1	9.50%	
2	10.50%	

Förändringar i omsättningstillväxttakten		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	8.50%	
-2	8.50%	
<b>0</b>	<b>8.50%</b>	
2	8.50%	
4	8.50%	

Förändringar i marginalen		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	8.50%	
-2	8.50%	
<b>0</b>	<b>8.50%</b>	
2	8.50%	
4	8.50%	

Förändringar i $\Delta$ rörelsekapital alt nettoinvest.		
$\Delta$ i Mkr / år	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-20 Mkr	8.50%	
-10 Mkr	8.50%	
<b>0</b>	<b>8.50%</b>	
10 Mkr	8.50%	
20 Mkr	8.50%	



## Bilaga B.10 Känslighetsanalys, Samarbetspartner

Förändringar i kalkylräntan		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-2	5.50%	
-1	6.50%	
<b>0</b>	<b>7.50%</b>	
1	8.50%	
2	9.50%	

Förändringar i omsättningstillväxttakten		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	7.50%	
-2	7.50%	
<b>0</b>	<b>7.50%</b>	
2	7.50%	
4	7.50%	

Förändringar i marginalen		
$\Delta$ %-enheter	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-4	7.50%	
-2	7.50%	
<b>0</b>	<b>7.50%</b>	
2	7.50%	
4	7.50%	

Förändringar i $\Delta$ rörelsekapital alt nettoinvest.		
$\Delta$ i Mkr / år	Kalkylränta (%)	Företagsvärde
-20 Mkr	7.50%	
-10 Mkr	7.50%	
<b>0</b>	<b>7.50%</b>	
10 Mkr	7.50%	
20 Mkr	7.50%	