

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2006

Utredning i fordypningsområdet: Finansiering og Finansiell Økonomi

Veileder: Professor Frode Sættem

Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

av

Eirik Lauglo

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Målet med denne oppgaven er å estimere en teoretisk markedsverdi av egenkapitalen til lavpris-flyelskapet Norwegian. For å gi verdsettelsen et solid fundament har jeg valgt å inkludere enkelte elementer som går utover standard verdsettelsesteori. Dette er gjort for å bygge opp under verdsettelsesdelen, samtidig som det forhåpentligvis vil gi leseren bedre forståelse for markedet Norwegian opererer i.

I kapittel 2 presenteres selskapet kort, og i kapittel 3 og 4 foretas henholdsvis en ekstern- og en internanalyse. Videre vil jeg diskutere relevant verdsettelsesteori, se på hvordan man behandler leasing i verdsettelse, og ikke minst se på gjeldende praksis for verdsettelse av lavpris-flyelskap. Deretter følger det jeg mener er kjernen i utredningen: En omfattende kontantstrømsanalyse med detaljerte forutsetninger og tre alternative scenarier. Denne blir fulgt opp av en multippel-analyse, før jeg diskuterer svakheter i oppgaven og avslutter med å oppsummere resultatene.

Innholdsfortegnelse

1. Forord	5
2. Generell presentasjon av selskapet	6
2.1 Norwegian på børs	6
2.2 Norwegians økonomiske situasjon	7
2.3 Trafikkutvikling	8
3. Analyse av eksterne konkurranseomgivelser	9
3.1 Trussel fra inntrengere	11
3.2 Rivalisering i det norske flymarkedet	14
3.3 Kunders forhandlingsmakt	20
3.4 Leverandørers forhandlingsmakt	20
3.5 Trussel fra substitutter	21
2.6 Oppsummering	22
4. Internanalyse	23
4.1 Konkurransefortrinn	23
4.2 Kapabiliteter	29
4.3 Ressurser	31
5. Verdsettelsesteori	35
5.1 Kontantstrømsanalyse	35
5.2 Multippel-analyse	39
5.3 Oppsummering	41
6. Behandling av leasing i verdsettelse	41
6.1 Operasjonell leasing i verdsettelse	42
7. Hvilke metoder benytter analytikerne	44
7.1 First Securities	44
7.2 ABG Sundal Collier	45
7.3 DnB-NOR Markets	45
7.4 ABN AMRO	46
7.5 Deutsche Bank	46
7.6 Oppsummering	47

8. Finansielle forutsetninger	48
8.1 Aksjebeta/Egenkapitalbeta	48
8.2 Norwegians aksjebeta	52
8.3 Oppsummering	54
9. Operasjonelle forutsetninger	54
9.1 Driftsinntekter	56
9.2 Driftskostnader	57
9.3 Avskrivninger	60
9.4 Skatt	60
9.5 Kalkulatorisk rente på leasing	60
9.6 Endring arbeidskapital	61
9.7 Capex/Investeringer	61
10. Base Case	61
10.1 Kontantstrømsanalyse	61
10.2 Sensitivitetsanalyser	64
11. To alternative scenarier	66
11.1 Best Case	66
11.2 Worst Case	69
11.3 Oppsummering kontantstrømsanalyser	70
12. Multippel-analyser	71
13. Svakheter ved oppgaven	75
14. Oppsummering og konklusjon	76
15. Kildeliste	78
16. Appendix	85
16.1 Beregning av beta	85
16.2 Base Case	87
16.3 Best Case	88
16.4 Worst Case	89
16.5 Multippel-analyser	90
16.6 Definisjoner	91

1. Forord

Interessen og beundringen for fly har fulgt meg fra barndommen av. Den gang var oppmerksomheten først og fremst knyttet til det teknologiske, størrelsen på flyene og ikke minst hvor mye støy de genererte. Gjennom økonomistudiene har det økonomiske aspektet ved flyselskapene kommet mer i fokus, og spesielt har utviklingen og veksten blant lavprisselskaper fascinert meg. Norwegians inntreden på det norske markedet har gjort det mulig for mange å realisere drømmer og ønsker de ellers ikke ville ha fått oppfylt, enten det gjelder en storbyferie på kontinentet eller en badeferie med familien i sydlige strøk. Selskapet har blitt viet mye oppmerksomhet i media, da med spesielt fokus på rivaliseringen i det norske flymarkedet. Avisene har trukket paralleller til kampen mellom David og Goliat, og Norwegian har opparbeidet seg mye goodwill på grunn av sin kamp mot monopolet med tilhørende høye priser.

I aksjemarkedet derimot, var Norwegian lenge upopulær, underanalysert og underpriset. Til tross for den siste tids fremgang, både på børs og operasjonelt, er det fortsatt lite omsetning i Norwegian-aksjen, og analytikerne nedprioriterer derfor selskapet til en viss grad. Etter min mening er aksjen fortsatt underanalysert, og når jeg da ved slutten av studiet skulle skrive en siviløkonomutredning innenfor emneområdet finans var valget enkelt, det måtte bli en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle.

Denne utredningen er skrevet i juni 2006 og målet er altså å foreta en teoribasert verdsettelse av Norwegian. Utredningen er ikke ment som en komplett, utfyllende analyse som skal gi et fasitsvar på hva selskapet er verdt. Istedet er fokus på å anvende teorier opparbeidet gjennom siviløkonomstudiet ved NHH. Slik vil jeg vise leseren at Norwegian virker underpriset, samtidig som det er stor risiko både på opp- og nedside.

Det er på sin plass i begynne med en kort beskrivelse av selskapet.

2. Generell presentasjon av selskapet

Norwegian Air Shuttle AS ble stiftet i 1993 og hovedvirksomheten besto lenge av å fly regionale ruter i Braathens sitt rutenett på Vestlandet og i Nord-Norge. I september 2002 tok imidlertid Norwegian opp konkurransen med SAS Braathens på fire innenriksruter i Norge og utfordret dermed monopolsituasjonen. Siden den gang har veksten vært enorm, og Norwegian opererer i dag på 10 innenlandsruter og 58 ruter fra Norge til byer i Europa. I tillegg vil det i løpet av sommeren og høsten 2006 startes opp åtte ruter fra storbyer i Polen til utvalgte europeiske destinasjoner. Norwegian oppretter i den forbindelse en base i Warszawa og vil betjene disse flyene med polsk besetning. Dette kan dermed representere et forsøk på å kapre en større andel av omsetningen i europeisk luftfart.

2.1 Norwegian på børs

Norwegian-aksjen ble børsnotert i desember 2003 og har siden den gang svingt kraftig i verdi. Etter en åpningskurs på 34 kroner falt aksjen mye de første månedene, drevet av ekstremt prispress innenlands med påfølgende konkursfrykt. Da aksjen nådde bunnen på 7,70 kroner i oktober 2004 trodde de fleste at selskapet måtte kaste inn håndkleet etter mange måneder med prisdumping fra SAS Braathens. Norwegian hadde imidlertid stor kontantbeholdning, red stormen av og situasjonen bedret seg mot slutten av 2004. Billettprisene økte, samtidig som Norwegian presterte bedre operasjonelt, og etter hvert kunne man også utvide både rutenett og antall flygninger. Ferden har vært eventyrlig for aksjonærene siden den gang, og kursen nådde en foreløpig topp på 119 kroner i mai 2006. Figur 2.1 nedenfor viser kursutviklingen til Norwegian frem til midten av juni 2006.



Figur 2.1, JCF

2.2 Norwegians økonomiske situasjon (Norwegian, 2006a)

For å få et visst overblikk over det økonomiske omfanget av Norwegians forretningsvirksomhet kan det være nyttig å se på balanse og resultatregnskap:

Balanse pr 30.6.2006 (mNOK)			
Eiendeler		Egenkapital og Gjeld	
Anleggsmidler		Egenkapital	
Immaterielle eiendeler	119,1	Innskutt egenkapital	284,5
Varige driftsmidler	213,8	Opptjent egenkapital	1,5
Finansielle anleggsmidler	23,3	Sum egenkapital	286,0
Sum anleggsmidler	356,2		
Omløpsmidler		Gjeld	
Forbruksvarer	28,6	Avsetning for forpliktelser	10,7
Fordringer	267,7	Kortsiktig gjeld	891,9
Investeringer	0,7	Sum gjeld	902,6
Kontanter og -ekvivalenter	535,5		
Sum omløpsmidler	832,5		
Sum eiendeler	1 188,7	Sum egenkapital og gjeld	1 188,7

Figur 2.2

Som vi ser av balansen er Norwegian et meget solid selskap med over 500 millioner i bankinnskudd. Anleggsmidlene er begrenset i størrelse, først og fremst fordi selskapet leaser de aller fleste flyene. Den kortsiktige gjelden ser veldig stor ut, men dette beløpet knytter seg hovedsaklig til forhåndsbetalte, ikke-produserte, flyreiser.

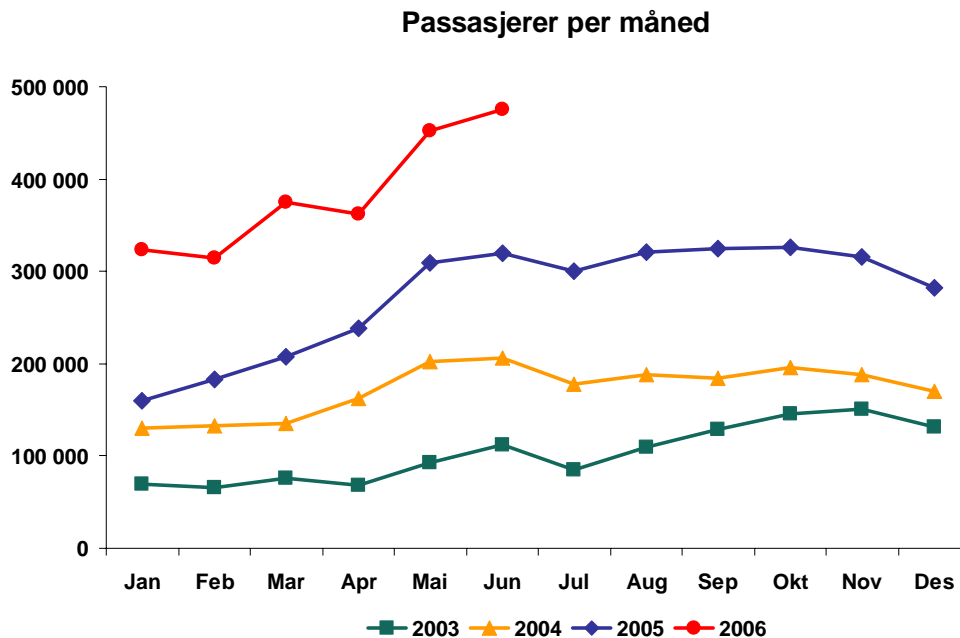
Resultatregnskap (mNOK)	2005	2006 (til 30.6)
Driftsinntekter		
Totale salgsinntekter	1972,2	1303,7
Driftsavhengige kostnader		
Driftsavhengige kostnader	1381,1	980,5
Personalkostnader	299,0	190,2
Andre driftskostnader	111,1	67,7
Sum driftsavhengige kostnader	1791,3	1238,5
Driftsresultat før leasing og avskr. (EBITDAR)	181,0	65,2
Leasing	125,9	82,9
Driftsres før avskr (EBITDA)	55,1	-17,7
Ordinære avskrivninger	30,2	22,9
Driftsresultat (EBIT)	24,8	-40,7
Netto finansposter	12,4	5,6
Ordinært resultat før skatt	37,2	-35,1
Skattekostnad	10,5	-9,8
Resultat etter skatt	26,8	-25,3

Figur 2.3

Resultatregnskapet viser blant annet to poeng: For det første er det sterk vekst i inntektene, allerede halvveis i 2006 har man inntekter tilsvarende 2/3 av hele 2005. For det andre kan det virke som selskapet sliter med marginene og å generere overskudd. Det er imidlertid store sesongvariasjoner; mye av det dårlige resultatet hittil i år skyldes et meget svakt første kvartal. Man forventer derfor at selskapet vil levere et solid resultat for 2006 som helhet.

2.3 Trafikkutvikling

For å få et inntrykk av den eksepsjonelle veksten Norwegian har opplevd de siste årene vil det også være nyttig å se på trafikkutviklingen, altså hvor mange som har flydd med selskapet hver måned:



Figur 2.4

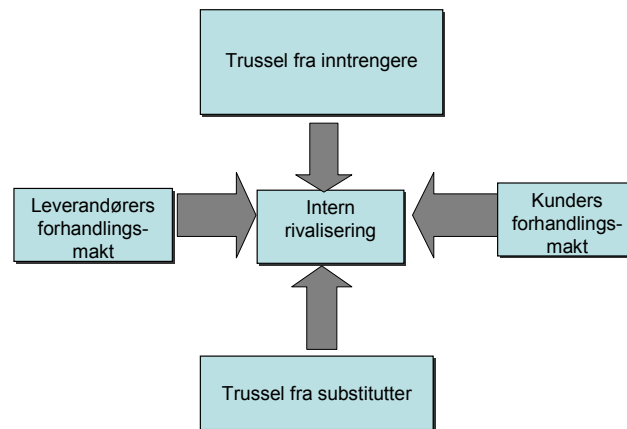
Kilde: Månedlige trafikkdata, Norwegian

Som vi ser har det lenge vært en stabil, høy vekst i passasjerer. Denne veksten har tatt helt av inneværende år, noe som skyldes sterke kapasitetsøkninger og åpningen av mange nye destinasjoner. I følge årsrapporten for 2005 har Norwegian ambisjoner om å øke kapasiteten med 50 % i 2006. Så langt har de lyktes bra med denne strategien, og for at jeg skal kunne predikere utviklingen fremover vil det være nyttig å foreta en konkurranseanalyse, samt en analyse av selskapets interne konkurranseforutsetninger.

3. Analyse av eksterne konkurranseomgivelser

En sentral problemstilling vil være å definere Norwegians konkurranseomgivelser. Man kan velge å se utelukkende på det norske innenlandsmarkedet, eller markedet både innenlands og til/fra Norge. Eventuelt kan man se på det europeiske lavprismarkedet som helhet, siden Norwegian nå skal etablere seg i Polen. I denne delen velger jeg å fokusere hovedsaklig på det norske innenlandsmarkedet. Dette fordi Norwegians viktigste ruter med tanke på lønnsomhet er flygningene mellom de fire største byene i Norge. Kapasiteten utenlands er først og fremst for å sikre maksimal flytutnyttelse, og slik tilby

destinasjoner til lav pris og lav frekvens. For å analysere nivået på konkurranse i det norske flymarkedet bruker jeg Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979):



Figur 3.1

Modellen sier at disse fem konkurransekraftene påvirker lønnsomheten til bransjen, og jo sterkere kreftene er, jo mindre lønnsom blir næringen som helhet. *En bransje kan defineres som en gruppe selskap som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter til hverandre (Hill & Jones, 2004: 37).* Konkurransekraftmodellen kan slik brukes til å forklare hvem som har makt, hvem som kaprer mest av verdiskapningen og hva som utgjør de største mulighetene og truslene.

Det er imidlertid verdt å merke seg at en bedrifts lønnsomhet ikke bare er bestemt av Porters fem konkurransekrefter. Forskning viser at disse faktorene generelt kan forklare kun 10-20% av variasjonen mellom bedrifters profitt. Andelen vil imidlertid være noe større for luftfart (Hill & Jones, 2001 og Porter, 1997). Porters modell tenderer dermed til å overvurdere bransjestrukturen og undervurdere bedriftsspesifikke forskjeller.

Uansett blir modellen et svært nyttig rammeverk, og jeg går derfor gjennom de fem konkurransekraftene og forklarer hvordan de påvirker det norske flymarkedet.

3.1 Trussel fra inntrengere

En trussel om at det kan komme nye aktører inn på markedet vil naturlig nok bidra til å forsterke konkurransen. To forhold vil kunne være avgjørende for hvorvidt vi får nyetableringer: *Lønnsomheten* i bransjen og *inngangsbarrierene*. Hill & Jones (2004) peker på fem typer inngangsbarrierer: Merkevarelojalitet, absolutte kostnadsfortrinn, skalafordeler, byttekostnader og offentlige reguleringer. Når det gjelder potensielle inntrengere på det norske innenlandsmarkedet snakker man først og fremst om lavprisselskapene Ryanair og EasyJet som begge har aggressive ekspansjonsplaner. Ryanair flyr dessuten enkelte ruter fra Sandefjord og Haugesund til utenlandske byer. Imidlertid har ingen av disse uttalt at de ønsker å satse på innenlandsflygninger i Norge.

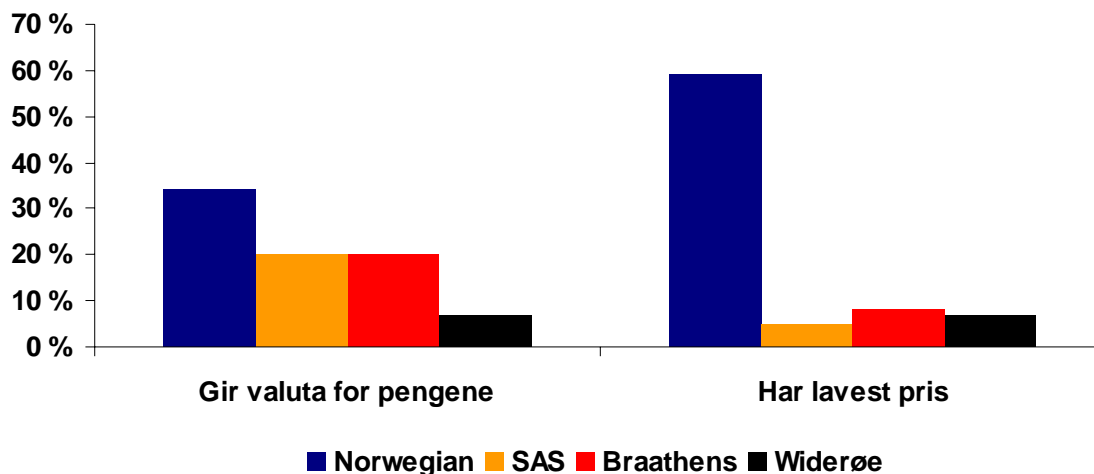
3.1.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten i markedet er, og har lenge vært, veldig svak. I 2005 hadde SAS Braathens en nettomargin på 3,7 %, mens Norwegian lå på 1,3 % (SAS, 2006 og Norwegian, 2006b). I tillegg vil en tredje aktør gi ytterligere prispress og lavere lønnsomhet. En inntrenger vil derfor være avhengig av veldig lave kostnader for å lykkes, samtidig som han må unngå dumping av priser.

3.1.2 Merkevarelojalitet

Etter hvert som forskjellene mellom aktørene i flymarkedet blir mindre, blir pris stadig viktigere som handlingsvariabel. Denne effekten har blitt forsterket av Internets inntreden gjennom lave søkekostnader (Rayport og Sviokla, 1994). Dette har ført til at lojaliteten i flymarkedet har blitt ekstremt lav, og svært mange velger flyselskap utelukkende på bakgrunn av pris. Spesielt gjelder dette prissensitive fritidsreisende. Norwegian har kanskje det beste merkenavnet i det norske flymarkedet og et rykte for å være billig. Figuren viser hvor mange som forbinder de ulike selskapene med ”valuta for pengene” og ”lav pris”:

Norwegian er tydelig billigst og gir valuta for pengene



Figur 3.2 (Kjos, 2004a)

Likevel vil et flyselskaps merkenavn være av begrenset nytte med tanke på å hindre nyetableringer. Spesielt gjelder dette hvis andre lavprisaktører som har et enda sterkere omdømme som billig, for eksempel RyanAir, vurderer etablering.

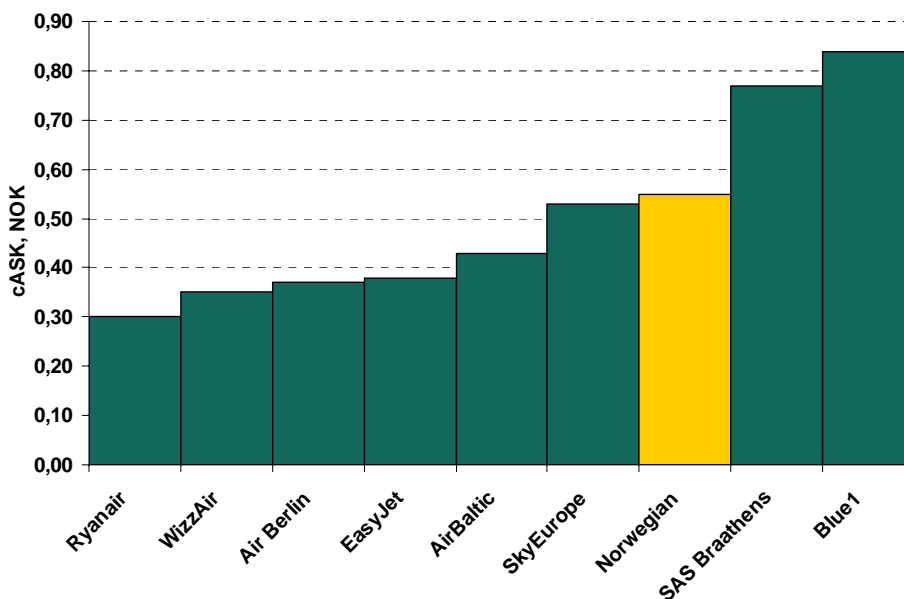
3.1.2 Absolutte kostnadsfortrinn

I følge Hill & Jones (2004) er det tre hovedkilder til absolutte kostnadsfortrinn:

1. Bedre/mer effektiv produksjon
2. Kontroll på viktige innsatsfaktorer
3. Tilgang til billigere finansiering

Et godt mål på effektivitet i produksjonen er enhetskostnadene til flyselskapene, altså hvor mye det koster å fly ett sete en kilometer i gjennomsnitt. Vi ser av figuren på neste side at Norwegian per idag ikke kan sies å drive mer effektivt enn potensielle inntrengere på det norske markedet.

Enhetskostnader



Figur 3.3, Kilde: Selskapenes Årsrapporter, Arnould 2006 og Buyck 2005

En svært viktig innsatsfaktor vil være ledig kapasitet på norske flyplasser, spesielt på hovedflyplassen Gardermoen. Her har man hatt store kapasitetsproblemer de siste månedene, både med bagasjehandling, sikkerhetskontroll og diverse streiker blant ansatte og flygeledere. I følge CEO Bjørn Kjos i Norwegian vil det være svært vanskelig for en utenlandsk aktør å få tildelt kapasitet på Gardermoen slik situasjonen er i dag, og han betrakter derfor trusselen fra inntrengere som liten.

3.1.3 Skalafordeler

Tidligere har det vært enorme stordriftsfordeler i luftfarten på grunn av flykjøp og investeringer i bakketjenester. Nå leaser mange selskap fly og outsourcer stort sett alt utenom kjerneaktiviteten slik at skalafordelene har blitt mindre. Likevel er det fortsatt enkelte skalafordeler, blant annet ved at et stort rutenettverk gjør det lettere å sikre effektiv flyutnyttelse (Norwegian, 2006b) og at høy frekvens gir økt etterspørsel fra forretningsreisende. I tillegg vil det kunne være skalafordeler både innenfor markedsføring og administrasjon.

Høy frekvens på de mest lønnsomme rutene vil imidlertid representere en viktig inngangsbarriere fordi det gjør det så vanskelig å starte opp for en tredje aktør. Hvis en tredje aktør etablerer seg med relativt få flygninger på en rute, kan Norwegian og SAS Braathens enkelt justere ned prisene på flightene som går i samme tidsrom, og dermed lett utkonkurrere den tredje aktørene. Dette er samme strategi som SAS og Braathens brukte for å få ut Color Air, og samme strategi som SAS prøvde å benytte for å utkonkurrere Norwegian. Det vil selvsagt være lettere når man er to mot én, men vanskeligere hvis den tredje aktøren går tungt inn fra starten av, eller bruker mye kapital på en langvarig priskrig.

3.1.4 Byttekostnader og offentlige reguleringer

Konkurransetilsynet innførte våren 2002 forbud mot bonusordning innenlands, noe som har eliminert de rene økonomiske byttekostnadene (www.konkurransetilsynet.no). Dette har selvfølgelig vært en svært viktig konkurransedrivende faktor. Fra april 1997 har det også vært mulig for utenlandske selskaper å etablere seg i innenlandsmarkedet som følge av dereguleringen av norsk luftfart.

Vi ser av diskusjonen ovenfor at de viktigste inngangsbARRIEREne er manglende kapasitet på Gardermoen, og ikke minst den høye frekvensen både SAS Braathens og Norwegian har opparbeidet på stamrutene. I tillegg er lønnsomheten i markedet lav, og prisene er fortsatt preget av noe priskonkurransen. Dessuten har Norwegian etterhvert fått en enhetskostnad som kan konkurrere mot de billigste europeiske aktørene. Jeg tror derfor det er begrenset sannsynlighet for at en tredje aktør velger å etablere seg i løpet av de neste 3-4 år.

3.2 Rivalisering i det norske flymarkedet

Teorien sier at jo større rivaliseringen er, desto større del av verdiene blir overført til kundene (Hill & Jones, 2004). Høy grad av rivalisering reduserer profitten gjennom priskrig, lansering av nye produkter, store markedsføringskostnader og, for flybransjen, kapasitetskonkurransen. I følge Hill & Jones (2004) er graden av rivalisering innen en bransje avhengig av følgende tre faktorer:

1. Markedets konkurransestruktur
2. Etterspørselsforhold
3. Utgangsbarrierer

3.2.1 Markedets konkurransestruktur

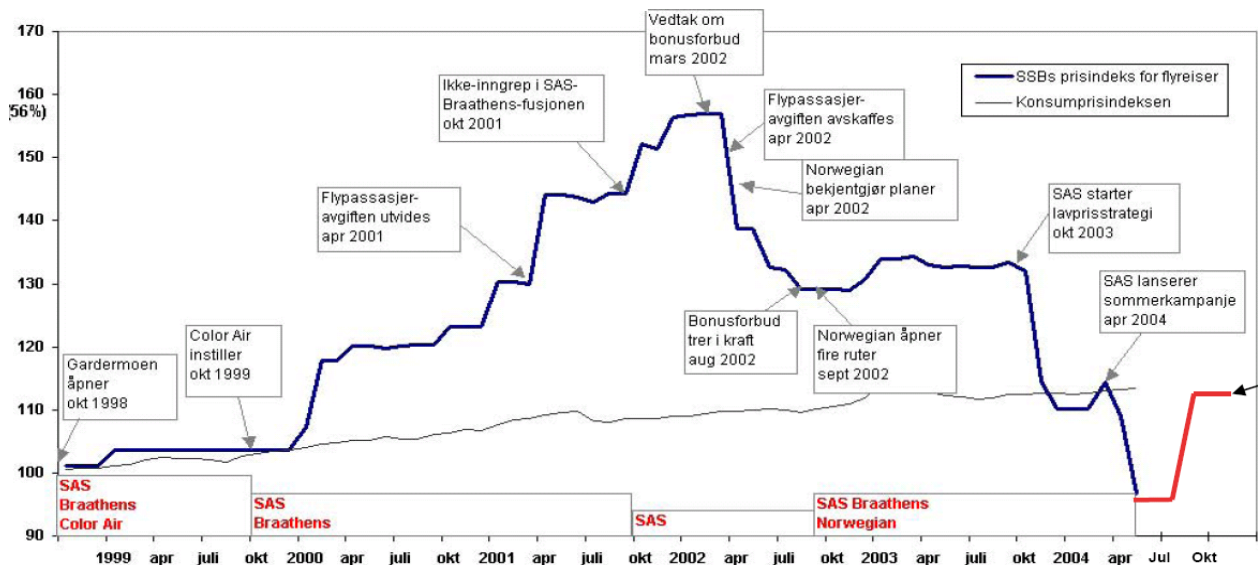
Det norske innenlandske flymarkedet er dominert av to store selskaper, SAS Braathens og Norwegian. I tillegg finnes det enkelte småselskap, deriblant CoastAir og KatoAir som flyr lokale ruter. Dette gir en veldig konsolidert konkurransestruktur (duopol) der Norwegian står for 19 % av trafikken per 2005 og SAS Braathens for resten. Norwegianians markedsandel på de største rutene er imidlertid betydelig høyere; i størrelsesorden 35-40% per desember 2005. Norwegian hadde en økning i passasjerkilometer på 17 % fra 2004 til 2005, i motsetning til SAS Braathens på kun 1 %. (Denstadli et al, 2006, Norwegian 2006b)

Flybransjen er i utgangspunktet en bransje med naturlig sterk priskonkurranse og kamp om markedsandeler. Dette skyldes hovedsaklig meget lave marginalkostnader som gir et konstant prispress nedover. Slik får man en hard kamp om markedsandeler, og virkemiddelet blir ofte økt frekvens, eventuelt økt markedsføring. Økt kapasitet gjør det enda vanskeligere å fylle flyene til gjeldende priser, og prisene må således senkes enda mer. Dette innebærer naturlig nok en ond sirkel for flyselskapene.

Konkurransen går altså på to forhold: pris eller kapasitet. Ved kapasitetskonkurranse vil markedsprisen ligge et sted mellom monopolprisen og grensekostnaden, altså en Cournot-løsning (Sørgard, 2003). Ved priskonkurranse vil prisen tilpasses marginalkostnaden (Bertrand-løsning). I følge Lian (2002) vil atferden i flymarkedet ofte ligge mellom Cournot- og Bertrand-løsningene. Dette gir altså overkapasitet, lavere priser og dermed økt konsumentoverskudd.

SAS Braathens har de siste årene gjennomgått radikale kostnadskutt (SAS, 2006) og har også kuttet ned på servicen ombord på flyene, noe som gjør at de ligner mer på en tradisjonell lavprisaktør. I mai 2004 endret de også prisstrukturen fra en struktur som er

tradisjonell for fullserviceselskapene til et prisnivå og prisstruktur som minner mer om lavprisselskapene (Strandenes, 2004). SAS Braathens fremstår i dag som et såkalt LCC+ ("low-cost carrier plus") selskap, noe som innebærer bedret service og et mer utvidet produkt i forhold til vanlige lavprisselskap (SAS, 2006). Uansett medfører SAS Braathens tilnærming mot lavpris økt rivalisering og fortsatt priskonkurranse. Vi kan også se av følgende figur at Norwegian har hatt enorm betydning for prisene på flyreiser her i landet:



Figur 3.4 (Konkurransenytt, 2004)

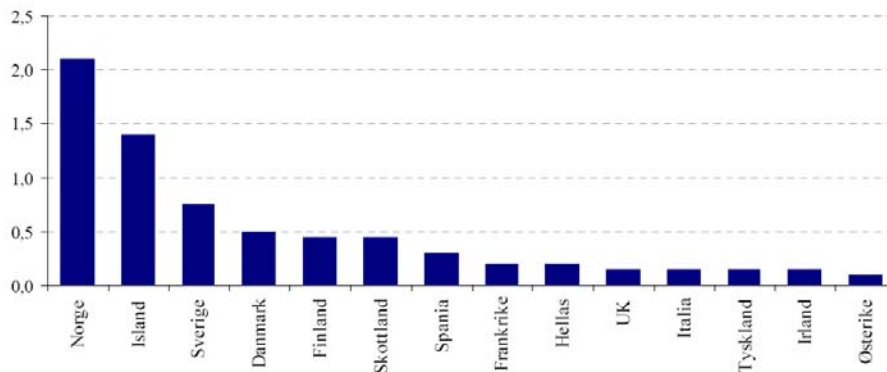
Konkurransestructuren i det europeiske markedet er naturlig nok mer kompleks. Her konkurrerer man først og fremst med andre europeiske lavprisaktører, og bildet er svært fragmentert. I kamp med rundt 40 andre aktører har Norwegian kapret omtrent 2 % av markedet (Davy,2006), mens EasyJet og RyanAir dominerer med nesten 60 % samlet markedsandel. Kampen om passasjerene er altså knallhard, og dette vil sannsynligvis forverre seg fremover i takt med Easyjet og Ryanairs aggressive ekspansjonsplaner.

3.2.2 Etterspørselsforhold

Etterspørsel etter flyreiser

Nordmenn er blant de hyppigste flybrukerne i Europa, noe som blant annet skyldes topografi, spredt bosetting, distriktsbasert næringsliv og god økonomi. Dette gjør Norge til Nordens største flymarked (Norwegian, 2003).

Årlig reisefrekvens per innbygger for et utvalg europeiske land:



Figur 3.5 (Norwegian, 2003)

Etterspørselen etter flyreiser, og dermed lønnsomheten i bransjen, er meget konjunkturavhengig (Deimler et. al: 2002 og Mason, 2000). Dette skyldes at når den økonomiske aktiviteten er høy vil de forretningsreisende fly mer, samtidig som fritidsreisende har bedre råd i oppgangstider. Dette har ført til at trafikken innenlands de siste årene har gått opp, og i 2005 økte innenlandstrafikken med 4 %, mens den totale flytrafikken inn og ut av Norge økte med 5,2 %. SAS Braathens forventer en vekst på 3-4% de kommende år (SAS, 2005). Globalt har etterspørselen etter flyreiser vokst med 6,2 prosent årlig de siste 30 årene, og har hele tiden ligget godt over BNP-vekst. De siste årene har imidlertid veksten avtatt noe, og konvergerer nå mot vekst i BNP (Costa et. al, 2002). Et poeng som er verdt å merke seg i den forbindelse er at lavprisselskap vil være mindre konjunkturavhengig enn tradisjonelle selskap: I dårlig tider vil folk bli mer prissensitive og sannsynligvis tendere til å velge lav pris i større grad enn ellers.

Norwegians inntreden i markedet, med påfølgende lavere priser er helt sikkert en viktig årsak til etterspørselsøkningen innenlands. Ifølge Denstadli og Voldmo (2000) finner jeg

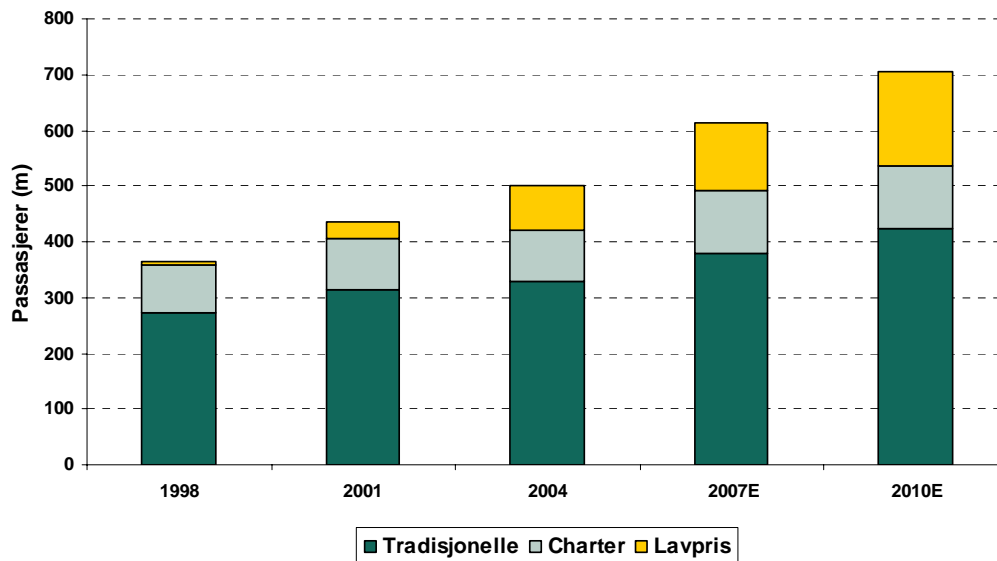
en priselastisitet for flyreiser på $-0,65$ på aggregert nasjonalt nivå. Det vil altså si at hvis prisen går ned med 10% , øker etterspørselen med ca $6,5\%$. Samtidig finner jeg en frekvenselastisitet på $0,43$ med hensyn på etterspørsel etter flyreiser på nasjonalt nivå (Denstadli og Voldmo, 2000). Det er stor usikkerhet knyttet til denne størrelsen, men vi vet at frekvenselastisitetene etter all sannsynlighet er positive. Dette innebærer altså muligheten for en tilbudsrevet etterspørselsvekst.

Sterk vekst kan bidra til redusert rivalisering siden selskapene da ikke trenger å kjempe om markedsandeler for å opprettholde lønnsomhet. Likevel har historien vist at til tross for sterk etterspørselsvekst har flybransjen svart med enda større tilbudsvekst, noe som selvfølgelig har bidratt til fortsatt rivalisering med påfølgende dårlig lønnsomhet (Heszlein, 2004).

Etterspørselen etter lavprisreiser

Veksten i det europeiske lavprismarkedet har også vært sterk, og lavprisselskapene tar stadig større andeler fra tradisjonelle selskaper. Per mars 2006 (OAG, 2006) står lavprisselskapene for 23% av tilbudte seter på flygninger innad i Europa. I tillegg har de aller fleste selskapene store ekspansjonsplaner, i motsetning til tradisjonelle flyselskaper som i stadig større grad reduserer kapasitet på kort- og mellomlang distanse. Konsulentselskapet McKinsey (Bingeli & Pompeo, 2005) forventer at veksten i Vest- og Mellom-Europa vil stagnere noe, mens Øst-Europa vil representere et stort vekstmarked for lavprisselskaper fremover. Dette vil forsterkes av EU-utvidelsen østover. Figur 3.6 på neste side viser McKinseys estimater for utviklingen i markedsandeler og totalt passasjerantall. Som figuren illustrerer ser dette meget lovende ut for lavprisaktørene.

Markedsandeler og total passasjervekst



Figur 3.6

Kilde: HSH Nordbank, 2005 /McKinsey

Hvorvidt disse dataene om vekst i det europeiske markedet er direkte sammenlignbart med det norske er imidlertid usikkert. Eventuelle nye konkurrenter vil sannsynligvis ikke generere økt trafikk på samme måte som Norwegian har gjort, siden vi nå befinner oss på et helt annet nivå prissmessig. I tillegg blir SAS Braathens stadig mer konkurransedyktig. En tredje aktør vil dermed først og fremst konkurrere om passasjergrunnlaget som eksisterer per idag.

3.2.3 Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske eller emosjonelle faktorer som gjør at et selskap blir værende i en bransje selv om profitten er lav (Barney, 2001). Høye utgangsbarrierer kan gjøre at ulønnsomme selskaper velger å fortsette å konkurrere i samme bransje selv om de taper penger. Flybransjen er definitivt en bransje med svært høye utgangsbarrierer, blant annet som følge av veldig store relasjonsspesifikke investeringer. Utgangsbarrierene vil uansett være mye mindre for et selskap som Norwegian som leaser de fleste flyene sine, leier lokaler og har liten organisasjon, enn for et stort og komplekst selskap som SAS.

For en internasjonal lavprisoperatør er utgangsbarrierene svært små hvis man betrakter rutene enkeltvis. Ryanair kan for eksempel forsøke seg på enkelte ruter i Norge, og så relativt billig og enkelt flytte flyene til andre ruter hvis de viser seg å være ulønnsomme.

3.3 Kunders forhandlingsmakt

Kunder har makt når de er i posisjon til å kreve enten lavere priser eller høyere kvalitet på produktene som leveres. Jo større kundens makt er, jo mer er profitten i en næring truet. Hvis man har få og store kunder, og mange små tilbydere vil kundene naturligvis ha stor makt. Hvis produktene er standardiserte eller kjøpes inn i store kvanta, og byttekostnadene er lave, vil dette også kunne gi kundene forhandlingsmakt.

I flymarkedet kan man dele kundene inn i fritidsreisende og forretningsreisende. De forretningsreisende kan igjen deles inn i de med storkundeavtaler og de uten. I utgangspunktet vil kundene i flymarkedet ha begrenset forhandlingsmakt, siden de er mange, små og har forskjellige preferanser, særlig gjelder dette fritidsreisende. Storkunder vil imidlertid ha større forhandlingsmakt, og det har til og med forekommet i Norge at storkunder har oppnådd en så sterk posisjon at de har fått igjennom krav om at flyselskapet skulle tilpasse avganger eller opprettholde avganger som flyselskapet isolert sett ville være tjent på å legge ned (Strandenes, 2002). I tider med sterk konkurranse om storkundene fikk dessuten enkelte rabatter på opp mot 50-60% av fullprisen, noe som er et godt bevis på at rivalisering kommer kundene til gode. Imidlertid ga den sterke rabatten til konkurrentene seg utslag i høyere priser for andre fullprisenbetalende (Sørgard, 2003).

Størstedelen av markedet er uansett fritidsreisende og forretningsreisende uten storkundeavtaler, og konklusjonen er at de har meget begrenset makt i dagens marked.

3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

En leverandør har makt når den er i posisjon til å øke prisen på en innsatsfaktor kunden etterspør, eller å redusere kvaliteten uten å redusere prisen på produktet (Hill & Jones, 2004). Leverandøren vil ha stor makt hvis det er få, store leverandører og mange små

kunder. Samtidig vil de ha forhandlingsmakt hvis produktet som leveres er svært viktig, har få substitutter og kundene ikke er viktig for leverandøren.

For leverandører av bakketjenester i Norge vil et flyselskap være en svært stor kunde og representere en stor andel av omsetningen da det er få flyselskap som etterspør deres tjenester. I tillegg trenger Norwegian nødvendigvis ikke å outsource *alle* bakketjenester, slik at trusselen om vertikal integrasjon vil kunne bidra til å gi leverandørene noe mindre makt.

Man kan også se på piloter og kabinpersonale som leverandører av arbeidskraft. Tradisjonelt har disse gruppene hatt stor forhandlingsmakt, siden følgene av en streik kan være fatale for et flyselskap (Heszlein, 2004). På grunn av den sterke veksten blant lavprisselskaper i Europa er det nå ekstrem mangel på piloter. I følge Bjørn Kjos er det nå 4000 piloter for lite de neste 3-4 år, samtidig som Ryanair tidvis har hatt opptil 9 fly på bakken grunnet pilotmangel. For Norwegian er situasjonen bedre, mye takket være kostnadskutt og problemer i SAS, samtidig som SAS har ekstra lang overgangstid for å bli førstepilot. Dette gjør at mange norske styrmenn ønsker seg over til Norwegian, hvor de får være piloter til omtrent samme lønn som de hadde i SAS.

Norwegian leaser sine fly på femårskontrakter (Norwegian, 2004), og selv om de er avhengig av en bestemt flytype for å opprettholde sin enhetsflåte, finnes det mange forskjellige firma som tilbyr leasing av denne typen fly. Dette gjør at også disse leverandørene får begrenset forhandlingsmakt. I det siste har det blitt noe vanskeligere å få tak i leasede fly, og Norwegian har derfor besluttet å gå til innkjøp av minst to nye fly. Både leasingpriser og prisene på brukte fly har steget kraftig de siste år, og denne utviklingen ventes å fortsette i nærmeste fremtid.

3.5 Trussel fra substitutter

Et substitutt er et alternativt produkt som tilfredsstiller kundens behov på en annen måte. Analysen av substitutter bygger på pris/ytelseforhold, byttekostnader, merkeloyalitet og konkurranseforhold på substituttarenaer (Stensaker, 2005a).

For eksempel vil både tog, båt, bil og buss kunne være substitutter på enkelte strekninger innenlands i Norge. Det norske tog- og veinettet er imidlertid i relativt dårlig forfatning, spesielt sammenlignet med USA og Vest-Europa. NSB er dessuten i en monopolsituasjon, og er sjelden konkurransedyktig på pris og hurtighet i forhold til flyreiser.

I vid forstand kan man også tenke seg at videokonferanseutstyr kan være substitutt for flyreiser, da særlig for forretningsreisende i forbindelse med møtevirksomhet etc. Etter terrorangrepene i USA 11. september 2001 økte etterspørselen etter slikt utstyr betraktelig samtidig som trafikken av forretningsreisende ble sterkt redusert (Costa et.al, 2002). Etter hvert som teknologien utvikles og slikt utstyr blir stadig billigere er det naturlig å tro at dette også vil kunne få store følger for forretningsreiser innenlands i Norge.

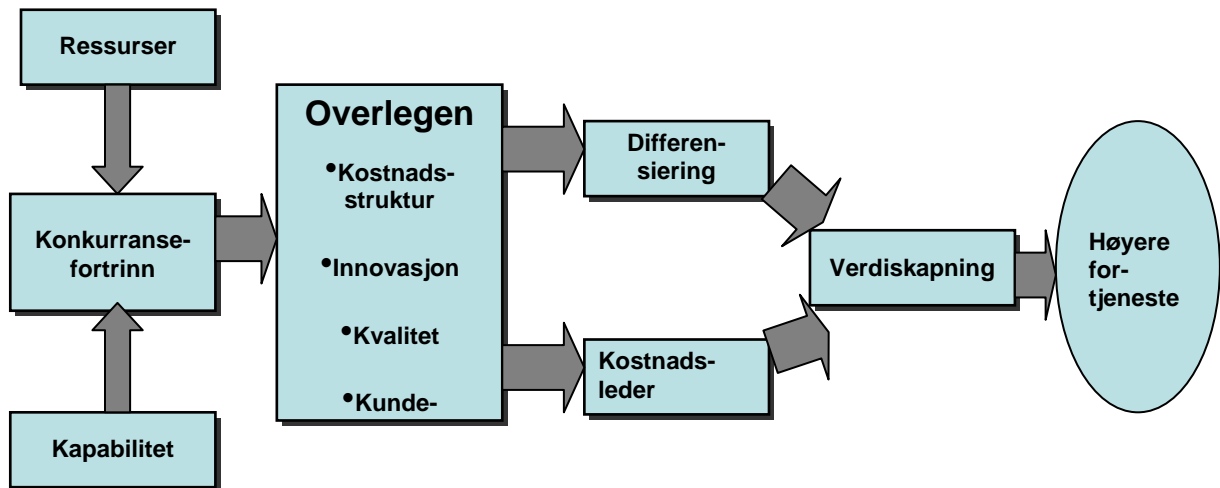
Uansett er det få land i Europa der flyet har en så sterk posisjon i persontransporten som i Norge, noe som gjør at trusselen fra substitutter er relativt liten, i hvert fall i dagens marked (Denstadli et. al, 2004).

3.6 Oppsummering

Norwegian konkurrerer i et duopol med sterk priskonkurranse. Situasjonen synes imidlertid å ha bedret seg den siste tiden, og billettprisene har stabilisert seg på et akseptabelt nivå. Trusselen fra inntrengere er begrenset, både fordi lønnsomheten er lav, det er lite kapasitet på Gardermoen og fordi Norwegian og SAS Braathens har såpass stor frekvens på rutenettet. Dessuten har både kunder og leverandører begrenset makt, og trusselen fra substitutter er relativt liten. Alt i alt ser situasjonen lys ut for Norwegian, og de vil forsatt profittere på økte markedsandeler innenlands samt mer trafikk til utlandet.

4. Internanalyse

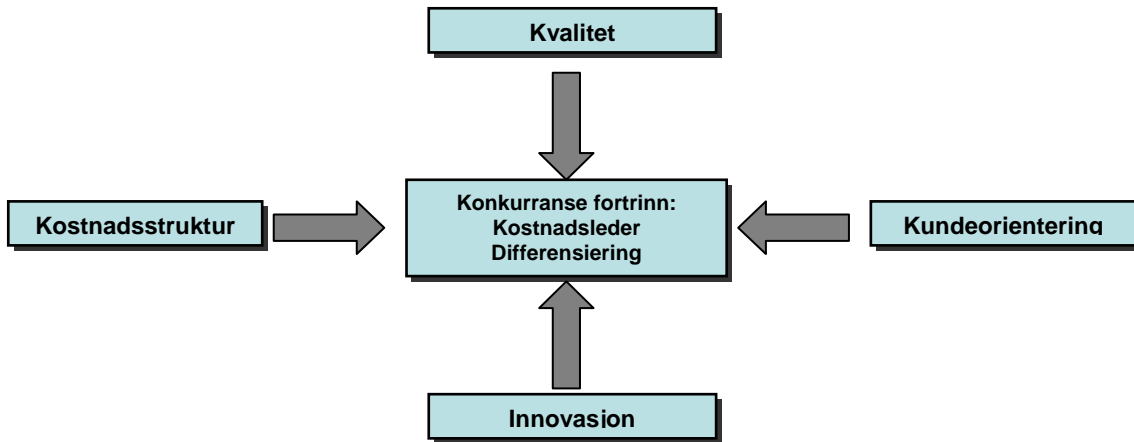
Jeg vil nå foreta en analyse av Norwegians interne konkurranseforutsetninger for å kartlegge deres styrker og svakheter. Først identifiseres selskapets *konkurransefortrinn*, deretter går jeg over til kort å nevne hva slags *aktiviteter* selskapet utfører for å oppnå sine fortrinn, før jeg tar for meg deres *kapabiliteter* (deres evne til å utføre aktivitetene) og *ressurser* (som aktivitetene bygger på). Ved hjelp av modellen under vil man dermed komme frem til hvilke ressurser selskapet besitter som kan være kilder til varige konkurransefortrinn.



Figur 4.1 (Hill & Jones, 2004)

4.1 Konkurransefortrinn

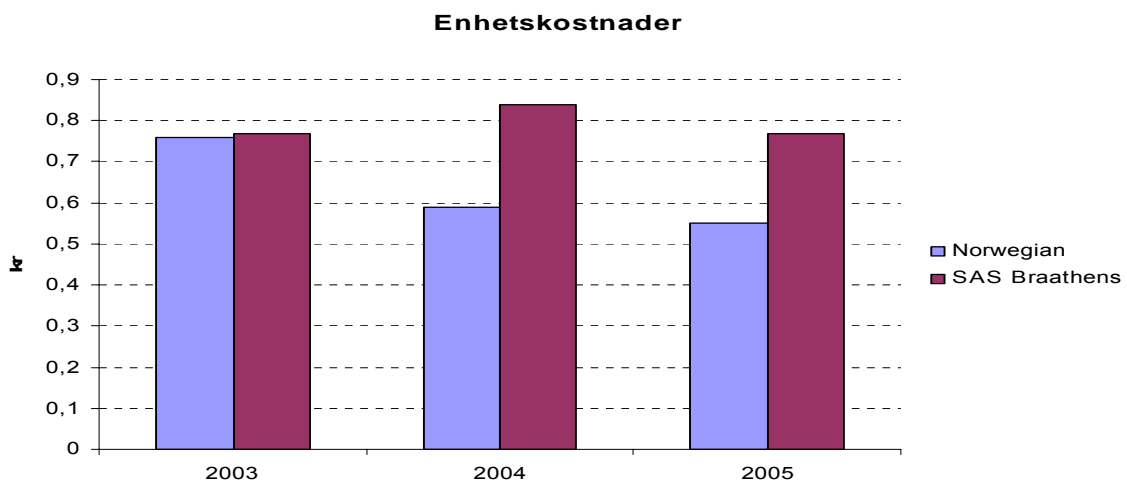
Man kan si at en bedrift har et konkurransefortrinn i forhold til rivalene når lønnsomheten er større enn gjennomsnittslønnsomheten for alle selskap i det samme markedet (Hill & Jones, 2004). KIKK-analysen viser hvordan konkurransefortrinn bygger på fire forskjellige faktorer; *kostnadsstruktur*, *innovasjon*, *kvalitet* og *kundeorientering*. Selv om de her diskuteres hver for seg, vil de i høy grad kunne påvirke hverandre.



Figur 4.2 (Hill & Jones, 2004)

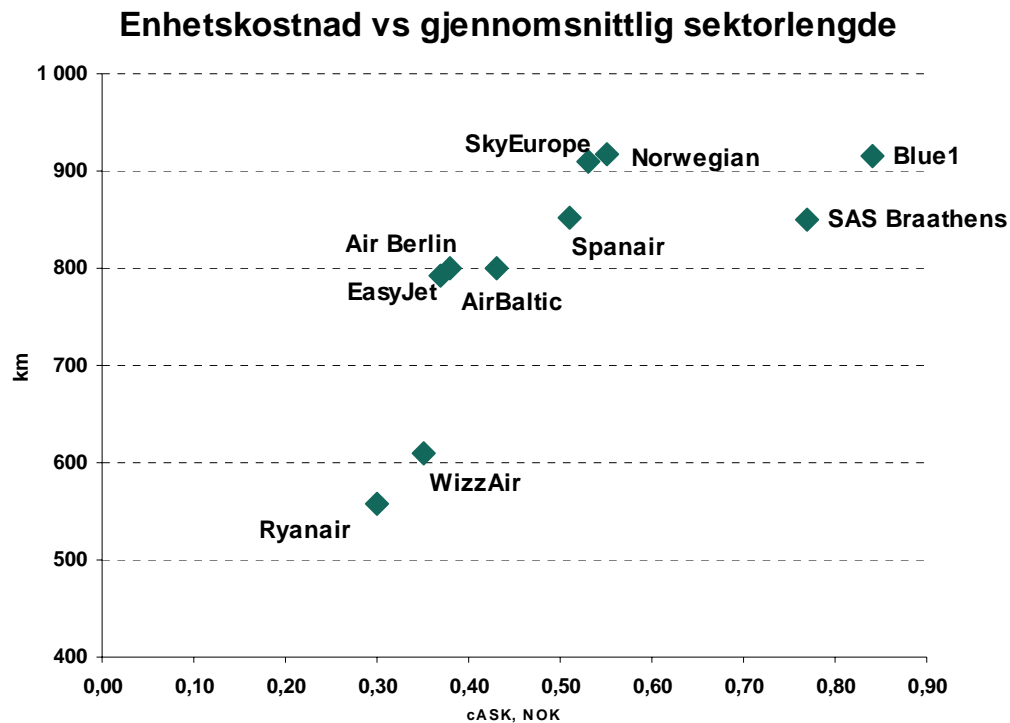
4.1.1 Kostnadsstruktur/effektivitet

Effektivitet kan defineres som *mengden av innsatsfaktorer det trengs for å produsere en enhet av et produkt* (Hill & Jones, 2004). Høy effektivitet er avgjørende for at en bedrift skal kunne redusere sine kostnader, og for Norwegian gjelder det å ha høyest mulig utnyttelse av flyene, flest mulig passasjerer per ansatt og tillegg effektiv distribusjon av billetter. Som man ser på figuren under har Norwegian de siste årene kommet seg ned på et betraktelig lavere kostnadsnivå.



Figur 4.3 (NAS og SAS Årsrapporter 2003-2005)

Dersom man sammenligner med andre europeiske aktører ser man imidlertid at Norwegian har et stykke igjen før man er blant de laveste:



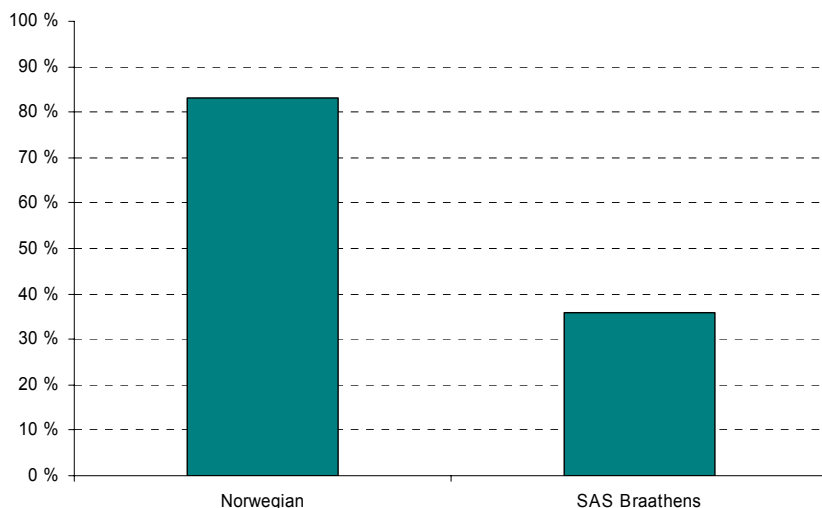
Figur 4.4

Kilde: Selskapenes årsrapporter, 2005

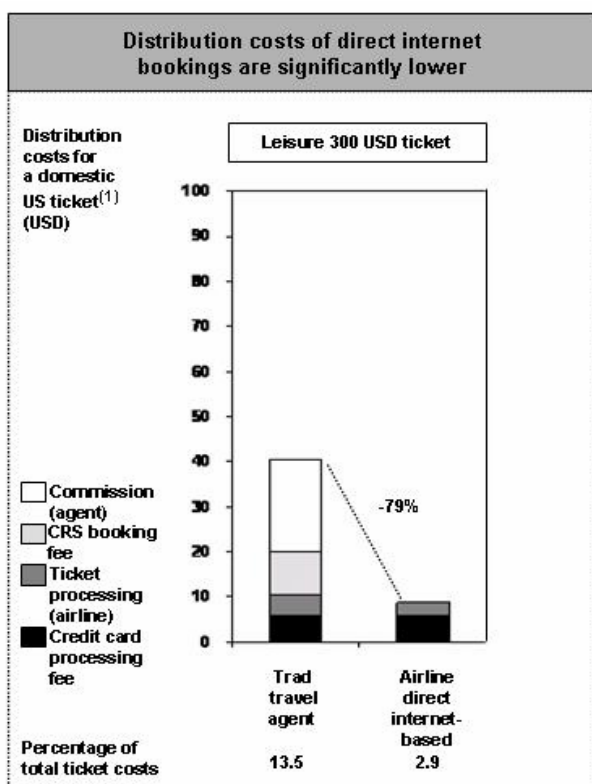
Det er flere grunner til at Norwegian har så mye lavere kostnader enn SAS Braathens. For det første har Norwegian en ensartet flytype, på lik linje med mange andre lavprisflyselskap. De besitter i dag 18 fly av typen Boing 737-300 med 148 seter, der de fleste leases på fem-års kontrakter. Dette er verdens mest brukte passasjerfly (www.orapp.no) noe som sikrer god tilgang på fly, reservedeler, teknikere og piloter. I tillegg fører det til lavere kostnader pga enklere vedlikehold, mindre variasjon i utstyr, infrastruktur og hjelpemidler, mindre behov for delelager, samt enklere administrasjon (Norwegian, 2006b).

For det andre foregår distribusjon av transport hovedsakelig over Internet. Dette er den klart mest kostnadseffektive salgskanalen (www.bcg.com), og andelen salg over Internet har nå passert 80 %, mens SAS Braathens for tiden ligger under 40 % jf figur 4.5:

Andel billettsalg over Internet



Figur 4.5, (Norwegian, 2006c og SAS 2006)



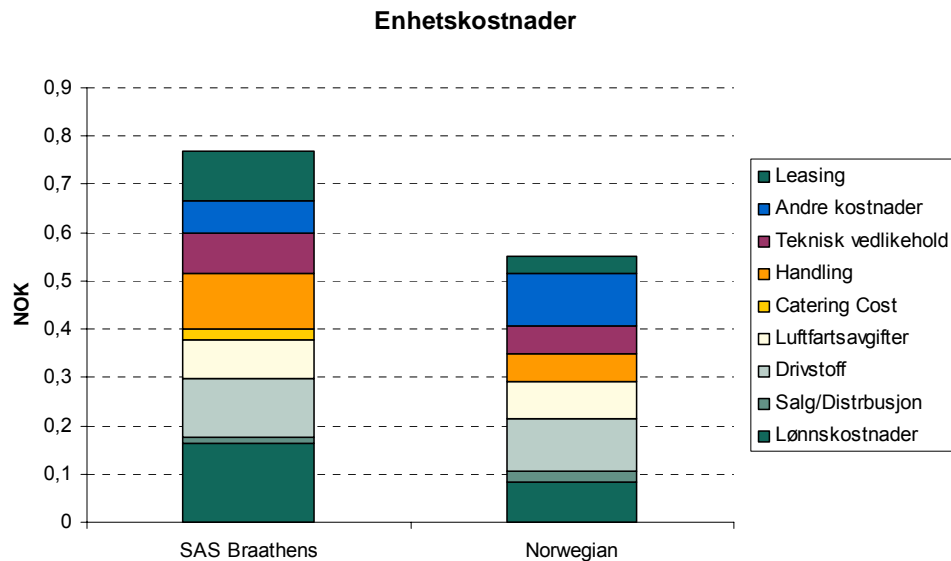
(1) Ved kjøp med kreditt/debet-kort

Figur 4.6 (BCG, 2002). Figuren viser at man kan spare opptil 79 % av distribusjonskostnadene ved bruk av Internet og billettløse reiser.

For det tredje benytter selskapet IT på en måte som er kostnadseffektivt samtidig som det muliggjør god service til kundene. Kostnadsgevinsten hentes inn ved at man eliminerer produksjon av papirbilletter, forenkler endrings- og refusjonsfunksjoner samt reduserer lønnskostnader i funksjoner som salg, kundeservice og regnskap.

Videre kjøper Norwegian tjenester for å dekke bakkeoperasjonene sine. Dermed er det mulig å ivareta den fleksibiliteten som en aktiv ruteporteføljeutvikling fordrer, uten at det får store kostnadsmessige endringer på dette området.

Ved å dele opp enhetskostnadene i de forskjellige kostnadsgruppene kan man enkelt se hvor Norwegian skiller seg ut (Norwegian, 2006b og SAS, 2006):



Figur 4.7

Vi ser altså at man sparer mye på å lease fly, samtidig som outsourcing av vedlikehold og handling bidrar til å holde kostnadene nede. Videre er lønnskostnadene lavere fordi Norwegian har en mye slankere organisasjon. Ut i fra figuren kan det virke som salgskostnadene er noe høyere for Norwegian, dette skyldes imidlertid at oppgradering av IT-systemet ble kostnadsført i 2005.

4.1.2 Innovasjon

Innovasjon er *nyskapning og videreutvikling av produkter, produksjonsprosesser, organisasjonsstruktur eller strategi* (Hill & Jones, 2001). I løpet av 2004 lanserte Norwegian som første flyselskap i verden billettbestilling via SMS. Samme år ble det også inngått et samarbeid med Narvesen om salg av flybilletter i alle deres kiosker. For noen måneder siden lanserte selskapet også et utradisjonelt trainee-program. Slik skal man sikre billig arbeidskraft og videreutvikle fremtidens ansatte. Det gjenstår å se hvor vellykket disse nye prosjektene vil være, men det viser iallefall at selskapet tenker innovativt for å forsøke å oppnå en enda mer kostnadseffektiv og kundevennlig drift. For øvrig blir det spennende å se om selskapet kommer til å benytte seg av forslaget om reklame om bord i flyet, med de potensielle inntektene det vil medføre (Iversen, 2005).

Til tross for enkelte nyskapende tiltak, har ikke Norwegian klart å utnytte disse til å oppnå bedre lønnsomhet eller store kostnadsbesparelser. Det er dermed ikke på dette området Norwegian har sine hovedkilder til konkurransefortrinn.

4.1.3 Kvalitet

Kvalitetsprodukter kan defineres som *produkter og tjenester som er pålitelige, slik at de fungerer som forventet, noe som øker opplevd verdi for kunden. De er også differensiert ved ulike attributter slik at kundene opplever de til å ha en høyere verdi* (Hill & Jones, 2004). Norwegian er et typisk lavprisflyselskap, og satser på å tilby lave priser og et enkelt konsept. Når det gjelder punktlighet skiller de seg heller ikke positivt ut, (Avinor, 2006) slik at det er heller ikke på dette området man finner Norwegians kilder til konkurransefortrinn.

4.1.4 Kundeorientering

Kundeorientering dreier seg om å *identifisere og tilfredsstillende kundenes behov* (Hill & Jones, 2004). Det handler med andre ord om å gi kundene det de vil ha.

Norwegian har i løpet av sin korte levetid opparbeidet seg et merkenavn bestående av verdi for kunden, lave priser og folkelighet. Dette har ikke gått upåaktet hen, og selskapet har kommet høyt opp i flere kåringer de siste årene. De ble kåret til Årets bedrift 2003 av Økonomisk rapport og fikk andreplassen i Omdømmeprisen samme år, kun slått av Frelsesarméen.

Før Internets inntreden var kundene i stor grad lojale mot flyselskapene og reisebyråene, pga forholdsvis høye søkekostnader. I dag er det lett å søke på Internet for å finne de billigste billettene uansett hvilket selskap man reiser med. Kundene prioriterer lave priser, og man ser tydelig at kundelojaliteten forsvinner, slik Rayport og Sviokla antydte (1994). I følge en markedsundersøkelse foretatt av Interra (figur 3.2) assosierte hele 58 % av befolkningen Norwegian med lav pris. Dette var betydelig høyere enn andre norske aktører, noe som er svært positivt for selskapet.

4.1.5. Oppsummering av KIKK-analysen

Det er altså på to områder Norwegian har sine kilder til potensielle konkurransefortrinn i forhold til SAS Braathens; kostnadsstruktur og kundeorientering.

For å kunne oppnå disse fortrinnene utfører selskapet hovedsakelig to primæraktiviteter;

1. Salg/markedsføring
2. Transport av passasjerer

Jeg går nå over til å se på deres evne til å utføre disse aktivitetene.

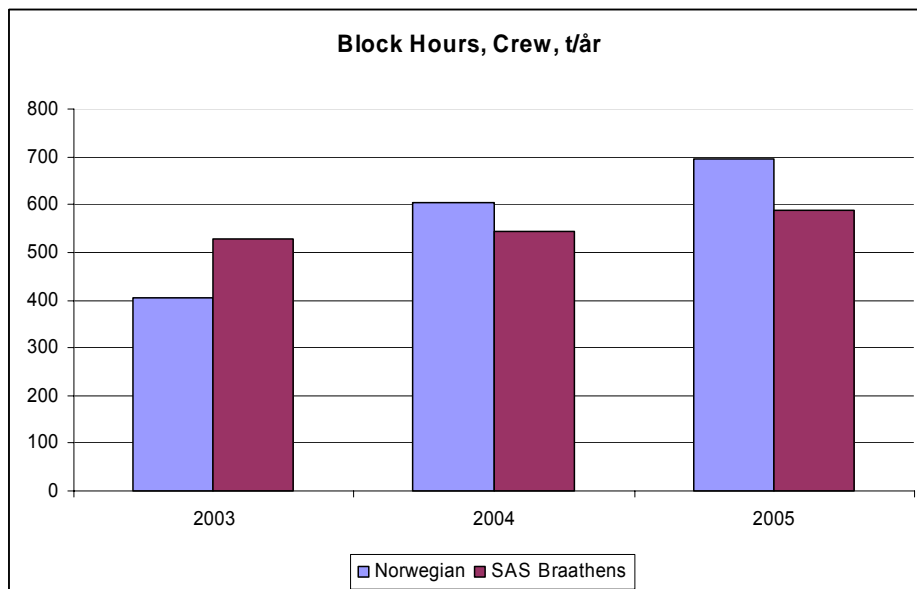
4.2 Kapabiliteter

Kapabiliteter kan defineres som *selskapets evne til å koordinere og organisere sine ressurser, slik at de kommer til størst mulig nytte* (Hill og Jones, 2004). Med andre ord kan man si at Norwegians kapabilitet er deres evne, i form av rutiner, prosedyrer og kompetanse, til å utføre sine aktiviteter.

Jeg har i avsnitt 4.1.1 sett hvordan Norwegians distribusjon av billetter via Internet gjør salgskanalen svært kostnadseffektiv. I dette avsnittet velger jeg å se på tre effektivitetsmål for å se hvordan Norwegian transporterer sine passasjerer. Det første målet er flyenes turnaround-tid, dvs. den tiden man bruker fra et fly er parkert ved gaten til det er fylt opp på nytt og klart til avgang. Det andre er de såkalte blockhours, dvs. det antall timer hvert fly/crewmedlem er i luften pr. døgn/år. (Haug, 2005, Wilsberg, 2005 og Norwegian, 2005 og 2006)

	Norwegian	SAS Braathens
Turnaround (min)	25-30	25-60
Blockhours fly (timer per døgn)	9,6	7,9
Blockhours piloter (timer per år)		564
Blockhours cabin crew (timer per år)	690	580

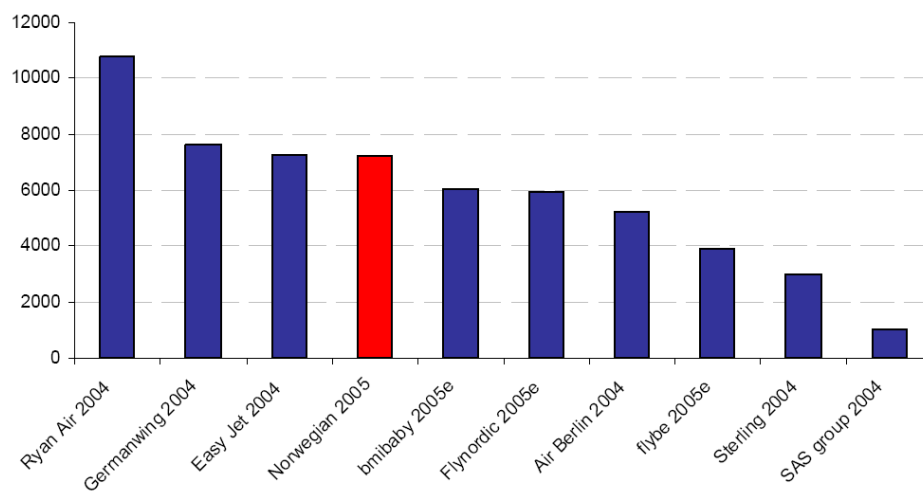
Figur 4.8



Figur 4.9

Som vi ser presterer Norwegian bedre på begge disse målene, og utviklingen innenfor block hours er suveren i forhold til konkurrenten.

Det tredje effektivitetsmålet ser på hvor mange ansatte flyselskapene har i forhold til totalt antall passasjerer, og Norwegian gjør det også bra her:



Figur 4.10 (Kjos, 2006)

Med den sterke passasjerutviklingen hittil i 2006 presterer Norwegian sannsynligvis enda bedre enn hva figuren viser.

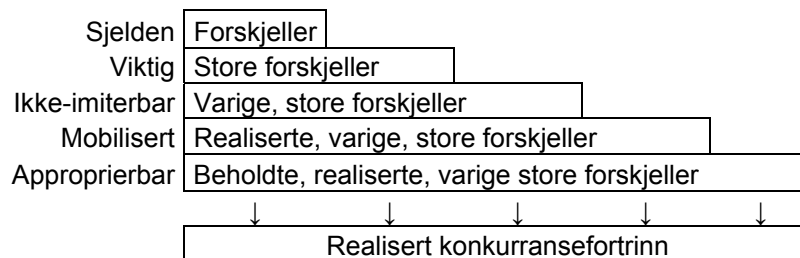
I neste avsnitt vil jeg diskutere Norwegians kapabiliteter sammen med deres ressurser, i og med at enkelte hevder at en kapabilitet kan betraktes som en form for ressurs (Lambe et.al, 2002).

4.3 Resurser

Ressurser kan defineres som *beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier* (Jacobsen og Lien, 2001). For å se på hvilke ressurser som er vesentlige for bedriften velger jeg å bruke SVIMA-modellen (Jacobsen og Lien, 2001). Denne modellen gir svar på hvorvidt aktuelle ressurser kan generere varig lønnsomhet for bedriften, og dermed være et varig konkurransefortrinn. For at dette skal inntreffe må ressursen være sjelden, viktig, ikke imiterbar, mobiliserbar og appropriierbar, derav navnet SVIMA.

Det at en ressurs er *sjelden* betyr at ingen av konkurrentene har denne i samme mengde og kvalitet. En ressurs er *viktig* hvis den har stor betydning for kundens betalingsvilje eller bedriftens kostnader ved å betjene dem. Med *ikke imiterbarhet* menes at ressursen ikke kan kopieres eller erstattes med en annen ressurs. Ressursen er *mobiliserbar* hvis man kan utforme produktmarkedsstrategier som utnytter ressursen intensivt. *Appropriierbarhet* betyr at den økonomiske verdien av ressursen ikke kan kapres av andre interessenter som for eksempel ansatte, kunder eller andre aktører.

Disse ulike betingelsene bygger kumulativt opp grunnlaget for at en ressurs skal generere konkurransefortrinn.



Figur 4.11 (Jacobsen og Lien, 2001)

Jeg vil nå drøfte de ressursene jeg mener kan være relevante bidrag til konkurransefortrinn gjennom kostnadsstruktur eller kundeorientering:

4.3.1 Flyflåten

Som beskrevet i avsnitt 4.1.1 har Norwegian en ensartet flyflåte som bidrar til lave kostnader og stor fleksibilitet. Denne ressursen er dermed både viktig og mobilisert. I det norske markedet er dette sjeldent, selv om SAS Braathens nå er på vei til å anskaffe dette (Larsen, 2004, SAS 2005). Dette bekrefter at ressursen er imiterbar. Den økonomiske verdien av flyflåten kan uansett ikke kapres av andre interessenter og er dermed appropriierbar.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriierbar	Utfall
Flyflåten	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller

Den enhetlige flyflåten bidrar dermed til midlertidige forskjeller mellom SAS Braathens og Norwegian.

4.3.2 Internet-distribusjon

Norwegians evne til å opprettholde en høy salgsandel over Internet er en svært sjelden, viktig og mobilisert ressurs som bidrar til å holde kostnadene på et lavt nivå (se avsnitt 4.1.1). Ingen andre interessenter kan kapre den økonomiske verdien av denne, og den er dermed appropriierbar. I følge Ellingsen (2005) er det to grunner til at Norwegian har en så mye høyere andel salg over nettet. For det første har selskapet svært enkle og oversiktlige sider som finner lavprisbillettene med en gang. For det andre er det lettere for kunder å benytte seg av Internet hos Norwegian, fordi de ikke er vant til andre bestillingsmetoder. Hos SAS Braathens derimot, har man i mange år vært vant til å bruke telefon. Uansett, SAS Braathens jobber kontinuerlig med å forbedre hjemmesidene sine, samt endre kundenes bestillingsvaner (Wilsberg, 2005). Denne ressursen er altså imiterbar over tid, selv om Norwegian for øyeblikket er mange steg foran.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriierbar	Utfall
Internet-distribusjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller

Den høye andelen distribusjon over Internet bidrar dermed til store midlertidige forskjeller mellom Norwegian og SAS Braathens, jf figur 4.5.

4.3.3 IT-systemet

Et tredje sentralt moment er Norwegians IT-system. Som beskrevet i avsnitt 4.1.1 benytter selskapet IT på en kostnadseffektiv måte, noe som gjør ressursen både viktig og mobilisert. Den økonomiske verdien av denne ressursen kan ikke kapres av andre interessenter og er dermed approprierbar. Likevel, IT-systemet er verken sjeldent eller ikke-imiterbart i norsk sammenheng.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
IT-systemet	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ingen forskjell

IT-systemet er en altså en ressurs som ikke vil føre til noen forskjeller mellom Norwegian og SAS Braathens.

4.3.4 Fleksibilitet

Norwegian har organisert driften sin på samme måte som andre typiske lavprisaktører. Det betyr at alle tjenester som ikke er en del av kjernevirksomheten blir outsourcet. Dette, i tillegg til en flat struktur som gjør beslutningsprosessene enkle og direkte, bidrar til at selskapet har mobilisert en fleksibilitet med tanke på eventuelle endringer. Dette er både sjeldent og viktig i det norske innenlandsmarkedet, der aktiv ruteporteføljeutvikling blir mer og mer sentralt (Ellingsen, 2005). Ingen andre interessenter kan kapre den økonomiske verdien av fleksibiliteten, og den er dermed approprierbar. På sikt kan derimot konkurrentene opparbeide seg en tilsvarende struktur og drift, slik at ressursen er imiterbar.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Fleksibilitet	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller

Vi ser altså at fleksibiliteten gir en stor midlertidig forskjell mellom Norwegian og hovedkonkurrenten SAS Braathens.

4.3.5 Relasjonskapital

Relasjonskapital omfatter selskapets *relasjoner med andre aktører, deriblant kundene*. Norwegians merkenavn har fått et svært positivt omdømme, som nevnt i KIKK-analysen.

Selskapet har dermed en ressurs i det faktum at merkenavnet har fått et stempel som en utfordrer til monopolet, og dermed presser prisene nedover.

Norwegian har også vist at de har gode relasjoner til de norske myndighetene. Det kunne man spesielt se da ledelsen presset på for å få fjernet bonuspoengene på innenlandsflygningene. Rett etter oppstart inngikk også selskapet en storkundeavtale med den norske stat.

Denne relasjonskapitalen er sjelden, viktig, mobilisert og approprierbar. Andre lavprisaktører kan bli fristet til å starte opp flygninger i Norge, og disse vil over tid kunne oppnå et like godt rykte og like gode relasjoner til myndighetene som det Norwegian nå har. Dermed er den imiterbar.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Relasjonskapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller

Selskapets omdømme og relasjoner gir de altså et stort fortrinn, selv om man ikke vil kunne garantere at de blir varige.

4.3.6 Oppsummering SVIMA-modellen

Oppsummeringsmessig kan man vise SVIMA-analysen i følgende tabell:

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Flyflåten	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller
Internetdistribusjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller
IT-systemet	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ingen forskjell
Fleksibilitet	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller
Relasjonskapital	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Store forskjeller

Det er verdt å merke seg at selv om alle ressursene her er karakterisert som mobiliserte, vil man alltid kunne videreutvikle disse. Man kan derfor si at de er mobiliserte, men ikke fullt ut.

Man ser altså at ingen av Norwegians ressurser vil garantere realiserte og varige konkurransefortrinn. På kort sikt har selskapet likevel noen store forskjeller som kan gi økt lønnsomhet i forhold til SAS Braathens og andre potensielle aktører. Dette er flyflåten, Internet-distribusjonen, fleksibiliteten og selskapets relasjoner og omdømme.

Med utgangspunkt i informasjonen fra ekstern- og internanalysen kan jeg nå begynne hoveddelen i denne utredningen, nemlig en verdsettelse av selskapet. Først vil jeg gå igjennom litt verdsettelsesteori og forklare hvordan man skal behandle leasingforpliktelsene. Deretter vil jeg foreta en kontantstrømsanalyse med sensitivitetsanalyser, vise to alternative scenarier, før jeg avslutter verdsettelsesdelen med en multipel-analyse.

5. Verdsettelsesteori

I analysen av Norwegian har jeg valgt å anvende to verdsettelsesmetoder; kontantstrømanalyse (DCF) og peer-group analyse (multipel-analyse). I dette avsnittet vil jeg kort presentere disse to metodene, hvorfor de egner seg i denne utredningen og litt om rasjonale som ligger bak teoriene. Bakgrunn for fremstillingen finnes i bla Koller, Goedhart og Wessel (2005) og Damodaran (2002).

5.1 Kontantstrømsanalyse

En kontantstrømsanalyse er den teoretisk riktige metoden å beregne verdien av prosjekter, divisjoner og selskaper. For å beregne verdien av et selskap finnes det to alternativer: Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF¹) og fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE²). Førstnevnte metode finner verdien på selskapet ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene som er tilgjengelig til *alle* kapitalyttere, altså til totalkapitalen, med et passende avkastningskrav som gjenspeiler risikoen i selskapet. For så å finne verdien av egenkapitalen må man da trekke ifra markedsverdien av selskapets finansielle forpliktelser (gjeld). Alternativt kan man finne verdien av egenkapitalen direkte ved å se på FCFE, man finner kontantstrømmen til egenkapitalen hvert år og

¹ Free Cash Flow for Firm

² Free Cash Flow for Equity

neddiskonterer med et egenkapitalavkastningskrav. Selv om disse to metodene skal gi samme resultat for verdi av egenkapitalen når de anvendes riktig, foretrekkes ofte total kapitalmetoden: Siden egenkapitalavkastningskravet vil endre seg når kapitalstrukturen endres, blir det vanskelig å matche riktig kontantstrøm med riktig diskonteringsfaktor. Dermed blir det enklere å benytte FCFE og slik diskontere med et konstant avkastningskrav. Antar man et nøytralt skattesystem, samtidig som man ser bort ifra kostnadene forbundet med finansielle problemer, vil dette avkastningskravet være uavhengig av kapitalstruktur, jf Miller & Modigliani.

5.1.2 Avkastningskrav

For å finne nåverdien av kontantstrømmene til total kapitalen, må man altså diskontere med et passende avkastningskrav; WACC, eller weighted average cost of capital. WACC representerer alternativkostnaden som investorene møter ved å investere i et spesifikt selskap i stedet for i andre selskaper med tilsvarende risiko. WACC kan vi finne ut av følgende formel:

$$WACC = E/V * K_E + D/V * K_G * (1-s)$$

E/V = "Target" nivå på egenkapital ift Enterprise Value (EV), markedsverdier

D/V = "Target" nivå på gjeld ift EV, markedsverdi

K_E = avkastningskrav til egenkapitalen

K_G = avkastningskrav til gjeld /gjennomsnittlig gjeldskostnad

s = skatt

$EV (V)$ = Markedsverdi egenkapital pluss markedsverdi gjeld
(fratrasket eventuell overflødig kontantbeholdning)

For å beregne avkastningskrav til egenkapitalen tar man gjerne utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) (Bodie et al, 2005). Kapitalverdimodellen sier at forventet avkastning (og dermed avkastningskrav) til en aksje er lik risikofri rente pluss aksjens beta multiplisert med markedets risikopremie:

$$E(R_I) = R_F + \beta_E (E(R_M) - R_F)$$

$E(R_I)$ = Forventet avkastning aksje/avkastningskrav egenkapital

R_F = Risikofri rente

β_E = Aksjens betaverdi, mål på korrelasjon med markedsporteføljen

$E(R_M)$ = Forventet avkastning markedsporteføljen

$(E(R_M) - R_F)$ = Markedets risikopremie

Formelen tar utgangspunkt i at investorene har homogene forventninger og at de er veldiversifiserte. I et perfekt marked har de slik diversifisert bort den usystematiske risikoen, og bryr det seg kun om den systematiske risikoen de på marginen påtar seg ved å kjøpe en ny aksje. For å estimere den systematiske risikoen må man beregne aksjens betaverdi:

5.1.3 Beta

En aksjes beta angir korrelasjonen mellom aksjen og markedet som helhet, og blir dermed et mål på hvor mye systematisk risiko som ligger i en aksje. Beta for markedet som helhet er naturlig nok 1, og en aksje som har beta høyere enn 1 vil dermed svinge mer enn markedet og således ha høyere risiko, målt ved egenkapitalkravet. En aksje med beta lavere enn 1 svinger mindre enn markedet og har dermed sannsynligvis lavere risiko.

For å estimere betaen til et selskap kan man benytte flere fremgangsmåter, og jeg vil fokusere på to alternativer:

1. Historisk beta ved hjelp av regresjon

For børsnoterte selskaper kan egenkapitalbetaen i prinsippet beregnes ut fra historiske avkastningstall for selskapets aksjer (R_I) og for markedsporteføljen (R_M). Dette gjøres ved en enkel linær regresjon, hvor regresjonslinjens helningskoeffisient tilsvarer beta.

$$Beta_i = \rho(r, r_m) \times \frac{\sigma_r}{\sigma_{rM}}$$

σ_r måler variasjonen i aksjens avkastning målt ved standardavviket. Denne variasjonen justeres for korrelasjonen med markedsporteføljen og gir oss aksjens markedsrisiko. Satt i forhold til markedsporteføljens avkastningsvariasjon σ_{rM} , får vi aksjens relative markedsrisiko, målt ved beta. Som tilnærming til markedsporteføljen bruker man ofte en bredt sammensatt indeks (Johnsen, 2005a).

2. Beta fra sammenlignbare selskaper

Et annet alternativ, spesielt for ikke-børsnoterte selskaper, er å ta utgangspunkt i egenkapitalbetaen til en del sammenlignbare selskaper, der disse bør ha samme konjunkturelle forretningsrisiko (Johnsen, 2005b). Betaen justeres for gjeldsgrad, og man finner en forretningsbeta/total kapitalbeta som sier noe om risikoen for bransjen. Gjennomsnittet for disse forretningsbetaene blir dermed en god predikator for vårt selskaps forretningsbeta. Dermed kan man justere denne for kapitalstruktur og slik finne et godt estimat for egenkapitalbeta.

5.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert som meravkastningen ved å investere i markedsporteføljen i forhold til risikofri rente. Thore Johnsen (1997) har i en studie undersøkt den historiske risikopremien på Oslo Børs i perioden 1967-1994, og estimerer en premie på ca 6 % i forhold til kort statsrente. Johnsen (2005a) hevder imidlertid nå at det er mye som taler for en noe lavere premie, dette på grunn av redusert variasjon i likviditeten, økt antall veldiversifiserte investorer samt bedre kapitaliserte selskaper. Dimson, Marsh og Staunton (2002) har gjort beregninger av den historiske risikopremien for aksjer i 16 land over en 102-års periode. De kommer frem til følgende historisk oppnådde risikopremier på aksjer i forhold til kortsiktig rente:

- USA: 4,0 %
- Storbritannia: 2,3 %
- Verdensindeks: 2,9 %

De og andre tar dette til inntekt for en fremtidig risikopremie på ca. 3 % i forhold til korte renter. Risikopremien for hvert enkelt land bør dermed ta utgangspunkt i 3 %, men justeres for verdens-beta, samt lokale forhold. Siden det norske markedet historisk sett er

mer volatil enn verdensindeksen (for eksempel MSCI World Index), kan vi anta en noe større risikopremie enn 3 % for Oslo Børs. Jeg velger derfor å benytte meg av en risikopremie på 3,5 % i forhold til *lange* renter, noe som skulle tilsi ca 4 % i forhold til korte. Som estimat på risikofri rente bruker jeg da tiårs statsobligasjoner som i dag gir en rente på omtrent 4,4 %.

5.2 Multippel-analyse

Multippelanalyser er en svært vanlig metode blant analytikere og andre praktikere i dag. Metoden går ut på å sammenligne et selskaps multipler med multiplene hos tilsvarende selskaper, gjerne i samme bransje. Man kan også benytte slike analyser til å sammenligne bransjer mot hverandre, eller hvordan selskap, bransjer eller markeder er priset historisk sett. Damodaran (2002) peker på flere årsaker til metodens popularitet: For det første kan en multippelanalyse gjøres raskere og med mange færre forutsetninger enn en kontantstrømsanalyse. For det andre er en slik analyse lettere å forstå, og dermed lettere å formidle. I tillegg vil en slik peer-group analyse i større grad reflektere situasjonen i *dagens* marked, siden den måler relativ i stedet for underliggende verdi. Imidlertid er det også mange fallgruver når det gjelder multippelanalyser. For det første er det svært viktig med konsistens, både mellom teller og nevner, og konsistens med tanke på tidsperspektiv. Telleren i multippelbrøken kan enten være en egenkapitalverdi (for eksempel markedsverdi) eller selskapsverdi (for eksempel enterprise value). Nevneren må dermed være konsistent, slik at man sammenligner for eksempel bokført egenkapital eller resultat med andre egenkapitalverdier i telleren. Man må også være påpasselig ved at man sammenligner multiple som tar for seg samme tidsrom, spesielt når man ser på selskaper i sterk vekst. Et annet problem med relativ verdsettelse er at man lett kan glemme underliggende verdier, noe som illustreres av IT-boblen der alle nye selskaper skulle prises til samme multiple som de allerede overprisede, etablerte selskapene. Samtidig bør man være veldig oppmerksom på forskjeller i risiko og vekstpotensial mellom selskaper. Alle sammenligninger med nøkkeltall forutsetter også at inntjeningsnivået er representativt for fremtiden, lik avkastning på reinvestert kapital og like regnskapsprinsipper. Hvilken type multippel som brukes er ofte bransje- og selskapsavhengig, og Damodaran (2002) skiller mellom følgende fire typer:

5.2.1 Resultatmultiple:

Når man kjøper en aksje er det vanlig å se på pris i forhold til generert resultat per aksje. Dette forholdstallet mellom pris og resultat kalles P/E og kan finnes ved å se på siste års fortjeneste per aksje, eller bruke forventet fortjeneste neste år. Et selskap som forventes å levere sterk vekst i resultat per aksje, vil kunne forsvare et høyere P/E-tall. Andre resultatmultiple kan se på verdien av hele selskapet (EV) og man ser da på EV i forhold til for eksempel EBIT el EBITDA, altså estimat for inntjeningen til selskapet som helhet og ikke kun aksjeeierne.

Det er viktig å merke seg at P/E-tallet kan være misvisende: For det første vil P/E tallet være avhengig av kapitalstruktur, slik at hvis man sammenligner selskap med forskjellig gjeldsgrad anbefales EV/EBIT. For det andre vil årsresultatet, i motsetning til EBITDA, ta hensyn til for eksempel nedskrivninger, og P/E-tallet vil virke kunstig høyt ved tilfeldige engangshendelser. EV/EBITDA kan også være misvisende, for eksempel hvis man ikke vet noe om den gjenværende levetiden på eiendelene, eller hvis det er forskjellig skattesats.

5.2.2 Multiple basert på bokverdier:

Regnskapsmessig verdi på egenkapitalen gir nesten alltid en annen verdi enn markedsverdien. Dette skyldes at bokførte verdier er sterkt influert av historisk kost på eiendelene og hvilke regnskapsmessige justeringer som er gjort. Hvis man ser på forholdet mellom aksjepris og bokført verdi per aksje (P/B), finner man dermed et uttrykk for hvor over- eller underpriset selskapet er. Eventuelt kan man se et høyt P/B-tall (over 1) som forventninger om at det vil skapes merverdier, altså avkastning utover kapitalkostnaden. Historiske P/B-tall kan også benyttes til å se på markeder som helhet med tanke på prisingsnivå. Oslo Børs er har for eksempel stort sett tradet mellom P/B på 1,5 og 2,1, og ligger per juni 2006 på minst 2,5 noe som tilsier et dyrt marked historisk sett.

5.2.3 Inntektsmultiple

Man kan også sammenligne verdien av selskapet med totale inntekter, og dette forholdstallet er i liten grad påvirket av regnskapsmessige regler og prinsipper. Imidlertid er det store forskjeller mellom bransjer, og selv små endringer i marginer kan gjøre utslag i verdien av selskapet uten at salgsinntektene er endret.

5.2.4 Sektorspesifikke multiple

Mens resultat-, bok- og inntektsmultiple kan beregnes for alle selskaper uavhengig av sektor, finnes det enkelte multiple som er spesifikke for enkeltsektorer. For eksempel kan man for mobiloperatører beregne multiple for markedsverdi i forhold til antall kunder. Sektorspesifikke multiple er farlige av to årsaker: For det første er det vanskelig å sammenligne sektoren med resten av markedet, noe som lett kan føre til overprising av sektoren som helhet. Et godt eksempel her er IT-boblen som priset selskaper etter antall treff på hjemmesiden. For det andre kan det ofte være vanskelig å sammenligne sektorspesifikke multiple med underliggende verdier: Det er ikke lett å beregne hvor mye inntekt eller fortjeneste en kunde, eller et treff på hjemmesiden, vil generere.

5.3 Oppsummering

Vi ser av diskusjonen ovenfor at det er umulig å finne en universell multippel som vi alltid kan stole på. Ved slike analyser er det ekstremt viktig å være oppmerksom på alle mulige feilkilder, og om mulig korrigere for dette i beregningene. En peer-group analyse vil som regel gi nyttig informasjon om verdi i forhold til andre selskaper i samme bransje, men en god verdivurdering vil ha en kontantstrømsanalyse i bunn der peer-group analysen brukes til å kontrollere resultatet.

6. Behandling av leasing i verdsettelse

Dette temaet medfører ofte så mye økt kompleksitet i en verdsettelse at jeg har valgt å vie det et eget avsnitt. Fremstillingen er delvis bygd på Damodarans ”Dealing with Operational Leases in Valuation” (1999) som gir en grundig gjennomgang.

For det første er det viktig å forstå forskjellen mellom operasjonell og finansiell leasing. Operasjonell leasing er som oftest forbundet med tradisjonell leie, og kjennetegnes av kort leiehorisont og kort oppsigelsestid av leien. Nåverdien av leasingkostnadene er ofte mye mindre enn den faktiske prisen på objektet, slik at utleier har en betydelig økonomisk interesse i leieobjektet. Dermed ligger både reelt og formelt eierskap hos utleier. Som resultat av dette behandles leasingen regnskapsmessig som en driftskostnad hos leietaker, mens det balanseføres og avskrives av utleier.

Det karakteristiske ved finansiell leasing er at det er et finansieringsselskap, eller eventuelt en annen, som etter leierens ønske og spesifikasjoner kjøper og betaler leasingobjektet, hvorpå det leases ut for en lengre periode. Ofte vil nåverdien av leasingbetalingene dekke inn prisen på objektet, og leietaker vil ha den reelle disposisjonsretten. Regnskapsmessig behandles denne formen for leasing ved at leietaker balansefører verdien av leieobjektet, og kostnaden blir (kalkulatoriske/stipulerte) avskrivninger og rentekostnader. Skattemessig vil det formelle eierforholdet legges til grunn.

6.1 Operasjonell leasing i verdsettelse

Alle Norwegians leasingavtaler kan karakteriseres som operasjonell leasing, og jeg vil derfor fokusere utelukkende på denne formen når det gjelder implikasjoner for verdsettelse. Hovedargumentet for at leasingkostnadene bør spesialbehandles er at de blir regnskapsført som driftskostnader, mens de egentlig representerer finanskostnader.

Dermed må man justere både lønnsomhetstall og balansetall for at disse skal være sammenlignbare med andre selskaper. En reklassifisering av kostnadene forbundet med operasjonell leasing vil gi et mer riktig bilde av mange multiple brukt ved peer-group analyser. For Norwegians del vil dette være spesielt viktig for at multiplene skal være sammenlignbare med andre lavprisselskap, da enkelte av disse eier store deler av flyflåten selv.

Hvis kostnadene fra operasjonell leasing skal reklassifiseres som finanskostnader, vil det være naturlig å behandle fremtidige leasingforpliktelser som gjeld. Man bør dermed beregne nåverdien av disse forpliktelsene for å finne "leasinggjelden". Amerikanske selskaper plikter å oppgi fremtidige leasingforpliktelser de neste 5 år i fotnotene til regnskapet, sammen med forpliktelser lenger frem i tid. Damodaran (2002) argumenterer for at disse forpliktelsene skal diskonteres med et avkastningskrav tilsvarende gjeldsavkastningskravet før skatt. SAS benytter 5,5 % ved diskontering av leasingforpliktelser, og siden Norwegian ikke har annen gjeld enn disse forpliktelsene, velger jeg å benytte 5,5 % som diskonteringskrav også for Norwegian. Dette blir dermed et estimat på gjeldsavkastningskravet.

Hvis multippelen er en egenkapitalmultipl, sånn som P/E el P/B, er det ingen effekt av å reklassifisere kostnadene forbundet med operasjonell leasing. Man kan dermed sammenligne selskaper på P/E-tall, gitt at man husker på at det er naturlig med forskjeller på grunn av forskjeller i gearing. Hvis multippelen dreier seg om selskapsverdi (total kapital) må man imidlertid justere, og man sikrer seg konsistente multiple. Damodaran (2002) foreslår følgende justering for å beregne EV/EBITDAR:

$$\frac{\text{Markedsverdi Egenkapital} + \text{Markedsverdi Gjeld} + \text{Nåverdi Leasingforpliktelser}}{\text{EBITDA} + \text{Leasingkostnader}}$$

For Norwegian som ikke har noe gjeld fra før, og der leasingforpliktelsene utgjør mye i forhold til markedsverdi av egenkapitalen, vil disse justeringene ha stor betydning. Dette gjelder også enkelte av lavprisselskapene man ønsker å sammenligne med.

Når det gjelder kontantstrømsanalysen må man også foreta en del justeringer. Man bruker EBIT fra resultatregnskapet og legger til en kalkulatorisk leasingkostnad etter skatt, der denne er basert på gjeldsavkastningskravet. I tillegg vil en økning i nåverdiene av leasingforpliktelsene tilsvare en økning i investeringer, altså et negativt kontantstrømsmoment. Ved å justere for dette kan man så beregne FCFF, og nåverdien av

FCFF fratrukket nåverdien av leasingforpliktelse og annen gjeld gir verdien av egenkapitalen. Merk at så lenge gjeldsgraden er relativt stabil, og de operasjonelle leasingforpliktelsene er riktig verdsatt, vil reklassifiseringen av operasjonelle leasingforpliktelse som gjeld ha en nøytral (ingen) effekt på verdien av egenkapitalen. Hvis imidlertid nåverdien av leasingforpliktelsene vokser i et helt annet tempo enn andre investeringer, vil verdien kunne avvike noe, men den metoden hvor man reklassifiserer forpliktelsene vil være den mest riktige.

Vi ser altså at en verdsettelse kan påvirkes av hvordan man behandler operasjonell leasing. For å få en mest riktig verdsettelse må leasingforpliktelsen klassifiseres som gjeld, noe som også muliggjør konsistent sammenligning av multiple mot andre selskaper. Jeg vil derfor benytte denne metoden i beregningen av Norwegians kontantstrøm, og i multippelsammenligningen der det lar seg gjøre.

7. Hvilke metoder benytter analytikerne?

En siviløkonomutredning fra NHH skal være godt forankret i finansiell teori, og dette vil spesielt være tilfelle for en verdivurdering som denne. Det er derfor interessant å se på hva analytikerne som følger Norwegian og andre lavprisflyselskap gjør, og hvordan deres metoder og fremgangsmåter skiller seg fra mine. Jeg vil først se på hvordan tre norske analytikere verdsetter Norwegian, og deretter hvordan to store, internasjonale banker gjør verdivurderinger av Ryanair.

7.1 First Securities – Hans-Erik Jacobsen

Hans-Erik Jacobsen benytter en form for normalresultatmetode: Han estimerer et resultat (per aksje) for et ”normalår”, som så multipliseres med et passende P/E-tall for å finne et kursmål på aksjen. Jacobsen antar at Norwegians inntjening vil vokse sterkt ihvertfall frem til 2007, og benytter dermed dette som normalår. Inntektsestimatene er beregnet ut ifra forventninger om utviklingen i enhetsinntekter og ASK¹, basert blant annet på

¹ Tilbudte setekilometer. Antall tilgjengelige passasjer seter multiplisert med strekningen som flys. (Available Seat-Kilometers) – Se Appendix 6 (16.6) for flere definisjoner

utviklingen i rutenettet og konkurranseforhold. Kostnadsutviklingen estimeres detaljert for ulike kostnadsgrupper. Resultatet multipliseres med en P/E på 10-12 som skal reflektere risikoen i selskapet. Siden flybransjen generelt, og Norwegian spesielt, er relativt risikofyllt, benyttes ofte en noe lavere P/E-multiplikator enn ved verdsettelse av for eksempel industriselskaper. For å kontrollere inntjeningsestimaterne fremover i tid beregnes utviklingen i ulike nøkkeltall som EV/EBIT, ROE og ROCE. Fokuset i de publiserte analysene er imidlertid i mye større grad på forventet resultat de neste år, fremfor nøkkeltallsanalyser og kontantstrømsanalyser. Siden usikkerheten er såpass stor vies også sensitivitetsanalyser en del oppmerksomhet i Jacobsens analyser.

7.2 ABG Sundal Collier – Harald Grimsrud

I en litt eldre, men omfattende analyse, viser Grimsrud hvordan han verdsetter Norwegian (Grimsrud, 2004). Han tar utgangspunkt i en DCF-analyse med WACC på 12 % og relativ lav inntektsvekst fremover. Grimsrud peker på den sterke usikkerheten i bransjen, og gjør sensitivitetsanalyser med tanke på passasjervekst og billettpriser. På grunn av risikoen hevder han at selskapet skal handles til en solid rabatt i forhold til DCF-verdien og anslår denne rabatten til 10-20 % ved fastsettelsen av kursmål. Grimsrud benytter også peer-group analyser, der både andre lavprisselskaper og tradisjonelle flyselskaper er inkludert. Poenget med sistnevnte analyse er imidlertid ikke å finne en ”riktig” verdi for Norwegian basert på hvordan sammenlignbare selskaper prises, men heller vise at Norwegian ser billig ut på ulike prisingsmultipler.

7.3 DNB-NOR Markets – Martin Huseby Karlsen

Huseby Karlsen anvender i liten grad DCF-analyser i sine Norwegian-analyser. Kontantstrøm (free cash flow) fremover i tid blir riktignok beregnet, men uten at denne blir benyttet til å beregne nåverdi. Fokuset er på å predikere resultatutvikling fremover, og å finne et rimelig kursmål med basis i fornuftige multipler. Spesielt legger han vekt på multiplene P/E og EV/EBITDAR. For eksempel er Huseby Karlsens kursmål på Norwegian delvis basert på en P/E på ca 13 på 2007-resultatet.

7.4 ABN AMRO - Analyse av Ryanair (Lobbenberg & Cowley, 2006)

Denne nederlandske banken bruker hovedsaklig en tre-steps DCF-analyse som grunnlag for å finne kursmål. Man deler altså kontantstrømsanalysen inn i 3 perioder, og forutsetter en WACC på 6,4 %. Periode 1 (eksplisitt periode) går frem til 2010, og her antas en gradvis økning i inntekter, samt en konstant nettomargin på 12 %. Denne perioden utgjør imidlertid kun 8 % av totalverdien. Periode 2 går videre frem til 2015, og her antas stabil høy avkastning (ROIC¹ på 15 %) og 5 % årlig vekst. Denne perioden utgjør 25 % av nåverdien til totalkapitalen. Periode 3 går videre til 2025, og her antar man at avkastningen på kapitalen gradvis nærmer seg avkastningskravet. I 2025 er avkastningen lik kravet, og man beregner en sluttverdi basert på forventet vekst på 2,1 % i evig tid. Periode 3 utgjør 29 % av nåverdien, mens sluttverdien står for 38 %.

ABN AMRO foretar også en enkel multippel-sammenligning for å demonstrere at Ryanair er høyere priset enn sammenlignbare europeiske selskaper. Likefullt er kursmålet og verdsettelsen nesten utelukkende basert på kontantstrømsanalysen.

7.5 Deutsche Bank – Analyse av Ryanair (Reid, 2006)

Deutsche Bank benytter fire forskjellige metoder for å beregne sitt kursmål på Ryanair. Den første metoden er en standard kontantstrømsanalyse med fem års eksplisitt periode basert på forutsetninger om utvikling i inntekt, marginer og resultat. Et annet alternativ er en analyse basert på aktivaverdier, en såkalt ”sum-of-the-parts” analyse. Her finnes altså verdien av selskapet ved å finne den virkelige verdien av eiendelene hver for seg. En tredje metode går ut på å anta at en teoretisk riktig selskapsverdi medfører ingen superprofitt, slik at EV/Investert kapital tilsvarer ROIC/WACC. Man vet altså hvor mye kapital som er investert samt forholdet mellom avkastningen på kapitalen og avkastningskrav, og dermed kan man beregne en teoretisk riktig selskapsverdi (EV). Den siste metoden er å anta at aksjen er riktig priset når den har en *PEG-ratio* på 1. Dette forholdstallet er P/E-tallet delt på årlig veksttakt i resultat neste fem år. Deutsche Bank

¹ Return on invested capital

beregner dermed kursmålet som et gjennomsnitt av de verdiene de fire overnevnte metodene impliserte.

7.6 Oppsummering

Vi ser at det er store variasjoner med tanke på metodevalg ved verdsettelse av lavprisflyselskaper. Interessant er det også at de norske analytikerne legger mindre vekt på selve verdsettelsesbiten i sine analyser enn de internasjonale. Forhold som markedsvekst, billettpriser, konkurranseforhold og kostnadsutvikling vies gjerne mer oppmerksomhet enn selve beregningen av kursmål og verdiestimat. Hos de internasjonale bankene er det motsatt, noe som illustreres av Deutsche Bank som beregner kursmål ved hjelp av fire ulike metoder. I tillegg er det gjennomgående mer fokus på peer-group analyser hos internasjonale meglerhus, samtidig som delaljnivået i analysene er mye større. Disse forskjellene kan skyldes flere ting: For det første er Norwegian et selskap som vokser raskt, noe som medfører stor usikkerhet. Dette gjør det vanskelig å verdsette selskapet eksakt. For det andre har omsetningen i Norwegian-aksjen vært relativt lav over lengre perioder, noe som gjør at analytikerne kanskje nedprioriterer selskapet og bruker mer energi på andre, mer likvide aksjer.

Det er også verdt å merke seg hvordan analytikerne benytter peer-group analyser. Poenget er ikke å finne et kursmål basert på hvilke multipler de sammenlignbare selskapene handles til, men å peke på et selskapene er over- eller underpriset i forhold til sektoren. Dette fordi det er såpass store forskjeller mellom de ulike flyselskapene med tanke på blant annet markedsforhold og vekstforventninger.

Man kan også diskutere noen mulige svakheter i disse profesjonelle analysene. En ting kan være ABN AMROs DCF-modell hvor man antar superprofitt hele 20 år frem i tid. I en bransje med så stor konkurranse og så få inngangsbarrierer virker dette å være for lenge. I følge Boye, 2005, er vanlig praksis å ha fem års eksplisitt periode, og så avslutte denne med enten kontant vekst lik inflasjon, eller avkastning lik avkastningskrav i uendelig tid. Et annet spørsmålstegn kan stilles ved Deutsche Banks verdsettelse ved hjelp av en antatt PEG-ratio på 1. Dette vil altså si at et selskap som har en veksttakt i

resultat på 2-3 % per år (i 5 år) skal prises til en P/E på 2-3. Dette virker ufornuftig da man får en ekstraordinær høy yield. I følge Philip Weintraub i Skagenfondene er også verdivurdering av enkeltaksjer med grunnlag i PEG-ratioer meget farlig, dette forholdstallet egner seg bedre på generelle markeder (Weintraub, 2005).

Det er nå på tide å påbegynne det som er kjernen i denne utredningen, nemlig verdivurdering ved anvendelse av teorien presentert i kapittel 5 og 6. Først vil jeg gå igjennom både finansielle forutsetninger (kapittel 8) og operasjonelle antagelser (kapittel 9). Deretter følger selve kontantstrømsanalysen med sensitivitetmatriser (kapittel 10). Videre beregner jeg to alternative scenarier (kapittel 11) og foretar en multippel-analyse (kapittel 12).

8. Finansielle forutsetninger

I en kontantstrømsanalyse er det som nevnt sentralt at man benytter et mest mulig riktig avkastningskrav. I den sammenheng er det viktig å ha et godt estimat for aksjens beta, og jeg vil derfor bruke en del plass, og energi, på å predikere en god aksjebeta for Norwegian. Når det gjelder gjeldsbeta vil jeg anta at den er lik null da Norwegian som nevnt ikke har noe gjeld utover sine leasingforpliktelser, og det er meget vanskelig å beregne risikopremie på disse forpliktelsene fordi nåverdien blir estimert med et diskonteringskrav fra SAS. Uansett vil gjeldsbetaen være tilnærmet null, og denne forutsetningen får ingen store praktiske konsekvenser.

8.1 Aksjebeta/Egenkapitalbeta

8.1.1 Estimering av Beta

Et godt utgangspunkt kan være en enkel OLS-regresjon¹ med månedlige avkastningstall til Norwegian sett i forhold til avkastningen på Oslo Børs. En god tommelfingerregel er å benytte fem års månedstall (Boye, 2005), men siden Norwegian først ble børsnotert i

¹ Ordinary-Least-Square Regresjon = Minste kvadraters metode

desember 2003 får jeg kun 30 avkastningstall. Regresjonen gir følgende resultat (Se Appendix 1 for mer informasjon om beregningen):

Beta	1,20
SE(beta)	0,661
R2	0,106

Verdt å merke seg her er at standardavviket er relativt stort, i tillegg til at forklaringsgraden (R2) er veldig lav. Dette kan delvis forklares med at Norwegian har vært ekstremt volatil i perioden, med store svingninger fra 8 kroner som laveste månedsverdi til 111 kroner som topp. Dette som følge av konkursfrykt i den tidlige fasen, etterfulgt av sterk ekspansjon og store forventninger om fremtidig vekst i andre perioder. Samtidig er Oslo Børs sterkt korrelert med oljeprisen, mens Norwegian i utgangspunktet vil tjene mindre når oljeprisen stiger (pga drivstoffkostnader), noe som skulle veie til fordel for svak korrelasjon. Forklaringsgraden gir også uttrykk for aksjens systematiske risiko, og vi ser at disse dataene viser at over 89% av risikoen i Norwegian er usystematisk. Merk imidlertid at det er svært stor usikkerhet knyttet til disse dataene på grunn av det store standardavviket, dette fordi både Norwegian-aksjen og Oslo Børs har oppført seg til tider ”unormalt” i perioden.

I og med at det er en del usikkerhet knyttet til beta-verdien på 1,2 velger jeg å også estimere Norwegians beta ut ifra betaen til sammenlignbare (internasjonale) selskaper. Tabellene viser resultatet av en slik analyse for henholdsvis tre rene lavprisselskaper og fem tradisjonelle, store flyselskap:

Aksje- og forretningsbeta for 3 lavprisaktører

Selskap	Nasjonal indeks	EK-beta			Forretningsbeta	
		Nasjonal	Internasj	E/(E+G)	Nasjonal	Internasj
Easyjet	FTSE 350 (UK)	1,37	1,36	1,00	1,37	1,36
Ryanair	FTSE 350 (UK)	1,16	1,09	0,91	1,06	0,99
Southwest	S&P 500 (US)	1,19	1,02	0,86	1,02	0,88
Snitt					1,15	1,08

Tabell 8.1

Kilde: Kursdata fra JCF, Regnskapstall fra Selskapenes Års- og Kvartalsrapporter

Aksje og forretningsbeta for 5 tradisjonelle flyselskaper

Selskap	Nasjonal indeks	EK-beta			Forretningsbeta	
		Nasjonal	Internasj	E/(E+G)	Nasjonal	Internasj
SAS	OMXS (SE)	1,21	2,00	0,39	0,47	0,78
Lufthansa	HDAX (TY)	1,20	1,90	0,59	0,70	1,12
Air France	SBF 250 (FR)	2,04	2,57	0,43	0,87	1,10
Iberia	IGBM (SP)	1,63	1,93	0,52	0,85	1,01
British Airways	FTSE 350 (UK)	2,58	2,68	0,67	1,72	1,79
Snitt					0,92	1,16
Median					0,85	1,10

Tabell 8.2

Kilde: Kursdata fra JCF, Regnskapstall fra Selskapenes Års- og Kvartalsrapporter

For hvert selskap er det beregnet to alternative betaverdier, henholdsvis en nasjonal og en internasjonal beta. Den nasjonale er funnet ved en regresjon med månedlige avkastningstall for de siste fem år mot avkastningstall for en bred nasjonal indeks. Internasjonal beta er funnet ved å måle avkastning (i US dollar) mot en verdensindeks som også er i dollar (MSCI World Index). Nasjonal beta kan oppfattes som aksjens systematiske risiko for en investor som kun holder nasjonal børsrisiko, mens internasjonal beta er relevant for en internasjonal diversifisert investor. Aksjebetaene fra regresjonen er så konvertert til forretningsbetaer ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_T = \beta_E * (E/E+G)$$

β_T = Forretningsbeta, β_E = Aksjebeta,

E/E+G = Egenkapital i forhold til total kapital

Ved beregning av gjeldsgrad for flyselskaper må man imidlertid foreta korreksjoner for forpliktelser i forbindelse med eksisterende leasingavtaler, jf avsnitt 6. For eksempel har SAS forpliktelser knyttet til leasingavtaler på over 12 milliarder (nåverdiberegnet), noe som øker nettogjelden fra 14 til over 26 mrd. De fleste flyselskaper oppgir slike tall i årsrapporten. Der det ikke har vært mulig å anskaffe nøyaktig tall har jeg benyttet fremgangsmåten fra Damodaran, 2002. Dette innebærer diskontering av fremtidige

forpliktelser, og som diskonteringsrente har jeg benyttet 5,5 % som tilsvarer det SAS benytter i sine beregninger (SAS, 2006).

Fra tabellene overnfor er det verdt å merke seg følgende:

- Egenkapitalandelen tenderer til å være høyere for lavprisaktører
- Det er stor variasjon innbyrdes. Det er for eksempel veldig stor forskjell mellom SAS' og British Airways' forretningsbetaer, og det kan derfor være fornuftig å se på mediantall i stedet for gjennomsnittstall
- De tradisjonelle selskapene ser ut til å ha høyere internasjonal beta enn nasjonal beta, mens for lavprisaktørene er det en liten tendens i motsatt retning
- Det er uklart om det er signifikant forskjell i forretningsbetaen til tradisjonelle flyselskap og lavprisaktører

Vi ser altså at det er uklart hvorvidt valget av referanseindeks påvirker beta i særlig grad. Jeg vil legge mest vekt på lavprisaktørens beta i forhold til nasjonal indeks (1,15) og nedjustere den til 1,1. Dette fordi utvalget er lite, og de tradisjonelle ser ut til å ha lavere forretningsbeta. Jeg finner altså et estimat på 1,1 for Norwegians forretningsbeta i forhold til nasjonal indeks.

8.1.2 Justering av Beta?

Justering for Målefeil?

Enkelte argumenter for å korrigere den estimerte betaverdien for målefeil. For eksempel bruker Bloomberg følgende (bayesianske) justering:

$$\beta = a \cdot \beta^{\text{estimert}} + (1 - a) \cdot 1,0$$

der $a = 2/3$

Hovedargumentet bak denne justeringen er at nøytral betaverdi er 1, og over tid vil betaverdien for en representativ aksje tilnærme seg normalverdien. Man kan også anta at over tid vil selskapene, etter hvert som de vokser, få en mer diversifisert kontantstrøm og risikoen vil dermed nærme seg gjennomsnittet for markedet som helhet. Jeg har likevel

ikke valgt å benytte en slik korleksjon i kalkulasjonen av Norwegians beta. Dette er først og fremst fordi flybransjen historisk sett har vært veldig konjunkturutsatt, og man kan dermed argumentere for en bransjebeta som er større enn 1. Flybransjen betraktes dermed som en bransje med større volatilitet enn gjennomsnittet i markedet.

Skattejustering?

En annen problemstilling som dukker opp ved kalkulasjon av avkastningskrav og justering av beta, er hvorvidt man skal ta hensyn til skattesats på investors hånd. Antar man at eierinntekter dobbeltbeskattes, mens renteinntekter kun beskattes hos kreditor, oppnår man skattefordeler ved bruk av gjeld. Man må dermed korrigere beta i tråd med følgende formel:

$$\beta_t = \left[\frac{E}{E + (1 - \tau) \cdot G} \right] \cdot \beta_E$$

Jeg har imidlertid valgt å se bort ifra denne justeringen ved kalkulasjon av Norwegians beta og i WACC-formelen av flere grunner. Det er uklart hvor stor satsen er, og det er uklart om selskapet kan nyttiggjøre seg rentefradraget. I tillegg forventer jeg at Norwegians kapitalstruktur fremover vil være preget av veldig lite rentebærende gjeld slik at effekten ville blitt marginal. Man kan også anta at man kun ser på profesjonelle investorer, som forsikringsselskap, aksjefond og private aksjeselskap, som ofte ikke beskatter eierinntekter. Dermed kan man se bort ifra denne justeringen av skattesubsidier for rentebærende gjeld.

8.2 Norwegians aksjebeta

Ved beregning av Norwegians egenkapitalandel de neste årene, må man som nevnt ta hensyn til leasingforpliktelsene for å finne netto gjeld. Leasingkostnader for 2006 antas å være rundt 180 millioner, og jeg antar at dette representerer en nåverdi på rundt 590 millioner. Dette tilsvarer 180 millioner i 3,5 år fremover diskontert med 5,5 % som er den samme raten som SAS benytter. I følge IR-ansvarlig Frode Foss er levetiden på

avtalene ofte 3-5 år, og med en økning de siste årene vil 3,5 kunne være en fornuftig multippel.

Norwegian har kjøpt inn to fly inneværende år, og disse er delfinansiert med langsiktig gjeld. Jeg antar derfor at netto gjeld inkludert nåverdien av leasingsforpliktelsene vil være rundt 640 millioner. Markedsverdien av egenkapitalen er ved utgangen av juni 2006 ca 2085 millioner, noe som medfører E/E+G på 0,77 forutsatt at gjeldsandelen holder seg noenlunde stabil. Jeg korrigerer så forretningsbetaen på 1,1 for dette og får dermed et estimat på aksjebeta på 1,43, eller tilnærmet 1,4. Ved estimat for gjeldsgrad er det viktig å merke seg at betaen er veldig sensitiv, en gjeldsgrad på 50 % ville for eksempel gitt en beta på 2,2. Dette ville medført lavere egenkapitalavkastningskrav, men lavere vektning av gjeldskravet i beregningen av WACC slik at endelig WACC ikke endres særlig.

Jeg har nå funnet to estimat på Norwegians beta-verdi: 1,2 fra lineær regresjon med månedlige avkastningstall, og 1,4 fra en komparativ analyse av andre flyselskaper, noe som gir et naturlig intervall på 1,2-1,4. I beregningen av egenkapitalkrav vil jeg ta utgangspunkt i en betaverdi på 1,4, dette på grunn av den lave forklaringsgraden i regresjonsanalysen. Alle andre flyselskaper har større forklaringsgrad, altså større andel systematisk risiko enn Norwegian, noe som ytterligere støtter argumentet om å ikke tillegge regresjonsresultat altfor mye vekt.

Angående markedspremien har jeg allerede argumentert for en nasjonal premie på 3,5 % i forhold til lange renter, og en antagelse om risikofri avkastning på 4,4 %. Når det gjelder avkastningskravet til gjelden, benytter jeg fremgangsmåte fra Damodaran (2002: 211-218) hvor avkastningskravet til leasingforpliktelsene beregnes ut ifra risikofri rente (pluss eventuelt risikotillegg) justert for skatt, akkurat som for vanlig rentebærende gjeld. SAS benytter i sin årsrapport 5,5 % ved diskontering (SAS, 2006) av leasingforpliktelser, og jeg velger å benytte dette som et estimat for Norwegian. Dette skulle da tilsvare et risikotillegg på ca 1,5 % i forhold til korte renter, noe som virker

plausibelt. Angående skattesats benytter jeg 28 % da den effektive skattesatsen de siste år har vært veldig nær den nominelle på 28%.

8.3 Oppsummering

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor kan man benytte disse parameterne:

- Egenkapitalbeta (β_E) = 1,4 (1,43 i beregninger)
- Gjeldsbeta = 0
- $E/(G+E) = 0,77$
- Markedets risikopremie: 3,5 %
- Risikofri rente (R_F) = 4,4 %
- Skatt (s) = 0,28
- Gjeldskostnad (K_G) = 5,5 %

Vi har fra kapitalverdimodellen: (Bodie et al, 2005, og avsnitt 5.1.2)

$$K_E = R_F + \beta_E (E(R_M) - R_F) = 9,4 \%$$

$$WACC = E/(E+G) * K_E + D/(E+G) + K_G * (1-s) = 8,147 \% \approx 8\%$$

Siden det er såpass stor usikkerhet rundt forutsetningene og beregningene avrunder jeg til 8 %. Et veid avkastningskrav på 8 % kan riktig nok virke noe lavt med tanke på risikoen og volatiliteten i Norwegian, men er et godt estimat ut ifra prosessen ovenfor, og i tråd med gjeldende finasteori. Jeg velger derfor å akseptere verdien. SAS estimerer dessuten sin WACC på 9 % gitt en markedspremie på 5 %. Med en antagelse om 3,5 % risikofri avkastning og tilnærmet lik risiko som SAS, vil en WACC på 8 % virke fornuftig.

9. Operasjonelle forutsetninger

På bakgrunn av den strategiske analysen skal jeg budsjettere Norwegians fremtidige frie kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF). Det vil naturlig nok være vanskelig å fastslå denne med stor grad av sikkerhet, og enhver slik kontantstrømsanalyse vil inneholde en

god del forutsetninger og antagelser basert på skjønn. Jeg velger derfor å lage tre scenarioer, Base-, Best-, og Worstl-Case. Jeg vil bruke mest tid og energi på Basecase, som jeg mener best vil reflektere den mest sannsynlige utviklingsbanen til Norwegian de neste årene. For alle tre scenarier vil jeg anta en eksplisitt periode frem til og med 2010, hvor jeg vil forsøke å anslå utviklingen i inntekter og kostnader relativt nøyaktig. Lengre frem i tid vil jeg anta en konstant vekst i fri kontantstrøm, slik at jeg kan beregne en terminalverdi.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen kan noe forenklet defineres slik (Johnsen,2005a):

$$\begin{array}{r} \text{EBIT}^1 (1-s) \\ + \text{ Avskrivninger} \\ - \text{ Capex} \\ - \text{ Endring arbeidskapital} \\ \hline = \text{FCFF} \end{array}$$

Merk at siden man behandler nåverdi av leasingforpliktelser som gjeld, må man beregne fri kontantstrøm til eiere *og til leasingselskapene*. Dette gjøres ved å først å trekke ifra leasingkostnader siden de gir redusert skatt, og så legger man til en kalkulatorisk leasingkostnad/leasingrente, jf følgende oppsett:

¹ EBIT = Earnings before interest and taxes. Capex = Capital expenditures (netto investeringer i anleggsmidler)

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBITDAR ¹
-	Leasing
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Avskrivninger
+	Kalk. rente på leasing e. Skatt
-/+	Økning/reduksjon Arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	Capex ifm flykjøp og andre inv.
-	Capex ifm leasingforpliktelser
=	FCFF

Denne "leasingrenten" tilsvarer nåverdien av leasingforpliktelsene multiplisert med gjeldsavkastningskravet. Siden vi i dette oppsettet legger til denne "leasingrenten" etter at skatt er beregnet, benyttes gjeldskrav etter skatt. Dermed finner vi fri kontantstrøm til eiere og leasingselskapene. Verdien av egenkapitalen blir da nåverdien av denne kontantstrømmen i all fremtid, fratrukket nåverdien av leasingforpliktelsene og eventuell gjeld. Hvis selskapet har overflødige kontanter skal man også legge til disse.

Jeg vil nå gå igjennom hvert enkelt punkt ovenfor, forklare hvordan de er bygd opp og gjøre rede for forutsetninger som vil gjelde for alle tre scenariene:

9.1 Driftsinntekter

Den mest avgjørende resultatposten i prediksjonen av kontantstrømmen vil være inntektene fra flytrafikk, og for Norwegian utgjør disse rundt 98 % av totale inntekter i 2005. Disse billettinntektene kan dekomponeres i to enheter:

- Betalte passasjerkilometer (RPK²)
 - o Antall betalende passasjerer multiplisert med den strekningen som flys

¹ Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rentals (leasing)

² Revenue –Passenger-Kilometers

- Yield eller enhetsinntekt
 - o Gjennomsnittlig trafikkinntekt per RPK, altså hvor mye en passasjer i gjennomsnitt betaler for å fly 1 kilometer.

Multipliserer man disse med hverandre finner man inntekten fra flytrafikken. RPK vil naturlig nok avhenge av hvor mange setekilometer som tilbys og i hvor stor grad man klarer å fylle opp disse setene (kabinfaktor). Yelden vil blant annet avhenge av konkurranseforhold og gjennomsnittlig flydistanse (sektorlengde). Økt konkurranse vil kunne gi prispress i bransjen, og økt sektorlengde vil kunne gi nedgang i yield da forholdet mellom billettpris og flydistanse som regel ikke er lineær.

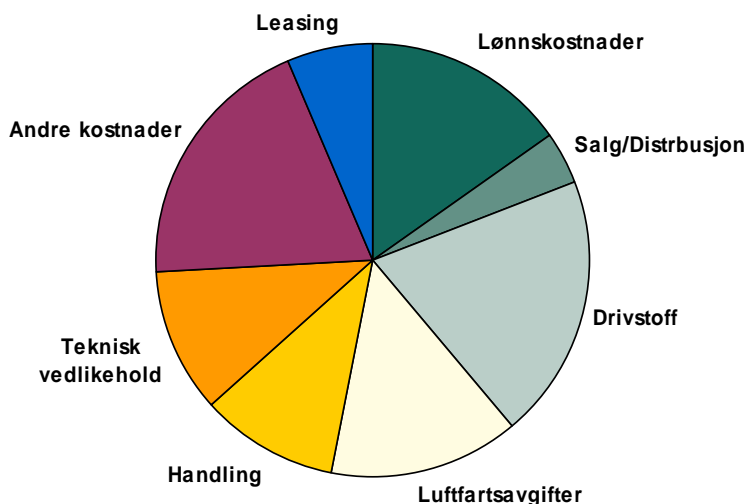
9.2 Driftskostnader

For et lavprisselskap vil det selvfølgelig være avgjørende å holde kostnadene nede for å kunne tilby lave priser. Driftskostnadene kan dekomponeres i to deler på samme måte som inntektene:

- Tilbudte setekilometer (ASK)
 - o Antall tilgjengelige passasjer seter multiplisert med strekningen som flys
- Enhetskostnader
 - o Gjennomsnittlig kostnad per ASK, altså hvor mye det gjennomsnittlig koster å fly ett sete én kilometer

Tilbudet av setekilometer avhenger selvfølgelig av rutetilbudet og hyppighet, mens enhetskostnader vil påvirkes av sektorlengden. Dette fordi økt lengde ofte bidrar til lavere enhetskostnader. Fordelingen av driftskostnadene vises i figur 9.1:

Fordeling av driftskostnader



Figur 9.1 Norwegian, 2006b

For å best mulig predikere kostnadsutviklingen er det viktig å forstå hva som driver de enkelte kostnadene, og se på hvordan disse kostnadsdriverne forventes å utvikle seg:

9.2.1 Drivstoff

En god kostnadsdriver for å beregne drivstoffkostnader er naturlig nok ASK. Imidlertid må man også hensynta sektorlengde, siden økt gjennomsnittlig flydistanse vil bidra signifikant til lavere drivstoffkostnader. Dette har Norwegian erfart i forbindelse med opprettelsen av flere internasjonale ruter, og trenden vil fortsette de neste årene mener IR-ansvarlig Frode Foss. Når det gjelder drivstoffpriser, bør man legge forwardkurven til grunn da Norwegian ikke planlegger å sikre bensinutgiftene med terminkontrakter. Korrelasjonen mellom priser på flybensin og oljepris er nesten perfekt.

9.2.2 Leasing

Kostnadsdrivere her er selvfølgelig antall fly og leasingkostnader per fly. Det er blitt noe vanskeligere, og dyrere, å få leaset fly de siste månedene, mye på grunn av den sterke veksten blant lavprisaktørene. Dette gjør at leasingkostnadene forventes å øke, samtidig som Norwegian vil vurdere å gå til innkjøp av flere fly.

9.2.3 Salg & Distribusjon

Norwegian har nå nesten 90 % av billettsalget via Internet, og det er vanskelig å se for seg store kostnadsbesparelser på å forbedre distribusjonskanalene. Imidlertid vil det være stordriftsfordeler da kostnadene med for eksempel drift av inntektsstyring og billettsystem ikke vil øke i takt med antall billetter solgt.

9.2.4 Lønnskostnader

Lønnskostnaden vil naturligvis være en funksjon av antall ansatte og gjennomsnittlig lønnskostnad. Etter hvert som Norwegian ekspanderer vil antall ansatte øke, spesielt trenger man flere piloter og kabinarbeidere. Imidlertid vil de nye rutene med base i Polen betjenes av polsk besetning slik at man kan forvente en reduksjon i gjennomsnittlig lønnskostnad per arbeider. Samtidig vil man etter hvert som Norwegian vokser få utnyttet administrasjonen mer effektivt. Det er vanskelig å forutse utviklingen i Norwegian's lønnskostnader fremover, men jeg tror kostnadsveksten vil være noe under utviklingen i ASK og RPK.

9.2.5 Handling & Vedlikeholdskostnader

Handlingkostnaden vil øke etter hvert som RPK øker, men noe mindre enn proporsjonalt pga økt effektivisering og at man får stadig flere utenlandske destinasjoner. Vedlikeholdskostnadene vil øke etter hvert som flyflåten øker, men jeg antar også her noe mindre enn proporsjonalt forhold da en del vedlikehold vil bli foretatt på basen i Polen.

9.2.6 Luftfartsavgifter

Luftfartsavgifter vil øke etter hvert som rutenettverket utvides, og antall flygninger øker. Imidlertid får selskapene en del "volumrabatt", samtidig som flyavgiftene i Øst-Europa

vil være noe billigere enn dagens gjennomsnitt. Vi antar derfor her en økning etter hvert som ASK øker, men med noen besparelser på grunn av volum, slik at økningen blir mindre enn proporsjonal.

9.2.7 Andre kostnader

I 2005 besto disse av 111 millioner i driftsuavhengige kostnader, 101 million i driftsavhengige andre kostnader og 114 millioner i kjøpt kapasitet. Sistnevnte dreier seg om en regnskapsmessig føring av billettsalget/kostnader i forbindelse med Sterlings-samarbeidet, og jeg antar at denne vil være konstant i reelle termer de neste årene. De resterende andre kostnadene antas å vokse i takt med ASK.

9.3 Avskrivninger

Frem til i år har Norwegian kun leaset fly, og dermed har avskrivningene vært begrenset i størrelse. Per juni 2006 eier de imidlertid to fly til rundt 60 millioner hver, og disse avskrives med 12 %. Norwegian vil sannsynligvis kjøpe flere fly fremover, og dette må man ta hensyn til ved beregning av fremtidige avskrivninger. I tillegg har Norwegian eksisterende infrastruktur (driftsmidler og IT-systemer) som avskrives, jeg antar at investeringene i infrastruktur vil tilsvare avskrivningene de neste årene. Uansett vil hovedkomponenten av avskrivninger skyldes flykjøp.

9.4 Skatt

Norwegian har per 31.12.2005 balanseført en netto skattefordel på 75 millioner, jeg vil korrigere for dette ved å redusere betalbar skatt de første årene helt til denne skattefordelen er fullt utnyttet. Norwegian's skattesats settes til 28 % da både nominell og effektiv skattesats tilsvarer dette.

9.5 Kalkulatorisk rente på leasing og Capex i forbindelse med leasingforpliktelser

Som nevnt tidligere må man altså legge til en kalkulatorisk rente på leasingforpliktelsene for å finne FCFF. I tillegg må man justere Capex for endringer i leasingforpliktelsene; hvis nåverdien av disse øker skal dette tilsvare investeringer og økning i Capex jf kapitalutbetaling. Jeg vil i regnskapsmodelleringen anta at nåverdien av

leasingforpliktelser vil øke med antall leasede fly, men at den er konstant for uendret flyflåte. Den kalkulatoriske renten vil naturlig nok bevege seg i takt med leasingforpliktelsene.

9.6 Endring Arbeidskapital

Vanligvis vil man tenke seg at når et selskap vokser vil arbeidskapitalbindingen øke, noe som medfører et negativt kontantstrømselement/kapitalutbetaling. Dette er imidlertid ikke tilfelle for Norwegian, og her misforstår til og med mange analytikere. Poenget er at flyreisen *betales før den leveres*, og dermed før kostnadene påløper. Norwegian kan dermed finansiere driften ved hjelp av disse forskuddsinnbetalingene, og arbeidskapitalen blir negativ. Når omsetningen øker vil forskuddsinnbetalingene øke, og man får en kapitalinnbetaling. Det vil altså si at økt omsetning gir en negativ endring i arbeidskapital, noe som medfører et *positivt* kontantstrømselement. Jeg forutsetter at endringen i arbeidskapital avhenger av veksten i flyinntekter.

9.7 Capex/Investeringer

Capex er netto investeringer i anleggsmidler, da typisk investeringer fratrukket salg av anleggsmidler. Investeringer i anleggsmidler er hovedsakelig flykjøp, og jeg vil budsjettere Capex ut ifra forventet vekst i flyflåten.

Med utgangspunktet i disse generelle forutsetningene vil jeg nå gå igjennom tre alternative DCF-scenarier med forskjellige antagelser om blant annet markedsutvikling, konkurranseforhold og kostnadsutvikling. Først ut er hovedscenariet; base case.

10. Base Case

10.1 Kontantstrømsanalyse

Basert på strategi- og internanalysen, samt forutsetningene ovenfor, vil jeg presentere det jeg tror er den mest sannsynlige utviklingsbanen til Norwegian de neste årene:

Norwegian har raskt og effektivt sikret seg en markedsandel på over 30 % på de mest trafikkerte rutene i Norge. Sannsynligvis vil markedsandelen øke fremover fordi

Norwegian har, takket være sin lave kostnadsbase, mulighet til å holde prisene nede. SAS Braathens derimot, sliter med vanskelige fagforeninger og store streikeproblemer, noe som gir seg utslag i økt motvilje mot selskapet. Så lenge prisene holdes på dagens lave nivå vil man sannsynligvis unngå at en tredje aktør etablerer seg, noe som lover godt for Norwegian fremover. Det er flere grunner til at prisene ikke vil stige altfor mye fremover: For det første fordi SAS Braathens subsidierer de rutene og avgangene hvor de konkurrerer vinge mot vinge mot Norwegian, og slik kan holde lavere priser enn kostnadsbasen tilsier. Dette er blant annet påvist av Lars Mathisen (2005), og Konkurransetilsynet har også reagert overfor SAS Braathens. For det andre satser fortsatt Norwegian på ruter som i utgangspunktet ikke har stort nok trafikkgrunnlag, men man ønsker å generere ny trafikk og flere passasjerer ved å holde ekstra lave priser.

Veksten i innenlandsflygninger har vært meget sterk de siste årene, hovedsakelig stimulert av lavere priser på flybilletter. Jeg vil anta at veksten vil stagnere noe, og holde seg på nivå med veksten i BNP. Norwegians vekst innenlands vil derfor først og fremst skyldes større markedsandeler på eksisterende destinasjoner.

På utenlandsrutene har Norwegian hatt stor suksess med å tilby nye destinasjoner på kontinentet, og generert mye trafikk til typiske ”nye” feriebyer. Potensialet for nye ruter ut ifra Norge er begrenset da rutenettverket begynner å bli godt utbygd. Derfor satser man på ruter ut av Polen der potensialet er enormt. Konkurransen er imidlertid meget hard, og Norwegian konkurrerer til dels mot andre lavprisaktører som har mye lavere enhetskostnader.

Jeg tror Norwegian vil gjøre det bra på de rutene ut fra Polen hvor det ikke er andre lavprisaktører. Likefullt vil det bli vanskelig å utkonkurrere aktører som Ryanair og WizzAir på pris. Derfor legger jeg til grunn relativt lav yield fremover. Samtidig vil man spare mye på å ha polsk besetning, og også noe på drivstoffkostnader ettersom gjennomsnittlig sektorlengde vil øke.

I sum har jeg lagt følgende forutsetninger til grunn i base case:

Inndata	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	67 %	78 %	77 %	76 %	75 %	75 %	75 %
Yield (NOK/km)	0,77	0,71	0,72	0,71	0,71	0,70	0,70
Driftskostnader per ASK i	0,59	0,56	0,55	0,53	0,52	0,52	0,51
Jet Fuel - NW Europe US	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	12	14	20	22	24	25	25
Leasede fly	12	14	17	18	19	20	20
Egne fly	0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd			140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.			2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
ASK per tonn fuel		33000					
Kjøpspris fly mNOK			60				
Endring ASK			50 %	20 %	10 %	5 %	3 %

For en detaljert oversikt over hvordan disse forutsetningene gir seg utslag i budsjetterte resultattall og kontantstrømselementer henvises til Appendix 2 (16.2).

Kontantstrømsanalysen gir følgende resultat:

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	
EBIT	-	106	179	183	204	253
Skatt på Ebit	-	-32	-52	-54	-60	-73
Benyttet skattefordel		32	43			
Avskrivninger	-	52	69	76	66	56
Kalk rente leasing		27	28	30	31	31
Endring Arbeidskapital		40	25	15	5	0
Investering ex leasing	-	-200	-80	-80	-20	-56
Endring leasingforpliktelser		-111	-37	-37	-37	
FCF	-	-86	175	133	190	211
Terminalverdi						3 831
Nåverdi		-86	150	106	140	2 751
Sum nåverdier		3 060				
% Terminalverdi		85,2 %				
Netto gjeld		640				
Verdi egenkapital		2 420				
Antall Aksjer		19,67				
WACC		8,0 %				
Terminalvekst		2,5 %				
Verdi per aksje		123				

Figur 10.1

Vi ser at vi får en nåverdi på 123 kr per aksje, omtrent 16 % over dagens aksjekurs. Det er imidlertid meget stor usikkerhet knyttet til denne beregningen: For det første ser vi at mer enn 85 % av verdien stammer fra sluttleddet/terminalverdien. Dette betyr at nåverdien blir ekstremt sensitiv for hvilke forutsetninger vi legger til grunn for vekst etter eksplisitt periode, og også for kontantstrøm i 2010 som terminalverdien er bygget på. For det andre er usikkerheten knyttet til input-variablene veldig store, og selv små endringer i enhetskostnader eller kabinfaktor vil ha stor innflytelse på verdien av selskapet. I tillegg er utfallrommet for Norwegian stort, selskapet er midt i en aggressiv ekspansjonsfase og hvorvidt man presterer operasjonelt har selvfølgelig alt å si for hvor mye aksjekursen skal stige eller synke.

Det forbinder seg altså så mye usikkerhet til en slik beregning som ovenfor, at den blir nær verdiløs uten sensitivitets- og scenarionalyser samt multippelsammenligninger. Jeg vil derfor foreta slike analyser for å forsikre meg om at min estimerte verdi er best mulig, og for å illustrere risikoen i selskapet.

10.2 Sensitivitetsanalyser

Man kan beregne sensitivitetsanalyser med tanke på både teoretiske forutsetninger (WACC), operasjonelle forutsetninger (yield, enhetskostnad osv) og eksterne forutsetninger (valutakurser, bensinpriser).

Med tanke på den store usikkerheten knyttet til at terminalverdien utgjør over 85 % av nåverdien er det meget interessant å se på hvordan ulike vekstforutsetninger etter eksplisitt periode påvirker aksjeverdien. I alle sensitivitetsanalysene vil jeg se på to dimensjoner samtidig da dette ofte gir økt innsikt.

Som tabellen på neste side (figur 10.2) viser vil en liten endring i terminalvekst kunne påvirke nåverdien ganske kraftig. Samtidig vil andre antagelser om markedspremie og risikofri rente påvirke avkastningskravet, og vi ser at dette har stor betydning for nåverdien.

Årlig vekstrate etter eksplisitt periode

	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
6,0%	152	170	192	221	259	313	393
7,0%	119	130	144	161	182	210	246
WACC 8,0%	95	103	112	123	136	153	173
9,0%	77	82	89	97	106	116	129
10,0%	63	67	72	77	84	91	100

Figur 10.2

Som diskutert tidligere vil selv små endringer i enhetskostnader eller yield slå veldig kraftig på nåverdien:

Endring yield

	-0,03	-0,02	-0,01	0,00	0,01	0,02	0,03
0,02			3	36	70	104	138
Endring 0,01		12	46	80	114	147	181
enh. kost. 0,00	22	55	89	123	157	191	225
-0,01	65	99	133	166	200	234	268
-0,02	108	142	176	210	244	277	311

Figur 10.3

Tabellen ovenfor illustrerer hvor kostbart en priskrig med tilhørende yieldpress vil være. I tillegg ser man hvor mye Norwegian kan hente på å ytterligere redusere kostnader, effektivisere drift og forbedre flyutnyttelsen for slik å senke enhetskostnadene. Merk at endringer gjelder gjennomgående for hele perioden, slik at ett øre i redusert yield/enhetskostnad betyr ett øre mindre enn ellers, i hele den eksplisitte perioden.

Neste tabell viser hvor sårbar Norwegian er for valutakurssvingninger og endringer i olje/bensinpriser.

Endring fuelkostnader

	-30,0%	-20,0%	-10,0%	0,0%	10,0%	20,0%
6,9	252	186	119	53		
6,7	270	205	141	76	12	
NOK/USD 6,5	287	225	162	100	37	
6,3	305	244	184	123	62	2
6,1	322	264	205	146	88	29

Figur 10.4

Som vi ser vil en sterk økning i drivstoffprisene radere ut hele egenkapitalen, noe som kan tolkes som at Norwegian vil (må) la mye av de økte bensinprisene tilfalle passasjerene ved økte billettpriser. Dessuten ser vi at Norwegian kan hente mye på

valutahedging da en svekkelse av NOK vil virke svært negativt. Valutaeksponeringen er, som i virkeligheten, knyttet til drivstoffkostnader og leasingkostnader.

Vi ser også av tabell 10.6 at kabinfaktoren er avgjørende for suksess. Hvis en tredje aktør velger å konkurrere innenriks i Norge, og tilbudet økes kraftig slik at kabinfaktoren går ned, vil Norwegian få store problemer.

		Endring Kabinfaktor Prosentpoeng						
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
WACC	6,0%	91	134	178	221	264	308	351
	7,0%	60	94	127	161	195	228	262
	8,0%	41	68	96	123	151	178	206
	9,0%	27	50	73	97	120	143	167
	10,0%	17	37	57	77	98	118	138

Figur 10.5

Disse enkle sensitivitetsanalysene bekrefter nok en gang at utfallsrommet for Norwegian er svært stort, og kun små endringer i antagelser vil kunne ha store betydninger for nåverdiberegningen. For å se på store endringer i antagelser kan man se på andre scenarier.

11. To Alternative Scenarier

11.1 Best Case

For å illustrere hvor stort potensial som ligger i selskapet om utviklingen blir bedre enn ventet er det nyttig å se på et såkalt ”best-case scenario”, noe jeg vil gjøre her.

Ettersom Norwegian har mye lavere kostnadsbase enn SAS Braathens kan de redusere prisene og øke frekvensen innenlands, og slik kapre opp imot 50 % markedsandel på de største rutene. For at en slik manøver skal være lønnsom, må man unngå en sterk og langvarig priskrig, samtidig som SAS Braathens er villig til å kutte kapasitet for å redusere kostnader. Det er ikke utenkelig at etter hvert som Norwegians finansielle

posisjon bedres, og kontantstrømmen fra utenlandsrutene opprettholdes, vil de velge å kjempe om større markedsandeler innenlands.

Det største potensialet dreier seg imidlertid om økt salg på kontinentet, og da spesielt i Øst-Europa. Hvis man ved hjelp av billig arbeidskraft, god flyutnyttelse og ellers effektiv drift klarer å senke enhetskostnadene ned imot Easyjet og Ryanairs, kan Norwegian bli en ledende aktør i Øst-Europa. EU-utvidelsen østover vil gi trafikkvekst, og Norwegian kan vokse ved å følge en "Wal-Mart-Strategi". Dette dreier seg om å være først ute på destinasjoner som per i dag ikke er lønnsomme isolert sett. Ved å være først ute med å tilby lave priser vil man stimulere trafikk, samtidig som det blir vanskeligere for andre å etablere seg.

Mange av dagens aktører i Øst-Europa sliter dessuten økonomisk på grunn av sterkt prispress, og Norwegian vil med hjelp av kontantstrømmen fra hjemmemarkedet kunne holde ut en langvarig prisrig. Eksisterende aktører kan siden kjøpes opp til en billig penge, eller eventuelt konkurreres helt ut.

Gitt at forutsetningen om økte markedsandeler både innenlands og i Øst-Europa slår til helt eller delvis, ligger veien åpen for en mye sterkere vekst i både ASK og inntekter enn skissert i base-case scenarioet. Imidlertid kan man ikke forvente oppgang i yield, da flyprisene, og betalingsvilligheten, er lavere i Polen enn i Norge.

Norwegian vil, gitt at dette scenariet slår til, kunne bli en ledende aktør i Skandianavia med mye inntekter fra Øst-Europa og således kunne spille en aktiv rolle ved konsolideringen i europeisk luftfart.

I Best-case scenariet har jeg lagt følgende forutsetninger til grunn:

Inndata	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	67 %	78 %	77 %	76 %	76 %	76 %	76 %
Yield (NOK/km)	0,77	0,71	0,720	0,710	0,710	0,700	0,700
Driftskostnader per ASK i	0,59	0,56	0,548	0,524	0,514	0,502	0,499
Jet Fuel - NW Europe US	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	12	14	20	25	29	32	35
Leasede fly	12	14	17	21	24	27	30
Egne fly	0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd			140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.			2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	4,5 %
ASK per tonn fuel		33000					
Kjøpspris fly mNOK			60				
Endring ASK			50 %	40 %	30 %	20 %	10 %

For detaljerte forutsetninger henvises til Appendix 3

Vi får dermed følgende kontantstrøm:

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	
EBIT	-	106	229	420	611	711
Skatt på Ebit	-	-32	-67	-121	-175	-204
Benyttet skattefordel		32	43			
Avskr	-	52	69	76	66	56
Kalk rente leasing		27	33	38	42	47
Endring Arbeidskapital		60	40	30	10	0
Investering ex leasing	-	-200	-80	-80	-20	-56
Endring leasingforpliktelser		-111	-148	-111	-111	-111
FCFF	-	-66	120	252	423	443
Terminalverdi						8 062
Nåverdi		-66	103	200	311	5 788
Sum nåverdier		6 336				
% Terminalverdi		86,6 %				
Netto gjeld		640				
Verdi egenkapital		5 696				
Antall Aksjer		19,67				
WACC		8,0 %				
Terminalvekst		2,5 %				
Verdi per aksje		290				

Tabell 11.1

11.2 Worst Case

Sensitivitetsanalysene viste at nedsiden er stor ved relativt små negative endringer i både finansielle og operasjonelle forutsetninger. Det er derfor på sin plass å se på et såkalt ”worst-case-scenario”.

Den største trusselen mot Norwegian er at utenlandske, mer ekstreme, lavprisaktører kan etablere seg på rutenettverket i Norge. Dette kan for eksempel være Ryanair eller Easyjet som begge har aggressive vekstplaner og mye lavere enhetskostnader enn Norwegian. De vil antakeligvis forsøke seg på de største rutene, og Norwegian vil tape markedsandeler samtidig som man vil få priskonkurransen og yield-nedgang. Norwegian vil imidlertid ikke slite like mye som de gjorde i den forrige priskrigen mot SAS Braathens, siden de har etablert mange lønnsomme utenlandsruter. Likevel vil de bli sterkt rammet, og sannsynligvis vil veksten utenlands også slakke ned fordi man ønsker å opprettholde finansiell stabilitet. Det som imidlertid gjør dette relativt lite sannsynlig er den lave yielden innenriks, samt at det kan være vanskelig å få slots på enkelte store flyplasser.

Flytrafikken er veldig konjunkturavhengig og en langvarig resesjon vil også kunne påvirke Norwegian veldig negativt. Antar man at worst-case innebærer at man får sterk konjunkturedgang, samtidig som en tredje aktør gir priskrig og redusert vekst innenlands, kan man beregne en ny verdi ut ifra følgende forutsetninger:

Inndata	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	62,5 %	66,8 %	78,0 %	77,0 %	76,0 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %
Yield (NOK/km)	1,19	0,77	0,71	0,700	0,690	0,690	0,690	0,690
Driftskostnader per ASK i	0,76	0,59	0,56	0,56	0,55	0,56	0,55	0,55
Jet Fuel - NW Europe US	282	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,10	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	8	12	14	20	22	24	25	25
Leasede fly	8	12	14	17	18	19	20	20
Egne fly		0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd				140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.				2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
ASK per tonn fuel			33000					
Kjøpspris fly mNOK				60				
Endring ASK				35 %	5 %	4 %	3 %	2 %

For detaljerte forutsetninger henvises til Appendix 4

Dette gir følgende kontantstrøm:

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	
EBIT	-	-37	-62	-106	-68	-37
Skatt på Ebit	-					
Benyttet skattefordel						
Avskr	-	52	69	76	66	56
Kalk rente leasing		27	28	30	31	31
Endring Arbeidskapital		40	25	15	5	0
Investering ex leasing	-	-200	-80	-80	-20	-56
Endring leasingforpliktelser		-111	-37	-37	-37	
FCFF	-	-230	-57	-102	-22	-5
Terminalverdi						-94
Nåverdier		-230	-49	-81	-16	-68
Sum nåverdier		-444				
% Terminalverdi		14,4 %				
Netto gjeld		640				
Verdi egenkapital		-1 084				
Antall Aksjer		19,67				
WACC		8,0 %				
Terminalvekst		2,5 %				
Verdi per aksje		-55				

Tabell 11.2

Som vi ser vil et worst-case scenario medføre at Norwegian får negativ egenkapital. Det vil si at selskapet enten går konkurs eller må finansiere videre drift med ny egenkapital gjennom en eller flere emisjoner.

11.3 Oppsummering kontantstrømsanalyser

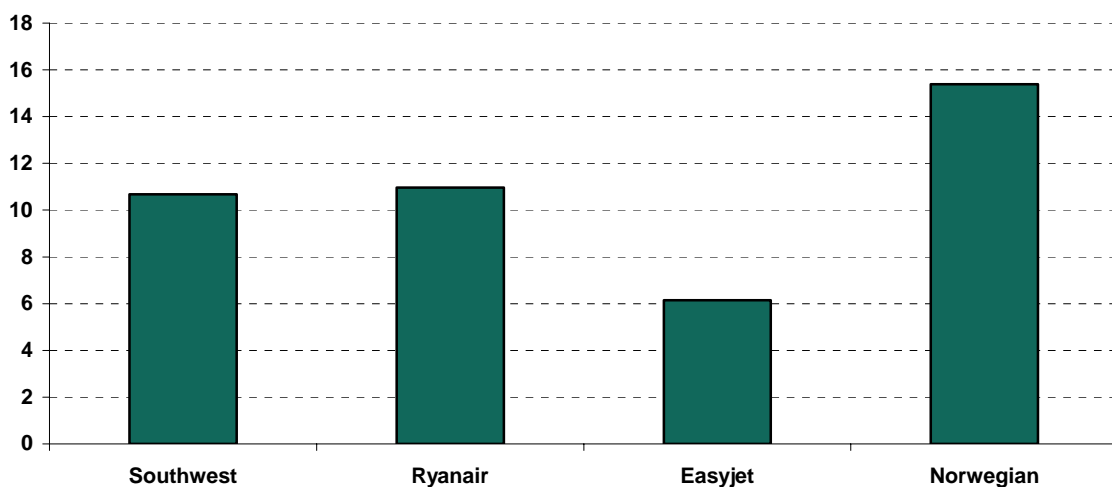
Det er altså enorme forskjeller i nåverdi for disse tre scenariene, selv om forskjellene i forutsetninger ikke er altfor store. Dette illustrerer altså hvor operasjonelt gearet selskapet er. I sum kan man beregne en sannsynlighetsveid verdi per aksje. Hvis man antar at det er 50 % sjans for base case, og 25 % sannsynlighet for worst- og best-case finner man en verdi på 134 kroner. Dette forutsatt en verdi på null i worst-case. For å se om denne verdien kan virke rimelig vil det være fornuftig å foreta en multippel-analyse:

12. Multippel-analyser

Vanligvis er et av hovedargumentene for å gjennomføre en peer-group analyse at det er en enkel og rask metode for å estimere verdien av et selskap, eller for å kontrollere verdien funnet i en kontantstrømsanalyse. I og med at man må reklassifisere kostnadene forbundet med operasjonell leasing for å beregne korrekte nøkkeltall, blir denne metoden relativt komplisert for å verdsette Norwegian. Samtidig er det et problem at mange lavprisselskaper sliter med lønnsomheten og negative resultat-tall, noe som umuliggjør enkelte multippel-sammenligninger fordi nevneren i brøken blir negativ. Jeg synes det vil være mest relevant å sammenligne prisingen av Norwegian mot andre lavprisselskaper, men fordi det er så få andre relevante selskaper vil jeg også inkludere noen sammenligninger mot tradisjonelle flaggselskap.

Et godt utgangspunkt er å benytte justeringsmetoden til Damodaran (2002) og beregner EV/EBITDAR til de ulike selskapene. EBITDAR er resultat før rentekostnader, skatt, avskrivninger og leasingkostnader. Når man i tillegg justerer EV for leasingforpliktelsene har man sikret seg konsistens i sammenligningen. For å finne EV og EBITDAR benytter jeg tall fra siste tilgjengelige årsrapport og får følgende resultat:

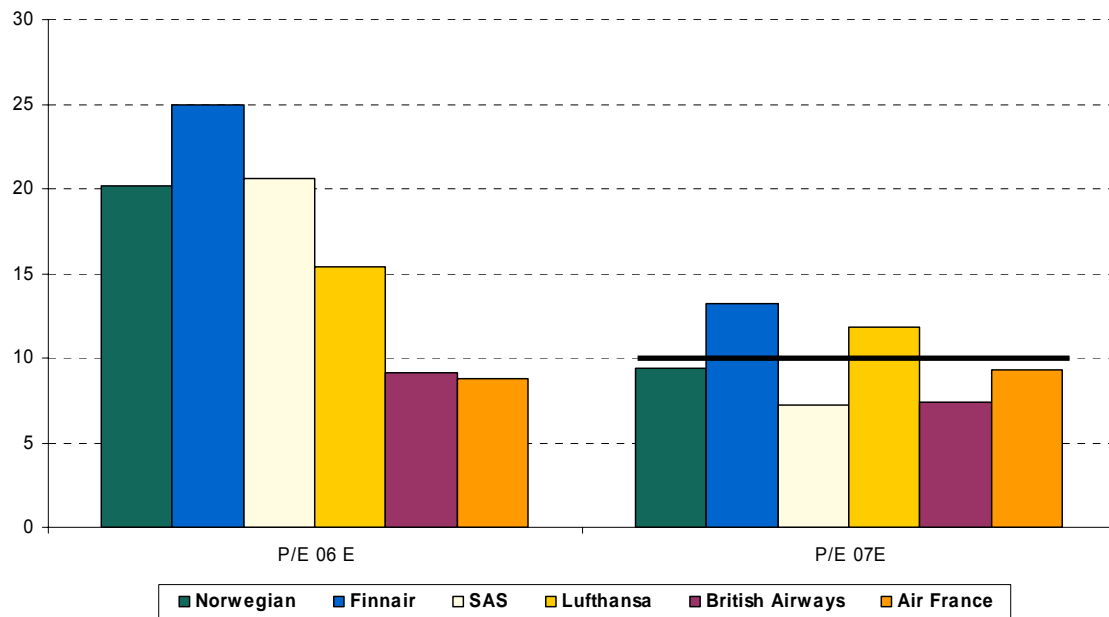
EV/EBITDAR 05



Figur 12.1

Ut ifra denne analysen kan det virke som Norwegian har en uforholdmessig høy selskapsverdi i forhold til driftsresultat før avskrivninger og leasingkostnader. Dette skyldes sannsynligvis at man forventer at Norwegian skal levere høyere vekst enn de andre selskapene de neste årene.

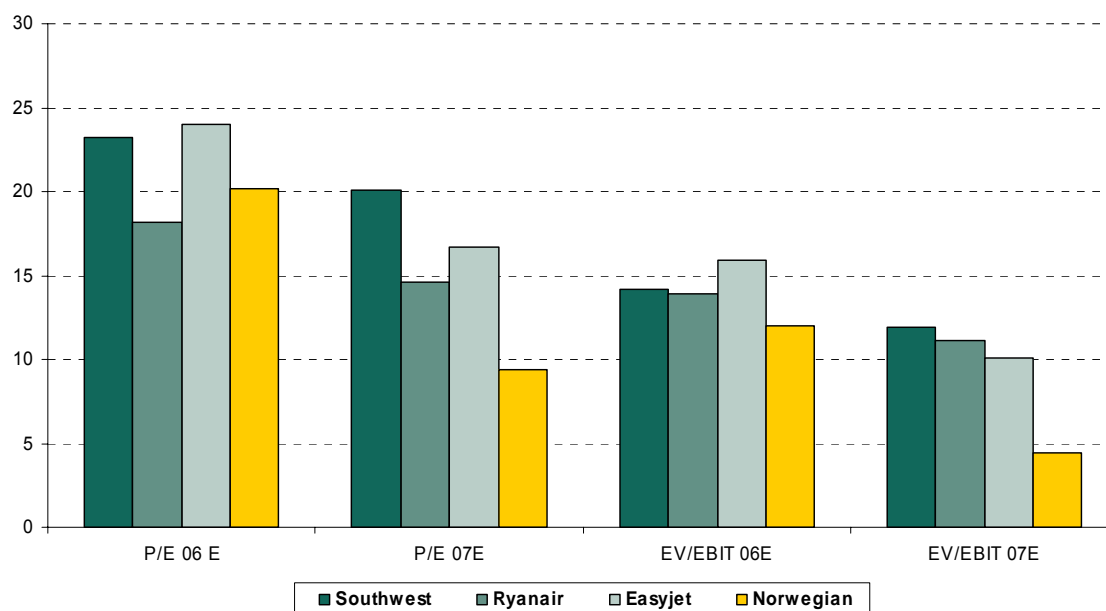
Vi kan også se på konsensusestimater for resultat per aksje de kommende to år og sammenligne disse med dagens aksjepris:



Figur 12.2, JCF
(Se Appendix 5 angående beregninger)

Som vi ser prises Norwegian omtrent på samme nivå som disse tradisjonelle selskapene på P/E-07 estimater, noe som tyder på fair prising gitt at vekstutsiktene er de samme. Det er de imidlertid ikke, noe jeg vil komme tilbake til om litt.

Neste figur viser at Norwegian prises en del under de andre lavprisselskapene både på P/E 2007 og EV/EBIT de neste to årene. Merk imidlertid at de to siste ikke er justert for leasingforpliktelser, men de illustrer likevel at Norwegian sannsynligvis er underpriset.



Figur 12.3, JCF

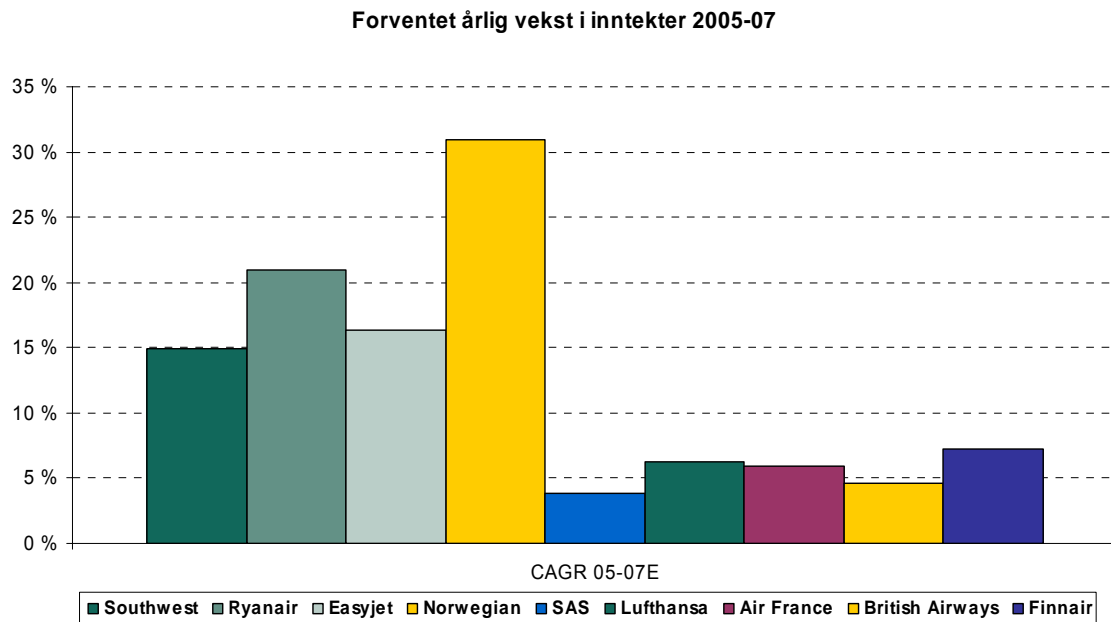
Grafene over viser også at normal prising for de tre andre lavprisselskapene er en P/E på ca 20 for 2006, ned til rundt 15 for 2007. Legger jeg mine estimater i Base-case til grunn, med fortjeneste per aksje på 4,1 i 2006 og 6,9, tilsvarer det en pris per aksje på henholdsvis 82 og 103,50.

Antar man at konsensusestimaterne er mest riktige er Norwegian fair priset på P/E 20 for 2006. Ser man imidlertid på 2007 viser P/E grafen at Norwegian er betraktelig underpriset, da P/E for bransjen ligger på rundt 15. Det vil dermed si at Norwegian, gitt at de skal prises på nivå med de andre, er verdt rundt 150 kr. Det samme trekket finner vi igjen på EV/EBIT 07-grafen. Hvis Norwegian skal prises til en EV/EBIT på rundt 10 istedet for omtrent 5 som idag tilsier dette en dobling av total kapitalen. Siden disse tallene ikke tar hensyn til leasingforpliktelser, og selskapet ikke har netto gjeld, impliserer dette en dobling av dagens aksjekurs. Ut ifra dette kan man altså si at hvis konsensusestimaterne stemmer bør Norwegian prises til 150-200 kr ut ifra hva andre selskaper prises til på sine 2007 estimater.

Vi ser også at markedet priser Norwegian til en P/E på under 10 for 2007-inntjening, noe som betyr at konsensusestimaterne ligger på over 10 kr per aksje i fortjeneste, godt over

mine forventninger. Mye tyder også på at de analytikerne som står bak estimatene er veldig positive til Norwegian siden de forventer så høy inntjening neste år i forhold til dagens aksjekurs. Jeg velger likevel å ikke justere kontantstrømsanalysen etter konsensusestimaterne, da analytikerne i snitt forventer høyere inntjening enn hva selskapene leverer.

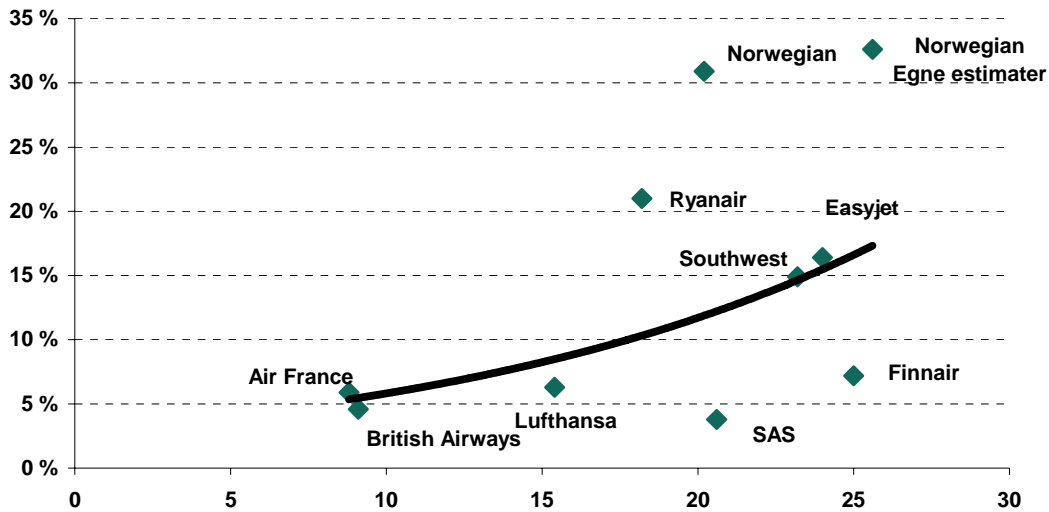
Vi kan også se på konsensusestimater for fremtidig vekst, og sammenligne både lavpris- og tradisjonelle flyselskap:



Figur 12.4, JCF

Som figuren viser er forventningene til vekst blant lavprisaktørene ekstremt forskjellig fra de tradisjonelle, noe som gir seg utslag i forskjellig prisingsmultiple. Vi kan plote forventet inntektsvekst mot P/E-06 og får følgende resultat:

Forventet inntektsvekst 05-07 vs P/E 06E



Figur 12.5, JCF

Det blir vanskelig å trekke en konklusjon ut ifra multippel-sammenligningen da Norwegian er i en meget aggressiv vekstfase der de vokser opp imot 40-50 % årlig. Det blir dermed relativt nytteløst å se på historiske multipler, og man må basere seg på at analytikerne som står bak konsensusestimaterne vil treffe godt. Gjør de det, er Norwegian et kupp på dagens prising, med konsekvent lavere prising enn sammenlignbare selskaper og unike vekstforventninger. Bransjemultipler på estimatet for resultat neste år indikerer en pris på 150-200 kroner per aksje. Siden årets estimattall indikerer at selskapet er riktig priset idag, til ca 110 kroner, kan man i sum anta at multippelanalyse peker på en fair verdi mellom 130 og 170 kroner.

13. Svakheter ved oppgaven

Til tross for at jeg har forsøkt å gjøre mitt ypperste ved alle beregninger, forutsetninger og analyser vil en slik oppgave alltid inneholde enkelte usikkerhetsmoment og svakheter. For det første er det en del usikkerhet knyttet til den estimerte beta-verdien. Som tabell 8.1 og 8.2 demonstrerer har utvalget av sammenlignbare selskaper mye å si for hvilken forretningsbeta som blir estimert. I tillegg er det som nevnt noe usikkerhet rundt valg av risikofri rente og markedspremie.

For det andre er det vanskelig å beregne nåverdien av leasingforpliktelsene nøyaktig. Mange selskaper publiserer eller oppgir slike tall på forespørsel, mens med andre selskaper må man estimere selv med bakgrunn i utviklingen i flyflåten og leietid. Dermed vil ikke beregningen av multiplene bli 100 % riktige. Likevel er jeg overbevist om at dette er en mer korrekt måte å beregne multiple på, enn å ikke justere i det hele tatt.

For det tredje er det sterk vekst blant så og si alle lavprisselskaper, noe som vanskeliggjør peer-group analyser. Selskapene er eksponert for forskjellig vekstpotensial, og forskjellene dem imellom kan være enorme. I tillegg er mange av Norwegians lavpriskonkurrenter privateide, slik at regnskapstall ikke er tilgjengelige.

En fjerde, og relativt viktig, svakhet knytter seg til kontantstrømsanalysene. Som sensitivitetsanalysen viser er nåverdien ekstremt følsom for selv små endringer i forutsetningene. Dermed blir det ekstra vanskelig å predikere en riktig verdi. I tillegg kan det være et problem at terminalverdien utgjør en så stor del av nåverdien. Usikkerheten knyttet til denne er enda større enn usikkerheten knyttet til neste års kontantstrømmer. Dette impliserer at jo større andel sluttverdien står for, jo større usikkerhet vil det være for nåverdien, alt annet like.

Enkelte vil kanskje også hevde at en svakhet med oppgaven er at jeg ikke har diskutert noen form for oppkjøpspremie. Dette er imidlertid et bevisst valg. Bjørn Kjos i Norwegian hevder selv at det er veldig liten sannsynlighet for at Norwegian blir kjøpt opp i nærmeste fremtid.

14. Oppsummering og konklusjon

Målet med denne oppgaven har vært å finne en teoretisk markedsverdi på egenkapitalen til flyselskapet Norwegian. Etterhvert som arbeidet med utredningen har gått sin gang har jeg fått stor forståelse for at verdsettelse ikke er noen eksakt vitenskap, men i stor grad bygd på skjønn. Dermed blir det veldig vanskelig, om ikke umulig, å fastsette én bestemt verdi som skal representere et fasitsvar. Likevel føler jeg at arbeidet har vært veldig

vellykket. Jeg har foretatt en grundig strategisk analyse, gjennomgått omfattende teorianvendelse ved kontantstrømsanalysen og sett på prisingen hos sammenlignbare selskaper.

Eksternanalysen konkluderte med at selv om Norwegian opererer i et marked med hard priskonkurransen, ser fremtiden lys ut. Trusselen fra inntrengere er begrenset, og selskapet vil fortsette å kapre markedsandeler innenlands. Internanalysen viste videre at Norwegian har enkelte store konkurransefortrinn, blant annet med tanke på billettdistribusjon, flyflåten, fleksibilitet i organisasjonen og ikke minst selskapets gode omdømme. Selv om disse ikke nødvendigvis er evigvarende, vil de sørge for at Norwegian vil fortsette å vokse på bekostning av SAS Braathens. Med dette som input, sammen med mange finansielle og operasjonelle forutsetninger, kunne jeg foreta en kontantstrømsanalyse.

Selv synes jeg det viktigste som kom ut av kontantstrømsanalysen var at den viste så godt hvor enormt stort utfallsrommet er, og hvor følsom Norwegian er for selv små endringer i operasjonelle faktorer. Dette gjør at Norwegian blir et ekstra vanskelig selskap å verdsette. Situasjonen forverres ytterligere av at multippelsammenligningen blir unødvendig komplisert på grunn av leasingbehandlingen, samtidig som det finnes få gode sammenlignbare selskaper. I tillegg er det så stor vekst blant disse selskapene at det blir lite hensiktsfullt å benytte historiske multipler, og man må istedet basere seg på estimater fremover i tid. Det er naturlig nok stor usikkerhet knyttet til disse tallene.

Uansett indikerer kontantstrømsanalysen en verdi på rundt 134 kroner, med 123 som mest sannsynlige utfall gitt mine forutsetninger. Multippelanalysen peker på en aksjepris mellom 130 og 170 kroner. Ut ifra dette vil jeg anta at et prisintervall på 120-150 kroner per aksje vil være et godt estimat på Norwegians verdi, noe som tyder på at selskapet er underpriset. Risikoen er som nevnt stor, både på opp- og nedside. Dermed vil aksjen kunne være et godt kjøp for investorer som aksepterer høy risiko.

15. Kildeliste:

ARNOULT, Sandra (2005), "Blooming in Bratislava", Artikkel fra Air Transport World; Mar 2005; 42

AVINOR (2006), "*Punktlighet på Norske lufthavner*"

<http://www.avinor.no/Norsk/Trafikk/Punktlighet/>

BARNEY, Jay (2001), "*Gaining and Sustaining Competitive Advantage*", 2nd Ed., Pearson Higher Education

www.bcg.com

PAPPAS, George (2000), "*The Impact of the Internet on the Airline Industry*"

The Boston Consulting Group

http://www.bcg.com/publications/files/airline_finance.pdf

BCG (2002), "*Impact of low cost airlines on flag carrier's strategy*", The Boston Consulting Group presentasjon, februar 2002

BINGELI, Urs, GUPTA, Sanjay og DE POMMES, Carlos (2002) "*CRM in the Air*"

The McKinsey Quarterly, 2002, Number 3

BINGELI, Urs & Pompeo, Lucio (2005) "The battle for Europe's low-fare flyers" –

McKinsey Quarterly Web Exclusive August 2005

http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1656&L2=23&L3=81

BODIE, Zwi, KANE, Alex & MARCUS, Alan (2005) "*Investments*", 6th Ed., McGraw-Hill, 2005

BOYE, Knut (2005) – Forelesningsnotater i kurset FIE 424, Verdsettelse og Fusjoner ved NHH, Høsten 2005

- BUYCK, Cathy (2005), "*Wizzkid*", Artikkel fra Air Transport World; Aug 2005
- COSTA, Peter R, HARNED, Doug S og LUNDQUIST, Jerrold T (2002) "*Rethinking the Aviation Industry*" -The McKinsey Quarterly, 2002 Special Edition: Risk and Resilience
http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1190&L2=23
- DAMODARAN, Aswath (2002) – "*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*", 2nd Ed., John Wiley & Sons., New York, 2002
- DAMODARAN, Aswath (1999)– "*Dealing with Operating Leases in Valuation*" ,
Workin Paper FIN99-023, Stern School of Business, New York, 1999
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/oplev.pdf>
- DAVY (2006) – "*Davy European Transport and Leisure Monthly*", Juni 2006
- DEIMLER, Michael S, KOEHLER, Martin, LOVE, Ross og MICHAEL, David (2002)
"*Unfriendly Skies: The Outlook for the Global Airline Industry*" - BCG Focus, Jan 2002
http://www.bcg.com/publications/files/Unfriendly_Skies_Rpt_Jan02.pdf
- DENSTADLI, Jon Martin, RIDENG, Arne og STRAND, Sverre (2004) – "*Reisevaner med fly 2003*", TØI Rapport 713/2004
- DENSTADLI, Jon Martin og VOLDMO, Frode. (2000). "*Trafikkutviklingen på Stavanger Lufthavn Sola 2000-2010*", Transportøkonomisk Institutt, Rapport 486/2000
- DENSTADLI, Jon Martin, RIDENG, Arne og LIAN, Jon Arne (2006), "*Reisevaner med fly 2005*", TØI Rapport 828/2006
<http://www.avinor.no/filestore/Reisevaner2005.pdf>
- DIMSON, Elroy, MARSH, Paul og STAUNTON, Mike (2002), "*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*", Princeton University Press, New Jersey, 2002

ELLINGSEN, Anne Grete (2005), kommunikasjonsdirektør i Norwegian,
mailkorrespondanse

GRIMSRUD, Harald (2004), ”*Fuelled for Growth, but Yield pressure biting*”, Analyse
av Norwegian, Mars 2004, ABG Sundal Collier

HAUG, Christian (2005), Investor Relations medarbeider i Norwegian,
mailkorrespondanse

HESZLEIN, Jørgen (2004) - Foredrag på NHH - ”*The airline industry at a crossroads*”,
McKinsey & Company

HILL, Charles W. L. & JONES, Gareth R. (2001) ”*Strategic management Theory: An
integrated approach*” 5. utgave, Houghton Mifflin. Boston

HILL, Charles W. L. & JONES, Gareth R. (2004) ”*Strategic management Theory: An
integrated approach*”, 6. utgave, Houghton Mifflin. Boston

HSH NORDBANK, 2005 – “Branchenstudie Low Cost Carrier”, September 2005

[http://www.hsh-nordbank.de/home/themen/presse/publikationen/
branchenstudien/transport/BranchenstudieLowCostCarrier0905.pdf](http://www.hsh-nordbank.de/home/themen/presse/publikationen/branchenstudien/transport/BranchenstudieLowCostCarrier0905.pdf)

IVERSEN, Morten (2005), “*Billigfly med reklame*”, Artikkel i Dagens Næringsliv,
24.02.2005

JACOBSEN, Erik W. og LIEN, Lasse B, (2001), ”*Ekspansjon – Strategi for
forretningsutvikling*”, Gyldendal forlag

JANBU, Ragnhild (2003), ”*Strategisk analyse og verdivurdering av SAS AB*”
Siviløkonomutredning NHH, Våren 2003

JCF/JCF Factset – Analysebyrå med databaser som inneholder bla konsensusestimater, regnskapstall og historisk kursdata. Benyttet ved deler av multippelanalyse samt beta-estimering.

JOHNSEN, Thore (1997), ”Avkastningskrav”, artikkel fra “Verdsettelse i Teori og Praksis”, Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (red.), Cappelen Akademisk Forlag, 1997

JOHNSEN, Thore (2005a), Forelesningsnotater fra FIE 402E ved NHH, Høsten 2005

JOHNSEN, Thore (2005b), ”Kapitalkostnad for norske mobilselskaper”, Rapport for Post- og Teletilsynet, Mars 2005

http://www.npt.no/iKnowBase/Content/kapitalkostnad_mobilselskaper.pdf?documentID=44292

KJOS, Bjørn (2004a), ”Alle folk i Norge skal ha råd til å fly”, presentasjon 31.03.2004

KJOS, Bjørn (2006), ”Norwegian”, Presentasjon på Enskilda Securitates Nordic Seminar, København 12. Januar 2006

http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/PresentationsAndHistDoc/Enskilda_Securities_Nordic_Seminar_2006.pdf

KNUDTZON, Henrik og BORGES, Erik (2004) ”Verdivurdering av Frontline”
Siviløkonomutredning NHH, Våren 2004

KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc og WESSELS, DAVID (2005) –
”Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies”, 4th Ed., John Wiley & Sons, New Jersey, 2005

www.konkurransetilsynet.no

Konkurransetilsynet (2002) – ”Forbud mot bonusopptjening innenlands”

<http://www.konkurransetilsynet.no/internett/index.asp?strUrl=1000842i&topExpand=&subExpand=>

KONKURRANSENYTT, nr 4-2004

http://www.konkurransetilsynet.no/archive/internett/publikasjoner/konkurransenytt/konkurransenytt_4_2004.pdf

LAMBE, C.J., SPEKMAN, R.E. og HUNT, S.D. (2002) "*Alliance Competence, resources and alliance success: Conceptualization, measurement and initial test.*"
Journal of Academic Management Science, 30, 2002: 141-158.

LARSEN, Trygve (2004), "*MD90 satt på bakken*", Dagens Næringsliv, 30.12.2004

LIAN, Jon Inge, ERIKSEN, Knut Sandberg, LAURIDSEN, Henning, RIDENG, Arne (2002). "*Norsk innenlandsk luftfart: konkurranse og monopol*". Transportøkonomisk institutt, rapport 586/2002

LOBBENBERG, Andrew & COWLEY, Christian (2006), "*The Recruiting Officer*",
Analyse av Ryanair Februar 2006, ABN AMRO, London Branch

MASON, Keith J. (2000) "*The propensity of business travellers to use low cost airlines*"
Journal of Transport Geography. 8: 107-119

MATHISEN, Lars (2005) – Forelesningsnotater fra BUS 401 – Prising og
Lønnsomhetsanalyse ved NHH, Våren 2005

NORWEGIAN (2003) – Norwegians emisjonsprospekt desember 2003 -
<http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/PresentationsAndHistDoc/NASProspektWebNor sk.pdf>

NORWEGIAN (2004), "*Årsrapport 2003 – Norwegian Air Shuttle ASA*"
<http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/Financialreports/Annualreports/NASArssrapport 2003.pdf>

NORWEGIAN (2005), "*Årsrapport 2004 – Norwegian Air Shuttle ASA*"
<http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/Financialreports/Annualreports/Aarsrapport20 04.pdf>

NORWEGIAN (2006a) "*Kvartalsresultat 2. kvartal 2006*",
<http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/Reports/2006/NAS2Kvartal2006.pdf>

NORWEGIAN (2006b), ”Årsrapport 2005 – Norwegian Air Shuttle ASA”

http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/Financialreports/Annualreports/Aarsrapport_Norwegian05.pdf

NORWEGIAN (2006c) ”Trafikkstatistikk Juni 2006”,

OAG (2006) – “European Low-cost Carriers White Paper, March 2006, OAG Worldwide

<http://www.oag.com/graphics/lowcostcarriers.pdf>

PORTER, Michael E. (1998) ”*Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*” 1. utgave. Free Press 1998

PORTER, Michael E. (1997) ”*How much does industry matter, really?*” Strategic management Journal 18 1997

PORTER, Michael E. (1996) ”*What is Strategy*” Harvard Business Review November/December 1996

PORTER, Michael E. (1979) ”*How Competitive Forces Shape Strategy*”, Harvard Business Review March/April 1979

RAYPORT, Jeffrey F & SVIOKLA, John J (1994), ”*Marketing the Marketspace*”, Harvard Business Review, November/December, 141-150

REID, Chris (2006), ”*FY05 Results Analysis*”, Analyse av Ryanair, Juni 2006 Deutsche Bank London

SAS (2005), ”*The SAS Group’s Annual Report and Sustainability Report 2004*”

http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSFOREIGNCONTENT/2004eng.pdf

SAS (2006), ”*SAS Group – Annual Report & Sustainability Report 2005*”

http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSFOREIGNCONTENT/2005eng.pdf

STEEN, Frode og SØRGARD, Lars (2004) – ”Rovatferd i Norsk Luftfart?” – Notat skrevet på oppdrag av Konkurransetilsynet, april 2004

http://www.konkurransetilsynet.no/archive/internett/vedlegg/eksterne_rapporter/040610_fly_rovad_ferd_off.pdf

STENSAKER, Inger (2005) – Forelesningsnotater i STR 210, Strategi og Etikk, NHH 20.01.2005

STRANDENES, Siri P.(2002) ”Storkundeavtaler begrenser konkurransen i luften”.

Ukeavisen Næringsliv og ledelse 08.11.02

Alternativt: <http://www.nhh.no/sam/debatt/2003/07.pdf>

STRANDENES, Siri P. (2004) ”Konkurransen og konkurransehindringer i norsk luftfart” fra Kåre Petter Hagen, Agnar Sandmo og Lars Sjørgard (red) – Konkurransen i samfunnets interesse – festskrift til Einar Hope, Fagbokforlaget, Bergen 2004, s175-191

SØRGARD, Lars (2003) “Konkurransestrategi”, Fagbokforlaget, Bergen 2. utg

WILSBERG, Kjell (2005), Investor Relations medarbeider i SAS Braathens

www.orapp.no

Økonomisk rapport (2004), ”Årets bedrift 2003: Norwegian - Flyvende suksess”

http://www.orapp.no/oversikt/Argang_2004/10061/rapport/10132

WEINTRAUB, Filip (2005): ” Svak børsutvikling i USA – fortsatt lite attraktivt” –

Gjestekommentar i Kapital - <http://english.skagenfondene.no/article6264.html>

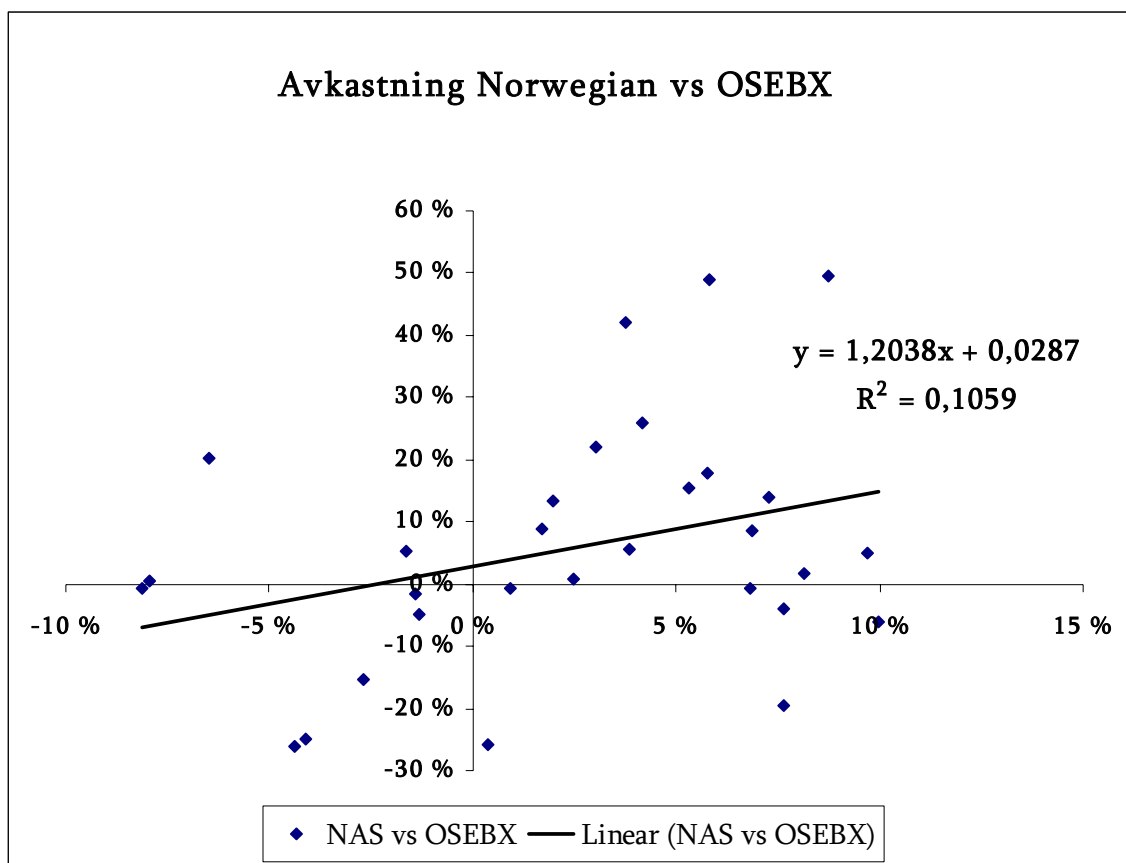
ÅRSRAPPORTER 2005: Lufthansa, Ryanair, EasyJet, AirBerlin, FlyMe, British Airways, Air France/KLM, FinnAir, Southwest Airlines

16. Appendix:

16.1 Appendix 1 – Beregning av Beta

Norwegian:

DATO	OSEBX	NAS	Avk. OSE	Avk. NAS	DATO	OSEBX	NAS	Avk. OSE	Avk. NAS
31.12.2003	188,9	31,0			30.04.2005	256,2	19,6	-6,5 %	20,2 %
31.01.2004	203,3	29,8	7,7 %	-3,9 %	31.05.2005	266,9	24,7	4,2 %	26,0 %
29.02.2004	223,5	28,0	9,9 %	-6,0 %	30.06.2005	292,7	25,9	9,7 %	4,9 %
31.03.2004	214,4	21,0	-4,1 %	-25,0 %	31.07.2005	308,3	29,9	5,3 %	15,4 %
30.04.2004	205,0	15,5	-4,4 %	-26,2 %	31.08.2005	326,2	44,5	5,8 %	48,8 %
31.05.2004	205,8	11,5	0,4 %	-25,8 %	30.09.2005	338,5	63,3	3,8 %	42,1 %
30.06.2004	219,9	12,5	6,9 %	8,7 %	31.10.2005	311,6	63,5	-7,9 %	0,4 %
31.07.2004	216,8	12,3	-1,4 %	-1,6 %	30.11.2005	323,6	67,0	3,8 %	5,5 %
31.08.2004	218,8	12,2	0,9 %	-0,8 %	31.12.2005	342,2	79,0	5,8 %	17,9 %
30.09.2004	235,5	9,8	7,6 %	-19,7 %	31.01.2006	365,6	78,5	6,8 %	-0,6 %
31.10.2004	229,2	8,3	-2,7 %	-15,3 %	28.02.2006	376,7	95,8	3,0 %	22,0 %
30.11.2004	249,2	12,4	8,8 %	49,4 %	31.03.2006	407,3	97,5	8,1 %	1,8 %
31.12.2004	253,4	13,5	1,7 %	8,9 %	30.04.2006	415,4	110,5	2,0 %	13,3 %
31.01.2005	259,7	13,6	2,5 %	0,7 %	31.05.2006	381,6	109,8	-8,1 %	-0,7 %
28.02.2005	278,5	15,5	7,3 %	14,0 %	30.06.2006	376,5	104,5	-1,3 %	-4,8 %
31.03.2005	274,0	16,3	-1,6 %	5,2 %					



Regresjonsresultat:

Beta	1,20
SE(beta)	0,66
R2	0,106
F	3,32
S(^y)	0,116

Beregning av Gjeldsgrad

	Netto gjeld*	Market Cap
SAS	26699	17190
Iberia	1739,1	1905
British Airways	1967	3927
Finnair	450	1040
Lufthansa	4029	5728
Air France	6610	4935
Southwest	2184	13320
Ryanair	521	5276
Easyjet	0	1533
Norwegian	640	2085

(NB: Tall i lokal valuta og millioner - ikke sammenlignbare)

* - Inkl. Leasingforpl.

Kilde: Selskapenes Års- og Kvartalsrapporter, IR Avdelinger

Aksjebeta til de sammenlignbare selskapene er beregnet på samme måte som for Norwegian.

16.2 Base Case:

Resultatregnskap	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Inntekter	958,6	1210,1	1972,2	2955,6	3465,4	3780,1	3932,1	4050,1
Driftskostnader	-927,4	-1243,8	-1791,3	-2617,3	-3023,5	-3313,0	-3442,4	-3522,0
EBITDAR	31,2	-33,7	181,0	338,3	442,0	467,1	489,8	528,1
Leasingkostnader	-79,3	-107,9	-125,9	-179,9	-193,9	-208,3	-219,2	-219,2
EBITDA	-48,1	-141,6	55,1	158,4	248,0	258,9	270,5	308,9
Avskrivninger	-10,1	-18,0	-30,2	-52,0	-69,0	-76,2	-66,2	-56,2
EBIT	-58,2	-159,6	24,8	106,4	179,0	182,6	204,3	252,6
Netto finansposter	-0,8	7,1	12,4	6,9	8,2	9,0	9,5	9,8
Res f skatt	-59,0	-152,5	37,2	113,2	187,2	191,7	213,8	262,4
Skatt	16,3	42,6	-10,5	-31,7	-52,4	-53,7	-59,9	-73,5
Netto Resultat	-42,7	-109,8	26,8	81,5	134,8	138,0	153,9	188,9

Inntekter	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Trafikkinntekter	851	1 183	1 932	2 881	3 365	3 652	3 781	3 894
Andre inntekter	107	27	41	75	101	128	151	156
Totale inntekter	959	1 210	1 972	2 956	3 465	3 780	3 932	4 050

Driftskostnader	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Lønnskostnader	180	229	299	404	460	506	531	547
Salg/Distribusjon	81	88	76	101	108	117	123	127
Drivstoff	121	218	384	719	863	959	1 007	1 037
Luffartsavgifter	142	223	281	411	481	516	528	531
Handling & Av-ising	151	177	222	312	352	382	381	392
Flyvedlikehold	102	152	208	282	295	321	335	335
Andre kostnader	150	156	321	387	465	511	537	553
Sum driftskostnader	927	1 244	1 792	2 617	3 023	3 313	3 442	3 522

ASK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
ASK	1 149	2 302	3 464	5 196	6 235	6 859	7 202	7 418

RPK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
SUM RPK	718	1 538	2 703	4 001	4 739	5 144	5 401	5 563

Inndata	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	62 %	67 %	78 %	77 %	76 %	75 %	75 %	75 %
Yield (NOK/km)	1,19	0,77	0,71	0,72	0,71	0,71	0,70	0,70
Driftskostnader per ASK i	0,76	0,59	0,56	0,55	0,53	0,52	0,52	0,51
Jet Fuel - NW Europe US	282	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,10	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	8	12	14	20	22	24	25	25
Leasede fly	8	12	14	17	18	19	20	20
Egne fly		0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd				140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.				2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
ASK per tonn fuel			33000					
Kjøpspris fly mNOK				60				
Endring ASK				50 %	20 %	10 %	5 %	3 %

16.3 Best Case

Resultatregnskap	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Inntekter	958,6	1210,1	1972,2	2955,6	4043,0	5281,4	6308,8	6939,7
Driftskostnader	-927,4	-1243,8	-1791,3	-2617,3	-3518,5	-4522,3	-5335,9	-5843,9
EBITDAR	31,2	-33,7	181,0	338,3	524,5	759,2	973,0	1095,9
Leasing kostnader	-79,3	-107,9	-125,9	-179,9	-226,2	-263,1	-296,0	-328,9
EBITDA	-48,1	-141,6	55,1	158,4	298,3	496,1	677,0	767,0
Avskrivninger	-10,1	-18,0	-30,2	-52,0	-69,0	-76,2	-66,2	-56,2
EBIT	-58,2	-159,6	24,8	106,4	229,3	419,9	610,8	710,8
Netto finansposter	-0,8	7,1	12,4	6,9	9,6	12,5	15,0	16,5
Res f skatt	-59,0	-152,5	37,2	113,2	238,9	432,3	625,7	727,2
Skatt	16,3	42,6	-10,5	-31,7	-66,9	-121,1	-175,2	-203,6
Netto Resultat	-42,7	-109,8	26,8	81,5	172,0	311,3	450,5	523,6

Inntekter	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Trafikkinntekter	851	1 183	1 932	2 881	3 925	5 103	6 037	6 641
Andre inntekter	107	27	41	75	118	179	272	299
Sum inntekter	959	1 210	1 972	2 956	4 043	5 281	6 309	6 940

Driftskostnader	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Lønnskostnader	180	229	299	404	537	698	837	921
Salg/Distribusjon	81	88	76	101	126	164	197	216
Drivstoff	121	218	384	719	1 007	1 323	1 587	1 746
Lufftarsavgifter	142	223	281	411	561	712	833	893
Handling & Av-ising	151	177	222	312	410	533	608	669
Flyvedlikehold	102	152	208	282	335	388	429	469
Andre kostnader	150	156	321	387	542	705	846	930
Sum driftskostnader	927	1 244	1 792	2 617	3 518	4 522	5 336	5 844

ASK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
ASK	1 149	2 302	3 464	5 196	7 274	9 457	11 348	12 483

RPK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
RPK	718	1 538	2 703	4 001	5 529	7 187	8 625	9 487

Inndata	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	62	67 %	78 %	77 %	76 %	76 %	76 %	76 %
Yield (NOK/km)	1,19	0,77	0,71	0,720	0,710	0,710	0,700	0,700
Driftskostnader per ASK i	0,76	0,59	0,56	0,548	0,524	0,514	0,502	0,499
Jet Fuel - NW Europe US	282	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,10	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	8	12	14	20	25	29	32	35
Leasede fly	8	12	14	17	21	24	27	30
Egne fly		0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd				140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.				2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	4,5 %
ASK per tonn fuel			33000					
Kjøpspris fly mNOK				60				
Endring ASK				50 %	40 %	30 %	20 %	10 %

16.4 Worst Case

Resultatregnskap	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Inntekter	958,6	1210,1	1972,2	2586,1	2652,2	2735,2	2830,8	2887,5
Driftskostnader	-927,4	-1243,8	-1791,3	-2391,3	-2451,6	-2557,1	-2613,0	-2648,7
EBITDAR	31,2	-33,7	181,0	194,8	200,6	178,1	217,8	238,7
Leasing kostnader	-79,3	-107,9	-125,9	-179,9	-193,9	-208,3	-219,2	-219,2
EBITDA	-48,1	-141,6	55,1	14,9	6,7	-30,2	-1,4	19,5
Avskrivninger	-10,1	-18,0	-30,2	-52,0	-69,0	-76,2	-66,2	-56,2
EBIT	-58,2	-159,6	24,8	-37,1	-62,4	-106,4	-67,6	-36,8
Netto finansposter	-0,8	7,1	12,4	6,9	7,2	7,5	7,7	7,9
Res f skatt	-59,0	-152,5	37,2	-30,3	-55,2	-98,9	-59,9	-28,9
Skatt	16,3	42,6	-10,5	8,5	15,5	27,7	16,8	8,1
Netto Resultat	-42,7	-109,8	26,8	-21,8	-39,7	-71,2	-43,2	-20,8

Inntekter	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Trafikkinntekter	851	1 183	1 932	2 521	2 575	2 643	2 722	2 776
Andre inntekter	107	27	41	66	77	92	109	111
Sum inntekter	959	1 210	1 972	2 586	2 652	2 735	2 831	2 887

Driftskostnader	2003	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Lønnskostnader	180	229	299	363	362	377	388	396
Salg/Distribusjon	81	88	76	91	85	87	90	92
Drivstoff	121	218	384	647	680	714	736	750
Luffartsavgifter	142	223	281	370	379	384	386	384
Handling & Av-ising	151	177	222	281	277	284	278	284
Flyvedlikehold	102	152	208	282	295	321	335	335
Andre kostnader	150	156	321	356	374	389	400	408
Sum driftskostnader	927	1 244	1 792	2 391	2 452	2 557	2 613	2 649

ASK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
ASK	1 149	2 302	3 464	4 676	4 910	5 107	5 260	5 365

RPK (mill. km.)	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
RPK	718	1 538	2 703	3 601	3 732	3 830	3 945	4 024

Inndata	2003	2 004	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
Kabinfaktor (%)	62,5 %	66,8 %	78,0 %	77,0 %	76,0 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %
Yield (NOK/km)	1,19	0,77	0,71	0,700	0,690	0,690	0,690	0,690
Driftskostnader per ASK i	0,76	0,59	0,56	0,56	0,55	0,56	0,55	0,55
Jet Fuel - NW Europe US	282	401	569	740	740	740	740	740
NOK/USD	7,10	7,00	6,44	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
Totalt antall fly	8	12	14	20	22	24	25	25
Leasede fly	8	12	14	17	18	19	20	20
Egne fly		0	0	3	4	5	5	5
Gj.snittlig leasingkost \$/mnd				140 000	142 500	145 000	145 000	145 000
Andre inntekter i % av trafikkinnt.				2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %
ASK per tonn fuel			33000					
Kjøpspris fly mNOK				60				
Endring ASK				35 %	5 %	4 %	3 %	2 %

16.5 Multipel-analyse

	Justert	Ujustert JCF					
	EV/EBITDAR	P/E 06 E	P/E 07E	P/E 08E	EV/EBIT 06E	EV/EBIT 07E	
Southwest	10,7	23,2	20,1	18,1	14,2	11,9	
Ryanair	11,0	18,2	14,6	12,1	13,9	11,1	
Easyjet	6,1	24	16,7	11,6	15,9	10,1	
JetBlue	19,3						
Norwegian	15,1	20,2	9,4	7,1	12	4,4	
SAS		20,6	7,2	4,6	14,6	8	
Lufthansa		15,4	11,8	9,1	8,2	6,6	
Air France		8,8	9,3	6,8	9,4	8,8	
British Airways		9,1	7,4	6,7	8,2	6,1	
Finnair		25	13,2	11,4	19,1	10	
		P/B 05	P/B 06	P/SALES 0	P/SALES 06	CAGR 05-07E	ROE 05
Southwest		2,03	2,1	1,72	1,51	14,9 %	7 %
Ryanair		2,97	2,52	3,53	2,83	21,0 %	15 %
Easyjet		1,39	1,82	0,87	1,1	16,4 %	7 %
Norwegian		8,51	5,04	0,74	0,68	30,9 %	16 %
SAS		1,43	0,95	0,28	0,18	3,8 %	1 %
Lufthansa		1,32	1,47	0,32	0,34	6,3 %	10 %
Air France		0,68	0,61	0,24	0,22	5,9 %	6 %
British Airways		2,13	1,76	0,47	0,45	4,6 %	23 %
Finnair		1,55	1,49	0,47	0,49	7,2 %	9 %

16.6 Definisjoner

ASK

Tilbudte setekilometer. Antall tilgjengelige passasjer seter multiplisert med strekningen som flys

RPK

Betalte passasjerkilometer.

Antall betalende passasjerer multiplisert med den strekningen som flys.

KABINFAKTOR

Forholdet mellom RPK og ASK i prosent.

Beskriver utnyttelsesgraden av tilgjengelige seter.

YIELD

Enhetsinntekt – gjennomsnittelig trafikkinntekt per RPK.

SEKTORLENGDE

Distansen (km) fra en destinasjon til en annen (en vei)

EBIT

Driftsresultat før finansposter og skatt.

EBITDA

Driftsresultat før finansposter, skatt og avskrivninger.

EBITDAR

Driftsresultat før finansposter, skatt, avskrivninger og leasingkostnader for fly.