

# **Verdsettelse av**

## **Norwegian Air Shuttle ASA**

**Ketil Inge Hovdal og Knut-Walther Nordahl**

**Veileder: Førsteamanuensis Per Ivar Gjærum**

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,

hovedprofil Økonomisk styring

## **NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Målet med denne masterutredningen er å finne ut om egenkapitalen til flyselskapet Norwegian Air Shuttle er over- eller underpriser. Dette blir gjennomført ved en dyptgående analyse av selskapets strategiske og finansielle posisjon, samt fremtidsutsikter.

Vi starter utredningen med en kort presentasjon av selskapet og dets historie, før vi så ser på bransjen og markedet. Utredningens andre del starter med en gjennomgang av ulike verdsettelsesmetoder, før vi gjennomfører en grundig strategisk analyse. Etter en kort oversikt over implikasjonene ved operasjonell leasing, gjennomfører vi en regnskapsanalyse av selskapet og nære konkurrenter. Basert på kunnskapen vi nå har ervervet oss, estimerer vi et nominelt avkastningskrav til totalkapitalen etter skatt.

Neste del inneholder fremtidsregnskapet og selve verdsettelsen av selskapet. Her vil vi, med bakgrunn i detaljerte estimater på inntekter og kostnader, komme frem til vårt estimat på aksjeverdien. Denne delen blir avsluttet med en sensitivitets- og multippelanalyse for å underbygge vårt estimat på aksjeverdien. Utredningen blir avsluttet med en konklusjon, hvor vi kommer med vår anbefaling på aksjen.

Vår verdsettelse tar utgangspunkt i å finne en anbefaling vedrørende kjøp eller salg av aksjen, altså hvilken retning vi tror aksjen vil gå. Fremgangsmåten over gir oss et estimat på verdien på 125 kroner per aksje. Dette er vårt estimat på verdien av flydelen i Norwegian, men resten av selskapet vil også ha en verdi. Med en kurs per 15.05.2011 på 105 kroner, og de ekstra verdiene nevnt over, blir vår anbefaling kjøp av aksjen på dagens kurs.

## **Forord**

Denne utredningen ble skrevet på bakgrunn av flybransjens betydning for infrastrukturen i dagens moderne verden, og da spesielt i Norge. Den store betydningen Norwegian har hatt for det norske flymarkedet, gjør at en analyse av selskapet virker interessant. Vi har derfor valgt å gjøre en fundamental verdsettelse av Norwegian.

Denne utredningen er på mange måter blitt til underveis. I utgangspunktet var denne masterutredningen ment å inneholde en verdsettelse av Norwegian, samt en kortere analyse av de strategiske beslutningene ledelsen har tatt. Vi så derimot tidlig at vi måtte avvike fra denne planen, da vi så at verdsettelsen ville kreve, og hadde behov for, et betydelig høyere detaljnivå enn tidligere antatt. Samtidig som vi jobbet med utredningen, så vi også at behovet for en strategisk beslutningsanalyse ble mindre, da detaljnivået i verdsettelsen ble høyere. Denne utredningen er altså en verdsettelse, selv om noen beslutninger tatt av ledelsen blir trukket frem og diskutert.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Per Ivar Gjørum, som har gitt av sin kunnskap og tid. Han har fungert både som sparringspartner og kritiker, og har således vært til god hjelp. Vi vil også rette en takk til våre venninner Hilde Torp og Hilde Djuv, som har vært til god hjelp med korrekturlesing.

Bergen, juni 2011

Ketil Inge Hovdal

Knut-Walther Nordahl

## Innholdsfortegnelse

1	Innledning .....	8
1.1	Valg av tema for utredningen .....	8
1.2	Hensikt og begrensninger med utredningen .....	8
1.3	Oppbygging av utredningen .....	8
1.4	Bruk av kilder i utredningen .....	10
1.5	Avgrensninger og definisjoner .....	10
2	Selskapet, bransjen og markedet .....	12
2.1	Kort om Norwegian .....	12
2.2	Kort om bransjen og kostnadsstruktur .....	13
2.3	Markeder .....	16
2.3.1	Markedsstruktur .....	17
2.3.2	Etterspørselforhold .....	19
3	Verdsettelsesmodeller .....	23
3.1	Fundamental verdsettelse .....	23
3.2	Komparativ verdsettelse .....	25
3.3	Opsjonsbasert verdsettelse .....	26
3.4	Oppsummering og valg av metode .....	26
4	Strategisk analyse .....	27
4.1	PESTEL .....	28
4.1.1	Politiske faktorer .....	28
4.1.2	Økonomiske faktorer .....	29
4.1.3	Sosiokulturelle faktorer .....	32
4.1.4	Teknologiske endringer .....	33
4.1.5	Miljømessige faktorer .....	33
4.1.6	Lovmessige faktorer .....	34
4.1.7	Oppsummering av PESTEL .....	35

4.1.8	Kritikk av PESTEL .....	35
4.2	Porter .....	35
4.2.1	Intern rivalisering .....	36
4.2.2	Leverandører .....	40
4.2.3	Kunder .....	41
4.2.4	Substitutter .....	42
4.2.5	Barrierer for etablering .....	44
4.2.6	Oppsummering .....	45
4.2.7	Kritikk av Porter .....	45
4.3	VRIO .....	46
4.3.1	Fly og opsjoner på fly .....	47
4.3.2	Organisasjonskultur og ansatte .....	48
4.3.3	Ledelse .....	49
4.3.4	Posisjon .....	50
4.3.5	Merkevare .....	51
4.3.6	Oppsummering av VRIO. ....	52
4.3.7	Kritikk av VRIO .....	52
5	Justeringer forbundet med operasjonell leasing .....	54
5.1	Justering av regnskapet og balansen .....	54
5.2	Effekt på kontantstrøm og WACC .....	56
6	Regnskapsanalyse .....	57
6.1	Forutsetninger for regnskapsanalysen .....	58
6.2	Analyse av vekst og lønnsomhet .....	58
6.2.1	Vekstanalyse .....	59
6.2.2	Rentabilitetsanalyse .....	61
6.2.3	”Common size” - resultat .....	68
6.3	Likviditetsanalyse .....	74

6.4	Soliditet.....	76
6.5	Finansieringsstruktur .....	78
6.6	Syntetisk rating .....	80
6.7	Oppsummering .....	83
7	Avkastningskravet.....	84
7.1	Egenkapitalkravet .....	84
7.1.1	Beta.....	84
7.1.2	Risikofri rente og markedspremie. ....	87
7.1.3	Oppsummering .....	88
7.2	Gjeldskravet.....	88
7.2.1	Gjeld .....	88
7.2.2	Gjeldsrente .....	89
7.3	Totalkapitalens avkastningskrav.....	90
8	Fremtidsregnskap for Norwegian.....	91
8.1	Utvikling i nøkkelparametre .....	92
8.1.1	Utvikling i flyflåten .....	92
8.1.2	Utvikling i antall produserte setekilometer (ASK) .....	93
8.1.3	Utvikling i antall solgte passasjer kilometer (RPK).....	94
8.1.4	Utvikling i antall passasjerer .....	95
8.2	Driftsinntekter.....	96
8.2.1	Passasjerinntekter .....	96
8.2.2	Biinntekter .....	98
8.2.3	Andre inntekter.....	99
8.3	Driftskostnader .....	99
8.3.1	Salgs- og distribusjonskostnader .....	100
8.3.2	Flydrivstoffkostnader .....	100
8.3.3	Flyleasing .....	102

8.3.4	Luftfartsavgifter .....	103
8.3.5	Handlingkostnader .....	104
8.3.6	Flyvedlikehold.....	105
8.3.7	Andre flykostnader .....	106
8.3.8	Lønnskostnader .....	106
8.3.9	Andre driftskostnader .....	108
8.3.10	EBITDA .....	109
8.4	Andre kontantstrømselementer .....	110
8.4.1	Avskrivninger .....	110
8.4.2	Skatt.....	110
8.4.3	Endring i arbeidskapital .....	110
8.4.4	Leasingrenter .....	111
8.4.5	Flyinvesteringer.....	111
8.4.6	Andre investeringer .....	112
8.4.7	Endring leasingforpliktelse .....	112
8.5	Verdsettelse .....	112
9	Sensitivitetsanalyse .....	115
9.1	Endring i WACC og vekstrate .....	115
9.2	Endring i oljepris og valutakurs.....	116
9.3	Endringer i yield og enhetskostnad .....	117
9.4	Endringer i kabinfaktor og lønn.....	117
9.5	Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	118
10	Multippelanalyse .....	119
10.1	EV/EBITDAR .....	119
10.2	P/E .....	119
10.3	Vekst.....	120
10.3.1	Historisk vekst.....	120

10.3.2	Oppsummering .....	121
11	Konklusjon .....	122
12	Styrker og svakheter ved utredningen .....	123
13	Vedlegg .....	124
13.1	Tabelloversikt .....	124
13.2	Figuroversikt.....	125
13.3	Oversikt over definisjoner og forkortelser.....	126
14	Litteraturliste .....	128
14.1	Års- og kvartalsrapporter.....	128
14.2	Litteratur .....	128
14.3	Internettkilder .....	129
14.4	Forelesninger .....	135



# 1 Innledning

I denne innledningen vil vi presentere de forutsetninger som ligger til grunn for utredningen. Først vil vi ta for oss valg av tema, før vi ser på hensikten og begrensninger ved utredningen. Vi vil også kommentere strukturen i utredningen og si litt om kildebruk. Avslutningsvis vil vi se på avgrensninger gjort i utredningen, samt noen viktige definisjoner.

## 1.1 Valg av tema for utredningen

Valg av tema for utredningen falt lett på verdsettelse grunnet vår fagkombinasjon og våre interesser. Hovedårsaken til valget er muligheten for å kombinere flere av våre fag og interesser i en praktisk rettet utredning. Medias sterke fokus på flybransjen, samt flybransjens viktige rolle i samfunnet gjorde bransjevalget enkelt. Norwegian Air Shuttle ASA (heretter kalt Norwegian) sin fremtredende rolle i de nordiske markedene og selskapets ambisiøse vekstplaner, samt flybransjens utfordrende markedssituasjon gjorde at valget falt på Norwegian. Det faktum at selskapet er børsnotert, og at informasjon dermed er lett tilgjengelig, var også viktig i vårt valg av selskap.

## 1.2 Hensikt og begrensninger med utredningen

Hensikten med denne masterutredningen er å estimere verdien av Norwegian, altså verdien per aksje. Dette gjøres ved å ta i bruk verktøy som strategisk analyse, regnskapsanalyse og prognostisering.

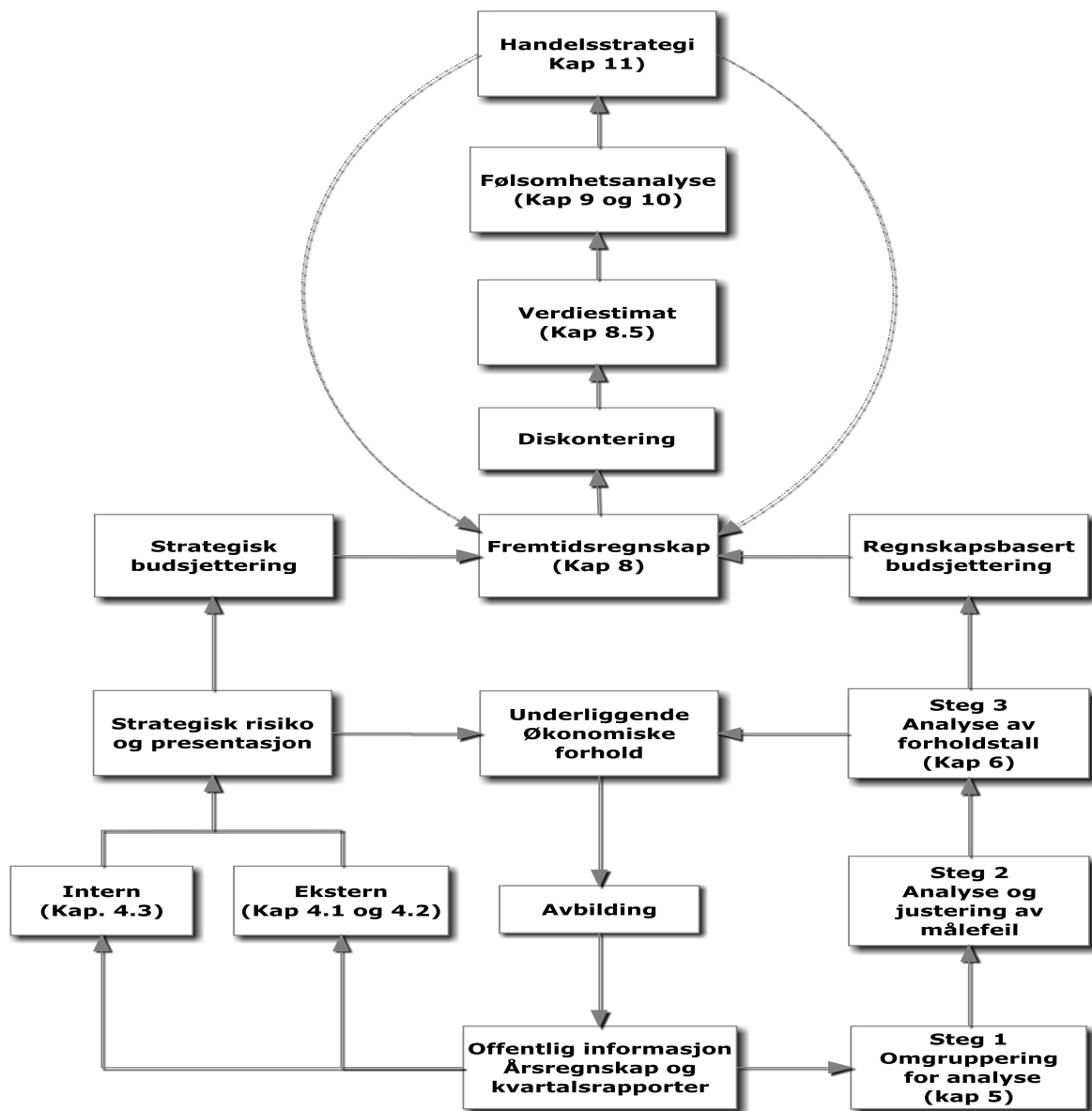
Enhver utredning vil ha sine naturlige begrensninger, hovedsakelig grunnet tid og tilgjengelig informasjon. Vi føler likevel at denne utredningen har god bredde, samt dybde på noen utvalgte områder. Som følge av de begrensningene som eksisterer har vi valgt å innta en posisjon som ekstern analytiker. På bakgrunn av dette har vi kun valgt å bruke offentlig tilgjengelig informasjon som års- og kvartalsrapporter, samt oppslag i media. Det kommer kontinuerlig ny informasjon om Norwegian og bransjen, og vi har derfor valgt å sette informasjonsgrensen til 15.05.2011. Tallmaterialet er derimot hentet fra siste tilgjengelige årsrapporter, årsrapportene for 2010. Utredningen er skrevet ut ifra et investorperspektiv, og vil dermed kunne benyttes som beslutningsgrunnlag for investorer.

## 1.3 Oppbygging av utredningen

Vår utredning er delvis basert på rammeverket for fundamental verdsettelse som er vist i Figur 1.1. Utredningen er delt inn i tre deler. Første del er en strategisk analyse hvor vi ved hjelp av ekstern og intern analyse avdekker makroøkonomiske forhold, konkurranseforhold i

flybransjen, samt noen av Norwegians konkurransefortrinn. Andre del er en regnskapsanalyse som i hovedsak ser på lønnsomhet og risiko i Norwegian og Norwegians konkurrenter. Tredje del er fremtidsregnskapet hvor vi, med bakgrunn i de foregående kapitlene, prognostiserer inntekter og kostnader, samt andre kontantstrømslementer for den eksplisitte perioden. Aktuelle kapitler er oppgitt i parenteser i figuren.

Figur 1.1. Rammeverk for fundamental verdsettelse (Kilde: Forelesningsnotater BUS 424, Knivsflå 2009)



1. Strategisk analyse

2. Regnskapsanalyse

## 1.4 Bruk av kilder i utredningen

Underveis i utredningen har vi referert til kilder som vi har hentet opplysninger fra. Dette er gjort på vanlig måte med henvisning i teksten og fullstendig kilde i litteraturlisten til slutt i utredningen. Mange opplysninger som er brukt er hentet fra Norwegians års- og kvartalsrapporter uten at det er spesifikt henvist til disse i teksten. Dette gjelder blant annet alle regnskapstall og opplysninger angående disse. Også regnskapstall for konkurrentene, blant annet i kapittel 6, er hentet fra års- og kvartalsrapporter uten at det er henvist spesifikt til disse rapportene.

## 1.5 Avgrensninger og definisjoner

Verdsettelsen av Norwegian tar utgangspunkt i konsernregnskapene for Norwegian med tilhørende datterselskaper. Vi vil konsentrere vår analyse om utviklingen av flyvirksomheten av konsernet, da denne er klart størst i dag og vil forbli viktigst også i fremtiden. Når det gjelder verdiene av Bank Norwegian og Call Norwegian mener vi at disse vil utgjøre en veldig liten del av totalverdien. På samme måte har vi holdt satsningen på langdistanseflyvning utenfor grunnet usikkerhet om tidsperspektiv og lønnsomhet. Vi vil som sagt derfor konsentrere oss om nåværende flyvirksomhet og bare nevne at de andre delene også vil ha en verdi. Denne verdivurderingen vil vi komme tilbake til i kapittel 8.

Denne typen utredninger vil alltid inneholde en begrensning når det gjelder hvilken tidsperiode man skal fokusere på. Vi har som nevnt over begrenset vår innhenting av informasjon til 15.05.2011 og vår innhenting av tallmateriale til siste tilgjengelige årsrapport. Når det gjelder prognoseperiode i forbindelse med fremtidsregnskapet har vi valgt en forholdsvis lang periode fra 2011 til 2020. Vi har valgt å dele opp denne perioden i to deler. Den første perioden strekker seg fra 2011 til 2014 og er preget av sterk vekst og levering av mange nye fly. I denne perioden vil vi prognostisere inntekter og kostnader nøye basert på vår kunnskap fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Den neste perioden strekker seg fra 2015-2020 og er preget av lavere innfasing av fly og lavere vekst for selskapet. Her vil kontantstrømselementene bli estimert på bakgrunn av de samme opplysningene som i foregående periode, men detaljnivået vil være noe lavere. For perioden etter 2020 har vi valgt å bruke en terminalverdimetode med evig vekst og avkastningskrav som sentrale komponenter.

Vi har også valgt å se bort fra effekten av at Kjos, som stor og udiversifisert investor, velger å hedge selskapet noe for mye mot blant annet oljepris, valuta og renter. Dette kommer av at

denne ekstra hedgingen har liten innvirkning på verdsettelsen. Vi velger derfor å verdsette selskapet som om alle investorene er diversifiserte.

## **Definisjoner**

Underveis i utredningen vil vi skille klart mellom det vi omtaler som fullserviceselskaper og lavprisselskaper. Under følger derfor våre definisjoner om hva vi legger i de forskjellige begrepene. For andre definisjoner og forkortelser som er brukt i teksten henviser vi til oversikten bak i utredningen.

*Fullserviceselskaper:* Med denne betegnelsen mener vi de tradisjonelle flyselskapene som tilbyr et stort rutenett gjennom fly- og selskapsbytte. Dette blir gjerne tilbudt i samarbeid med andre fullserviceselskaper, gjennom allianser som for eksempel Star Alliance og One World. Grunnet muligheten for fly- og selskapsbytte vil denne typen selskaper ha et større ansvar for sine kunder ved for eksempel forsinkelser og dette forklarer til en viss grad fullserviceselskapenes høyere priser. Denne typen selskaper tilbyr ofte også et høyere nivå av service enn sine lavpriskonkurrenter blant annet gjennom å inkludere bagasje, setevalg og mat og drikke i sine billettpriser.

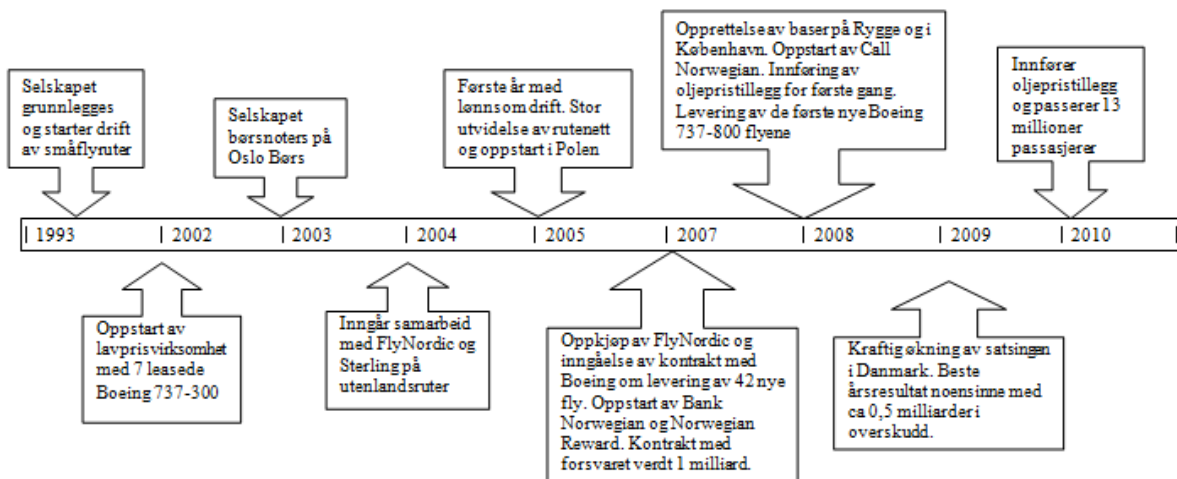
*Lavprisselskaper:* Dette er en samlebetegnelse av selskaper som fokuserer mer på pris og mindre på service enn sine fullservicekonkurrenter. Denne typen selskaper tilbyr heller ikke turer med fly- og selskapsbytte og har derfor heller ikke det ekstra ansvaret ved forsinkelser som dette innebærer. Denne typen turer kalles ofte ”Point-to-Point”. Selskapene velger nesten også alltid å skille ut betaling for tilleggstenester som frakt av bagasje, setevalg og mat og drikke.

## 2 Selskapet, bransjen og markedet

### 2.1 Kort om Norwegian

Det som i dag er Norwegian Air Shuttle ASA ble etablert 22. januar 1993. Selskapet ble etablert som en fortsettelse av selskapet Busy Bee Norway AS som drev flyvninger på Vestlandet for Braathens. Ved fusjonen mellom Braathens og Scandinavian Airlines Systems Group AB (heretter kalt SAS), ble Norwegians kontrakt med Braathens ikke fornyet, og det Norwegian vi kjenner i dag kommer som et resultat av dette. Norwegian bestemte seg nemlig for å satse på innenriksflyvninger i Norge, et marked som etter fusjonen av SAS og Braathens var et tilnærmet monopol (SAS inkluderer også Widerøe). Selskapet bestemte seg for å satse som et lavprisselskap og med syv leasede Boeing 737-300 startet selskapet flyvninger mellom Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger. Etter en vellykket introduksjon av disse rutene startet selskapet opp ruter til flere norske byer og til destinasjoner i utlandet. En vellykket børsnotering i 2003 gjorde selskapet i stand til ytterligere ekspansjon og i 2004 inngikk selskapet et samarbeid med FlyNordic på ruten Oslo-Stockholm og med Sterling på 13 utenriksruter.

Figur 2.1. Tidslinje



I 2005 gikk selskapet for første gang med overskudd og fløy nå til 54 destinasjoner spredd utover Europa. Warszawa ble selskapets første base utenfor Norge med ruter fra Norge til Polen og fra Polen til resten av Europa. Selskapet kjøpte FlyNordic fra Finnair i 2007 og opprettet base i Stockholm med flyvninger i og fra Sverige. Dette året inngikk også selskapet en avtale med Boeing om levering av 42 miljøvennlige 737-800 fly, den største flyleveringen til Skandinavia noensinne. Avtalen inneholder også en opsjon på 42 737-800 fly, noe som gjør at selskapet står godt rustet for vekst i fremtiden. Norwegian utnyttet sitt sterke

merkenavn til å lansere nettbanken Bank Norwegian og sitt fordelsprogram Norwegian Reward. Året etter opprettet selskapet, i samme ånd, Call Norwegian som skal tilby mobiltelefoni, og internett om bord på selskapets fly. I 2008 opprettet selskapet baser på Rygge lufthavn og, etter Sterlings konkurs, København. Dette året innfører selskapet også oljepristillegg på sine ruter for første gang som en reaksjon på de høye oljeprisene. Året 2009 innebar en kraftig økning av satsningen i Danmark og selskapet opplevde sitt beste år med nesten en halv milliard i overskudd. Ved årsskiftet 2010-2011 er Norwegian det nest største flyselskapet i Skandinavia og det tredje største lavprisselskapet i Europa. Selskapet har per 1. januar 2011 54 fly som opererer 238 ruter til 95 destinasjoner. Over 13 millioner passasjerer reiste med Norwegian i 2010 og selskapet har over 2500 ansatte. Markedsverdien per 15. mai 2011 er ca 3,6 mrd. Selskapet har nesten 5000 forskjellige aksjonærer hvor den klart største er administrerende direktør Bjørn Kjos, som gjennom sine private selskaper kontrollerer nesten 28 % av aksjene. Ca. 20 % av aksjene er kontrollert av utenlandske aksjonærer hvor britiske, finske og amerikanske utgjør ca 16 %.

## 2.2 Kort om bransjen og kostnadsstruktur

I dette kapittelet skal vi se på strukturen i bransjen, forskjeller mellom fullserviceselskaper og lavprisselskaper og litt om kostnadsstrukturen til aktørene i bransjen. Flybransjen generelt er preget av mange selskaper, men selskapene har ofte svært sterke posisjoner i sine hjemmemarkeder. De siste 10-20 årene har bransjen vært preget av svært dårlig lønnsomhet og fremveksten av lavprisselskaper (IATA, 2010). Mens de tradisjonelle fullserviceselskapene tilbyr et stort nettverk, fly- og selskapsbytte og utvidet ansvar for kunden, utpeker lavprisselskapene seg med flyvninger fra punkt til punkt, ikke ansvar for overganger og til dels svært lave priser. Se for øvrig kapittel 1.5 for utfyllende definisjoner. Forskjellen i strategi mellom de to typene selskaper gjenspeiles i deres kostnadsstruktur og dermed prissetting.

### **Inntekter og billettpriser**

I Tabell 2.1 fremkommer hva reisende i gjennomsnitt betaler for sin billett hos de tre selskapene Norwegian, SAS og Ryanair Holdings plc. (heretter kalt Ryanair), samt hva reisende i gjennomsnitt betaler for tilleggstjenester som bagasje, setevalg og mat og drikke. Hos lavprisselskapene Norwegian og Ryanair er billettprisene en god del lavere enn hos fullserviceselskapet SAS. Til gjengjeld er all betaling som lavprisselskapene tar for sine tilleggstjenester, inkludert i billettprisen hos SAS. SAS sine andre inntekter kommer fra salg av mat og drikke om bord, postfrakt og salg av tjenester til andre selskaper. For

lavprisselskapene er tilleggsinntektene i stor grad ”gebyrer” knyttet til medbrakt bagasje, setevalg og så videre, og disse utgjør en stor andel av den totale prisen passasjerene i gjennomsnitt betaler for en reise. Den siste kilden til inntekter passasjerene bidrar med fremgår ikke direkte fra regnskapet og gjelder forskuddbetaling av reisen. Hos Norwegian betaler de reisende i gjennomsnitt 50 dager i forveien, mens for Ryanair betaler de kun 24 dager på forskudd. Det at kundene betaler reisen på forskudd har selvsagt en verdi for flyselskapene, spesielt for Norwegian og SAS hvor kapitalen er dyrere, jf. kapittel 6.6. Før vi går videre kan det være greit å påpeke at noen av tilleggstenestene har betydelig høyere pris enn hva kostnadene skulle tilsi. Eksempler på dette vil være setevalg og betaling med kredittkort, her tjener selskapene mye penger. Det kan også være greit å legge til at mange av selskapene har svært lav totallønnsomhet, slik at deler av overskuddet fra disse svært lønnsomme tjenestene, faktisk er med på å subsidiere billettprisene.

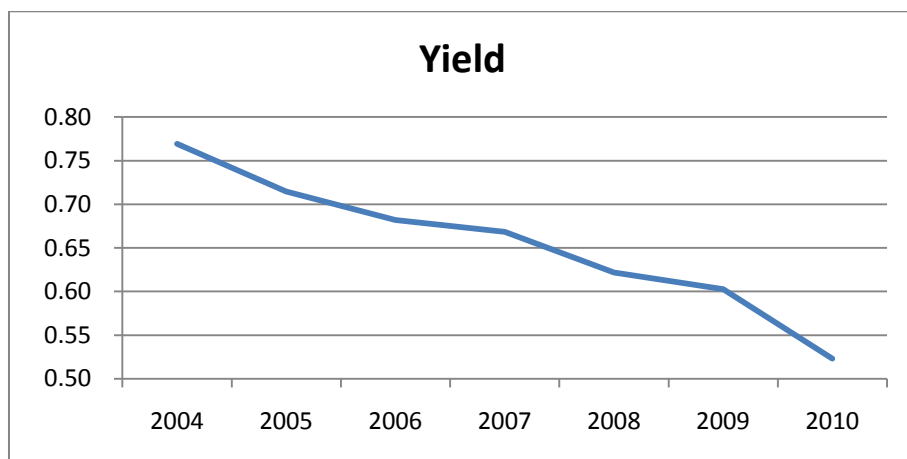
**Tabell 2.1. Oversikt over bransjens inntekter per passasjer i 2010 omregnet til norske kroner**

	<b>NAS</b>	<b>SAS</b>	<b>RYA</b>
<b>Gj. pris per billett</b>	550	1062	278
<b>Gj. Biinntekt per passasjer</b>	92	295	79
<b>Sum gj. inntekt</b>	642	1357	357
<b>Sum gj. kostnader(inkl. kapital)</b>	671	1445	308
<b>Gj. renteinntekt pr passasjer</b>	4,1	6,7	0,7
<b>Gj. renteinntekt av tot. inntekter</b>	0,6 %	0,5 %	0,2 %
<b>Gj. debittid kunder (dager):</b>	50	42	24

## **Yield**

For flyselskaper blir inntekter ofte ikke rapportert per billett, men som inntekt per solgte setekilometer (RPK). Dette tallet kalles yield og sier mye om utviklingen i markedene selskapet opererer i. I Figur 2.2 ser vi utviklingen i yield for Norwegian i perioden 2004-2010. Som vi ser faller yielden mye i perioden. Dette kan forklares med lengre reiser og lavere billettpriser. Den kraftige nedgangen fra 2009 til 2010 skyldes antageligvis effekter forbundet med finanskrisen. Med bakgrunn i denne utviklingen i inntekter vil vi nå se på kostnadsstrukturen i bransjen.

Figur 2.2 Utvikling i Norwegians yield



### Kostnadsstruktur

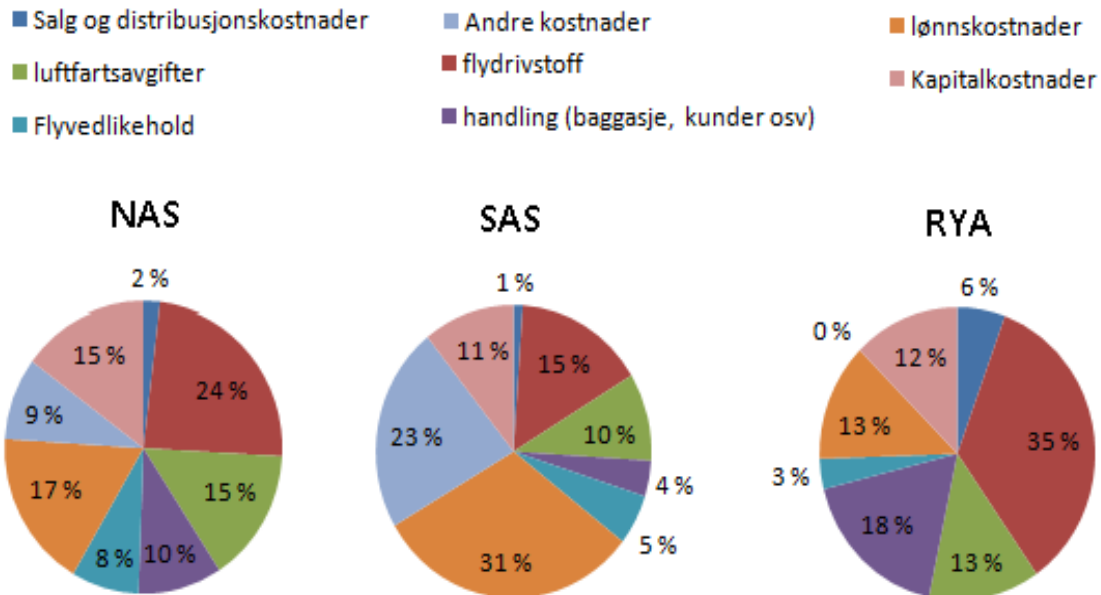
Når det gjelder kostnadsstrukturen i bransjen vil denne variere fra selskap til selskap og spesielt mellom fullserviceselskaper og lavprisselskaper. Uavhengig av selskap vil en stor del av disse kostnadene være faste, spesielt på kort til mellomlang sikt. Figur 2.3 viser de forskjellige kostnadspostene til Norwegian, Ryanair og SAS og hvor mye disse utgjør av de respektive totalkostnadene. Vi kan registrere store variasjoner innenfor de ulike selskapene, men noen poster skiller seg ut og er spesielt interessante å se på. Det som kanskje vil overraske mange er at kapitalkostnadene i bransjen er relativt lave, noe som blant annet skyldes billig finansiering, jf. kapittel 6.2.2. Således vil vi si at bransjen er kapitalkrevende, men ikke kapitalintensiv. Videre registrerer vi at flydrivstoff utgjør en relativt høy andel av de totale kostnadene, dette kommer av at flybransjen har liten påvirkning på oljeprisen og dermed prisen på flydrivstoff. For lavprisselskapene Norwegian og Ryanair utgjør disse kostnadene en større andel av de totale kostnadene enn for SAS, noe som kommer av at lavprisselskapene andre kostnader er relativt lavere. Den siste posten som er viktig å kommentere er lønnskostnadene. For SAS registrerer vi en svært høy andel lønnskostnader, noe som blant annet skyldes at de har mange ansatte fra Skandinavia (høy lønn), og en god del ledig kapasitet (SAS, årsrapport 2010). Fra Tabell 2.1 ser vi at det kun er Ryanair som klarer å få dekket alle sine kostnader, de har dermed superprofitt. Norwegian derimot prioriterer vekst og får kun betalt deler av kostnadene knyttet til egenkapitalen, mens SAS også sliter med å få betalt lånekostnadene. Dette vil vi komme mer tilbake til i regnskapsanalysen i kapittel 6.

Det vil også være nødvendig å påpeke at kostnadspostene hos de ulike selskapene vil inneholde noe forskjellige kostnader, slik at kostnadspostene ikke er helt ensartet. Vi har derimot korrigert for dette så langt det har latt seg gjøre, slik at illustrasjonen nedenfor gir et



godt bilde. Videre vil vi i kapittel 6 gi en mer detaljert forklaring av de ulike kostnadspostene, hvor innsikten i kostnadsstrukturen vil bli bedret.

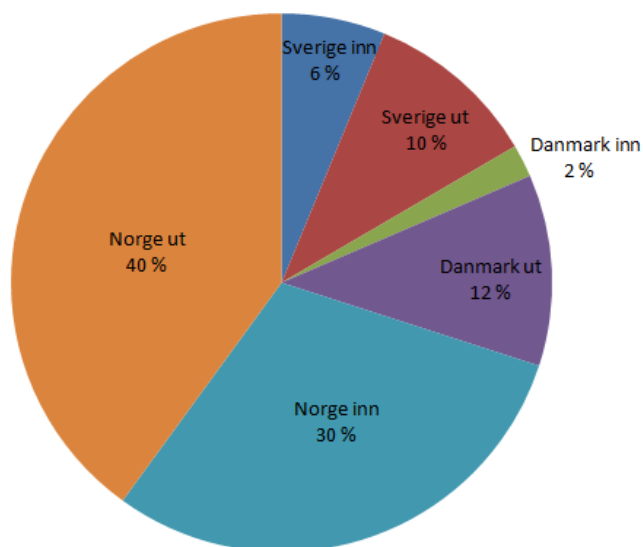
Figur 2.3. Kostnadsstruktur Norwegian, SAS og Ryanair i 2010.



## 2.3 Markeder

Norwegian opererer ruter i og fra Norge, Sverige og Danmark. Som vi ser av Figur 2.4 nedenfor er det norske markedet dominerende med ca 70 % av de reisende. Det svenske markedet står for ca 16 % av de reisende, hvor ca 60 % er utenriks. Det danske markedet utgjør de siste 14 % og hoveddelen er utenriks. Samlet sett utgjør utenriksreiser 62 % av alle reiser. Vi tror også at det er her den store veksten vil komme i fremtiden, både ved åpning av flere ruter og ved større volum på de nåværende rutene. Vi vil videre i dette kapittelet gi en oversikt over markedsstrukturen og etterspørselsforhold i de skandinaviske markedene.

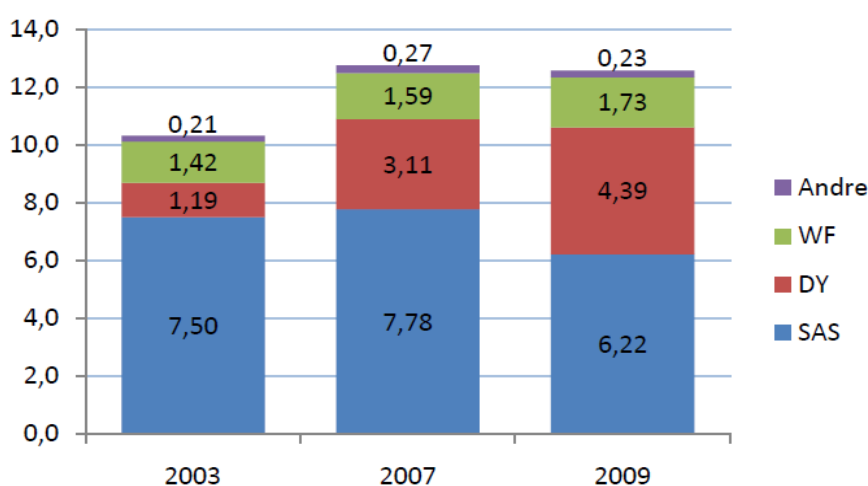
Figur 2.4. Fordeling av passasjer på markeder i 2009 (Basert på passasjerstatistikk fra Avinor (2011), Swedavia (2011a) og CHP (2011) og tall fra Norwegians årsrapport 2009).



### 2.3.1 Markedsstruktur

Det norske innenriksmarkedet består hovedsakelig av to selskaper; SAS som et fullserviceselskap og Norwegian som et lavprisselskap, men med en viss grad av service. Det finnes enkelte småselskap, men disse flyr lokalruter og har ingen praktisk innvirkning på markedet. Det norske flymarkedet har altså en veldig konsolidert konkurransestruktur (et duopolmarked), hvor Norwegian har 35 % andel og SAS 63 % andel på innenriksnettet (Denstadli og Rideng, 2009). Se Figur 2.5 nedenfor for markedsandeler.

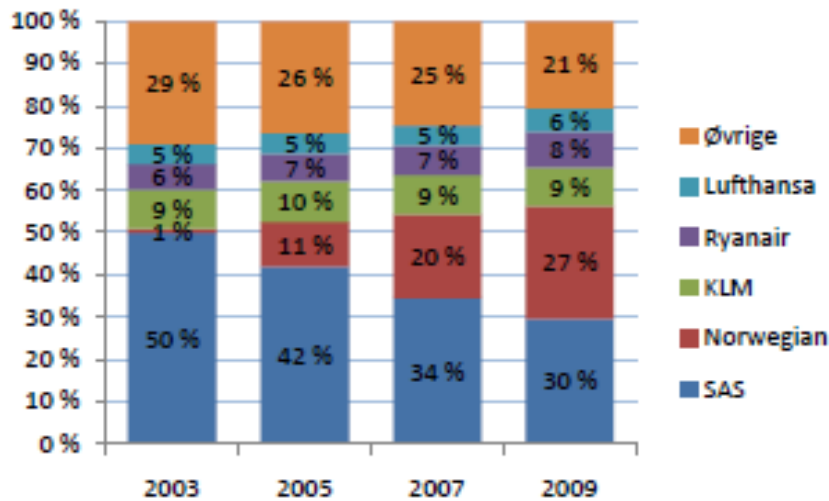
Figur 2.5. Flypassasjerer innenriks i Norge i millioner (Denstadli og Rideng, 2009)



I markedet for utenriksreiser er konkurransestrukturen en del mer kompleks, blant annet fløy 35 selskaper mellom Norge og utlandet i 2009 (Denstadli og Rideng, 2009). De fem største selskapene, SAS, Norwegian, KLM, Ryanair og Lufthansa, sto for nesten 80 % av markedet.

Her konkurrerer Norwegian både mot lavprisaktører og fullserviceselskaper, slik at bildet blir mer fragmentert.

Figur 2.6 Markedsandeler utenriks fra Norge (Denstadli og Rideng, 2009)

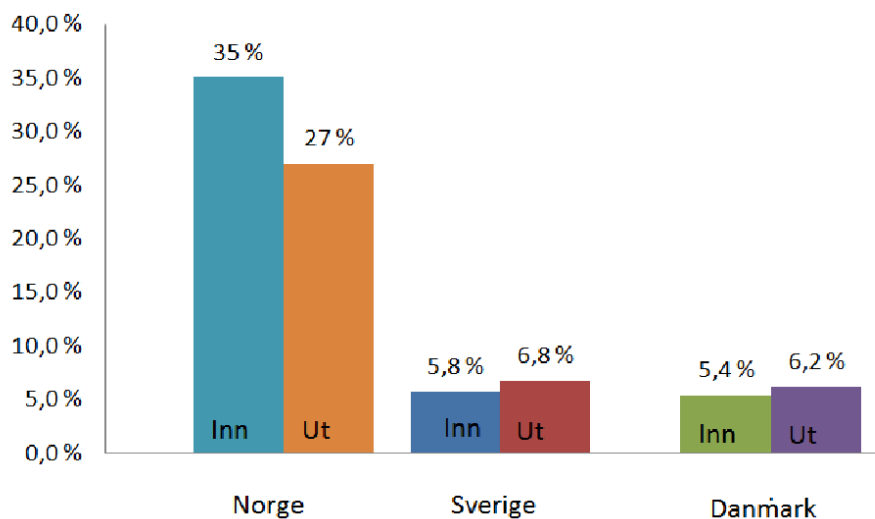


Situasjonen i det danske innenriksmarkedet er ganske lik som det norske. SAS hadde vært nesten enerådende i mange år og før Norwegian begynte å utfordre de. Det danske markedet er svært lite sammenlignet med det norske, og en rute, København-Aalborg, står for litt over halvparten av markedet. På denne ruten har Norwegian en 30 % markedsandel. Flere av de andre rutene er svært små og disse blir i dag betjent av SAS og Cimber Sterling med mindre fly. Som vi ser av Figur 2.7 under har Norwegian ca 5,4 % av det totale markedet, men vi tror, med bakgrunn i de små rutene, at vekstpotensialet i det danske innenriksmarkedet er begrenset for Norwegian. Når det gjelder utenriksmarkedet fra Danmark har dette omtrent samme struktur som det norske, med konkurranse fra både fullserviceselskaper og andre lavprisselskaper. Norwegian har en 6,2 % markedsandel og vi tror at det skal være rom for vekst her. Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 2.3.2.

Det svenske innenriksmarkedet er en del mer fragmentert enn de to andre skandinaviske landene. For eksempel opererer åtte selskaper innenriksruter fra Arlanda (Swedavia, 2011b), men en del av disse er mindre flyselskaper med små fly. Norwegian etablerte seg i Sverige med avganger til de nordlige byene, og de store rutene, Kiruna, Umeå og Luleå. Senere har selskapet også åpnet ruter til Gøteborg og Malmö. Totalt sett har Norwegian en markedsandel på 5,8 % i det svenske innenriksmarkedet, jf. Figur 2.7. Det svenske innenriksmarkedet viser en nedadgående tendens (Swedavia, 2011a), og med den konkurransen som allerede finnes i markedet tror vi dette markedet har begrenset potensial for Norwegian. Når det gjelder det svenske utenriksmarkedet har også dette en fragmentert struktur slik som de to andre

skandinaviske markedene. Norwegian har en markedsandel på 6,8 % og på samme måte som i det danske markedet tror vi det finnes et potensial her. Vi vil komme tilbake til dette i kapittel 2.3.2

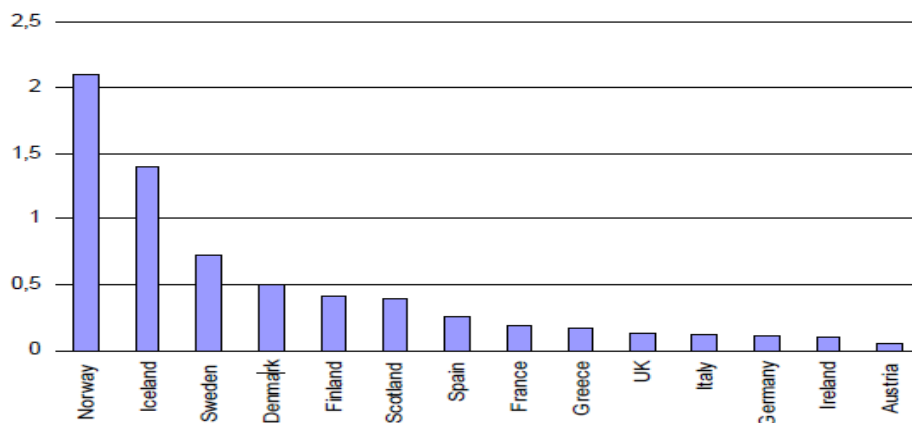
Figur 2.7 Markedsandel i de skandinaviske markedene (Basert på passasjerstatistikk fra Avinor (2011), Swedavia (2011a) og CHP (2011) og tall fra Norwegian årsrapport 2009).



### 2.3.2 Etterspørselforhold

Etterspørselen etter flyreiser er sterkt konjunktur- og sesongavhengig, og dette fører til at lønnsomheten i bransjen svinger mye. Innad i uken varierer også etterspørselen mye og dette blir løst ved at ledig kapasitet i Norge i helgene blir brukt til turer til utlandet, spesielt til Sør-Europa. Ved høykonjunkturer vil forretningsreisende og fritidsreisende fly mer, dette grunnet høy aktivitet i bedriftene og god økonomi blant innbyggerne. Bransjens sesongvariasjoner er også betydelige, det er for eksempel lavsesong i 1.kvartal i Norge/EU (Avinor, 2011). Dette innebærer mye ledig kapasitet i perioder noe som byr på utfordringer for bransjen. Et viktig poeng i denne sammenhengen er at lavprisselskaper vil være mindre konjunkturavhengige enn fullserviceselskapene, da folk i dårligere tider vil være mer prisbevisste, og tilbøyeligheten til å velge lavprisselskaper blir dermed større (IATA, 2010). Dette vil vi komme mer tilbake til senere i kapitlet.

Figur 2.8 Årlig reisefrekvens per innbygger for utvalgte europeiske land (Norwegian 2003 prospekt)



Nordmenn er det folket i Europa som oftest benytter seg av fly. Som vi ser av Figur 2.8 reiser hver nordmann i snitt 2 ganger med fly hvert år, noe som er klart mest i Europa. Dette skyldes blant annet topografi, spredt bosetting, distriktsbasert næringsliv og god økonomi. Det vises i Norwegian sitt prospekt fra 2003 at Norge er et stort marked, med et stort potensial. Antall passasjerer på innenriksnettet har økt med ca. 224 % fra 1981 til 2010, mens antallet passasjerer som reiser til utlandet i samme periode har økt med 477 %. Den totale etterspørselen etter flyvninger i Norge har i perioden 1981 til 2010 økt med 294 %, som er en årlig vekstrate på 4,8 % (Avinor, 2011). Se Tabell 2.2 for en oversikt over tallene.

Tabell 2.2. Vekst i det norske markedet

	Vekst 1981-2010	Årlig vekst 1981-2010	Årlig vekst 2002-2010
<b>Innenriksruter</b>	224 %	4,1 %	1,3 %
<b>Utenriksruter</b>	477 %	6,2 %	6,6 %
<b>Totalt</b>	294 %	4,8 %	3,1 %

Vi ser av tabellen at innenriksruter har en forholdsvis lav vekst, men på grunn av allerede høy reisefrekvens og to godt posisjonerte aktører, vil en ny aktør måtte konkurrere på dagens kundegrunnlag. På utenriksruter derimot, ser vi en høyere vekst. I tillegg vil nye aktører kunne bringe med seg nye ruter og dermed stimulere til økt etterspørsel. På bakgrunn av disse historiske tallene og den utviklingen i økonomien som blir omtalt i kapittel 4.1.2, ser vi for oss at etterspørselsveksten innenriks på sikt også videre vil ligge på 1,3 %, jf. Tabell 2.2. De neste fire årene vil veksten likevel ligge noe høyere enn dette, da vi har tro på en oppgangsperiode. Den tilsynelatende lave veksten, i forhold til den generelle veksten i økonomien, skyldes en forventet befolkningsvekst i Norge på ca 1 % årlig (SSB, 2010). For

utenriksrutene ser vi for oss et større potensial grunnet historisk høyere vekst, jf. Tabell 2.2, flere nye ruter, samt de sosiokulturelle faktorene som vil bli omtalt i kapittel 4.1.3.

Når det gjelder etterspørselen i Sverige og Danmark vil vi, jf. kapittel 2.3.1, konsentrere oss mest om utenriksmarkedet i disse landene. Dette fordi vi mener det er her Norwegian har det største potensialet. Utviklingen vil også her, på samme måte som for Norge, være avhengig av den generelle utviklingen i økonomien. Vi baserer oss på at den økonomiske utviklingen i Sverige og Danmark vil ligge et sted mellom utviklingen i Norge, og utviklingen i resten av Europa, jf. kapittel 4.1.2. Med tall fra Swedavia (Swedavia, 2011a) og den danske Trafikstyrelsen (Trafikstyrelsen, 2011) om langsiktig historisk vekst i flymarkedet i de respektive landene, har vi estimert utviklingen frem mot 2014 i Tabell 2.3 under.

Estimatet i Tabell 2.1 er basert på de historiske tallene. Vi har også lagt inn en gjeninnhenting de første årene grunnet det dårlige markedet under finanskrisen. På lenger sikt antar vi vekst lik historisk vekst, selv om dette kanskje er litt optimistisk. Argumentene for veksten er de samme som i det norske utenriksmarkedet, altså de sosiokulturelle faktorene og fremveksten av nye ruter og destinasjoner. Veksten i markedet vil danne grunnlaget for våre prognoser om passasjerutviklingen i fremtidsregnskapet i kapittel 8.

**Tabell 2.3. Utvikling i det svenske og danske markedet 2011-2014**

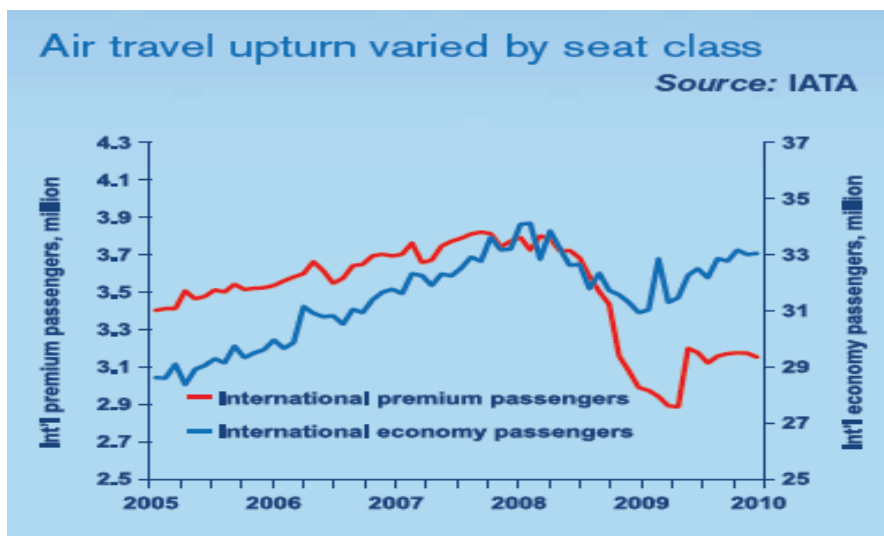
	Langsiktig historisk vekst	2011	2012	2013	2014
<b>Sverige</b>					
<b>Innenriks</b>	0 %	1.5 %	1 %	0 %	0 %
<b>Utenriks</b>	3 %	5 %	4 %	3 %	3 %
<b>Danmark</b>					
<b>Innenriks</b>	7 %	6 %	5 %	3 %	3 %
<b>Utenriks</b>	3 %	4 %	4 %	3 %	3 %

### **Etterspørselen etter lavprisreiser**

Som nevnt over har veksten i det norske markedet vært sterk de siste årene. Hvis vi flytter blikket mot Europa ser vi at det først og fremst lavprisselskapene som har vokst, mens fullserviceselskapene har slitt (Dunn, Graham, 2010). Lavprisselskapene har altså klart seg bedre gjennom den økonomiske krisen enn sine fullservicekonkurrenter. Figur 2.9 viser at lavprisselskapene hadde en lavere nedgang i antall passasjerer, og at veksten tok seg raskere opp igjen. Årsaken til den lavere nedgangen var at mange skiftet fra dyre til billigere seter under finanskrisen. Spørsmålet for lavprisselskapene blir da om de klarer å holde på disse

passasjerene når økonomien snur. Vi mener at lavprisselskapene vil klare å holde på en del av disse kundene. Det kan tyde på Norwegian er klar over at denne kategorien kunder krever mer service, og er villige til å tilby denne servicen for å holde på kundene også når økonomien går bedre. Fra Figur 2.9 ser vi også at selv om fullserviceselskapene hadde vekst i antall kunder gikk dette i liten grad utover veksten til lavprisselskapene. På bakgrunn av dette mener vi at Norwegian vil klare å beholde en del av de kundene de kapret under finanskrisen, noe som vil ha betydning for verdsettelsen i kapittel 8.

Figur 2.9 Utvikling i Premium og Økonomi passasjerer.



### 3 Verdssettelsesmodeller

Etter å ha fått et overblikk over markedet og strukturen i bransjen vil vi nå gå inn på forskjellige metoder for å verdsette et selskap. Vi vil videre forklare de tre mest brukte fremgangsmåtene før vi begrunner vårt valg av metode. Fremstillingen i dette kapitlet er basert på boken "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies" av Koller, Goedhart and Wessels (2005).

Det finnes flere situasjoner hvor det å verdsette et selskap eller del av et selskap vil være viktig. Det klassiske eksemplet er ved kjøp eller salg av aksjer, men også ved et oppkjøp, en fusjon/ fisjon eller et generasjonsskifte vil en korrekt verdsettelse være viktig.

For å verdsette et selskap brukes i all hovedsak tre forskjellige typer verdsettelsesteknikker.

Fundamental verdsettelse (kap. 3.1)

Komparative verdsettelse (kap. 3.2)

Opsjonsbasert verdsettelse (kap. 3.3)

Arbeidsmengde og tidsbruk varierer kraftig fra teknikk til teknikk, og valg av teknikk vil ofte være avhengig av hva som er formålet med verdsettelsen. Dersom formålet er kjøp av en liten post i et selskap vil ressursene man har til rådighet være små, og en enklere metode vil bli valgt enn hvis formålet er oppkjøp av et stort og komplisert selskap. De tre teknikkene kan brukes hver for seg, men gir ofte et mer korrekt og robust resultat hvis de kombineres.

Vi vil nå kort forklare de tre teknikkene, før vi begrunner vårt valg av verdsettelsesteknikk.

#### 3.1 Fundamental verdsettelse

Ved bruk av fundamental analyse ser vi på de fundamentale forholdene i et selskap, som historiske regnskapstall og fremtidsutsikter. Dette er en svært grundig metode som blant annet innebærer en strategisk analyse av selskapet og de ressursene det innehar. På bakgrunn av analysen, blir det utarbeidet detaljerte prognoser om fremtidige inntekter og kostnader for å komme frem til et fremtidsregnskap og en kontantstrøm, som vi verdsetter selskapet ut ifra. Dette er en svært arbeidskrevende metode som krever både tid og ressurser.

Vi skiller hovedsakelig mellom to metoder for fundamental verdsettelse, egenkapital- og totalkapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden finner vi den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE) og neddiskonterer denne med et egenkapitalkrav, gjerne funnet ved hjelp av CAPM. Problemet med denne metoden oppstår hvis kapitalstrukturen i selskapet



forandrer seg, da dette vil påvirke egenkapitalkravet og dermed gjøre metoden vanskelig i bruk. Der er derfor mer vanlig å bruke metoden med fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF). Med totalkapitalen menes her alle kapitalyttere, egenkapital, gjeld og eventuelle andre forpliktelser. Ved denne metoden blir kontantstrømmen neddiskontert med et veid avkastningskrav til totalkapitalen (WACC), og netto finansiell gjeld blir så fratrukket for å finne verdien av egenkapitalen. Ved bruk av denne metoden, med forutsetning om at Miller og Modigliani holder, unngår man problemene forbundet med endringer i kapitalstrukturen som nevnt under egenkapitalmetoden. Alle kontantstrømmer er nominelle og etter skatt.

I vår fundamentale verdsettelse vil vi bruke følgende oppsett for å finne kontantstrømmen til totalkapitalen.

**Tabell 3.1. Oppsett for fundamental verdsettelse**

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBITDAR
-	Leasing
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Avskrivninger
+	Kalk.rente på leasing e.skatt
-/+	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	CAPEX fly og andre investeringer
-	Endringer i leasingforpliktelse
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

De fleste av disse postene er ganske selvforklarende, men vi vil likevel forklare noen av de litt grundigere. Grunnen til at leasing blir trukket fra er fordi denne har skatteeffekt. For å korrigere for at en del av denne leasingkostnaden er en finansiell kostnad, legger vi så tilbake en kalkulatorisk rente etter skatt på leasingforpliktelsene. Dette fordi leasingforpliktelsene er en del av totalkapitalen. Av samme grunn trekker vi fra endring i leasingforpliktelse som en investering, da en økt leasingforpliktelse blir å regne som en investering på totalkapitalnivå.

Se for øvrig kapittel 5 om justering av leasing Når det gjelder posten ”endring i arbeidskapital” blir denne trukket fra eller lagt til da endringen er et kontantstrømsselement. Som tidligere nevnt, blir nåverdien av alle kontantstrømmene til totalkapitalen summert før finansiell gjeld blir trukket fra, for å finne egenkapitalverdien.

### 3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, eller multiplverdsettelse, er en metode som krever mindre tid og ressurser enn fundamental verdsettelse. Av denne grunn er det en metode som er mye brukt av analytikere. Komparativ verdsettelse, som navnet henter til, verdsetter selskaper ved å se på sammenlignbare selskaper. Ved å regne ut multipler på en gruppe sammenlignbare selskaper, ofte kalt peer-group, kan man få et ganske godt anslag på hva et selskap er verdt. Dette forutsetter selvsagt at selskapene er sammenlignbare på viktige faktorer som risiko og vekstpotensial.

Det finnes flere forskjellige multipler som kan brukes, ofte avhengig av bransje og selskap som skal vurderes. En av de mest vanlige er P/E multiplen. P/E står for Price/Earnings og viser forholdet mellom prisen per aksje i dag og fortjenesten per aksje, gjerne fra siste regnskapsår. Prisen i et effisient marked representerer nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. En høy P/E betyr at markedet forventer høyere vekst og høyere resultater i årene som kommer, og motsatt for lav P/E. Ett av de store problemene med P/E multiplen er at den er avhengig av kapitalstruktur, noe som skaper problemer når selskaper skal sammenlignes. Dette er en av grunnene til at et annet forholdstall, nemlig EV/EBIT(DA), også blir mye brukt. Denne multiplen ser på inntjeningen til all kapitalen selskapet benytter seg av og er dermed uavhengig av kapitalstruktur.

P/E og EV/EBIT(DA) er to av de mest brukte multiplene, men flere andre er også hyppig i bruk. Multipler basert på bokførte verdier, for eksempel Pris/Bok, kan si mye om over- og undervurdering av selskaper og prisingen av markedet i forhold til historien.

Inntektsmultipler som Pris/Salg, blir også mye brukt, spesielt for nye selskaper eller selskaper med negativt resultat. Problemet med disse er forskjellen i marginer mellom bransjer, selskaper og perioder. En siste kategori multipler, er bransjespesifikke multipler som for eksempel verdi per kunde i mobilbransjen, og verdi per treff på hjemmesiden i IT-bransjen. Det siste eksemplet er et godt eksempel på hvorfor denne formen for multipler er litt problematisk. Under IT-boblen ble nemlig nye selskaper priset i forhold til allerede etablert, men overprisede selskaper, noe som dro opp verdsettingen av bransjen som helhet.

### 3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Den tredje og siste hovedmetoden for verdsettelse er opsjonsbasert verdsettelse. Her vil man se på eventuelle muligheter selskapet har i fremtiden. Det kan være muligheter for utvidelser, nedlegginger eller tidspunkt for investeringsbeslutninger. Hovedpoenget med denne typen verdsettelse er det faktum at fleksibilitet har en egenverdi. Denne metoden er ofte i bruk for selskaper som er i en vekstfase, utviklingsfase eller står ovenfor store nye prosjekter. Et godt eksempel på denne typen selskaper er bioteknologiselskaper hvor avgjørelsen om investering ofte kan forskyves i påvente av forskningsresultater. For Norwegian vil opsjonsbasert verdsettelse for eksempel være nyttig i forhold til å vurdere verdien av muligheten de har til å starte opp transatlantiske flyvninger, og hvordan dette vil påvirke verdien av hele selskapet. I en slik setting vil man bruke de mer tradisjonelle metodene til å estimere en verdi på selskapet i dag, for så å bruke opsjonsbasert verdsettelse på opsjonen om å starte transatlantiske flyvninger.

### 3.4 Oppsummering og valg av metode

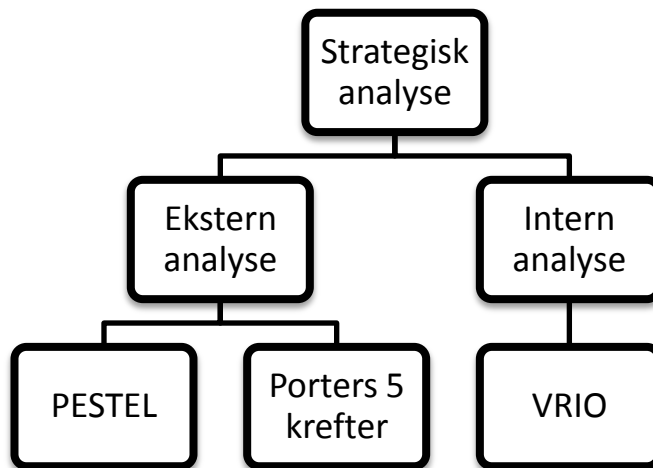
Med denne gjennomgangen i bakhodet peker fundamental verdsettelse seg ut som det åpenbare valget av metode. For å komme frem til vår Enterprise Value (EV), har vi har valgt å bruke nominell kontantstrøm etter skatt til totalkapitalen, for deretter å neddiskontere denne med et veid avkastningskrav etter skatt (WACC). Videre trekker vi fra netto finansiell gjeld og leasingforpliktelsene for å finne verdien av egenkapitalen.

For å underbygge og kontrollere vår verdsettelse, gjennomfører vi en multippelanalyse hvor vi sammenligner Norwegian med andre europeiske flyselskaper. Her ser vi selvsagt på hvordan vår aksjeverdi er sammenlignet med børskursen 15.05.2011. Vi vil også gjennomføre en sensitivitetsanalyse på de viktigste parameterne. Dette for å teste våre antagelser og for å se hvordan en endring i disse antagelsene vil påvirke vår endelige verdi av selskapet.

## 4 Strategisk analyse

For å kunne gjennomføre en god fundamental verdsettelse av et selskap, er et av de første stegene å gjennomføre en strategisk analyse, jf. kapittel 3.1. En god strategisk analyse danner et bedre grunnlag for prognosene og dermed for vår endelige verdsettelse. En strategisk analyse består av to hoveddeler, ekstern analyse og intern analyse, jf. Figur 4.1. I den eksterne analysens første del, ser vi på hvordan den makroøkonomiske situasjonen vil påvirke bransjen i tiden som kommer. Vi har valgt å benytte oss av PESTEL-rammeverket i kapittel 4.1, da dette også går litt utover makroøkonomiske forhold og ser på andre forhold i omgivelsene som kan påvirke bransjen. Vi har brukt PESTEL-rammeverket til å identifisere noen viktige drivere som vi mener vil påvirke bransjen fremover.

Figur 4.1. Rammeverket for strategisk analyse.



I den eksterne analysens andre del, kapittel 4.2, ser vi på situasjonen i bransjen og hvordan denne vil utvikle seg fremover. Vi har valgt Porters teori om de fem kreftene for å danne oss et bilde av konkurransesituasjonen i flybransjen. Det er viktig å se disse kreftene i forhold til de driverne som har blitt identifisert i kapittel 4.1. Den interne analysen i kapittel 4.3 ser på hvilke ressurser eller faktorer selskapet besitter og om disse kan brukes til å skape et varig konkurransefortrinn. Vi benytter VRIO-rammeverket for å finne ut hvorvidt Norwegian har ressurser som kan skape et varig konkurransefortrinn. Felles for alle delene av analysen er at det er viktig å ha et bredt perspektiv, dette for å kunne oppdage store trender eller drivere som vil påvirke bransjen på sikt.

## 4.1 PESTEL

En PESTEL-analyse er en systematisk analyse av makroøkonomiske forhold som påvirker en organisasjon, sett i en strategisk sammenheng. Akronymet PESTEL står for Political, Economic, Social, Technological, Environmental og Legal. Rammeverket blir brukt til å se på hvordan endringer av disse faktorene vil ha en innvirkning på et selskaps omgivelser og rammevilkår. Det er viktig å påpeke at disse faktorene ikke er uavhengige av hverandre, men bør sees som et sammensatt system (Johnson, Scholes & Wittington, 2005).

Ved å analysere de makroøkonomiske forholdene, vil man kunne identifisere forventede endringer i det makroøkonomiske bildet. Ut ifra dette vil man også kunne identifisere noen nøkkeldrivere til endring. Nøkkeldrivere er drivere som vil virke inn på flere deler av selskapets omgivelser og dermed definere den videre utviklingen i bransjen. Identifiseringen av nøkkeldriverne til en organisasjon, gjør det mulig å si noe om hvor godt forberedt organisasjonen er til å stå i mot og nyttegjøre seg av mulige endringer i de makroøkonomiske forholdene. En slik makroøkonomisk analyse ser på forhold som har skjedd i fortiden og på hvordan forholdene er i dag. Dette for å kunne si noe om usikkerheten som ligger i fremtiden og organisasjonens valg av strategi (Johnson, Scholes & Wittington, 2005).

### 4.1.1 Politiske faktorer

I Norge og EU er det høy grad av politisk stabilitet, hvor styreform, maktstruktur og byråkrati vil vanskeliggjøre en større endring i selskapenes rammevilkår. De førende politiske holdningene er nokså stabile og det er dermed lite som tyder på at det vil skje større endringer for flybransjen og Norwegian på kort sikt. Det som derimot er mer sannsynlig er at det på lengre sikt vil bli innført høyere miljøavgifter på for eksempel CO<sub>2</sub>. Dette vil være avhengig av internasjonale avtaler. I EU eksisterer det uromønter som følge av finanskrisen, deriblant høy gjeldsbyrde og sosial uro. Likevel vil dette påvirke Norwegian minimalt, om ikke skrekksenarioet om systemkrise innad i EU skulle inntreffe. Dette ser vi på som høyst usannsynlig.

I Norge er det derimot mulig at vi får en ny regjering bestående av Frp og Høyre. Slik vi ser det, vil dette mest sannsynlig kunne endre noe på skatte- og avgiftspolitikken, men da i retning av lavere selskaps- og personskatt. Vi ser ikke for oss de svært store endringene innen skatte- og avgiftspolitikken, men ser det som mer sannsynlig at endringer i arbeidstakerlovgivningen vil kunne gå i de norske aktørenes favør, for eksempel ved økt tilgang til midlertidige ansettelser. Med en ny regjering vil også håndteringen av SAS trolig

bli endret, men det er vanskelig å ha noen kvalifisert oppfatning om hvordan dette eventuelt vil kunne slå ut i forhold til konkurransesituasjonen.

Vi vil konkludere med at Norge og EU har hatt stabile politiske rammevilkår i mange år, og det er lite som tyder på at dette vil endre seg med det første. En større endring vil altså ta mange år å gjennomføre, slik at vi ser for oss kun små endringer de neste 10 år. Unntaket er når det gjelder vedtak om miljøavgifter og -bestemmelser.

#### **4.1.2 Økonomiske faktorer**

Den økonomiske utviklingen i Norge, EU og verden setter rammene som selskapene opererer under. Den økonomiske utviklingen påvirkes i stor grad av blant annet rentenivå, inflasjon, arbeidsledighet, inntektsnivå, energitilgang og energikostnad. Ved å se disse faktorene i sammenheng, vil man kunne si noe om hvordan den økonomiske tilstanden i et land er. Samtidig vil disse faktorene kunne gi gode indikasjoner på hvordan den økonomiske utviklingen vil bli fremover. For å få et helhetlig bilde av et lands økonomiske situasjon, vil det også være nødvendig å se på det enkelte lands handelspartnere og deres handelspartnere.

Norge er en liten åpen økonomi, som er avhengig av å kunne eksportere sine varer.

Utviklingen i EU og resten av verden blir dermed svært viktig for hvordan Norges økonomiske utvikling vil bli. EU utgjør 80 % av Norges eksportmarked (SSB, 2007), en union med mye utenriksgjeld og mye handel med resten av verden. Innsikt i hvilke rammevilkår norske selskaper står ovenfor, får en først når man ser Norge, EU og verden i sammenheng. Dette vil vi gjøre ved å se på forventet utvikling i faktorene nevnt ovenfor. Vi vil i denne sammenhengen ikke gå inn på den økonomiske veksten i de andre skandinaviske landene, kun påpeke at vi forventer at denne ligger mellom Norge og EU.

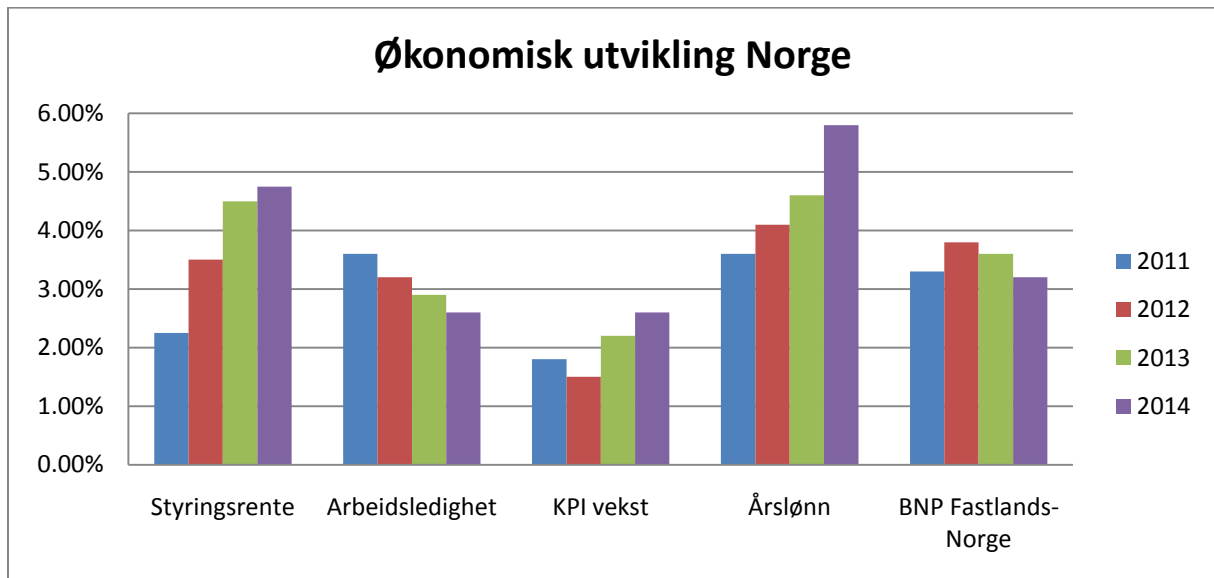
#### **Rentenivå, inflasjon, arbeidsledighet, inntektsnivå**

Fremstillingen videre er basert på tall fra SSB (SSB, 2011a) og Norges Bank (Norges Bank, 2011). Disse tallene vil også bli benyttet i våre utregninger i fremtidsprognosene i kapittel 8.

Renten i Norge er, i følge Norges bank, forventet å stige moderat frem til 2013, for deretter å få en avtagende stigningstakt (se Figur 4.2). Dette henger sammen med at arbeidsledigheten er forventet å synke, mens inflasjon og lønnsnivå er forventet å stige. For fastlands-Norge er BNP-veksten forventet å bli høy, men med en avtagende veksttakt fra 2012. Fra Figur 4.2 kan vi se at de forventede prognosene for Norge er gode, men samtidig er det viktig at det også går godt for EU og resten av verden for at disse prognosene skal inntreffe. Mye tyder likevel

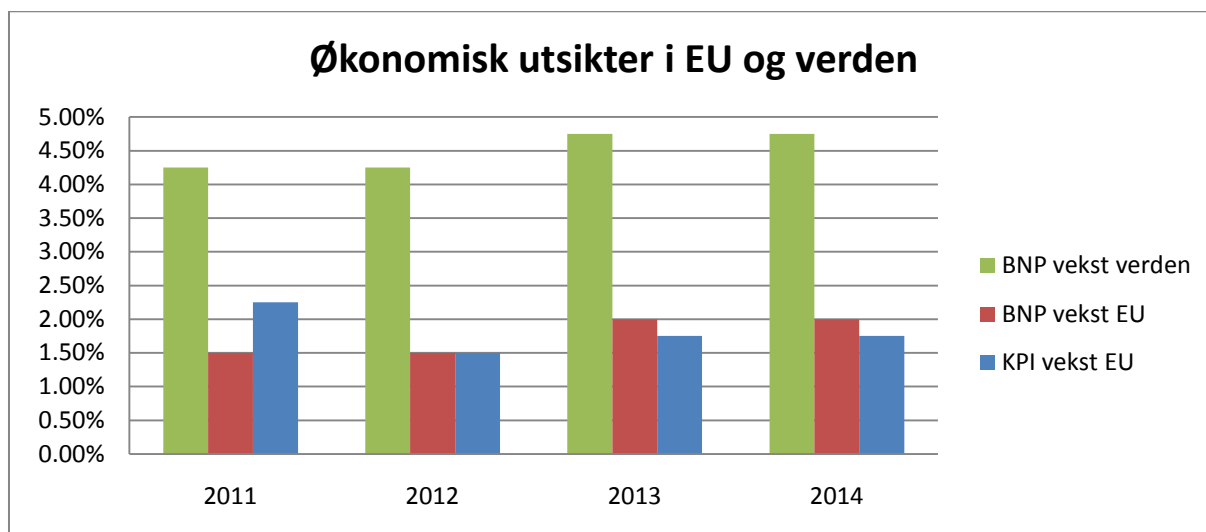
på at Norge vil ha en god økonomisk utvikling, så lenge det ikke oppstår en krise i EU eller verden. Det kan nevnes at Norges Bank sitt langsiktige inflasjonsmål er på 2,5 % (Norges Bank, 2011b)

Figur 4.2 Økonomisk utvikling i Norge



For EU er bildet litt annerledes, da mange EU-land har mye gjeld og fordi EU ble mye sterkere påvirket av finanskrisen i 2008. Norges bank forventer at styringsrenten i EU vil forbli lav, da arbeidsledigheten er forventet å bli høy og veksten lav i årene som kommer (se Figur 4.3). Videre tror Norges bank at inflasjonen i EU vil ligge en del over veksten i BNP i 2011, men at veksten i slutten av 2012 vil være høyere enn inflasjonen. Ifølge Norges bank vil EUs økonomiske situasjon føre til lav lønnsvekst de neste årene. For verden som helhet forventer Norges bank en BNP-vekst på 4,25 % frem til 2012, for så å øke til 4,75 % i 2013 og 2014 (se Figur 4.3).

Figur 4.3 Økonomiske utsikter I EU og verden



### Energitilgang og energikostnad

Energitilgang er i følge OPEC (OPEC, 2010) forventet å være høy de nærmeste årene. Prisen på olje er forventet å ligge på 75-85 dollar fatet frem til 2020. Etterspørselen i perioden vil være økende, men dette vil kunne bli kompensert ved at andre energikilder gradvis vil ta over for fossilt brennstoff. Oljeprisanslaget fra OPEC kan virke noe lavt, noe som kan skyldes at usikkerheten er høy eller at OPEC kanskje er tjent med å ha konservative anslag.

På bakgrunn av usikkerheten i OPECs estimat har vi valgt å bruke anslagene fra det amerikanske energidepartementet (EIA, 2011). EIA forventer en oljepris på 83 dollar i 2011 økende til 108 dollar i 2020, se Tabell 8.7 for detaljert oversikt. Disse anslagene er også mer i tråd med våre egne forventninger.

Et viktig poeng er at flybransjen til en viss grad vil bli kompensert for den høye oljeprisen gjennom bruk av mer energieffektive fly. Drivstoffkostnaden vil likevel fortsatt utgjøre en stor del av kostnadene.

### Konklusjon

Norge og Skandinavia vil oppleve god vekst, mens EU vil ha en lav vekst i tiden som kommer. For flybransjen i Skandinavia vil dette bety økt etterspørsel etter flyreiser grunnet forbedret kjøpekraft hos innbyggerne. Samtidig vil selvsagt flyselskaper i Norge og Skandinavia bli påvirket av at inflasjonen, og spesielt lønningene, vil øke mer enn hva de vil gjøre i Europa.



Netto effekten peker i midlertidig i retning av at flyselskaper som er høyt eksponert mot Norge og Skandinavia vil kunne gå gode tider i møte. Mens flyselskaper som er høyt eksponert mot EU, vil oppleve lav vekst, lavt lønnsvekst og relativ høy inflasjon. Denne kontrasten mellom Skandinavia og EU vil kunne føre til endringer i konkurransesituasjonen i flybransjen. Her vil også utviklingen i valutakurser spille inn. Denne utviklingen forutsetter selvsagt at vi unngår en ny tilbakegang i verdensøkonomien.

#### **4.1.3 Sosiokulturelle faktorer**

I følge Johnson, Scholes & Wittington (2005) er viktige sosiokulturelle faktorer befolkningsvekst, demografi, sosiale forskjeller og sosiale normer og vaner.

At befolkningsvekst vil bety et større kundegrunnlag for Norwegian er åpenbart, men en endring av den demografiske sammensetningen vil kunne innebære enda større muligheter. Befolkningen blir stadig eldre, samtidig blir de eldre som gruppe stadig friskere. Dette betyr en økning i en kundegruppe som både har tid og penger til å reise mer og lengre enn før. Dagens pensjonister har større muligheter til å reise enn det deres foreldregenerasjon hadde. Dette innebærer store muligheter for selskaper som legger til rette for denne gruppen, det være seg service eller destinasjoner.

En annen faktor som kan knyttes opp mot den forrige faktoren, er den omprioriteringen som finner sted i store deler av befolkningen. Arbeid og karriere blir nedprioritert til fordel for fritid og tid med familie og venner (Martinsen, ukjent dato). En langhelg med familien blir stadig vanligere og denne omprioriteringen innebærer et potensielt stort marked for flyselskapene. Den økonomiske fremgangen, og fremveksten av en ny middelklasse, som finner sted i mange østeuropeiske land kan også bety en mulighet for flyselskapene. Muligheten ligger ikke bare i å frakte skandinaver til Øst-Europa, men også østeuropeere til Skandinavia. En annen faktor som gjør denne typen ruter lønnsomme er selvsagt den demografiske utviklingen i Skandinavia, hvor en stor del av befolkningsveksten kommer som en følge av innflytting fra disse landene.

Samlet sett vil utviklingen i de sosiokulturelle faktorene bety store nye muligheter for flybransjen og da kanskje spesielt for lavprissegmentet med introduksjonen av nye demografiske grupper inn i markedet.

#### 4.1.4 Teknologiske endringer

Flybransjen er en moden bransje, men likevel en bransje som har måttet ha fokus på teknologiske nyvinninger. De seneste årene har fokuset vært på sikkerhet, helautomatisering av billettbestillinger og generelle besparelser. Som en moden bransje er det meste av teknologien innenfor automatisering og effektivisering tatt i bruk, slik at fokuset fremover vil ligge på å redusere energiforbruket og å øke den opplevde servicen (Norwegian prospekt, 2008).

Innen energireduksjon vil fokuset ligge på forbedringer av selve flyet, altså det å få flyet mer aerodynamisk, lettere, mer effektive flymotorer og lignende. Når det kommer til den opplevde servicen vil denne kunne økes blant annet gjennom bedre komfort og plass på flyene, enklere tjenester i forkant av flyturen og nye tjenester om bord, som for eksempel tilgang på internett.

Et annet viktig moment kan være at teknologiutvikling og investeringer i andre bransjer, gjør at det å fly ikke lenger er det eneste alternativet. Det er mulig at bedre infrastruktur vil gjøre andre transportmidler, som hurtigtog eller båt, til fullgode alternativer, spesielt mellom de store byene.

I en verden med rask teknologisk endringstakt må flybransjen stadig utvikle seg. Bransjens hovedfokus ligger på energieffektivisering, både for å spare kostnader og for å tilpasse seg strengere miljøkrav som kan komme. De viktigste punktene for bransjen i tiden som kommer vil bli miljø, komfort og automatisering.

#### 4.1.5 Miljømessige faktorer

De miljømessige faktorene sier noe om hvordan forandringer i miljøet eller i holdninger til miljøet, vil kunne påvirke bransjen (Johnson, Scholes & Wittington, 2005). For flybransjen gjelder dette hovedsakelig mer ekstremvær og passasjerer og samfunnets holdninger til miljøspørsmål.

Store naturkatastrofer, enten som følge av global oppvarming eller naturlige svingninger i klima, vil kunne påvirke flybransjen svært kraftig. En snørik vinter eller et overraskende uvær, kan skape store problemer for en bransje hvor marginene, både tidsmessig og finansielt, er svært små. Forsinkelser forplanter seg rask, og fører til misfornøyde kunder og mulige erstatningskrav. Askeskyen fra Island våren 2010, med påfølgende stengte luftrom over Europa illustrerer dette på en god måte. En økt frekvens av slike hendelser de senere årene,

kan tyde på at dette kan bli et økende problem for bransjen i årene som kommer. Dette vil tvinge frem forandringer i bransjens måte å takle problemene på.

Selv om flytrafikk står for en relativt liten andel av de totale norske utslippene av CO<sub>2</sub> (Lian et al., 2007), er fortsatt utslippene per passasjerkilometer nesten dobbelt så store som ved transport med personbil (Lindahl, H., 2011). Dette innebærer at den stadig økende bevisstheten omkring miljøspørsmål vil påvirke flybransjen. Miljøbevisste kunder vil vri sin etterspørsel mot mer miljøvennlige transportmetoder, som for eksempel buss og tog noe som vil føre til lavere etterspørsel etter flyreiser. Samtidig vil den økte oppmerksomheten føre til en bevisstgjøring hos flyprodusentene, som vil etterstrebe lavere drivstofforbruk og dermed lavere utslipp av klimagasser på nye flymodeller. Dette er også hovedårsaken til Norwegians store satsning på investeringer i nye fly som nevnt i kapittel 2.1. En mulig innføring av lovpålagte klimakvoter på flybransjen vil selvsagt også påvirke marginpresset i flybransjen, eventuelt slå ut i økte priser til kunden.

For å oppsummere vil endringer i miljøet og i holdninger til miljøet bety store utfordringer for flybransjen, men også muligheter til fornyelse. Innføring av miljøavgifter vil bety økt marginpress, mens økt hyppighet av ekstremvær vil bety praktiske utfordringer.

#### **4.1.6 Lovmessige faktorer**

Den siste faktoren i PESTEL-rammeverket omfatter de lovene som bransjen opererer under, det være seg spesielle lover for bransjen eller generelle lover i samfunnet. Norske forbrukere og ansatte står, gjennom blant annet diskrimineringslovgivning, forbrukslovgivning, arbeidslovgivning og HMS-lovgivning, svært sterkt. Avdelingsdirektør i forbrukerombudet Gry Nergård (2003) hevder at EUs hovedmålsetning om fri flyt av varer, tjenester, personer og kapital i mange tilfeller overskygger de ansatte og forbrukerens rettigheter. Altså i Norge er rettigheter i forhold til ansatte og forbrukere et mål i seg selv, mens i EU skjer dette bare delvis og indirekte via hovedmålsettingen.

Som nevnt under de politiske faktorene vil en ny regjering muligens medføre noen små endringer i lovverket, deriblant arbeidslovgivningen. Dette vil være til fordel for den norske flybransjen. Mulige nye lover om miljø og utslipp, for eksempel økte internasjonale avgifter på drivstoff, vil påvirke bransjen svært negativt.

For å oppsummere vil endringer i lovverket påvirke bransjen sterkt. Spesielt lovendringer innen miljø- og forurensningslover, men også endringer innen forbrukslovgivning og arbeidslovgivning kan bety store omveltninger.

#### **4.1.7 Oppsummering av PESTEL**

Ut ifra PESTEL-analysen over mener vi at de to nøkkeldriverne som vil påvirke flybransjen i årene fremover er miljø og økonomi. Med miljø mener vi den påvirkningen økt miljøfokus vil ha på flybransjen. Økte avgifter, mer miljøbevisste kunder, teknologisk utvikling og nye lover og reguleringer er viktige punkter. Med økonomi mener vi både den generelle økonomiske utviklingen i samfunnet, som vil påvirke passasjergrunnet for bransjen, og utviklingen i viktige innsatsfaktorer som personell og spesielt drivstoff. Dette vil vi komme tilbake til i utarbeidelsen av framtidsregnskapet i kapittel 8.

#### **4.1.8 Kritikk av PESTEL**

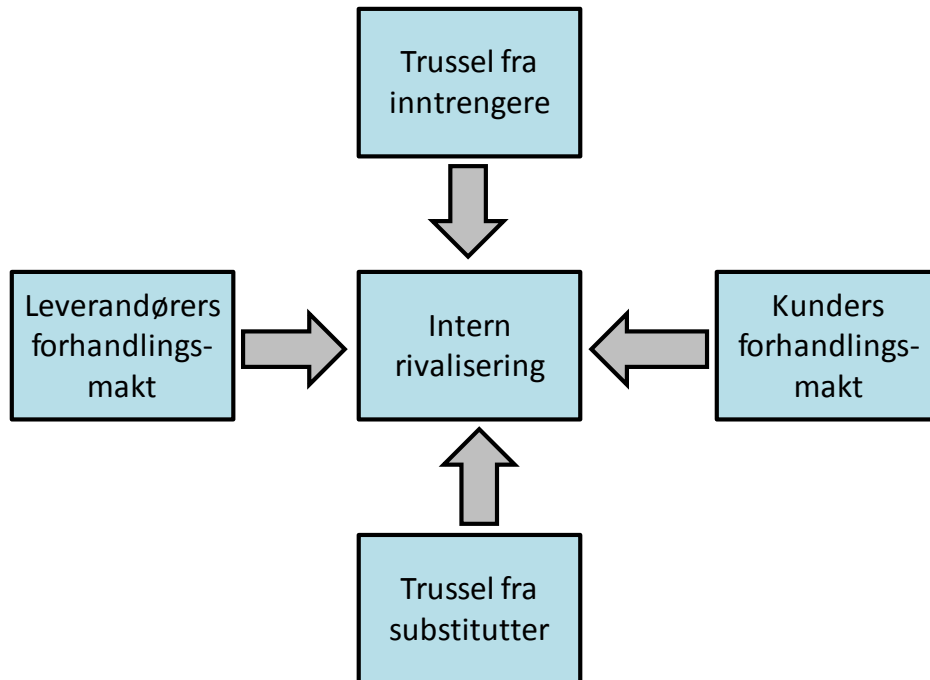
PESTEL-rammeverket er et godt analyseverktøy å benytte i forbindelse med en fundamental verdsettelse. Likevel er det viktig å være inneforstått med de ulike begrensinger rammeverket har. PESTEL-rammeverket er godt egnet til å kunne analysere de makroøkonomiske omgivelsene, og til å si noe om de ulike forventninger som ligger hos aktørene i markedet. De økonomiske faktorene er de mest dynamiske, og vil kontinuerlig endre seg. Denne analysen er foretatt med informasjon tilgjengelig den 15.05.2011. Vi mener at denne analysen bør bli foretatt minst hver 3. måned, dersom man vil ha de beste forutsetningene for å kunne estimere verdien av selskapet. Faktorene i PESTEL, og da spesielt de økonomiske, danner tross alt de grunnleggende forutsetningene for en fundamental verdsettelse.

## **4.2 Porter**

Ved hjelp av PESTEL har vi nå identifisert det vi mener vil være de sentrale driverne i det makroøkonomiske bildet. Vi vil nå se på mer bransjespesifikke forhold og koble utviklingen i disse opp i mot de to sentrale driverne. For å analysere de bransjespesifikke forholdene vil vi benytte oss av Porters teori om de fem kreftene. I henhold til Barney (2007) fokuserer Porters 5 krefter på hvordan verdiene som skapes i en bransje blir fordelt. Disse fem kreftene er intern rivalisering, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, trusler fra inntrengere og trusler fra substitutter, jf. Figur 4.4. Disse kreftene har både retning og styrke. En grunnleggende forståelse av hvordan disse kreftene påvirker en bransje, vil kunne si noe om hvordan verdiene som skapes i bransjen, vil bli fordelt i fremtiden. En slik analyse vil dermed være verdifull om en ønsker å få innsikt i hvordan bransjen vil gjøre det på

mellomlang- og lang sikt. På kort sikt er analysen mindre interessant, da lønnsomhet på kort sikt i større grad er avhengig av tilfeldigheter.

Figur 4.4 Porters fem krefter.



#### 4.2.1 Intern rivalisering

Rivalisering kan foregå på mange plan, deriblant gjennom priskriger, lansering av nye produkter, aggressiv markedsføring og kapasitetskonkurranse. Et godt eksempel på høy grad av rivalisering er spionasjesaken mellom SAS og Norwegian, hvor SAS var tiltalt for industrispionasje mot Norwegian. SAS hadde fått tilgang til opplysninger om Norwegian gjennom bookingsystemet Amadeus som gjorde at SAS kunne tilpasse sin konkurranse mot Norwegian. SAS ble, etter flere runder i rettssystemet, dømt til å betale Norwegian i underkant av 200 millioner kroner.

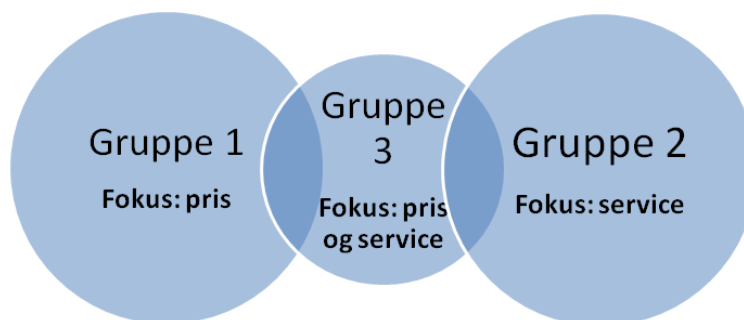
Det som er felles for all rivalisering er at det gir seg utslag på lønnsomheten. I teorien skjer det en verdioverføring fra selskapene til kundene når bransjen utsettes for økt rivalisering. I kapittel 4.1 har vi identifisert økonomi som en av de sentrale driverne og de økonomiske utsiktene til bransjen vil påvirke graden av intern rivalisering. Ved gode økonomiske tider vil veksten i markedet gjøre at behovet for intens kamp om markedsandeler bli mindre. I dårligere økonomiske tider vil derimot behovet for rivalisering øke. Dette vil selvsagt også slå andre veien ved at eksisterende grad av rivalisering vil påvirke hvordan man vil vurdere en bransjes økonomiske utsikter. Graden av rivalisering kan fastsettes med bakgrunn i markedets konkurransestruktur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer (Hill og Jones 2004).

## Markedets konkurransestruktur

I utgangspunktet er flybransjen, som nevnt i kapittel 2.2, preget av en høy andel faste kostnader og forholdsvis lave marginalkostnader. Dette danner grunnlaget for priskonkurranse og kamp om markedsandeler. På generell basis kan man si at flybransjen sliter med lønnsomheten da den samlede bransjen, inkludert de som har gått med overskudd, de siste 10 årene totalt har tapt over 300 milliarder kroner på verdensbasis (IATA, 2010).

Tidligere har tendensen vært at fullserviceselskapene har hatt størst fokus på forretningssegmentet, og lavprisselskapene på fritidssegmentet. I dag er konkurransen preget av at andelen fritidsreisende har vært sterkt økende, noe vi ser av fullserviceselskapenes forsøk på å kapre kunder fra dette segmentet. Videre er det slik at lavprisselskapene forsøker å kapre de forretningsreisende, da disse har høy betalingsvillighet. Flypassasjerene kan deles inn i 3 grupper, jf. Figur 4.5, der den første gruppen hovedsakelig består av fritidsreisende hvor fokuset er på pris. Den andre gruppen består hovedsakelig av forretningsreisende og deres fokus er på service og tilgjengelighet. Den tredje gruppen består av både fritidsreisende og forretningsreisende, disse er opptatt av både pris, service og tilgjengelighet. Tidligere har den tredje gruppen vært relativ liten, slik at flybransjen ikke så lønnsomheten i å tilby både lav pris og god service. Dermed tilbød flyselskapene enten god service eller lav pris. Det som har skjedd de siste årene, spesielt etter finanskrisen, er at den tredje gruppen har vokst. Dette er et resultat av at fritidsreisende ser hvor lite ekstra de må betale for økt service og at bedriftskundene ser hvor mye de kan spare ved å redusere sine ansattes mottatte service. For å kunne kapre disse kundene må dermed flyselskapene øke sin opplevde service/pris ratio. For lavprisselskaper gjøres dette ved å øke servicen og for fullserviceselskapene ved å redusere kostnadene uten at dette påvirker servicen i alt for stor grad.

Figur 4.5 Markedsinndeling.



Resultatet av dette blir uansett en høy grad av rivalisering om kundene. Virkemidler som ofte benyttes er økt konkurranse på kapasitet og pris, dette vil således forverre flyselskapenes situasjon ytterligere. Flymarkedet blir således preget av overkapasitet, lavere priser og dermed økt konsumentoverskudd. Videre vil vi se på graden av rivalisering i de forskjellige markedene som Norwegian opererer.

Som nevnt i kapittel 2.3.1 er markedsstrukturen i det norske innenriksmarkedet svært konsolidert. Tradisjonelt har rivaliseringen blitt noe redusert da de to store selskapene, SAS og Norwegian, har konkurrert om litt forskjellige passasjergrupper, jf. Figur 4.5. Etersom den tredje gruppen har vokst, konkurrerer selskapene nå mer mot hverandre enn det som var tilfellet før. Det som dermed preger det norske flymarked i dag, er at SAS og Norwegian begynner å nærme seg hverandre som konkurrenter. SAS som et tradisjonelt fullserviceselskap har vært gjennom en periode med radikale kostnadsutt og driver fremdeles å kutte kostnader. Norwegian forsøker derimot å bedre sin service gjennom nye løsninger og produkter. Kort oppsummert kan man si at SAS vil være best på service samtidig som de prøver å kutte kostnadene sine. Norwegian på sin side vil være best på kostnader, samtidig som de vil prøve å forbedre sin service. Denne tilnærmingen mellom selskapene vil dermed intensivere konkurransen og rivaliseringen.

Vi mener at et viktig poeng i konkurransesituasjonen er at Norwegian i dag står en del sterkere enn SAS når det kommer til å konkurrere om passasjerene, både på grunn av kostnadsnivå og finansiell styrke, men også i forhold til merkevare, innovasjon og kommunikasjon, jf. kapittel 4.3. På bakgrunn av dette mener vi at det norske flymarkedet i fremtiden fortsatt vil være preget av rivalisering, da begge selskapene forsøker å forbedre sin posisjon både på pris og service.

Når det gjelder strukturen på utenriksmarkedet er denne, jf. kapittel 2.3.1, en del mer fragmentert. Kampen om passasjerene er knallhard og kostnadsnivået til flere av de utenlandske aktørene er betydelig lavere. I dette markedet vil det være vanskelig for en enkelt aktør å få det store gjennomslaget, men noen fortrinn vil de enkelte operatører likevel ha. Viktige elementer som vil kunne spille en rolle i rivaliseringen er merkevare og godt rykte. Et annet poeng er at en viss andel av kapasiteten utenriks, først og fremst er for å sikre maksimal flyutnyttelse, slik at Norwegian vil kunne tilby destinasjoner til lav pris, men med lav frekvens. Alt i alt vil rivaliseringen være sterkere på utenriksmarkedet enn innenriksmarkedet, hovedsakelig grunnet flere aktører og aktører med lavere kostnadsnivå.

Ser vi på strukturen i det danske innenriksmarkedet, jf. kapittel 2.3.1, er dette relativt likt det norske og rivaliseringen som følge av strukturen, vil dermed være ganske lik. Det svenske innenriksmarkedet er derimot en del mer fragmentert og vi vil dermed forvente høyere intern rivalisering. Når det gjelder utenriksmarkedet i de to landene er konkurransestrukturen relativt likt det norske og den interne rivaliseringen vil dermed være omtrent den samme.

### **Etterspørselsforhold**

Den veksten i det norske markedet som ble gjennomgått i kapittel 2.3.2, vil påvirke rivaliseringen i bransjen. Den lave veksten i innenriksmarkedet vil øke rivaliseringen. På samme måte vil den relativt høye veksten i utenriksmarkedet dempe rivaliseringen noe. Høy vekst kan også føre til at flere aktører etablerer seg på markedet, noe som i sin tur fører til høyere rivalisering. Den veksten det her er snakk om vil vi ta med oss til kapittel 8.

Den beskjedne veksten i innenriksmarkedet i Sverige, som vist i kapittel 2.3.2, og den interne rivaliseringen dette bringer med seg, er en av grunnene til at vi mener potensialet for Norwegian ligger i utenriksmarkedet. Når det gjelder rivaliseringen i utenriksmarkedet vil denne ligge omtrent på samme nivå som for Norge med mange konkurrenter og forholdsvis høy vekst i etterspørsel. For Danmark ser vi at veksten i etterspørselen er forholdsvis høy, men som nevnt i kapittel 2.3.1 blir en stor del av markedet her trafikkert med småfly og det er derfor ikke særlig interessant for Norwegian. For utenriksmarkedet gjelder det samme som for de andre skandinaviske landene, med forholdsvis mange konkurrenter og god vekst i etterspørselen.

Den utviklingen i etterspørselen etter lavprisreiser som er nevnt i kapittel 2.3.2, vil føre til en enda tettere konkurranse mellom fullserviceselskapene og lavprisselskapene, og dermed øke den interne rivaliseringen. For de skandinaviske markedene betyr det mer konkurranse først og fremst mellom SAS og Norwegian, og dermed økt intern rivalisering.

### **Utgangsbarrierer**

Utgangsbarrierer er økonomiske eller emosjonelle faktorer som gjør at et selskap blir værende i en bransje selv om profitten er lav (Barney, 2007). Ulønnsomme selskaper kan dermed på grunn av høye utgangsbarrierer forbli i bransjen på tross av at de taper penger.

Når det gjelder de økonomiske utgangsbarrierene er, som nevnt i kapittel 2.2, flybransjen en kapitalkrevende bransje. Dette som følge av store investeringer i fly og relasjonsspesifikke



investeringer. Disse investeringene fører til at flybransjen har forholdsvis store utgangsbarrierer. En del av investeringene, eksempelvis i fly, vil kunne være omsettelig i et annenhåndsmarked, men her vil den økonomiske situasjonen, jf. kapittel 4.1.2, spille inn. Dersom det er dårlige tider vil etterspørselen etter brukte fly være lav og dermed gi lave priser i annenhåndsmarkedet (Kamhaug, 2002). For ulønnsomme selskaper vil beslutningen om fortsatt drift rasjonaliseres med at netto nåverdi er høyere (mindre negativ) for videre drift enn ved en total nedleggelse. Innen flybransjen vil størrelsen på utgangsbarrierene variere fra selskap til selskap, da noen flyselskaper leaser sine fly og andre driftsmidler, men selv for disse vil utgangsbarrierene være høye grunnet relasjonskostnadene.

Et viktig poeng er derimot at flyene, stort sett, kan brukes på flere ruter og at enkeltruter dermed fint kan legges ned uten store kostnader for selskapene. Et slikt perspektiv forutsetter imidlertid at de har andre lønnsomme ruter å sette flyene på, noe som nødvendigvis ikke er tilfellet, spesielt i dårlige tider.

De emosjonelle utgangsbarrierene går ofte på tradisjoner og det faktum at mange av fullserviceselskapene er såkalte ”flag-carriers”. Dette betyr at de ofte har en historie som statseide selskaper og viktige signalbedrifter for sitt land. Et godt eksempel på dette er SAS, som har sterke nasjonale bånd og av den grunn ikke blir lagt ned eller solgt, til tross for store tap over flere år.

Høye utgangsbarrierer fører til at etablerte selskaper blir værende i bransjen, til tross for store tap. Dette fører til at den interne rivaliseringen blir høyere enn den ellers ville ha vært. De emosjonelle barrierene og historien påvirker også rivaliseringen ved at ulønnsomme ruter blir opprettholdt til tross for at selskapet hadde vært bedre tjent med nedleggelse.

#### **4.2.2 Leverandører**

En leverandør har makt når den er i posisjon til å påvirke eller bestemme prisen på en innsatsfaktor kunden etterspør, eller å endre kvaliteten uten å endre prisen på produktet (Hill & Jones, 2004). En leverandør vil således ha mye makt dersom det er få og relativt store leverandører, og kundene er relativt små. Forhandlingsmakten vil også være avhengig av hvor viktig produktet er for kundene, om det eksisterer nære substitutter, og hvor viktige kundene er for leverandøren (Barney, 2007).

De leverandørene som bransjen vil ha fordel av å ha makt ovenfor, er de ansatte, flyplasser (avgifter osv), flyprodusenter og de ulike leverandørene av flymat, tax-free og handling. Den

største utgiftsposten for flyselskapene er selvsagt flydrivstoff, men prisen på denne er gitt i markedet og vil ikke kunne påvirkes nevneverdig. Et viktig poeng når det gjelder flydrivstoff er muligheten for utviklingen av biodrivstoff til fly. Dette vil være viktig i forhold til miljøet, jf. driverne fra kapittel 4.1, og i forhold til at det skaper et alternativ til tradisjonelt flydrivstoff. Når det kommer til de ansatte, vil man i det norske markedet ha liten forhandlingsmakt, da det eksisterer fagforeninger og tariffavtaler. Likevel vil sterkt kostnadspress i bransjen, både i Norge og utlandet, føre til at heller ikke de ansatte vil ha særlig forhandlingsmakt. Noen utenlandske selskaper vil derimot ikke ha den samme problematikken rundt fagforeninger og tariffavtaler, og vil i så måte ha større forhandlingsmakt.

Forhandlingsmakten ovenfor flyplassene og leverandørene av flymat, tax-free og bakkemannskap er absolutt til stede. Dette da flyselskapene er store og viktige kunder, og leverandørene har høy grad av konkurranse. Et poeng i forhold til leverandørene, er at flyselskapene i mange tilfeller har muligheten til å overta denne håndteringen selv. Når det gjelder flyplasser vil forhandlingsmakten være lav, spesielt på de store flyplassene som har begrenset kapasitet.

Ovenfor flyleverandører vil forhandlingsmakten til flyselskapene være svært avhengig av den tilgjengelige kapasiteten. Har flyprodusentene ledig kapasitet vil forhandlingsmakten være høy, men ved lav eller ingen ledig kapasitet vil forhandlingsmakten være tilnærmet lik null. I følge Christopher Hinton (Hinton, 2010) har Boeing nå 5 års leveringstid på den samme type fly og dette betyr mindre forhandlingsmuligheter for kjøperne. Dette innebærer altså at tilstanden i økonomien vil være viktig for forhandlingsmakt ovenfor flyprodusentene. Likevel vil store flyselskaper alltid være interessante kunder, særlig om det er snakk om muligheter for gjenkjøp i fremtiden.

### **4.2.3 Kunder**

Kunders forhandlingsmakt kommer til syne ved deres posisjon til å kunne kreve lavere priser, eller høyere kvalitet på produktene som leveres. De viktigste faktorene som påvirker kundenes forhandlingsmakt vil være den relative størrelsen på kundene, antall kunder, standardiseringen av produktene og størrelsen på byttekostnadene. Dersom kundene har forhandlingsmakt, vil dette føre til høyt konsumentoverskudd og lav lønnsomhet i en bransje (Barney, 2007).

I flybransjen kan man, som nevnt i kapittel 4.2.1, dele inn kundegruppene i forretningsreisende og fritidsreisende, hvorav de forretningsreisende har større krav til service og fritidsreisende et større krav til pris. En del av de forretningsreisende vil komme fra store selskaper og disse vil dermed ha en viss grad av forhandlingsmakt i forhold til pris, ruteavganger og så videre. Likevel er det slik at de fleste forretningsreisende kommer fra små eller mellomstore selskaper, og dermed har liten eller ingen forhandlingsmakt. Dette gjør seg også gjeldende for fritidsreisende, som utgjør 48 % av kundegrunnet til flyselskapene (Denstadli og Rideng, 2009). I Europa, og spesielt i Norge, er situasjonen den at flybransjen er relativt konsolidert med noen få, store aktører. En høy grad av merkevarebygging og visse forskjeller mellom selskapenes service og prisnivå (differensiering), fører til at kundenes forhandlingsmakt blir svært lav. Et bevis på hvilken betydning merkevaren har, er den mangel på reaksjoner som følge av enkelte flyselskapers introduksjon av oljepristillegg.

Norwegian innførte oljepristillegg på sine reiser, grunnet den høye oljeprisen, for første gang i 2008. Fra 25. januar 2011 innførte selskapet igjen oljepristillegg på sine ruter. Fra våre bergninger i kapittel 8.3.2 vet vi at en oljepris på ca 80 dollar innebærer en kostnad per ASK på ca 11 øre. Innenriks i Norge vil oljepristillegget være 50 kroner, og med en gjennomsnittlig sektorlengde rundt 700 kilometer, vil dette bety at oljeprisen må øke med ca 65 % for å forsvare tillegget. Hvis vi ser på utenriksrutene, og den lengste ruten til Dubai på ca 4700 kilometer, har denne et oljepristillegg på 150 kroner. Dette tilsvarer en økning i oljeprisen på ca 30 % og kan dermed forsvares ut ifra forventinger om økt oljepris, jf. kapittel 4.1.2. Oppsummert virker det som om oljepristillegget ikke kan forsvares på de korteste rutene, mens på de lengre rutene gir tillegget Norwegian en akseptabel kompensasjon. Det er viktig å huske på at 11 øre er et gjennomsnittstall, og at disse utregningene derfor gir et noe unøyaktig bilde. Dette grunnet større forbruk per kilometer på de korte rutene.

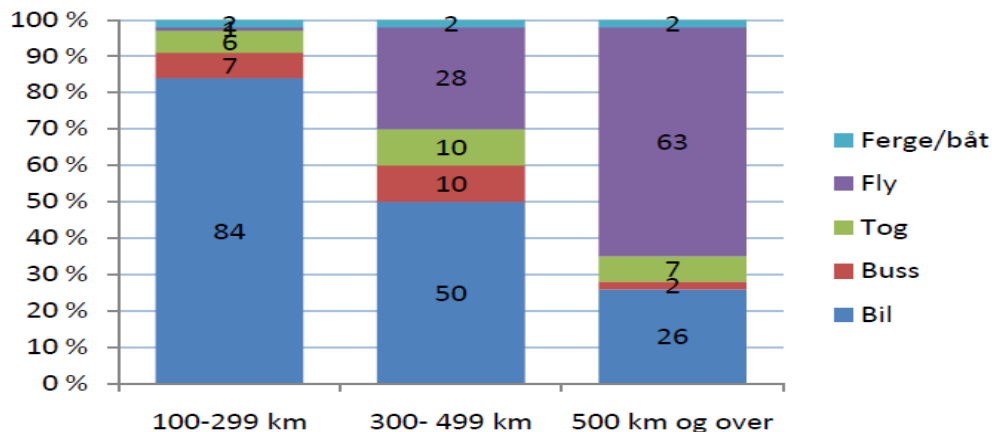
#### **4.2.4 Substitutter**

Produkter eller tjenester er substitutter dersom de kan konsumeres som erstatning for et annet produkt eller tjeneste (Barney, 2007). Dersom det eksisterer nære substitutter, vil de begrense bransjens muligheter til å ta en for høy pris. Dette da et substitutt vil kunne gi samme pris/ytelsesforhold. I ekstreme tilfeller kan det til og med skje at substituttene utkonkurrerer de opprinnelige produktene, for eksempel grunnet teknologisk utvikling. Det vil uansett være slik at substituttene er med på å redusere det potensielle produsentoverskuddet i en bransje (Pindyk og Rubinfeld, 2004).

For flybransjen er substituttene andre alternative transportmidler som bil, buss, båt og tog, og andre kommunikasjonsmetoder som Skype og videokonferanse. På de fleste ruter vil de andre transportalternativene ikke være særlig store trusler, da de vil være for tidskrevende i forhold til pris. Som vi ser av Figur 4.6, under er flyreiser ganske dominerende på reiser over 500 kilometer. På reiser under dette er bil det dominerende transportmiddelet. Tog fremstår i tabellen med en veldig liten andel, men her blir det viktig å huske på at mye av pendlingen som foregår med tog er under 100 kilometer, og dermed ikke kommer med i figuren.

For at noen av disse substituttene skal kunne utgjøre store trusler, trengs det store investeringer i infrastruktur. På denne måten blir trusselen fra substituttene påvirket av den økonomiske utviklingen, jf. kapittel 4.1.2. På kort- og mellomlangsigte er det derfor først og fremst på innenriksrutene, mellom de store byene, hvor trusselen fra mulige substitutter vil gjøre seg gjeldende. I Europa har utbyggingen av hurtigtog mellom storbyene medført en stor reduksjon i flytrafikken (Buyck, 2008), og en lignende utbygging i Norge vil trolig føre til det samme. Dette vil selvsagt også være et prisspørsmål, og det kan diskuteres hvorvidt dette er en reell mulighet i Norge. Konsekvensene for flybransjen er så store at alternativet likevel må tas på alvor. Teknologisk utvikling av andre transportmidler, eks hurtigbåt, vil også kunne være en trussel på noen innenriksruter.

Figur 4.6 Fordeling av transportmiddel basert på avstand (Denstadli og Rideng, 2010)



Et annet viktig poeng som faller innenfor substitutter er nye former for multikommunikasjon, som for eksempel videokonferanse og Skype. Dette kan på sikt føre til at en stor del av forretningsreisene blir overflødig, ved at møter kan avvikles på andre måter. Dette vil igjen gå utover trafikken mellom de store byene i Norge, og trafikken mellom Norge og de europeiske storbyene. I forbindelse med driverne som vi identifiserte i kapittel 4.1 vil denne typen substitutter være viktig. Den økte bevisstheten om miljøspørsmål, vil gjøre alternativer til

reisevirksomhet enda mer aktuelt. Når det gjelder driveren økonomi vil selskapene, særlig i økonomisk tøffere tider, se etter billigere og raskere alternativer for avvikling av møter, og flybransjen kan da bli lidende. Her vil også den utviklingen som vi nevnte i kapittel 4.1.3 om prioriteringen av familie og fritid fremfor arbeid spille inn. Dette vil føre til at videokonferanser og lignende vil utgjøre en større trussel for flybransjen, da det å fly til møter innebærer høye kostnader og venting.

#### 4.2.5 Barrierer for etablering

Vi bruker uttrykket nyetablering når selskaper enten planlegger å etablere seg, eller akkurat har etablert seg innen en bransje. Teoretisk vil en bransje være attraktiv for nyetableringer hvis det er høy lønnsomhet og lave inngangsbarrierer i bransjen (Hill og Jones 2004). Videre i kapitlet vil vi se på hvordan inngangsbarrierer påvirker flybransjen.

Flybransjen generelt er en kapitalkrevende bransje med små marginer og til dels store underskudd, noe som i utgangspunktet betyr at det er en lite attraktiv bransje for nyetableringer. I et verdensperspektiv har flybransjen, som nevnt i kapittel 4.2.1, de siste 10 årene tapt over 300 milliarder kroner. Flybransjen har også ganske store etableringsbarrierer i forhold til stordriftsfordeler og reguleringer. Likevel har man sett etablering av flere flyselskaper de siste tiårene, hovedsakelig i lavprissegmentet (IATA, 2010).

Når det gjelder trusselen om etablering av et nytt selskap på det norske markedet, kan den se ut til å være begrenset, da markedet er lite og består av både et lavprisselskap og fullserviceselskap. Grunnet merkevarelojalitet og skalafordeler vil det norske innenriksmarkedet være svært krevende for en eventuell utfordrer. Et viktig poeng er likevel at om man ser på rutene enkeltvis, vil noen av rutene kunne bli utfordret av europeiske selskaper. Ryanair, gjennom sin stadig tilstedeværelse på norske flyplasser og finansielle posisjon, vil for eksempel på sikt kunne utfordre de norske aktørene.

For det europeiske markedet vil trusselen være større, om enn marginalt. Likevel vil det også her være mulig at enkeltruter vil bli mer konkurranseutsatt. Både det norske og europeiske flymarkedet har lav lønnsomhet og høye etableringskostnader. Sannsynligheten for at nye flyselskaper skal etablere seg er derfor liten. Sannsynligheten for at allerede eksisterende flyselskaper skal kunne etablere seg på allerede etablerte ruter, er derimot svært stor. Ruter som i dag oppfattes som for høyt priset, og/eller med for lav kapasitet, vil derfor være svært utsatt.

Mulighetene for nyetableringer generelt, vil også være avhengig av de økonomiske utsiktene i markedet, jf. kapittel 4.1.2. I gode tider vil sannsynligheten for nyetableringer øke mens det i dårlige tider følgelig vil være mindre nyetableringer.

#### 4.2.6 Oppsummering

Den interne rivaliseringen i det norske og europeiske markedet er høy, med lav lønnsomhet og overkapasitet. Slik vi ser det er inngangsbarrierene til disse markedene svært høye og sannsynligvis vil derfor kun eksisterende selskaper kunne etablere seg på nye ruter.

Leverandørenes og kundenes forhandlingsmakt er relativt lav og vil ikke kunne utgjøre noen større trussel. Trusselen fra substitutter er derimot til stede, de vil redusere antall flyreisende og de setter et tak på hvor høy pris flyselskapene kan ta. Verdiskapningen i bransjen kommer hovedsakelig kundene til gode, samt at noe blir overført til substituttene. Følgelig vil svært lite av bransjens verdiskapning forblir hos flyselskapene. Flere av de fem kreftene vil bli påvirket av driverne vi identifiserte ved hjelp av PESTEL-rammeverket, spesielt intern rivalisering og substitutter. Situasjonen i bransjen er oppsummert i Tabell 4.1 under.

Tabell 4.1. Situasjonen i bransjen.

Trussel	Lav	Middels	Høy	Trend
Intern rivalisering			X	————→
Leverandører	X			————→
Kunder	X			————→
Substitutter		X		————→
Barrierer			X	————→

Dette kapittelet har gått inn på de faktorer som vil påvirke utviklingen i bransjen i tiden som kommer. I det neste kapittelet skal vi se på hvilke ressurser Norwegian innehar og hvorvidt disse kan brukes til å svare på denne utviklingen. Nå vil vi altså bevege oss fra å analysere de eksterne omgivelsene til å analysere de interne ressursene.

#### 4.2.7 Kritikk av Porter

En begrensning med Porters 5 krefter er at fokuset kun ligger på hvordan verdier i en bransje blir fordelt, ikke hvordan verdier i bransjen skapes. En annen svakhet med dette rammeverket er det faktum at det er vanskelig å trekke konklusjoner om lønnsomhet på basis av en slik analyse. Det er altså behov for en modell som summerer opp, og veier faktorene opp mot hverandre.

Professorene Brandenburger og Nalebuff (1996) har i sin artikkel argumentert for at de fem kreftene bør utvides med en sjette kraft, kalt komplementorer. En komplementor er en faktor som øker verdien av et selskaps produkter. Et godt eksempel på en komplementor er filmbransjen og kinoer. Flere kinoer gir større markeder for filmbransjen, og flere filmer gir større marked for kinoene. For flybransjen vil destinasjoner fungere litt på samme måte. Flere nye destinasjoner vil øke markedene for flybransjen, og flere flyselskaper/billiger flyreiser vil åpne for muligheter for flere destinasjoner.

Det er mange som har kritisert Porters fem krefter, og forsøkt å forbedre modellen. Det vi i denne sammenhengen synes er viktig å få frem, er at kun 20 % av variasjonen i selskapers prestasjoner vil kunne bli forklart gjennom bransjen selskapene operer i (Schmalensee, 1984). Dette betyr at store deler av forskjellene skyldes forskjeller innad i selskapene, og dette vil vi komme tilbake til i neste kapittel.

### 4.3 VRIO

Ved hjelp av PESTEL og Porter har vi nå identifisert hvilke drivere og faktorer som vil påvirke utviklingen i bransjen i tiden som kommer. I dette kapittelet vil vi se på hvilke ressurser Norwegian innehar og hvorvidt disse kan brukes til å svare på denne utviklingen. For å avdekke hvilke ressurser som vil bli viktig beveger vi oss fra ekstern til intern analyse.

Den interne analysen av et selskap går ut på å analysere de viktigste ressursene innad i selskapet. Den interne analysen skal gi svar på hvorfor tilsynelatende like selskaper innen samme bransje, leverer til dels svært forskjellige resultater (Barney, 2007). Vi velger å bruke VRIO-teorien for å kartlegge egenskapene og eventuelle konkurransemessige fortrinn som Norwegians ressurser har. For å benytte seg av VRIO stiller vi fire spørsmål om den aktuelle ressursen.

**Value (verdiful):** Vil organisasjonens ressurser og evner gjøre organisasjonen i stand til å svare på trusler og/eller muligheter knyttet til sine omgivelser?

**Rarity (sjeldenhet):** Hvorvidt flere av konkurrentene har tilgang til den samme ressursen?

**Imitability (imiterbarhet):** Vil det medføre en kostnadsulempe for konkurrerende virksomheter å skaffe seg ressursen?

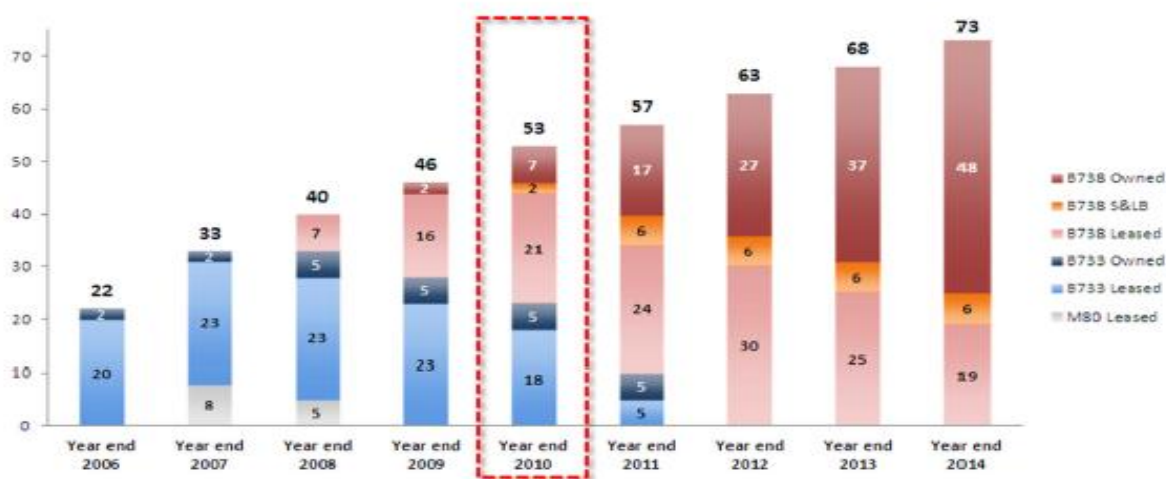
**Organization (organisasjon):** Er virksomheten organisert på en slik måte at den klarer å utnytte sine verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressurser?

Vi har med bakgrunn i de driverne vi identifiserte i vår PESTEL-analyse og de faktorene vi så på i Porter modellen valgt ut noen ressurser som vi mener vil bli viktige i fremtiden. Vi har valgt å se på fly og opsjonene de har på nye fly, de ansatte og den organisasjonskulturen som eksisterer i Norwegian og ledelsen i Norwegian. Videre har vi også sett på den posisjonen Norwegian har og merkevaren Norwegian.

### 4.3.1 Fly og opsjoner på fly

Flyflåten til Norwegian utgjør hoveddelen av de fysiske og teknologiske ressursene. Pr i dag har Norwegian en flåte på 53 fly, hvor 23 fly er av typen Boeing 737-300 og kun 12 fly er eid av selskapet. Fremover vil Norwegian stadig bytte ut sine gamle leasede og selveide fly med nye Boeing 737-800 fly, selskapet vil også gradvis gå over til å eie flere fly selv. Figur 4.7 viser planlagt utvikling i flyflåten.

Figur 4.7 Utvikling i Norwegians fremtidige flyflåte (Norwegians 4. kvartals pres. 2010)



Norwegian vil gradvis gå over til nye fly som er mer miljøvennlige, har et høyere komfortnivå og tilgang på bredbånd. Dette vil styrke Norwegians posisjon i både det norske og europeiske markedet. Videre har Norwegian opsjoner til kjøp av ytterligere 42 Boeing 737-800 fly. Vi mener at disse fysiske ressursene og de opsjonene Norwegian har, er svært verdifulle og sjeldne pr dags dato, jf. kapittel 4.2.2. De nye flyene og opsjonene går direkte inn på driverne fra PESTEL-analysen. Sett fra et økonomisk perspektiv vil det lavere drivstofforbruket gjøre at Norwegian vil ha en konkurransefordel i forhold til andre aktører. Fra et miljømessig



perspektiv vil drivstofforbruket gjøre selskapet mindre sårbart i forhold til økning av avgifter, og det vil også være et viktig poeng i forhold til markedsføring. Når det gjelder hvorvidt disse flyene og opsjonene er imiterbare, kan dette diskuteres. Slik vi ser det vil SAS, ut ifra dagens posisjon, ha store vanskeligheter med å imitere disse på 5-10 års sikt. I det europeiske markedet tror vi derimot at om det er et ønske å imitere disse ressursene, vil dette kunne la seg gjøre også i denne perioden. Et viktig poeng i denne sammenheng er tidspunktet for kjøpet av fly. Norwegian inngikk avtale om kjøp av fly på et gunstig tidspunkt og denne fordel vil være vanskelig å imitere. Videre tror vi at disse ressursene vil bli godt utnyttet i organisasjonen. Selskapet utnytter ressursen i mye av markedsføringen og posisjoneringen, og har vist at de kan opprette nye lønnsomme ruter.

Med bakgrunn i dette mener vi derfor at Norwegians fly og flyopsjoner, gir grunnlag for et midlertidig konkurransefortrinn i det norske markedet. På det europeiske markedet gir de derimot ikke noe konkurransefortrinn. Utviklingen i flyflåten og den medfølgende nedgangen i drivstofforbruk, vil bli behandlet videre i fremtidsregnskapet i kapittel 8.

#### **4.3.2 Organisasjonskultur og ansatte**

En viktig ressurs i enhver organisasjon er de ansatte og gjennom dem organisasjonskulturen. En fleksibel og motivert arbeidsstyrke gjør at Norwegian bedre kan takle de utfordringene de står ovenfor, og dermed redusere eventuelle skadelige effekter. Et godt eksempel på dette er at de ansatte valgte å hjelpe selskapet, ved å gå ned i lønn i bytte mot opsjoner, ved starten av finanskrisen. Selv om bare ca ¼ av de ansatte valgte dette, mener vi at det viser tro på eget selskap og innsatsvilje, og vi mener derfor at dette er en verdifull ressurs (Andersen, 2008). Spesielt vil denne ressursen komme til sin rett ved økonomisk tøffe tider, jf. kapittel 4.1.2. Dette vil vi ta med oss videre til verdsettelsen i kapittel 8.

For å avgjøre om dette er en sjelden ressurs, velger vi å se på hovedkonkurrentene SAS og Ryanair. SAS har også fått sine ansatte med på en lønnsreduksjon, men med bakgrunn i alle de konfliktene som har vært i selskapet, mener vi at de ikke har den samme fleksible og motiverte arbeidsstyrken og heller ikke den samme fordelaktige organisasjonskulturen. SAS har også et problem ved at de ansatte er organisert i mange forskjellige fagforeninger, og dette gjør det vanskeligere å oppnå en samlet enighet med de ansatte. Når det gjelder Ryanair har de fått mye kritikk for sine dårlige arbeidsvilkår, noe som ikke fremmer engasjerte og motiverte ansatte (Gran, 2010). Selv om Ryanairs ansatte har lavere lønninger enn

Norwegian, og dette isolert sett er en fordel for Ryanair, mener vi likevel at de ansatte er en sjelden ressurs for Norwegian.

I hvilken grad de ansatte er en imiterbar ressurs, er et spørsmål om hvilken tidshorison man legger til grunn. På kort sikt mener vi at det ikke vil være mulig å replikere den arbeidsstyrken som Norwegian har for øyeblikket. Dette skyldes at organisasjonskultur og tilhørighet er noe som bygges over tid, og dermed ikke kan imiteres raskt. På lengre sikt kan konkurrentene imitere denne kulturen, men dette vil medføre en kostnadsulempe. Vi mener derfor at de ansatte og deres kultur er en ikke-imiterbar ressurs.

Vi mener at denne verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressursen er godt utnyttet i selskapet. De ansattes fleksibilitet og tilhørighet kommer tydelig frem når de går med på å gå ned i lønn i bytte mot opsjoner. Dette tyder på at ledelsen vet hvordan de kan utnytte denne ressursen. Det faktum at de klarte å stable på beina ruter i Danmark under ett døgn etter at Sterling gikk konkurs, vitner også om en fleksibel organisasjon som blir godt utnyttet. På bakgrunn av dette kan vi si at de ansatte og organisasjonskulturen er et varig konkurransefortrinn.

### 4.3.3 Ledelse

Norwegian sin ledelse har ved flere anledninger vist at de klarer å takle endringer i omgivelsene. Som nevnt i kapittel 4.3.2. klarte Norwegian å stable på beina ruter i Danmark, under ett døgn etter at Sterling gikk konkurs. Dette tyder ikke bare på at organisasjonen er fleksibel, men også at ledelsen ser muligheter og klarer å utnytte dem. Mange vil nok mene at ledelsen i Norwegian i all hovedsak består av administrerende direktør Bjørn Kjos. Med sin posisjon som gründer, storaksjonær og selskapets ansikt utad, fremstår Kjos som en viktig ressurs for selskapet. Et bevis på Kjos sine lederferdigheter er prisen "Kunsten å lede" som han mottok i 2009 (Indseth, 2009). Vi mener ledelsenes generelle evne til å ta gode beslutninger, og Kjos sin spesielle evne til å få med seg de ansatte, gjør at ledelsen som samlebegrep er en verdifull ressurs for Norwegian.

Når det gjelder hvorvidt ledelsen i Norwegian er en sjelden ressurs, vil naturlig nok Bjørn Kjos og hans posisjon i selskapet være sjelden. Hans karismatiske lederstil og unike posisjon, både innad i selskapet og i offentligheten, kan vanskelig gjenskapes. Når det gjelder ledelsen i Norwegian, og dens samspill med de ansatte, mener vi at dette er på et helt annet nivå i Norwegian enn hos selskapets to hovedkonkurrenter, SAS og Ryanair. Dette grunnet Kjos sin evne til å skape tillit og tilhørighet. Som nevnt i kapittel 4.3.2 mener vi at den organisasjonskulturen som finnes i disse to selskapene, er betydelig dårligere enn den som

eksisterer i Norwegian. Vi mener at noe av dette skyldes samspillet mellom ledelsen og de ansatte. Vi mener, som nevnt i kapittel 4.3.2, at denne organisasjonskulturen er en ressurs som er vanskelig å imitere. Med bakgrunn i argumentene ovenfor mener vi at ledelsen i Norwegian er en sjelden ressurs. Ledelsen, og Kjos, sitt samspill med de ansatte og de fordelene det bringer med seg, gjør at vi mener ledelsen også er en ikke-imiterbar ressurs.

Med bakgrunn i de eksemplene som er nevnt i kapittelet, mener vi at ressursen ledelse er godt utnyttet i organisasjonen. Den forståelsen som eksisterer mellom ledelsen og de ansatte, vil være et varig konkurransefortrinn grunnet den fleksibiliteten som dette gir organisasjonen. Det er også denne fleksibiliteten som vi først og fremst vil ta med oss til fremtidsregnskapet i kapittel 8.

#### **4.3.4 Posisjon**

Situasjonen ved etableringen av Norwegian i 2002 var ganske optimal. Regjeringen hadde akkurat forbudt bonusprogram på innenriks flyreiser, og dette førte til lavere byttekostnader i markedet. Norges første lavprisselskap Color Air, hadde gått konkurs etter 13 måneders drift og det nesten nyfusjonerte SAS Braathens var dermed den eneste aktøren på markedet. SAS hadde med sitt høye servicenivå, også høye priser og kostnader. Dette gjorde det mulig for Norwegian å kapre en stor andel av markedet, både gjennom nye reisende og gjennom å kapre noen av SAS sine mer prisbeviste kunder. Med nye reisende mener vi passasjerer som, grunnet Norwegians lave priser, nå fikk en reell mulighet til å ta i bruk fly som transportmiddel. Som nevnt, blant annet i kapittel 2.3.1, har vi liten tro på at det er plass til flere enn to selskaper på innenrikstrafikken i Norge. Dette betyr at Norwegians posisjonering med lavere priser enn SAS, men med litt service, gjør Norwegian bedre i stand til å takle en nedgang i økonomien, jf. kapittel 4.1.2. Dette betyr at posisjoneringen er verdifull og sjelden. Dette da det bare er de som har akkurat denne posisjonen i innenriksmarkedet.

Posisjoneringen er også vanskelig å imitere da oppstart av et nytt flyselskap er lite trolig, samt at sannsynligheten for at SAS vil forsøke seg som et rent lavprisselskap er lav. Posisjonen som det billigste alternativet, blir også godt utnyttet i organisasjonen. Dette ved at de legger seg så nærme SAS som de kan på prisene, men alltid under, og på den måten kaprer en stor del av markedet. Vi mener derfor at Norwegians posisjonering i innenriksmarkedet er et varig konkurransefortrinn, og dette vil ha betydning for verdsettelsen i kapittel 8. Spesielt i forhold til kapittel 8.2.1 og hvilken yield det vil være mulig for selskapet å oppnå.

Når det gjelder posisjoneringen på utenriksmarkedet blir dette litt annerledes. Norwegian blir liggende imellom de tradisjonelle fullservicetilbyderne som SAS, og de ekstreme lavprisselskapene som for eksempel Ryanair. Dette kan virke som en dødens posisjon, med press fra begge sider. Derimot vil vi argumentere med at fordi Norwegians utenriksmarked stort sett består av å frakte skandinaver ut i Europa, er det ikke sikkert posisjonen er så utsatt likevel. Skandinaver har generelt god råd, og er vant til en høy grad av service. Utenriksturene blir også lagt på tidspunkter hvor det er liten aktivitet på innenriksrutene for å utnytte ledig kapasitet. Dette er en klar strategi fra Norwegians side, som gjør at de kan holde prisene på utenriksturene lave. Vi mener derfor at posisjoneringen kan være en verdifull ressurs. Dette fordi det fyller et tomrom i markedet som ikke finnes fra før og at de dermed kan fange opp kundene som ligger mellom fullservice- og lavprisselskaper. Med samme argumentasjon kan man si at dette er en sjelden ressurs, men det vil ikke være noe problem, selv med kort tidshorison, for et annet selskap å etterligne denne posisjonen. Følgelig er posisjoneringen i utenriksmarkedet ikke noe varig konkurransefortrinn, og dette vil ha innvirkning på verdsettelsen, jf. forrige avsnitt.

#### 4.3.5 Merkevare

Norwegian har siden oppstarten opparbeidet seg en merkevare som et rimelig og godt alternativ. Dette har gjort det mulig for Norwegian å utnytte sitt merkenavn, blant annet til å lansere nye virksomheter, altså er det en verdifull ressurs. En viktig del av merkevarebyggingen har vært ”norwegian.no ” hvor spesielt lavpriskalenderen har vært en stor suksess. Mange potensielle kunder tenker nok automatisk at Norwegian er det billigste alternativet, og sjekker dermed ikke ut konkurrentenes priser. Dette er en stor fordel for selskapet, og vi mener at merkenavnet står så sterkt at det er en sjelden ressurs. Når det gjelder hvorvidt det er en ikke-imiterbar ressurs, må vi igjen se på tidsperspektivet. På kort sikt kan ingen opparbeide seg et slikt merkenavn, da dette gjerne kommer etter innsats over tid. Dette har også sammenheng med posisjoneringen i forrige kapittel. Dette fordi andre selskap skal slite med å ta over den posisjonen og merkenavnet som Norwegian har i dag. På lengre sikt vil merkenavn alltid være i fare, da det kan svekkes av konkurrenter eller interne feilgrep. Vi mener likevel at merkenavnet står så sterkt i markedet, at det er en ikke-imiterbar ressurs. Organisasjonen har vist flere ganger at de vet hvordan de skal utnytte merkenavnet, spesielt i forbindelse med Bank Norwegian og Call Norwegian. Vi er derfor ikke i tvil om at organisasjonen vil klare å utnytte merkevaren ytterligere. Som nevnt i kapittel 1.5 vil vi i

fremtidsregnskapet i kapittel 8 bare se på flydelen av konsernet, men konstaterer at disse to selskapene også vil ha en verdi.

Med bakgrunn i dette mener vi at Norwegians merkenavn er et varig konkurransefortrinn, men et fortrinn som kan svekkes både fra eksterne kilder og internt.

#### 4.3.6 Oppsummering av VRIO.

For å oppsummere vår VRIO-analyse har vi laget Tabell 4.2 under. Her oppsummerer vi hvilke ressurser vi mener er spesielt viktige for Norwegian, og hvilke eventuelle konkurransefortrinn disse gir selskapet. Som vi ser av tabellen, gir alle de ressursene vi har plukket ut konkurransefortrinn for Norwegian, om enn i varierende grad. Som nevnt i innledingen til dette kapitlet vil de viktigste av disse ressursene være de som kan kobles opp mot driverne fra kapittel 4.1. Den viktigste av disse er flyene som klart kan kobles opp i mot både økonomi og miljø. Som vi ser av tabellen gir disse selskapet et midlertidig konkurransefortrinn, spesielt i hjemmemarkedene. De ansatte, og den fleksibiliteten de representerer, vil være viktig i forhold til driveren økonomi. Vi mener de ansatte representerer et varig konkurransefortrinn. Ledelsen, og dens samspill med de ansatte, gir også et varig konkurransefortrinn. Dette samspillet vil på samme måte som ressursen ansatte være viktig for driveren økonomi. De to siste ressursene, posisjon og merkevare, vil derimot være mindre viktige i forhold til driverne.

Tabell 4.2. Oversikt over VRIO

Ressurser/egenskaper	Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Utnyttbar i organisasjonen	Konklusjon
<b>Fly/opsjoner fly</b>	Ja	Ja, i Skandinavia	Ja, på kort sikt	Ja	Midlertidig fortrinn
<b>Ansatte og organisasjon</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
<b>Ledelsen</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
<b>Posisjon</b>	Ja	Ja, i Skandinavia	Ja, i Skandinavia	Ja	Varig fortrinn i Skandinavia
<b>Merkevare</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

#### 4.3.7 Kritikk av VRIO

Som alle teorier har også VRIO-teorien noen svakheter. Vi vil her se på tre av svakhetene.

VRIO-teorien ser på situasjonen innad i en bedrift på et gitt tidspunkt. Hvilke av denne bedriftens ressurser som gir et konkurransefortrinn, er avhengig av situasjonen i bransjen på dette tidspunktet. Store omveltninger i bransjen, kan bety at ressursene blir mindre viktig, og dermed at bedriften mister sitt konkurransefortrinn. Slike omveltninger kalles ofte Schumpeterianske revolusjoner (Barney, 2007). Kritikken mot VRIO blir da at begrepet varig konkurransefortrinn er misvisende i forhold til at endringer i bransjen, vil endre hvilke faktorer som er viktig for selskapene.

En annen svakhet ved VRIO-teorien er nivået den foregår på. VRIO-teorien går inn i bedriften og de ressursene bedriften innehar. Dette betyr at dyptgående informasjon om bedriften er nødvendig for å gjøre en fullverdig analyse. Også detaljert informasjon om konkurrenter og deres ressurser trengs for å gjøre en god analyse, og dette kan ofte være problematisk. For bransjen som helhet er ofte denne typen informasjon tilgjengelig gjennom offentlig kilder, men for enkelt bedrifter må en mer dyptgående analyse til. Dette vil være en svært arbeidskrevende prosess. Uten denne informasjonen vil det være vanskelig å si om bedriften vi analyserer har en unik ressurs. På denne måten forutsetter VRIO-analysen ikke bare dyptgående kjennskap til den aktuelle bedriften, men også til konkurrentene. Dette vil være en svakhet grunnet den store innsatsen som trengs for å innhente disse opplysningene.

Den tredje svakheten ved VRIO-teorien som vi vil ta opp her, er de begrensninger teorien legger på ledelsens evne til å skape konkurransefortrinn. Når vi ser på de ressursene bedriften innehar, blir de ofte sett på i en statisk sammenheng, uten å se på hvordan ledelsen kan påvirke ressursen. Ledelsen vil i flere tilfeller ha muligheten til å påvirke en ressurs, slik at den kan utgjøre et konkurransefortrinn. Ledelsens påvirkning, på for eksempel kulturen i et selskap, kan gjøre at de ansatte blir et konkurransefortrinn.

## 5 Justeringer forbundet med operasjonell leasing

I denne oppgave foretar vi en fundamental verdsettelse, og tar dermed utgangspunkt i kontantstrømmen til totalkapitalen. Vi vil dermed argumentere for at operasjonell leasing bør behandles særskilt, da flyselskaper behandler operasjonell leasing som en driftkostnad. Vi mener at operasjonell leasing er en form for finansiering, og at deler av leasingkostnadene representerer en finansiell kostnad. Alternativet til operasjonell leasing vil selvsagt være å foreta en emisjon eller å ta opp et lån, for så å kjøpe flyene selv. En anskaffelse av nye fly vil uansett medføre et økt finansieringsbehov og økte finansielle kostnader, ikke kun økte driftkostnader. Vår behandling av leasingkostnader støtter seg derfor til Damodaran (1999), om at operasjonell leasing representerer en finansiell kostnad og at det dermed bør justeres for dette. Konsekvensen av en slik tolkning av operasjonell leasing, vil ha stor betydning for den innsikten vi får om flybransjen og Norwegian. En omklassifisering av denne kostnaden vil medføre justeringer i resultatregnskapet, balansen, samt selskapets driftsresultat og kontantstrøm til totalkapital. Dette vil føre til signifikante endringer i inndataen til verdsettelsesmodellen, samt i analyser knyttet til regnskap og multipler.

### 5.1 Justering av regnskapet og balansen

Utgangspunktet for å kunne verdsette og analysere et selskap, er at driftsresultatet viser inntekter og kostnader som er knyttet til driften for den perioden vi ser på, og at ingen av disse er relatert til finansieringskostnader eller –inntekter. For flybransjen blir ikke dette gjort i forhold til operasjonell leasing, hvor hele kostnaden er ført som driftskostnad. Operasjonell leasing er derfor, etter vår oppfatning, feilaktig klassifisert som driftskostnad. Dette fordi leasingkostnadene i virkeligheten inneholder finansielle kostnader.

I flybransjen er operasjonell leasing utbredt, og da spesielt i forbindelse med leasing av fly. Dette gjør at måten man velger å behandle disse kostnadene, vil være av betydning for hvordan flyselskapenes økonomiske situasjon er fremstilt. Det å lease fly innebærer begrenset risiko for flyselskapene. Dette kommer av at flyselskapene ikke vil lide noen tap ved verdifall av den leasede eiendelen, samtidig som de har opsjon til å gå ut av leasingavtalen før leasingperioden er over. Det meste av risikoen vil derfor ligge hos leasingselskapene, som selvsagt vet å ta seg betalt for dette. Leasingselskapenes kapitalkostnader består dermed av rentekostnader og avskrivninger, hvor avskrivninger er knyttet til drift og rentekostnadene er knyttet til risikoen til eiendelen (kapitalen). Vi velger altså å trekke rentekostnadene forbundet med leasingen ut av driftregnskapet, og legge den til finanskostnader. Videre vil vi også

beregne nåverdien av leasingforpliktelsene og legge denne til i balansen, både som eiendel og som gjeld. Dette vil øke totalkapitalen. For leasingeiendelen vil det da være naturlig å avskrive denne etter gjeldende regnskapsregler, mens det for leasingforpliktelsen vil være naturlig å belaste en kalkulatorisk rente. Denne måten å behandle leasing på støttes av skattemyndighetene, hvor leasingeiendelen og -gjelden skal vurderes til virkelig verdi, jf. IFRS.

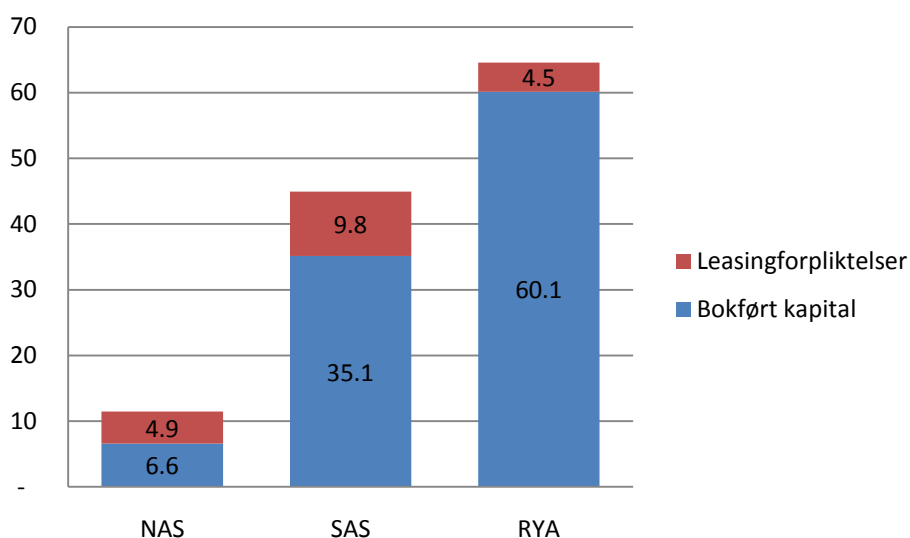
En justering på bakgrunn av operasjonell leasing, vil føre til en mer korrekt fremstilling av regnskapet og balansen. Hvor det justerte regnskapet vil ha lavere driftskostnader og høyere finanskostnader, mens balansen vil få frem det virkelige behovet for kapital. I Tabell 5.1 har vi kalkulert Norwegians leasingforpliktelser og leasingrenter i perioden 2011-2014. Tallene er basert på Norwegians egne tall, som innebærer blant annet en gjennomsnittlig leasingtid på 6 år og en leasingrente på 5,6 % før skatt (se kapittel 5.2). Fra Figur 5.1 ser vi hvordan dette vil påvirke totalkapitalen til henholdsvis Norwegian, SAS og Ryanair. Her kommer det tydelig frem at Norwegians behov for kapital er betydelig høyere enn hva som fremgår av de bokførte verdiene. De justeringer som blir gjort på bakgrunn av leasingkostnadene, fører til at kravet om ensartethet i regnskapsanalysen blir tilfredsstillt, gjennom at de beregnede nøkkeltallene i høy grad vil gjenspeile selskapenes økonomiske situasjon. På samme måte vil også multippelanalysen få bedre validitet og vil kunne fungere som en støtte for vår verdsettelse.

**Tabell 5.1. Oversikt over leasing i millioner**

Gj. Snitt leasingtid (år)	6			
Kalkulatorisk leasingrente	5,6 %			
Årlig leasingkostnad (mill)	25,8			
Årlig økning leasingkostnader	2,5 %			
	2011	2012	2013	2014
Antall leasingkontrakter	36	31	25	26
Leasingforpliktelse (mill)	4 874	4 715	4223	3952
Rentekostnader (leasing)	273	264	237	221



Figur 5.1. Endring i bokført kapital (bokført egenkapital + leasingforpliktelser) i milliarder kroner



## 5.2 Effekt på kontantstrøm og WACC

Vår forventede kontantstrøm, jf. Tabell 8.15, tar utgangspunkt i EBITDA-resultat etter skatt i perioden 2011-2020, hvor leasingkostnadene også inneholder rentekostnader til totalkapitalen. Dette må vi selvsagt korrigere for. Årsaken til at vi ikke korrigerer for dette før, er fordi vi kan beregne de totale leasingkostnadene med relativt høy grad av sikkerhet, mens det vil være knyttet noe mer usikkerhet til hva rentekostnadene er. Ved å trekke dette ut får vi derfor frem hvilken leasingrente vi velger å kalkulere med. I forrige kapittel ble det sagt at vi benytter en kalkulatorisk leasingrente på 5,6 % (før skatt). Dette kommer av at 5,6 % er den renten Norwegian betaler for det de selv klassifiserer som finansiell leasing. Vi velger derfor å benytte 5,6 %, da det i utgangspunktet ikke er noe som skulle tilsi at leasing av fly vil medføre en annen rente. Justeringen fremkommer dermed på en egen linje i vår verdsettelsesmodell, jf. Tabell 8.15, hvor vi legger på en kalkulatorisk leasingrente etter skatt.

Videre vil også nåverdien av leasingforpliktelsene kunne endre seg over tid. Dette vil da føre til at selskapets kapitalbinding blir endret. En økning/reduksjon av leasingforpliktelsen, vil derfor føre til at selskapet binder opp mer/mindre kapital. Dette fremgår også i verdsettelsesmodellen. Den siste effekten justering av leasingkostnadene har, er på det veide avkastningskravet til kapitalen (WACC). Dette kommer av at vi har balanseført nåverdien av leasingforpliktelsene og dermed økt totalkapitalen til selskapet.

## 6 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse har som formål å gi opplysninger om et selskaps stilling og utvikling. En ekstern analyse som denne, benytter seg kun av offisiell informasjon. Dette setter dermed noen begrensninger på hvor dyp analyse vi kan foreta oss. Imidlertid vil en slik analyse gi oss innsikt i fortiden, og sammen med den strategiske analysen, vil vi kunne danne oss et godt bilde av hvordan selskapet og bransjen er i dag. Dette vil være med på å danne et godt grunnlag for å kunne si noe om fremtiden til bransjen og ikke minst Norwegian. I kapittel 4 fikk vi innsikt i Norwegians strategiske posisjon. I dette kapitlet er vi derimot interessert i å finne ut om deres økonomiske situasjon er sterk nok til å kunne dra nytte av, og kanskje forbedre den strategiske posisjon.

I dette kapitlet setter vi fokuset på hvilken utvikling Norwegian har hatt i forhold til lønnsomhet, likviditet, soliditet og finansiering. Dette gjør vi ved å foreta en utviklingsanalyse av Norwegian, samt en selskapssammenligning med henholdsvis SAS og Ryanair. En utviklingsanalyse ser på utviklingen av ulike regnskaps- og balanseposter, mens en selskapssammenligning sammenligner hvordan denne utviklingen har vært i forhold til andre selskaper i bransjen (Hoff, Voldsund, Hansen, 2007). Ut ifra dette kan vi se hvordan Norwegians økonomiske situasjon har endret seg, samtidig som vi kan se hvordan denne utviklingen har vært i forhold til resten av bransjen. Selskapene vi har valgt å ta med inn i selskapssammenligningen, har sterk tilknytning til Norwegians markedsposisjon og er de vi anser som mest relevante. Vi har valgt å gjøre en selskapssammenligning av Norwegian, SAS og Ryanair. SAS har vi valgt på bakgrunn av at selskapet er Norwegians største konkurrent i Norge, samt desidert største konkurrent på innenriksruter i Skandinavia. Videre er det også interessant å kunne sammenligne med et fullserviceselskap. På utenriksreiser konkurrerer Norwegian med mange lavkostselskaper, hvorav Ryanair er den største og mest kostnadsbevisste. Selskapet er dermed Norwegians største trussel på mellomlang sikt, jf. kapittel 2.2 og kapittel 4.2.5. Trusselen Ryanair utgjør stammer fra det faktum at Ryanair allerede har etablerte flybaser i Norge, og at konsekvensene av en økt rivalisering med Ryanair vil være betydelige. En utviklingsanalyse vil sammen med selskapssammenligningen, dermed gi oss bedre innblikk i Norwegian som selskap og Norwegians konkurransesituasjon.

Regnskapsanalysen velger vi å dele inn i de fem delene: Vekst og lønnsomhet (6.2), likviditet (6.3), soliditet (6.4), finansieringsstruktur (6.5) og syntetisk rating (6.6). Fordelen med denne oppstillingen er at man vil kunne finne styrker og svakheter i enkelte deler av selskapets

finansielle stilling. Likevel er det viktig å poengtere at det er en sterk sammenheng mellom disse fem delene, slik at en konklusjon vil måtte bli basert på summen av delene.

## 6.1 Forutsetninger for regnskapsanalysen

Det stilles relativt strenge krav til ensartethet for at en dypere selskapssammenligning skal bli meningsfull. Store forskjeller i blant annet regnskapsføring, selskapenes rammevilkår, og økonomiske og ikke-økonomiske målsetninger er noen av de problemene man står ovenfor. Et godt eksempel på en slik ulikhet vil være leasing, som er en ”off-balance-sheet” post. Andelen fly de ulike flyselskapene leaser er svært forskjellig, dette må det derfor korrigeres for i både regnskapet og balansen, jf. kapittel 5.1. Vi har derfor også foretatt en normalisering av regnskapet og balansen til SAS og Ryanair, slik at vi får en fullgod selskapssammenligning. Noen viktige poster det er korrigert for er leasing, pensjon, hedging av olje og valuta, samt engangsposter f.eks. Norwegians kompensasjon på 195 mill i 2010 fra SAS i forbindelse med spionasjesaken. Det vi derimot ikke har korrigert for er Ryanairs avvikende regnskapsår, hvor året starter i mai.

Det å normalisere regnskapet og balansen er svært tidskrevende, og er en av grunnene til at vi kun velger to selskaper i selskapssammenligningen. Nøkkeltall beregnes hovedsakelig ut før skatt, da vi er interessert i å se på forskjeller i drift. Dette også fordi skattesatsen vil være den samme på de rutene hvor flyselskapene konkurrerer. Alle tall fra Ryanair og SAS er konvertert til NOK, dette er gjort ved bruk av gjennomsnittlig kurs gjennom året (2010: EUR =7,95 og SEK = 0,84).

## 6.2 Analyse av vekst og lønnsomhet

Vi vil i dette kapitlet fokusere på utvikling i vekst og lønnsomhet, samt denne utviklingen i forhold til bransjen, her representert ved SAS og Ryanair. Dette for å kunne si noe om hvordan lønnsomheten vil kunne bli i fremtiden. Gjennom å bryte opp regnskaps- og balansetallene i mindre biter, håper vi på å kunne kartlegge kildene til Norwegians lønnsomhet og vekst, samt få et bedre inntrykk av hvilke styrker og svakheter Norwegian har.

Lønnsomhetsanalysen deler vi inn i tre deler: Vekstanalyse (6.2.1), Rentabilitetsanalyse (6.2.2) og ”Common size” – resultat (6.2.3). I vekstanalysen vil vi se på virksomhetenes evne til å generere vekst og på underliggende kilder til vekst. Dette kapitlet har vi valgt å ta først, da innsikt i de ulike flyselskapenes vekst, omsetning og kapitalbruk vil være viktig å ha med seg gjennom hele kapitlet. I rentabilitetsanalysen vil vi se på selskapenes avkastningsevne til investert kapital. Vi vil også foreta dekomponeringer av noen rentabiliteter, samt se på

utviklingen i noen betydningsfulle regnskapstall. I ”Common size” resultatregnskap ser vi på forholdet mellom inntekter og kostnader, altså hvordan utviklingen av ulike kostnadsposter har vært i forhold til inntektene. Vi vil her se på hvordan utviklingen har vært for Norwegian, samt hvordan denne utviklingen har vært i forhold til SAS og Ryanair. Vi velger kun å kommentere de viktigste postene, det vil si bransjenes største kostnadsposter og kostnadsposter som er av større betydning for utvikling i bransjen. Dette kapittelet er et selvstendig kapittel, men gir også en underliggende innsikt i driften gjennom netto driftsmargin.

### 6.2.1 Vekstanalyse

Et sentralt element i en fundamental verdsettelse er forholdet mellom historisk vekst og fremtidig vekstpotensial. I en analyse av vekst vil fokuset være på hvilken evne selskapet har til å vokse, hvilke underliggende kilder det er til vekst, samt om veksten er egengenererende og vedvarende. Denne innsikten vil være nyttig i den videre prosessen med budsjettering, fremskriving og verdsettelse i kapittel 8. Den veksten vi vil se på her er vekst i total kapital og vekst i omsetning. Det vil i denne sammenhengen ikke ha noe for seg å se på resultatvekst. Dette grunnet Norwegians prioritering om høy vekst fremfor resultater på bunnlinsen, det faktum at SAS taper penger hvert eneste år, samt at verden nylig er kommet ut av en større finanskrisen. En analyse av veksten i resultatet vil altså ikke være med på å gi noen god innsikt i bransjen eller Norwegian.

#### **Total kapitalvekst og omsetningsvekst**

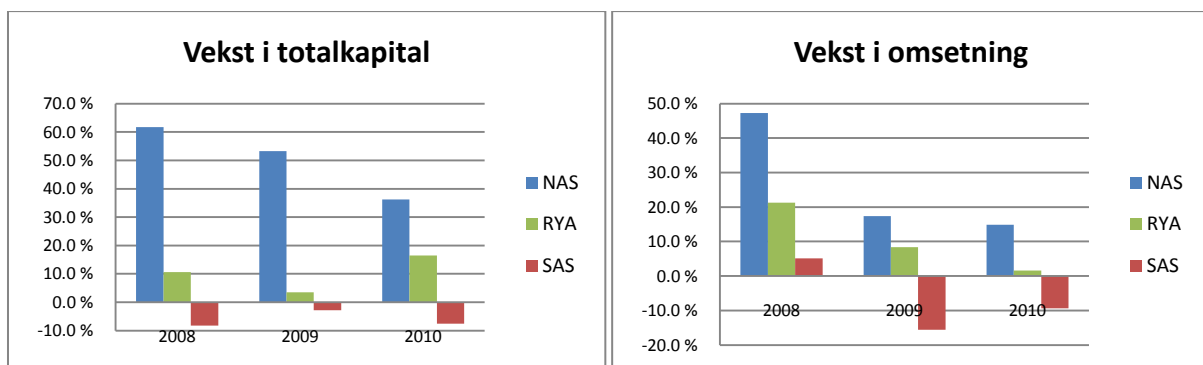
Fra Figur 6.1 ser vi at Norwegian i perioden 2008-2010 har hatt høy vekst i total kapitalen. Veksten i total kapital kommer hovedsakelig som økning av leasingforpliktelsen, trafikkavregningsgjelden og gjeld til leverandører. Når det kommer til omsetningen ser vi at Norwegian også her har hatt høy vekst, men at denne har avtatt noe de senere årene. Den høye veksten kommer som en følge av at Norwegian har kapret store deler av det norske markedet i denne perioden, jf. kapittel 4.3.4. Den avtagende veksten skyldes naturlige begrensinger på hvor stor andel av det norske markedet Norwegian kan kapre. Det kan fra Figur 6.1 se ut til at kapitalen som trengs for å finansiere vekst i omsetning er sterkt økende, i alle fall så lenge Norwegian ønsker en omsetningsvekst på dette nivået.

Hos SAS ser vi at de har hatt en betydelig nedgang i total kapitalen. Dette skyldes svært svake resultater, jf. kapittel 6.2.2, som blant annet har ført til at SAS har solgt unna det meste av eiendelene som ikke var knyttet til flydrift (selskaper, eiendom osv.). Samtidig ser vi at

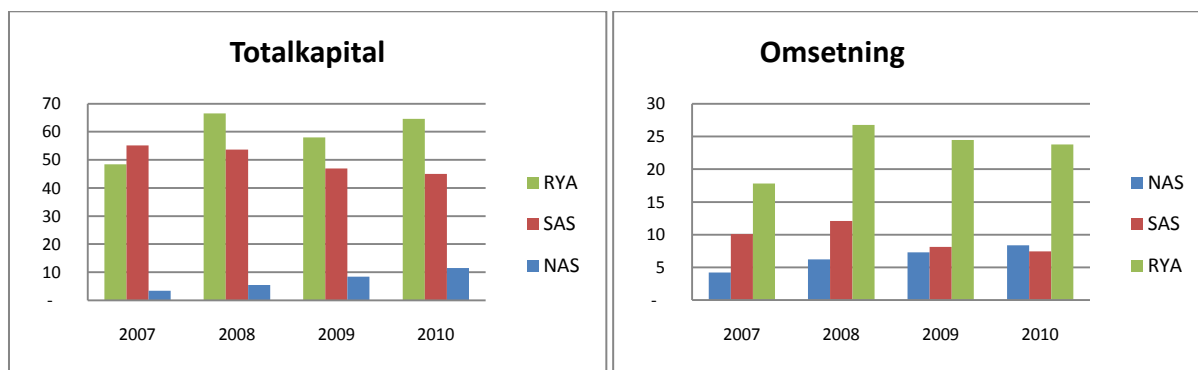
selskapet har hatt betydelig nedgang i omsetningen, noe som skyldes sterk konkurranse fra blant annet Norwegian, jf. 4.3.4. For Ryanair ser vi at totalkapitalen har moderat vekst, mens veksten i omsetningen er svært avtagende i perioden. Veksten i totalkapital kommer av at selskapet har god lønnsomhet, men lav omsetningsvekst kan komme av at potensialet for vekst innenfor deres eksisterende markeder er begrenset. Likevel kan det hende at omsetningsveksten til Ryanair er sterkt påvirket av finanskrisen og at den avtagende veksten dermed er forbigående.

Fra de absolutte tallene i Figur 6.2 er det liten tvil om at Norwegian blir lillebror i denne sammenhengen, men Norwegians høye vekst gjør at de likevel utgjør en betydelig trussel. Tallene til SAS vitner om at de har problemer med å opprettholde sin konkurranseevne, og at de taper penger. Dette er selvsagt et stort problem for SAS, men dette gir også andre flyselskaper muligheten til å utnytte situasjonen. For Ryanair viser de absolutte tallene at totalkapitalen i NOK er noe økende, på tross av at EUR i denne perioden har svekket seg en del mot NOK. Vi ser også at veksten i omsetning er avtagende, slik at veksten i totalkapital kan tyde på at kapitalen blir utnyttet dårligere. Her vil det dermed kanskje være snakk om en alternativkostnad. Denne alternativkostnaden burde i så måte vært tatt med som en kostnad i analysen, men dette har vi ikke gjort. Vi velger bare å påpeke dette faktum, samt informere om at Ryanair faktisk betaler utbytte til sine aksjonærer (Schultz, 2010)

Figur 6.1 Totalkapitalvekst og omsetningsvekst



Figur 6.2. Totalkapital og omsetning i absolutte tall i milliarder kroner



## 6.2.2 Rentabilitetsanalyse

I forrige kapittel så vi på utviklingen i vekst, samt selskapenes omsetning og totalkapital. Dette var for å få en bedre forståelse av hvordan utsiktene til selskapene er, og en bedre forståelse av de nøkkeltall vi nå skal se på. I dette kapitlet skal vi se på nøkkeltall for lønnsomhet. Vi vil først starte med de viktigste nøkkeltallene for å gi et overblikk av lønnsomheten. Deretter vil vi dekomponere noen av disse nøkkeltallene, slik at vi får en enda bedre forståelse av hva disse nøkkeltallene viser. Alle våre nøkkeltall baserer seg på de normaliserte regnskapene og balansene.

Nøkkeltallene som fremgår i Figur 6.3 er beregnet slik:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet (TKR)} = \frac{\text{Årsresultat før rentekostnader og skatt}}{\text{Total kapital}}$$

$$\text{Egenkapitalrentabilitet (EKR)} = \frac{\text{Årsresultat før skatt}}{\text{Egenkapital}}$$

$$\text{Driftsrentabilitet (DR)} = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Netto driftsrelaterte eiendeler}}$$

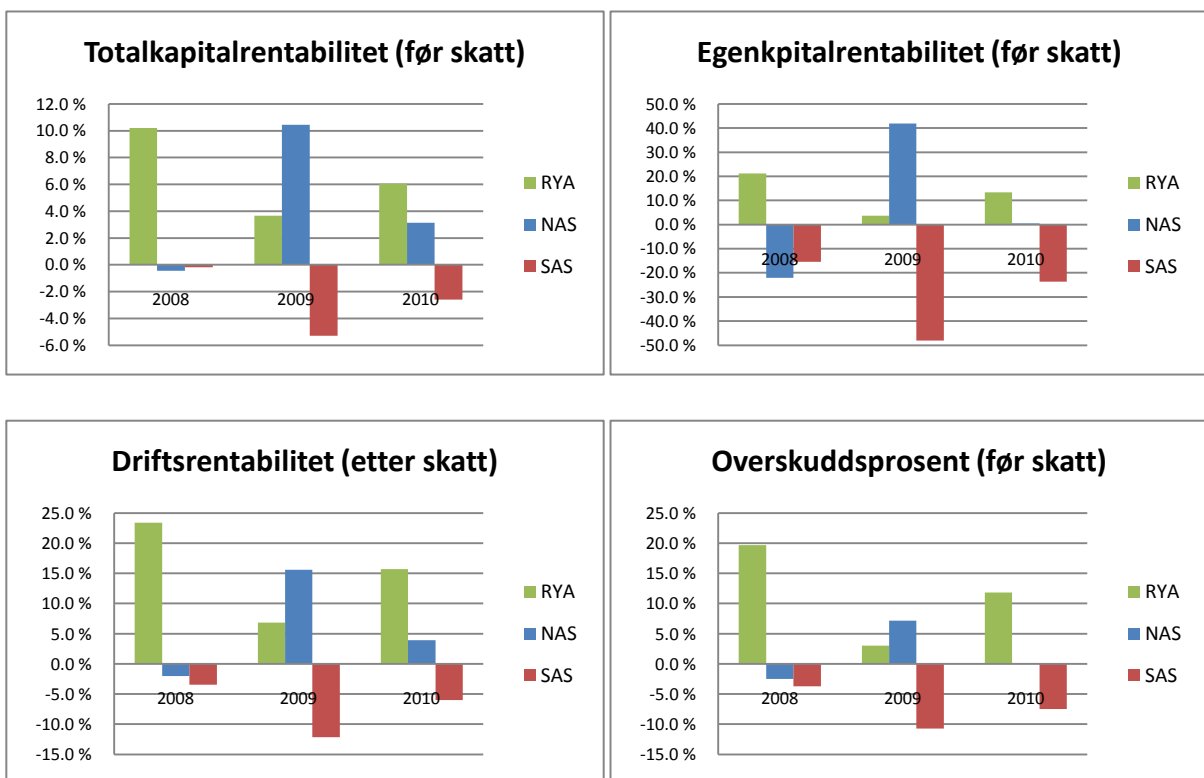
$$\text{Overskuddsprosent} = \frac{\text{Årsresultat før skatt}}{\text{Omsetning}}$$

Fra Figur 6.3 ser vi at alle rentabilitetene til Norwegian varierer veldig fra år til år, fra svært negativ til svært positiv. Grunnen til dette er at selskapet er i svært sterk vekst. De er dermed ganske sårbar for uforutsette hendelser, som for eksempel finanskrisen, vulkanutbrudd og så videre. Ryanair derimot ser vi tjener penger hvert år og var mindre påvirket av finanskrisen.

Dette skyldes selskapets lave billettpriser, noe som gjør dem mye mindre sensitiv ovenfor en konjunkturedgang, jf. Figur 2.9. Til tross for dette ser vi at under finanskrisen i 2008 (regnskapsår 2009), sliter Ryanair med å klare en total kapitalrentabilitet som er klart høyere enn den risikofrie renten. Investorene fikk altså ikke spesielt godt betalt for å ta risiko. SAS på sin side sliter svært og taper penger hvert år. Noe av skylden for dette er selvsagt at Norwegian og andre lavprisselskaper har kapret store markedsandeler fra SAS.

Overskuddsprosenten til alle flyselskapene varierer en del, noe som gjenspeiler hvor usikker flybransjen er. Det som derimot er ganske interessant, er at overskuddsprosenten for bransjen er relativt lav, jf 4.2.1. Dette betyr at en relativt liten prisøkning på billettprisene og/eller tilleggsproduktene, vil gi store utslag på bransjens lønnsomhet. Dette betyr dermed at det for enkelt selskaper vil være mulig å tjene gode penger, forutsatt at man har noe innvirkning på prissettingen i markedet. For eksempel vil Norwegianians posisjon som eneste lavprisaktør, i et duopol, ha gode muligheter til å oppnå høy lønnsomhet.

**Figur 6.3 Oversikt over ulike nøkkeltall for lønnsomhet**



## Dekomponering av total kapitalrentabilitet

Total kapitalrentabilitet kan dekomponeres slik:

$$\text{TKR} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Omsetning}} * \frac{\text{Omsetning}}{\text{Total kapital}}$$

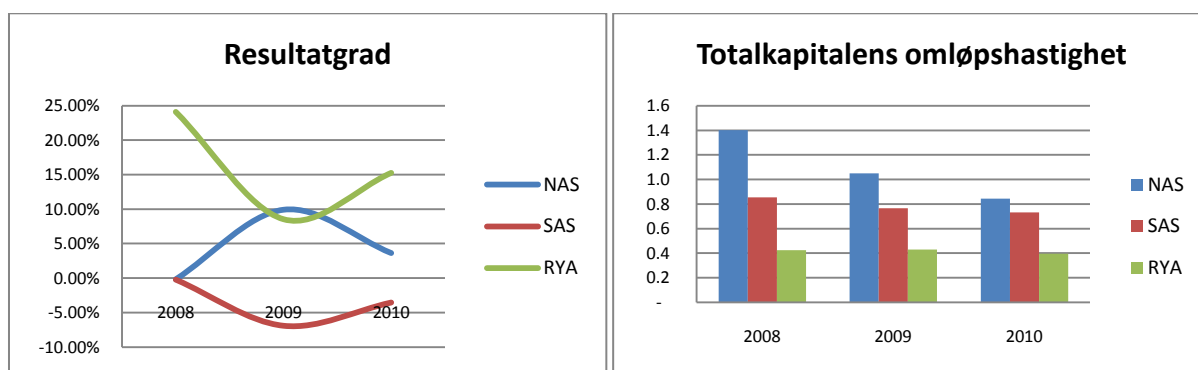
Årsresultatet i forhold til omsetning gir oss resultatgraden, mens omsetning i forhold til total kapitalen gir oss kapitalens omløpshastighet. Total kapitalrentabiliteten kan dekomponeres ytterligere, men dette vil vi ikke vise her, da dette ikke tilførte oss noe verdifull informasjon.

For Norwegian (se Figur 6.4) synker total kapitalens omløpshastighet en del fra år til år, og dette er et lite varselssignal for Norwegian. Omsetningen har altså lavere veksttakt enn total kapitalen, dette skyldes blant annet at billettprisene har falt en del i perioden. Det at Norwegian fremdeles har høyere omløpshastighet enn de øvrige selskapene er derimot et pluss, og forteller oss at Norwegian trenger mindre total kapital for å opprettholde sin omsetning. Resultatgraden til Norwegian er heller ikke spesielt dårlig med hensyn til den veksten selskapet har, og det faktum at vi nettopp har vært gjennom en finanskriser. For både SAS og Norwegian ser vi at total kapitalens omløpshastighet relativt sett er høy, men fallende. For SAS betyr dette at omsetningen faller raskere enn total kapitalen. Dette er et varsko for SAS, da vi vet at total kapitalen for selskapet er synkende, jf. Figur 6.1. Mye tyder på at SAS har problemer med konkurranseevnen sin, da omsetningen og total kapitalen blir redusert for hvert år. Dette støttes også av at SAS sin resultatgrad er negativ i hele denne perioden. Ryanair har derimot stabil omløpshastighet og relativt god resultatgrad tatt perioden og bransjen i betraktning. Videre er det et poeng at Ryanairs forholdstall faktisk er svært gode, når man tar hensyn til at vi nettopp vært gjennom en finanskriser og at selskapet har god vekst. Det kan derimot nevnes at finanskrisen hadde større innvirkning på SAS og Ryanair enn på Norwegian, grunnet Norwegians sterke posisjon i Norge. For SAS var finanskrisen nærmest katastrofal, og selskapet hadde gått overende om ikke eierne hadde stilt opp med mer kapital, jf. kapittel 6.4.

For bransjen generelt ser vi at resultatgraden er varierende og relativt lav, samtidig som omløpshastigheten i bransjen er sterkt synkende. En slutning vi kan dra fra Figur 6.4 er at risikoen i bransjen ser ut til å være høy, samtidig som at SAS ser ut til å ha store problemer med lønnsomheten.



Figur 6.4 Dekomponering av totalkapitalen



### Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

I dette kapittelet ligger hovedfokuset vårt på hva de ulike flyselskaperenes gjeldsandel og gjennomsnittlig gjeldsrente er. Vi har gått i dybden på egenkapitalrentabiliteten, men kun funnet disse to faktorene interessante. Dermed vil vi her dekomponere egenkapitalrentabiliteten slik:

$$\text{EKR} = \text{TKR} + \text{TKR} * \frac{\text{Gjeld}}{\text{Eiendeler}} - \text{gj. snitt gjeldsrente} * \frac{\text{Gjeld}}{\text{Eiendeler}}$$

I den perioden vi her ser på, har det vært en del emisjoner i Norwegian og SAS. Vi har valgt å ikke behandle dette ytterligere, men velger å påpeke at disse selskapene har eiere som stiller opp for selskapene sine. Når det kommer til gjelden, er flybransjen en litt spesiell bransje. Dette kommer av at mye av gjelden til selskapene er rentefri gjeld til leverandører og kunder, samt en rekke billige finansieringsformer grunnet sikkerhet i flyene. Når det kommer til bokført egenkapital er denne relativt lav, dette grunnet tilgang på relativt billige lån og lav lønnsomhet, jf. 4.2.1. Denne effekten ser vi fra Figur 6.5 hvor flyselskapene har relativt høy gjeldsgrad og relativt lav gjennomsnittlige gjeldsrente.

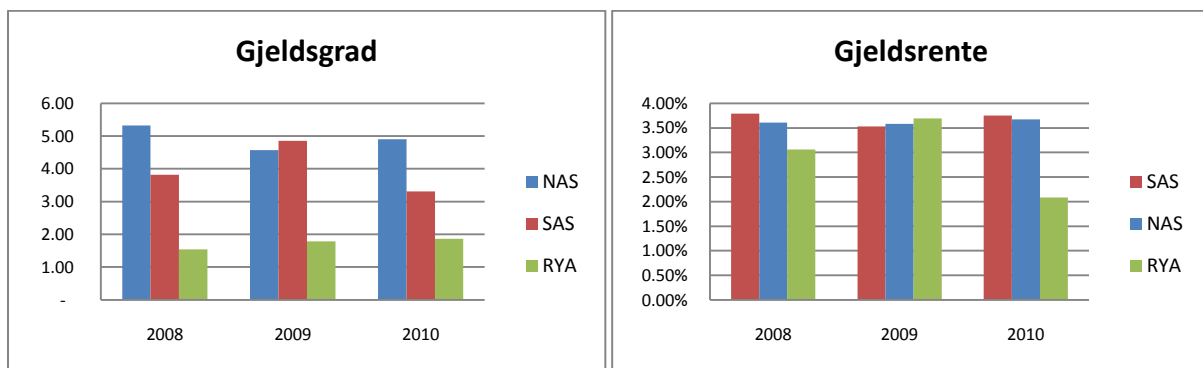
Det at Norwegians gjeldsgrad har holdt seg stabil de siste årene, samtidig som de har hatt høy vekst i totalkapitalen, betyr at gjelden i absolutte termer har økt kraftig. Økningen i gjeld er likevel kontrollert, da det meste av økning skyldes anskaffelse av nye fly, grunnet høy etterspørsel. Økningen i gjelden kommer derfor gjennom mer leasing av fly, og lån hvor Export-Import Bank of the United States (heretter kalt Export-Import Bank) stiller som garantist. Den økningen i kapasitet som de nye flyene gir, bidrar også med å øke rentefri gjeld (trafikkavregningsgjeld og leverandørgjeld). Det faktum at det er mulig å finansiere vekst på denne måten, er årsaken til at Norwegian klarer å holde gjeldsrenten stabilt lav, jf. Figur 6.5.

Leasingselskapene og Export-Import Bank tar sikkerhet i flyene, slik at rentekostnadene er relativt lave og varierer lite mellom flyselskapene.

For SAS ser vi at gjeldsandelen har sunket noe det siste året, noe som betyr at de har styrket sin soliditet. Dette er et steg i riktig retning for SAS, som gjennom sin dårlige lønnsomhet, sliter med sin finansielle situasjon. Gjeldsrenten til SAS er derimot ikke mye høyere enn hva Norwegian betaler, noe som viser at mye av finansieringen kommer fra rentefri gjeld og finansieringen som har sikkerhet i flyene. Det kan likevel tilføres at SAS har noe langsiktig finansiell gjeld hvor rammevilkårene er gode. Slik vi ser det, kommer dette av at en del av disse lånene er blitt gitt i en tid hvor selskapets finansielle situasjon var bedre, og grunnet restrukturering av gjelden (långiverne har tatt et tap).

Ryanair har derimot betydelig lavere gjeldsgrad gjennom hele perioden og en del lavere gjeldsrente, spesielt i 2010. Dette skyldes at Ryanair er et modent selskap med god lønnsomhet, samtidig som de har valgt en relativt lav risikoprofil. Ryanair eier de aller fleste flyene sine selv og grunnet sin svært gode finansielle situasjon, får de lånt penger til en svært lav rente. Dette kommer av at konkurssansynligheten til Ryanair blir betegnet som svært lav, jf. kapittel 6.6.

Figur 6.5 Oversikt over gjeldsgrad og gjeldsrente



### Dekomponering av netto driftsrentabilitet

En dekomponering av selskapenes netto driftsrentabiliteten, gir svært god og nyttig innsikt om driften. Dette vil være viktig å ha med seg i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og verdsettelsen av Norwegian. Driftsrentabiliteten kan dekomponeres slik:

$$DR = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Omsetning}} * \frac{\text{Omsetning}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Netto driftseiendeler = Driftsrelaterte eiendeler – Driftsrelatert gjeld

Første ledd i ligningen gir oss netto driftsresultat per krone omsatt, og kalles netto driftsmargin. Denne kan dekomponeres videre i en netto driftsmarginanalyse, gjennom ”common size” – resultat. Det andre leddet i ligningen viser selskapets evne til å skape driftsinntekter per krone investert, og kalles omløpet til netto driftseiendel. Denne kan dekomponeres videre i en omløpsanalyse, gjennom en ”common size” – balanse. Vi har foretatt denne videre dekomponeringen, og har kommet frem til at analysen av netto driftsmargin gir svært god innsikt i Norwegian og bransjen. Derfor har vi valgt å skille ut denne analysen i et eget kapittel, kapittel 6.2.3. Derimot ga ikke omløpsanalysen noe særlig nyttig kunnskap i forhold til verdsettelsen vi vil gjøre i kapittel 8. Det eneste interessante vi fikk ut fra denne analysen, var selskapenes utvikling i netto driftseiendeler. Denne utviklingen vil derfor bli presenter senere i dette avsnittet.

#### *Utvikling i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler*

Fra Figur 6.6 ser vi at Norwegian kun i 2008 har en noe negativ netto driftsmargin. Dette er positivt for Norwegian, spesielt da vi vet at dette er en periode hvor selskapet har hatt høy vekst, og vært påvirket av en stor finanskriser. Det at Norwegian kun i 2008 har en noe negativ netto driftsmarginen, kan tyde på at dette er noe Norwegian har kontroll på, og at prisen for høy vekst er akseptabel. Utviklingen av omløpet til de netto driftseiendelene er derimot sterkt avtagende. Hver krone Norwegian investerte i 2008 ga hele 3,6 kroner i omsetning, mens tallet for 2010 var på 1,8. Det at tallet er avtagende mener vi likevel ikke er spesielt negativt, da dette kommer av svært høye investeringer til videre høy vekst. Vi ser også at Norwegian til tross for avtagende omløpshastighet, synes å ligge noe over nivået i bransjen, noe som er positivt for selskapet. For SAS registrerer vi at de i hele perioden har negativ netto driftmargin, og avtagende omløpshastighet på netto driftseiendeler. Dette er ikke et godt tegn for SAS og forteller oss at driften går svært dårlig. Ryanair viser derimot at de har en stabil og lønnsom drift, med positiv netto driftmargin og hvor omløpet til netto driftseiendeler er stabil.

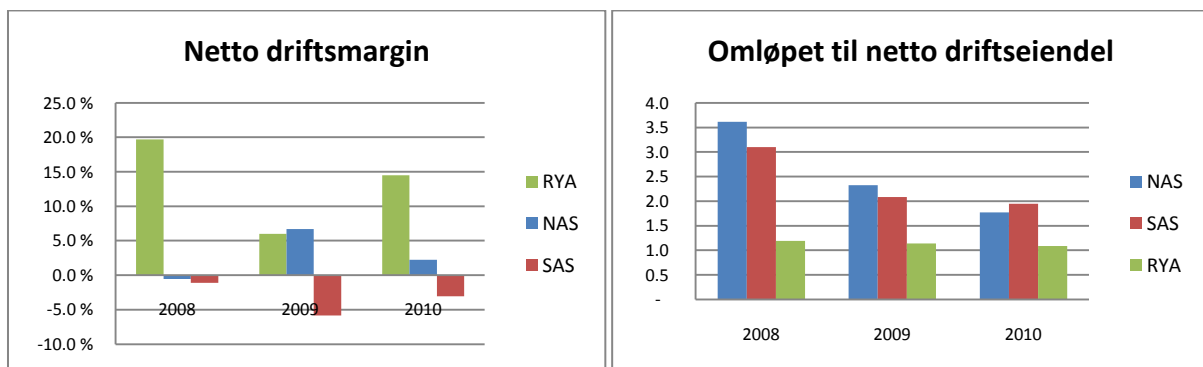
#### *Utvikling i netto driftseiendeler*

Den delen av omløpsanalysen vi mener kan være viktig å trekke frem, er utviklingen av selskapenes netto driftseiendeler. Netto driftseiendeler er differansen mellom driftsrelaterte eiendeler og driftsrelatert gjeld. Netto driftseiendeler sier noe om hvor mye kapital som trengs for å drifte selskapet. Fra Figur 6.7 ser vi at netto driftseiendeler for Norwegian er sterkt økende, men at den har vært svært lav. I forhold til de to andre flyselskapene har faktisk netto driftseiendeler vært svært lave. Vi kan illustrere dette ved å sammenligne selskapenes netto

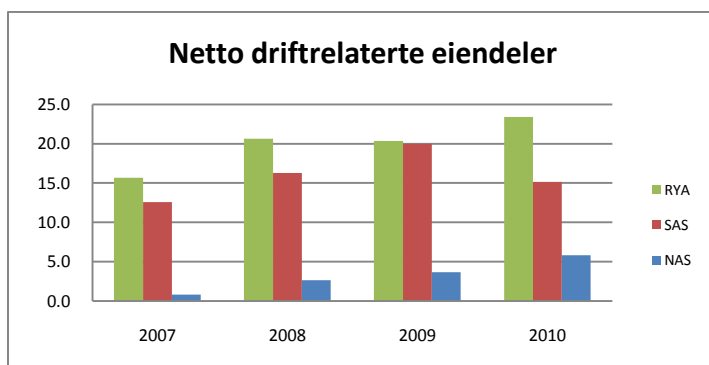
driftseiendeler med antall passasjerer. Vi vet at Norwegian fløy 13,0 mill passasjerer i 2010 med netto driftseiendeler på NOK 3100 mill, mens SAS fløy 25,2 mill passasjerer i 2010 og hadde netto driftseiendeler på NOK 18 000 mill. Ryanair på sin side fløy 66,5 mill passasjerer og hadde netto driftseiendeler på NOK 24 000 mill. SAS fløy dermed dobbelt så mange passasjerer, men med netto driftseiendeler på nesten seks ganger så mye. Ryanair fløy derimot litt over fem ganger flere passasjerer, men med netto driftseiendeler på nesten åtte ganger så mye som Norwegian. Norwegian har altså lavere netto driftseiendeler enn både SAS og Ryanair, men utviklingen kan tyde på at Norwegian vil begynne å nærme seg nivået til SAS og Ryanair. Norwegianers netto driftseiendeler tror vi vil fortsette å stige i årene fremover, og dette er noe vi må ta hensyn til når vi beregner WACC i kapittel 7.

I det følgende kapittelet vil vi gjøre en netto driftsmarginanalyse, både for å få frem selskapenes relative utvikling i regnskapsposter, og for å gi en bedre innsikt i netto driftsmargin. Vi foretar altså en dypere analyse av netto driftsmargin, for å få bedre innsikt i de senere års drift. Kapittel 6.2.3 vil, sammen med kapittel 4, danne et godt grunnlag for utarbeidelsen av fremtidsregnskap, som igjen vil være viktig for den endelige verdsettelsen i kapittel 8.

Figur 6.6. Dekomponering av netto driftsrentabilitet



Figur 6.7 Netto driftrelaterte eiendeler



### 6.2.3 "Common size" - resultat

I dette kapittel vil vi se på utviklingen i ulike regnskapsposter i forhold til omsetningen, noe som vil gi en god innsikt i utviklingen til Norwegian og bransjen. Her foretar vi altså en netto driftsmarginanalyse, ved å gjøre en "common size" analysen av driftsresultatet.

#### **Inntekter**

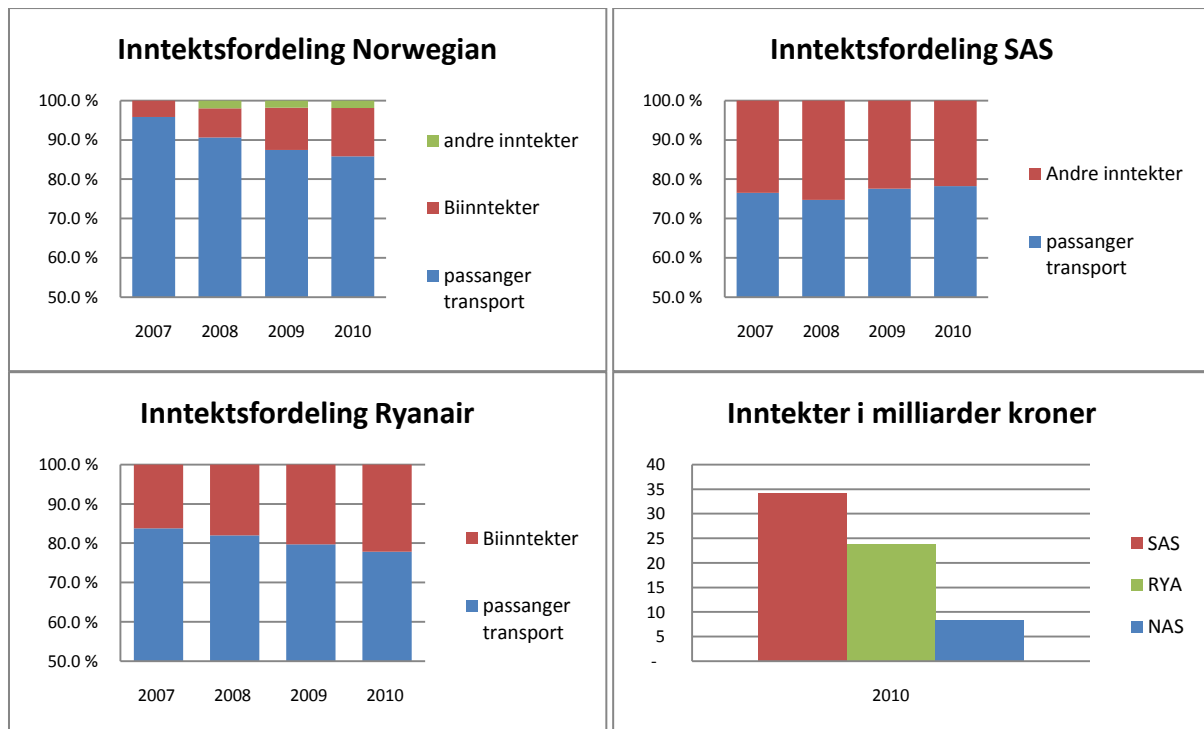
I inntekstpostene til de tre selskapene, Norwegian, SAS og Ryanair, registrerer vi en forskjell ved posten biinntekter, jf. Figur 6.8. Dette kommer av at vi her sammenligner to lavprisselskaper og et fullserviceselskap. De biinntektene som SAS regnskapsfører kommer blant annet fra inntekter forbundet med sitt medlemskap i Star Alliance, samt fra catering. Derimot har SAS ingen biinntekter forbundet med selve reisen, hvor kjerneproduktet (persontransport) og tilleggsproduktene (bagasje, setevalg m. m) inngår i billettprisen. For lavprisselskapene Norwegian og Ryanair, kommer biinntektene fra de tilleggstjenestene som ikke inngår i billettprisen. Det at Ryanair får en større andel av sine inntekter fra biinntekter, kommer av at lavprisselskapene har ulikt syn på hvilke tilleggsprodukter som bør skilles ut og hvordan kjerneproduktet og tilleggsproduktene skal prissettes. Ryanair har valgt å skille ut flere slike tilleggsprodukter enn Norwegian, samtidig som Ryanair tar seg noe høyere betalt for tilleggsproduktene. Derimot ser vi av Figur 6.8 at Norwegians biinntekter stadig utgjør en større andel av de totale inntektene. Dette kommer av at de skiller ut stadig nye tjenester, samtidig som prisene på disse øker betydelig mer enn billettprisen.

Utviklingen i biinntekter har gått i samme retning for Norwegian og Ryanair de siste årene, ved at biinntekter utgjør en stadig større andel av de totale inntektene. Likevel har Norwegians biinntekter økt kraftigere enn hos Ryanair de siste årene. I 2007 utgjorde biinntektene for Norwegian 4,2 % og 16,2 % for Ryanair, mens tallene for 2010 ligger på 12,3 % og 22,2 % for henholdsvis Norwegian og Ryanair. Norwegian har utskilt enda en inntekt, kalt andre inntekter. Denne posten inneholder inntekter i forbindelse med frakt av post og lignende, som ikke har noe med passasjerene å gjøre. Ryanair har ikke skilt ut denne posten, slik at Norwegians relative utvikling i biinntekter faktisk er enda større. Dette vil vi komme tilbake til når vi estimerer utviklingen i biinntekter i kapittel 8.2.2

Figur 6.8 gir oss også de absolutte tallene fra 2010, hvor vi registrerer at omsetningen til SAS er størst, ca. 45 % høyere enn Ryanairs omsetning, og hele 400 % høyere enn Norwegians omsetning. Tar man hensyn til at Ryanair har 247 fly, SAS har 207 og Norwegian 53, ser vi hvor betydningsfull en markedseksponering mot Norge og Skandinavia er, jf. kapittel 2.3. To

viktige slutninger kan trekkes fra dette, den ene er at service gir høyere betalingsvilje og den andre er at Norwegian ser ut til å være svært produktive i forhold til SAS og Ryanair. Dette da SAS og Norwegian har nesten samme omsetning per fly. Dette vil være viktig kunnskap å ha med seg i kapittel 8 hvor vi skal verdsette Norwegian, for om Norwegian klarer å opprettholde disse resultatene vil verdien av selskapet bli høy.

Figur 6.8 Inntekter i forhold til omsetning



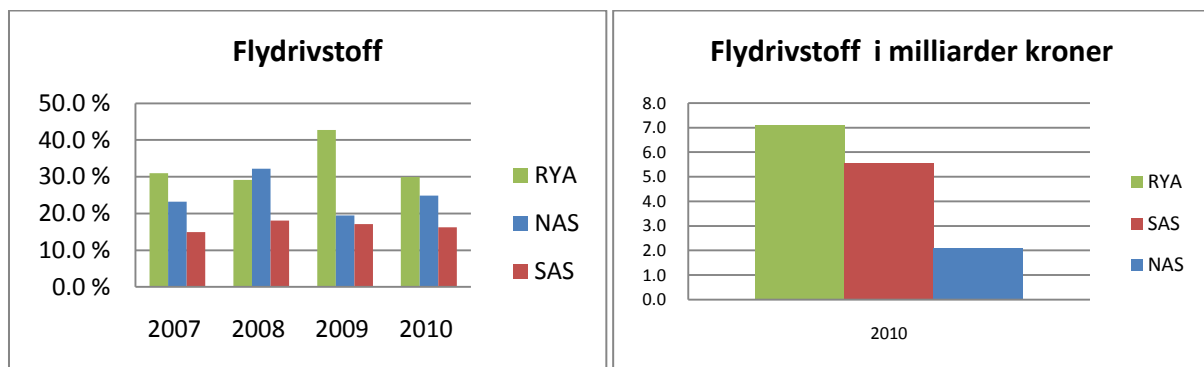
## Kostnader

### Flydrivstoff

Den største kostnadsposten for flyselskaper er som nevnt i kapittel 2.2 flydrivstoff. For Norwegian har andelen av inntektene som har gått med til flydrivstoff vært stabil de senere årene, jf. Figur 6.9. Dette til tross for lavere yield, jf. kapittel 2.2, og høyere oljepris, jf. kapittel 4.1.2. Dette er hovedsakelig grunnet nye fly, men også lengre reiser. For Ryanair ser vi at en større andel av inntektene brukes på flydrivstoff. Dette kommer av at Ryanair i sine markeder opplever sterk priskonkurrans, slik at yielden deres er under sterkt press. For SAS blir selvsagt andelen av inntektene benyttet til flydrivstoff mindre, da deres billettpriser er betydelig høyere. Videre ser vi at alle flyselskapene ble påvirket av de uvanlig høye oljeprisene i 2008. For Ryanair fikk ikke dette effekt før i 2009-regnskapet grunnet forskyvningen av Ryanairs regnskapsår.

Fra de absolutte tallene i Figur 6.9 ser vi at flydrivstoffforbruket ser ut til å være noenlunde korrelert med antall fly selskapene har til disposisjon. Det som derimot ikke kommer frem av tallene nedenfor, er at SAS sin flåte består av langt mer drivstoffkrevende fly. Norwegian og Ryanair har derimot svært nye fly av typen Boeing 737-800, som krever en del mindre drivstoff (15 % – 20 %) enn SAS sine mest drivstoffkrevende fly. Tar man dette til etterretning ser man at Norwegian bruker mer drivstoff per fly enn SAS og Ryanair, noe som blant annet indikerer at Norwegians fly utnyttes mer per dag.

Figur 6.9 Flydrivstoffkostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall



### Flyleasingkostnader

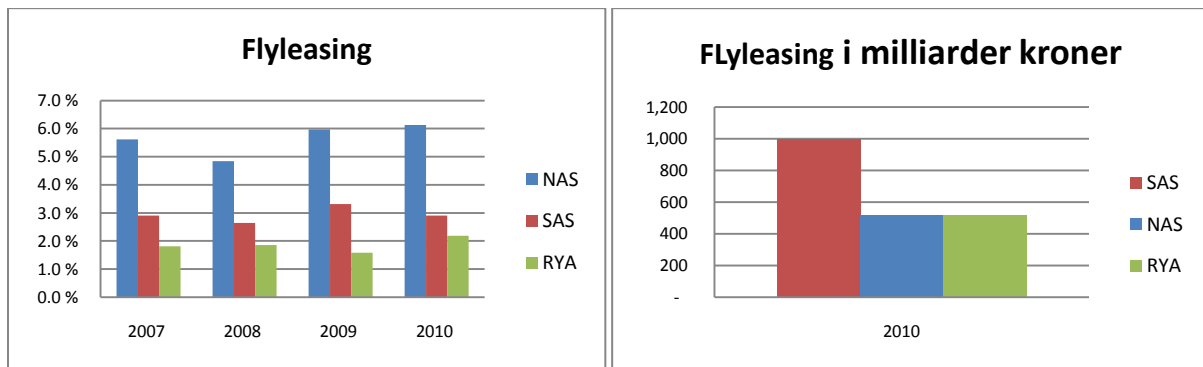
I dette avsnittet om flyleasingkostnader er vi interessert i få frem utviklingen i flyleasingskostnadene til selskapene Norwegian, SAS og Ryanair. Dette er spesielt interessant da denne kostnaden representerer en avskrivningspost. Alternativet for å lease fly er å kjøpe dem selv, noe som hadde ført til at driftskostnaden hadde blitt registrert i form av avskrivninger. Forskjellen, i finansieringsform, ligger her i at flyleasingkostnaden har en årlig kontantstrømeffekt. Mens kjøp av fly hovedsakelig har en kontantstrømeffekt i det året flyet blir kjøpt. Ved å se på flyleasingskostnaden kan vi dermed se størrelsesordenen på driftskostnaden, og den tilhørende kontantstrømmen. Rentekostnadene forbundet med leasingen, inngår selvsagt ikke i denne kostnaden, jf. Kapittel 5.

Kostnadsposten flyleasing har for Norwegian gått noe opp i forhold til inntektene de siste årene, jf. Figur 6.10. Dette til tross for at Norwegian har opplevd kraftig vekst i omsetningen. For SAS og Ryanair har derimot leasingkostnadene vært svært stabile i denne perioden. Forskjellen i flyleasingskostnader mellom selskapene, skyldes at Norwegian i langt større grad benytter seg av leasing som finansiering. Det at Norwegian også velger å benytte leasing for å finansiere sin høye vekst, gir klare utslag i Figur 6.10.

Fra de absolutte tallene i Figur 6.10 ser vi at Norwegian i svært høy grad, benytter leasing som finansiering. Her er det viktig å være klar over at Norwegian er en liten aktør sammenlignet med SAS og Ryanair. Til tross for dette, ser vi at Norwegian i NOK har like høye leasingskostnader som Ryanair, og rundt halvparten av det SAS har i leasingskostnader.

I utarbeidelsen i kapittel 8, blir et fokus på Norwegian's finansiering viktig. Norwegian's ledelse har uttalt at de fremover vil begynne å eie flere fly selv. Dette vil føre til at den finansieringskombinasjonen vi velger i kapittel 8 blir viktig.

Figur 6.10 Flyleasingkostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall



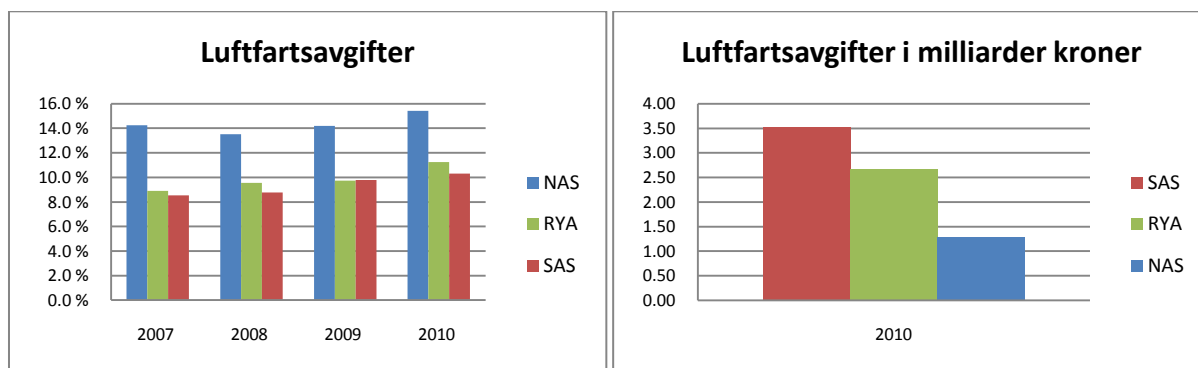
### Luftfartsavgifter

Luftfartsavgiftene for SAS og Norwegian er relativt like per passasjer, da SAS og Norwegian opererer på samme type flyplasser, samt at luftfartsavgifter i høy grad betales per passasjer. I forhold til omsetningen vil derimot SAS sine kostnader være lavere, jf. Figur 6.11, dette på grunn av SAS sine betydelig høyere billettpriser. Ryanair har derimot en god del lavere luftfartsavgifter per passasjer. Dette skyldes at Ryanair i utstrakt grad benytter seg av flyplasser som ligger lengre unna reisemålet enn hovedflyplassene. Disse vil selvfølgelig være billigere å benytte enn hovedflyplasser, noe som medfører en del kostnadsbesparelser for Ryanair (men ikke nødvendigvis for kunden). Ser vi de absolutte tallene i Figur 6.11 i forhold til antall fly, ser vi nok engang at Norwegian flyr flere passasjerer per fly. Dette antyder nok en gang at Norwegian er et produktivt selskap.

Et viktig poeng i denne sammenhengen er at Ryanair sine besparelser i luftfartsavgifter her vil være overførbare til kundene. Observante kunder vil se at billettprisen bare er en del av den totale reisekostnaden, noe som vil kunne føre til at disse vil foretrekke andre flyselskaper som flyr til mer sentrale flyplasser. Fokuset SAS har i sin markedsføring går nettopp på det at konkurrentenes billettpriser kun utgjør en del av reisekostnaden.



Figur 6.11 Luftfartsavgifter i forhold til omsetning og i absolutte tall

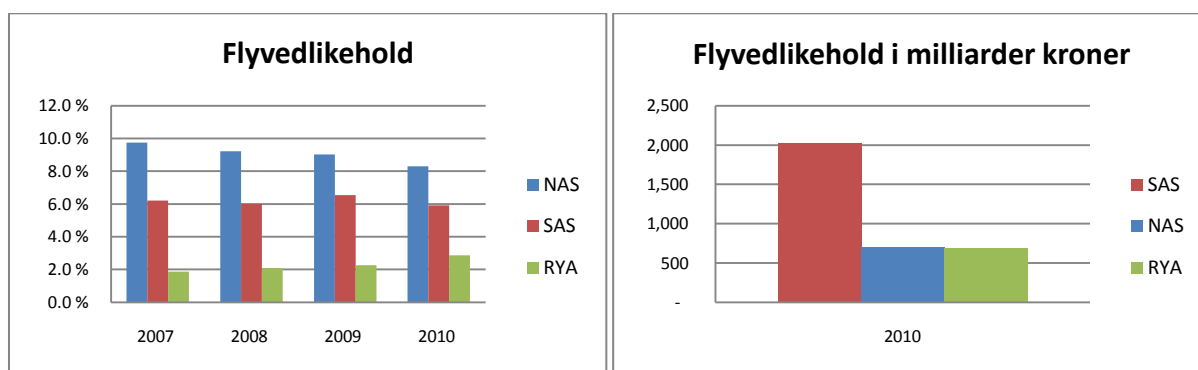


### *Flyvedlikeholdskostnader*

Norwegians flyvedlikeholdskostnader som andel av omsetning ligger høyere enn for både Ryanair og SAS, jf. Figur 6.12, men de har en nedadgående trend. Dette kommer av at Norwegian har byttet ut en del av sine gamle fly og at selskapet har begynt å konsentrere seg om kun én flytype (stordriftsfordeler). Fra de absolutte tallene ser vi derimot at SAS har betydelig større vedlikeholdskostnader enn både Ryanair og Norwegian (spesielt i forhold til pr fly). Dette kommer av at SAS har mange eldre fly og mange forskjellige typer fly. Flyflåten til SAS er altså en del dyrere å vedlikeholde pr fly i forhold til Norwegian, men på grunn av betydelig høyere billettpriser vil de i forhold til omsetning bli lavere. SAS er i gang med å fornye sin flyflåte, for å få redusert kostnadene sine, men vil også i fremtiden ha behov for å ha variert flyflåte. En variert flyflåte, for eksempel småfly, gjør at SAS kan fly mindre trafikkerte ruter, samt tilpasse valg av fly i forhold til antall solgte billetter på en avgang. Dette er en strategi som vil kunne vise seg å være fordelaktig i et marked hvor stadig flere lavprisselskaper får innpass.

Strategien til Norwegian og Ryanair er derimot å satse på kun en type fly (Boeing 737-800). Dette for blant annet å kunne redusere sine vedlikeholdskostnader, noe trenden i kostnadsposten til Norwegian viser. For Ryanair utgjør flyvedlikeholdskostnadene kun 2,9 % av omsetning i forhold til 8,3 % hos Norwegian. Det at Ryanair bruker så lite av omsetningen sin på vedlikehold er imponerende, faktisk er dette så imponerende at vi har problemer med å forstå hvordan dette er mulig. Ut fra de opplysningene Ryanair selv gir, virker det som om de er usedvanlig gode på å få mest mulig ut av sine ressurser i forbindelse med vedlikehold. Det som derimot er mer sannsynlig, er at noe av dette gapet mellom Ryanair og Norwegian kan forklares ved en kombinasjon av lavere utnyttelsesgrad på flyene og at noe av Ryanairs vedlikeholdskostnader er belastet andre kostnadsposter. Likevel vil langt fra hele gapet kunne bli lukket, slik at Ryanair ser ut til å ha et komparativt fortrinn her.

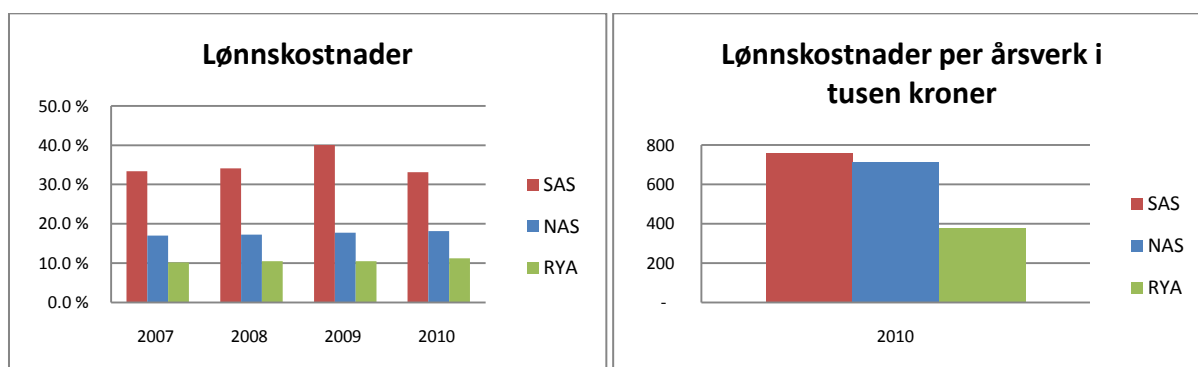
Figur 6.12 Flyvedlikeholdskostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall



### Lønnskostnader

Lønnskostnadene i forhold til omsetning har steget noe de senere årene for Norwegian, jf. Figur 6.13, dette grunnet generell høy norsk lønnsvekst, samt flere ansatte i administrasjonen. SAS derimot har stabilt svært høye lønnskostnader i forhold til omsetning. Dette grunnet for høye lønninger i organisasjonen, overkapasitet, samt at de aller fleste ansatte kommer fra Skandinavia. De absolutte tallene i Figur 6.13 viser at SAS har høyest gjennomsnittslønn, tett fulgt av Norwegian. Dette til tross for at ca. 70 % av Norwegian's kunder flyr til eller fra Norge, jf. kapittel 2.3. Norwegian har dermed betydelig flere norske ansatte enn SAS. Faktisk er nesten 90 % av Norwegian's ansatte norske, mens kun 1/3 av SAS sine ansatte er norske, resten kommer fra Danmark og Sverige. SAS sine lønninger blir dermed for høye, da de ikke blir kompensert for dette av sine kunder på samme måte som Norwegian. SAS har derimot forbedret situasjonen noe de senere årene ved å redusere lønningene, men har fremdeles et stykke igjen. Ryanair på sin side har svært lave lønnskostnader. Dette grunnet et helt annet lønnsnivå i Europa, samt at Ryanair gir sine ansatte få goder og til dels utnytter sine ansatte (Gran, 2010).

Figur 6.13 Lønnskostnader i forhold til omsetning og per årsverk



I dette kapitlet har vi sett på utviklingen i de viktigste regnskapspostene. Dette for å bedre vår innsikt i kostnadsdriverne i Norwegian og bransjen. Dette vil bli viktig i forhold til fremtidsregnskapet i kapittel 8. Samtidig har denne gjennomgangen gitt dypere innsikt i driften, og dermed i netto driftsmargin.

### 6.3 Likviditetsanalyse

I forrige kapittel forsøkte vi å skaffe oss en bedre innsikt i driften, mens vi i dette kapitlet er interessert i å få innsikt i selskapets evne til å betale sine forpliktelser, etter hvert som de forfaller. Har ikke selskapet penger til å betale kreditorene i tide, vil man stå i fare for å måtte legge ned driften, uavhengig av lønnsomheten. I en likviditetsanalyse kartlegges altså sannsynlighet for at et selskap på kort sikt skal komme i likviditetsskvis med fare for konkurs. For å få denne innsikten vil vi her beregne noen nøkkeltall som sier oss noe om hvordan likviditeten til Norwegian og bransjen er.

Nøkkeltallene er beregnet slik:

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

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 3} = \frac{\text{Bankinnskudd, kontanter o. l.}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Kontantstrøm fra drift per salgskrone} = \frac{\text{Kontantstrøm fra drift}}{\text{Omsetning}}$$

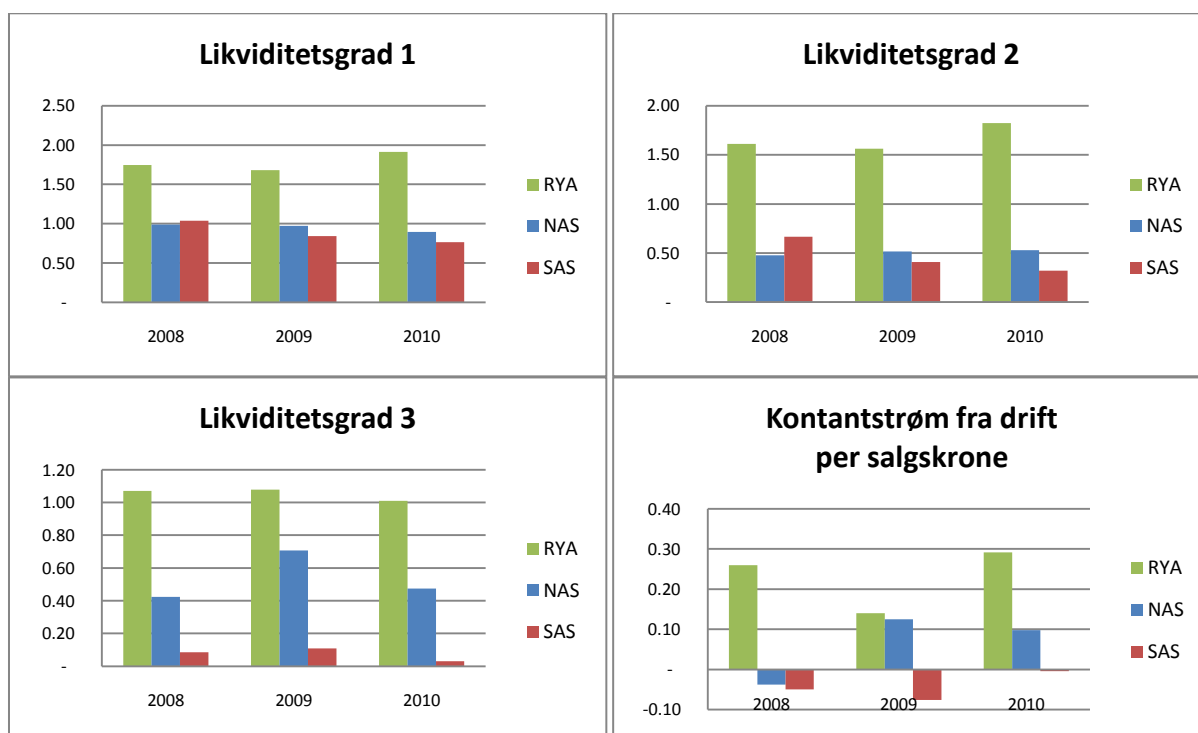
Fra Figur 6.14 ser vi at Norwegian har en negativ utvikling i likviditetsgrad 1, samtidig som tallet er svært lavt. I utgangspunktet sier litteraturen at dette normtallet bør være større enn 2, slik at over halvparten av omløpsmidlene er finansiert av langsiktig gjeld (Eklund og Knudsen, 2003). For flyselskapene vet vi derimot at mye av den kortsiktige gjelden er finansiert av kunder og leverandører, slik at vi kan godta en noe lavere likviditetsgrad. Likevel ligger Norwegian under 1 i likviditetsgrad 1, dette er noe for lavt. For SAS ser vi at likviditetsgrad 1 er enda lavere, noe som er spesielt problematisk da vi også vet at SAS taper mye penger på driften hvert eneste år, jf. kapittel 6.2.2. For Ryanair derimot registrerer vi at likviditetsgraden ligger opp i mot 2, noe som tyder på svært god likviditet for et flyselskap. Dette henger selvsagt sammen med at Ryanair over tid har tjent gode penger.

Ser vi på tallene for likviditetsgrad 2, ser vi at denne er stabil for Norwegian, men likevel noe for lav. Normtallet for denne er 1 noe både Norwegian og SAS er et godt stykke fra å innfri (Eklund og Knudsen, 2003). Dette er ikke et spesielt godt tegn for verken Norwegian eller SAS, men er likevel mer problematisk for SAS da de taper penger på driften. Selv om det lave forholdstallet ikke er helt bra for Norwegian heller, vet vi at dette er noe de kan forbedre dersom de reduserer veksttakten sin noe. Ryanair viser også her at de har god likviditet.

Fra likviditetsgrad 3 ser vi at både Norwegian og Ryanair har betydelig med bankinnskudd, kontanter og lignende, noe som betyr at de vil ha nok likvider til å betale sine forpliktelser for en god stund fremover. Spesielt interessant er dette for Norwegian, da vårt inntrykk av Norwegians likviditet blir markant forbedret i forholdt til det inntrykket vi fikk fra likviditetsgrad 1 og 2. Ryanair har en svært solid likviditet, og vil nok ikke i nærmeste fremtid oppleve noen likviditetsproblemer. Dette støttes også av at de for første gang betaler ut utbytte i 2010 (Schultz, 2010). SAS på sin side står i fare for å få et alvorlig likviditetsproblem, da samtlige av likviditetsgradene er svært lave og fallende. Dette er selvsagt ingen overraskelse, men viser at lønnsomhetsproblemene deres langt på vei har ført SAS i en likviditetsskvis.

Vi har i denne sammenhengen også valgt å se på kontantstrømmen fra drift i forhold til omsetning, da vi mener dette vil gi økt innsikt i selskapenes likviditet. Figur 6.14 viser oss at både Ryanair og Norwegian klarer å generere penger gjennom driften, noe som er svært viktig for å opprettholde sin betalingsevne på kort og lang sikt. Bildet for SAS endrer seg ikke mye, men viser at de i 2010 ikke lenger har en negativ kontantstrøm fra driften. Dette kan tyde på, om enn svakt, at SAS begynner å bedre sin kontantstrøm fra drift, og således sin likviditet. Det er selvsagt for tidlig å kunne si noe om dette, men det vil være viktig å huske på når vi skal lage fremtidsregnskapet i kapittel 8. Dette fordi SAS da på sikt kan utgjøre en større trussel for Norwegian.

Figur 6.14 Likviditetsnøkkeltall



## 6.4 Soliditet

I forrige kapittel var fokuset på selskapenes evne til å betale sine forpliktelser fortløpende. I dette kapitlet er vi interessert i å få vite noe om selskapets evne til å tåle tap over tid. Er selskapets evne til å tåle tap små, vil dette raskt kunne forplante seg videre til for eksempel selskapets likviditet. I soliditetsanalysen er fokuset altså på den langsiktige kredittrisikoen, altså om selskapet er finansiert slik at den evner å tåle tap over tid. Her vil vi vurdere langsiktige kredittrisiko ved forholdstallene egenkapitalprosent og rentedekningsgrad.

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av total kapitalen som er finansiert med egne midler. Tap blir ført mot egenkapitalen og egenkapitalen fungerer derfor som en buffer for fremtidige tap og konkurs. Egenkapitalen, og dermed soliditeten, forsvinner ved dårlig lønnsomhet. Rentedekningsgraden viser selskapets overskudd i forhold til renteforpliktelsene, (gjeldsrenter) og er et uttrykk for evnen til å påta seg økte renteforpliktelser med dagens lønnsomhetsnivå. Nøkkeltallene er beregnet ut ifra disse formlene:

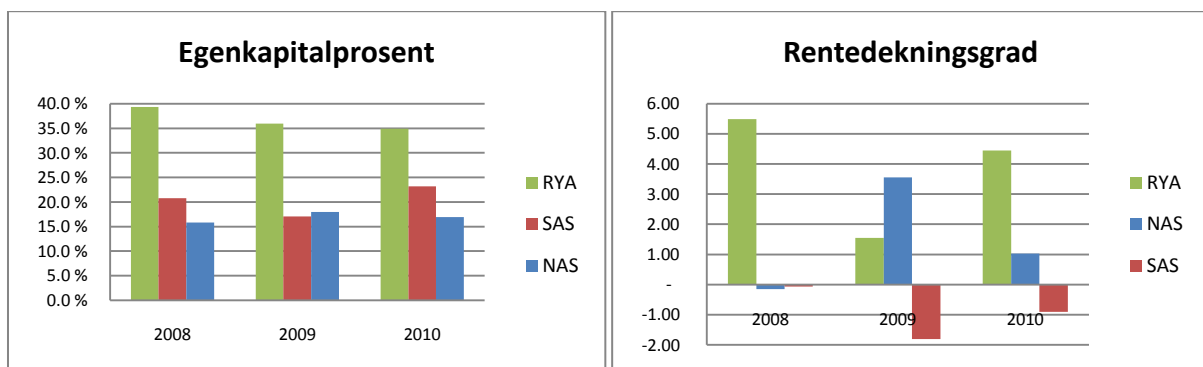
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{Gjeld}}$$

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnad}}{\text{Finanskostnad}}$$

Ut ifra forholdstallene i Figur 6.15 ser vi at Norwegian og SAS sin egenkapitalprosent er svært lav i forhold til Ryanair. Egenkapitalprosenten til Norwegian og SAS, er også svært lav i forhold til gjennomsnittet på Oslo børs som er på 40 % (SSB, 2011b). Det som derimot taler til Norwegianers fordel, er at de ikke ser ut til å ha særlig problemer med å få betalt rentekostnadene sine. Eierne i Norwegian har også flere ganger vist at de stiller opp ved en emisjon om dette er nødvendig. Likevel er det viktig å huske på at Norwegian har planer om å kjøpe en god del nye fly de neste fire årene, slik at egenkapitalprosenten vil bli en god del lavere. Dette fordi ledelsen i Norwegian har gitt signaler om at den kraftige veksten vil kunne finansiere seg selv. Vi tror selskapet vil klare å finansiere seg selv, men dette vil være avhengig av en forbedring i rentedeckningsgraden.

I forbindelse med estimeringen av avkastningskravet i kapittel 7, vil Norwegianers lave egenkapitalprosent ha stor betydning for hvordan vi vurderer risikoen i selskapet. For SAS er situasjonen betydelig verre, da de ikke engang klarer å dekke rentekostnadene sine gjennom driften. Dette er svært alvorlig og vil mest sannsynligvis føre til at de går konkurs om ikke eierne stiller opp med enda mer kapital. Forholdstallene til Ryanair er derimot på et helt annet nivå enn Norwegian og SAS, med en egenkapitalprosent på 34,9 og en rentedeckningsgrad på 4,45, dette gjør selskapet svært solid. Vi har tidligere kommentert, jf. kapittel 6.2.1, at noe av kapitalen til Ryanair kan representere alternativkostnader. Det faktum at Ryanair har betydelig høyere egenkapitalprosent enn Norwegian og SAS, mener vi kan tyde på at de er for solide. Altså at den høye egenkapitalen kan representere en alternativkostnad, men dette velger vi som før å se bort ifra.

Figur 6.15 Egenkapitalprosent og Rentedeckningsgrad



## 6.5 Finansieringsstruktur

I dette kapitlet vil vi se på finansieringsstrukturen til selskapene, dette for å bedre innsikten i hvordan kapital er anskaffet og hvordan den er anvendt. Vi vil her foreta en strømningsanalyse, samt se på utviklingen i nøkkeltallene Finansieringsgrad 1 og Finansieringsgrad 2.

Finansieringsgrad 1 forteller oss i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert, mens Finansieringsgrad 2 beskriver i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Hoff (2005) sier at forholdstallet for Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1 og at forholdstallet for Finansieringsgrad 2 bør være større enn 1. Dette kommer av at den langsiktige kapitalen bør finansiere den minst likvide delen av omløpsmidlene. Finansieringsgradene blir beregnet ut fra disse formlene:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Egenkapital} + \text{Langsiktig gjeld}}$$

$$\text{Finansieringsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Finansieringsgradene til Norwegian viser at Norwegian benytter seg av noe kortsiktig gjeld for å finansiere anleggsmidlene, jf. Figur 6.16. Som vi tidligere har vært inne på er kundene og leverandørene til Norwegian med på å finansiere mye av driften. Dette betyr at disse forholdstallene ikke er spesielt problematiske. Strømningsanalysen, jf. Tabell 6.1, viser at 47 % av Norwegians finansielle omløpsmidler (altså NOK 606 mill) er finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Det å finansiere de finansielle omløpsmidlene med kortsiktig finansiell gjeld er relativt dyrt. Dette kommer av at rentekostnadene forbundet med kortsiktig finansiell gjeld, vil være høyere enn ved en tilsvarende finansiering med langsiktig kapital.

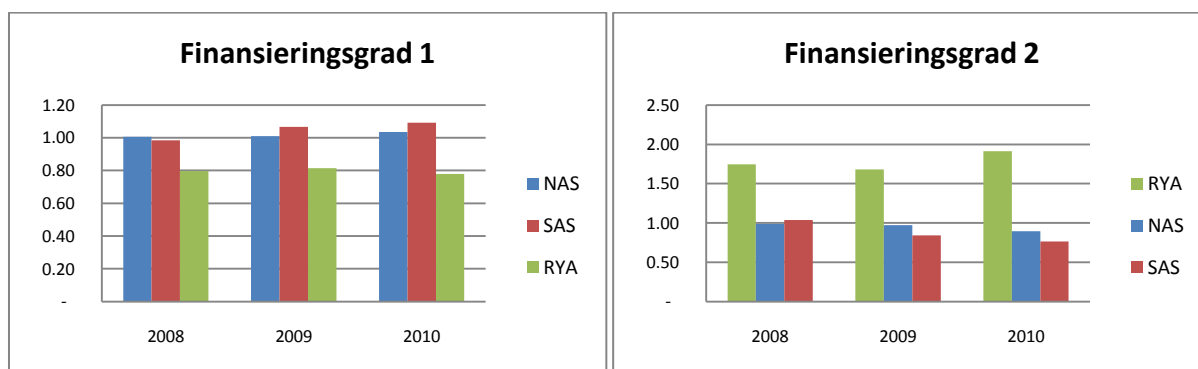
Strømningsanalysen viser dermed, tydeligere enn finansieringsgradene, at Norwegian med fordel kan øke den langsiktige finansieringen. Det kan også påpekes at tendensen, jf. Figur 6.16, i finansieringsgradene viser at finansieringen forverrer seg noe over perioden. Dette er noe som bør være et varselsignal for Norwegian.

For SAS ser vi at ingen av finansieringsgradene er spesielt gode, samtidig som de forverrer seg over perioden. Dette tyder på at SAS bør vurdere å gjøre endringer i sin finansiering, om dette er mulig. Det at SAS har for mye kortsiktig gjeld i forhold til langsiktig finansiering, støttes også av finansieringsmatrisen. Fra finansieringsmatrisen kan vi påpeke at 90 % av SAS sine finansielle omløpsmidler er finansiert ved kortsiktig gjeld. Dette viser tydelig at SAS sin

finansieringsstruktur er særlig problematisk. For Ryanair ser vi nok en gang at de har gode forholdstall, der mye av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Fra finansieringsmatrisen registrerer vi dessuten at Ryanair er på et helt annet nivå når det kommer til finansiering. Dette kommer tydelig frem ved at kurven i matrisen går betydelig raskere i bunn, samt at den kortsiktige finansielle gjelden kun finansierer 12 % av de finansielle omløpsmidler. Ryanair har altså en svært god finansiering.

Betydningen av lån fra kunder og leverandører, ser vi tydelig fra finansieringsmatrisen. Fra finansieringsmatrisen ser vi at 18 % av totalkapitalen er finansiert ved kortsiktig driftsrelatert gjeld i Norwegian. For SAS og Ryanair er tallene henholdsvis 20 % og 15 %.

Figur 6.16: Finansieringsgrad 1 og 2



Tabell 6.1 Finansieringsmatriser

**Norwegian (mill NOK)**

	EK		LDG		LFG		KDG		KFG		TE	
DAM	1 686	28 %	250	4 %	3 998	67 %					5 934	60 %
FAM					1 576	86 %	259	14 %			1 835	18 %
DOM							884	100 %			884	9 %
FOM							688	53 %	606	47 %	1 294	13 %
TK	1 686	17 %	250	3 %	5 574	56 %	1 831	18 %	606	6 %	9 947	100 %

**SAS (mill SEK)**

	EK		LDG		LFG		KDG		KFG		TE	
DAM	12 914	43 %	4 989	17 %	12 174	40 %					30 078	54 %
FAM					9 906	73 %	3 675	27 %			13 582	24 %
DOM							6 984	100 %			6 985	13 %
FOM							535	11 %	4 553	90 %	5 088	9 %
TK	12 914	23 %	4989	9 %	22 079	40 %	11 194	20 %	4 553	8 %	55 732	100 %



Ryanair (mill EUR)												
	EK		LDG		LFG		KDG		KFG		TE	
DAM	2 637	65 %	265	7 %	1 124	28 %					4 026	53 %
FAM					721	100 %					721	10 %
DOM					131	100 %					131	2 %
FOM					1 208	45 %	1 141	43 %	323	12 %	2 672	35 %
TK	2 637	35 %	265	4 %	3 184	42 %	1 141	15 %	323	4 %	7 550	100 %

## 6.6 Syntetisk rating

Tidligere i dette kapittelet har vi forsøkt å få frem hvordan Norwegian, SAS og Ryanairs finansielle stilling har vært. Dette for å kunne ha en formening om hvordan deres finansielle stilling vil utvikle seg, noe som vil være viktig i utarbeidelsen av fremtidsregnskap og deretter i verdsettelsen av Norwegian. I dette kapittelet er vi derimot interessert i å finne ut hvilken betydning den selskapsesifikke risikoen vil ha for selskapenes kredittrating, altså konkurssansynlighet, og hva kredittmarkedet ville krevd i rente på gjelden.

Den selskapsesifikke risikoen kan avdekkes ved en analyse av virksomhetens likviditet og soliditet, jf. kapittel 6.3 og 6.4, som vi kan oppsummere gjennom en syntetisk rating (Knivsflå, 2009). Vi velger i denne sammenhengen å benytte den syntetiske ratingen til Standard & Poors. Dette for å få frem den risiko som er forbundet med selskapene og dermed hvilken kredittrisikopremie lånegiverne forventer. Ut fra denne kredittratingen kan vi dermed beregne hvilken lånerente flyselskapene kan forvente dersom de må ut i kapitalmarkedet for å hente penger.

I følge Norges offentlige utredninger nr. 7 om statens forretningsmessige eierskap mener Nærings- og handelsdepartementet (2004) at det i utgangspunktet vil være naturlig å ta utgangspunkt i en gjeldsbeta på 0. Dette da mesteparten av kreditorenes risiko i et normalår er selskapsesifikk, og derfor diversifiserbar. Da beta reflekterer konjunktorell avkastningsrisiko, vil det likevel være rimelig å anta at beta vil være av betydning for selskapslån av dårligere kvalitet (middels til dårlig rating). Årsaken til dette er at misligholdsrisikoen for denne typen lån vil variere med konjunktorene. Mesteparten av kredittpremien vil likevel reflektere selskaps- eller bransjespesifikk variasjon i forventet misligholdstap. For lån av lavere kvalitet (middels til lav) vil det dermed være naturlig å øke lånerenten noe i forhold til markedspremien.

### Standard & Poors syntetiske rating

Tabell 6.2 viser hvordan Standard & Poors foretar den syntetisk rating basert på forholdstall. Tabellen viser også ratingens tilhørende konkurssansynlighet og kredittrisikofaktor. Ved å

bruke de forholdstallene vi tidligere har beregnet i dette kapittelet, kan vi gjøre en syntetisk rating som vi kan bruke til å skaffe oss en formening om hva lånerenten til de ulike flyselskapene bør være. For resultatene se Tabell 6.3.

Tabell 6.4 viser oppsummeringen av denne simulerte ratingen, hvor vi har valgt å legge mest vekt på det siste årsregnskapet. Resultatet av den syntetiske ratingen viser at vi har ratet Norwegian, SAS og Ryanair til henholdsvis B, CCC- og BBB+. I følge Standard & Poors vil en slik rating føre til at Norwegian og SAS vil ha en konkurssannsynlighet på henholdsvis 6,1 % og 45 %, mens Ryanair vil ha en konkurssannsynlighet på rundt 0,3 %. Ryanair karakteriseres dermed som en lånetaker av høy kvalitet, mens Norwegian og SAS karakteriseres som henholdsvis lånetagere av lav og dårlig kvalitet.

### **Konsekvensene av syntetisk rating**

I Tabell 6.5 har vi på bakgrunn av den syntetiske ratingen beregnet hva en passende lånerente til flyselskapene vil være. For Norwegian og Ryanair har vi valgt å sette gjeldsbetaen til 0, da vi mener at den konjunkturrelle avkastningsrisikoen vil være liten for et selskapslån til disse. Dette med bakgrunn i resultatene hittil i kapittel 6, og analysen i kapittel 4. Derimot er det ingen tvil om at en konjunkturrell avkastningsrisiko vil være tilstede for SAS. Vi har dermed valgt å legge på 1 % for dette, noe som tilsvarer en gjeldsbeta på 0,2 ved en forventet markedspremie på 5 %. Resultatet blir at forventet lånerente for Norwegian og Ryanair blir på henholdsvis 5,3 %, og 3,6 %. Dette er ikke spesielt uventet og står i samsvar med de analysene vi har gjort i kapittel 4 og 6. Når det gjelder SAS sin rente på 19,6 % kan denne forklares ved svært høy konkurssannsynlighet og de faktorene vi nevnte i kapittel 6.2.2 om forskjellene på eksisterende og ny gjeld.

Tabell 6.2: Standard & Poors rating basert på forholdstall (hentet fra Knivsfå (2010))

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkursansynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,1000
	<b>8,900</b>	<b>11,600</b>	<b>0,895</b>	<b>0,308</b>		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,1500
	<b>4,600</b>	<b>4,825</b>	<b>0,755</b>	<b>0,216</b>		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,2500
	<b>2,350</b>	<b>2,755</b>	<b>0,550</b>	<b>0,131</b>		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,4000
	<b>1,450</b>	<b>1,690</b>	<b>0,380</b>	<b>0,082</b>		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0136	0,6000
	<b>1,050</b>	<b>1,060</b>	<b>0,270</b>	<b>0,054</b>		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0608	1,0000
	<b>0,750</b>	<b>0,485</b>	<b>0,175</b>	<b>0,026</b>		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3,0000
	<b>0,550</b>	<b>-0,345</b>	<b>0,105</b>	<b>-0,002</b>		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9,0000
	<b>0,450</b>	<b>-1,170</b>	<b>0,030</b>	<b>-0,030</b>		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27,0000
	<b>0,350</b>	<b>-1,995</b>	<b>-0,100</b>	<b>-0,058</b>		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1 000,0000

Tabell 6.3 Simulering av syntetisk rating

	2008		2009		2010		Vektet snitt
Likviditetsgrad 1 NAS	0,99	B+	0,97	B+	0,89	B	B
Likviditetsgrad 1 SAS	1,04	B+	0,84	B+	0,77	B-	B
Likviditetsgrad 1 RYA	1,75	BBB	1,68	BBB	1,91	BBB	BBB
Rentedekningsgrad NAS	-0,15	CCC	3,56	A	1,03	B+	B+
Rentedekningsgrad SAS	-0,06	CCC	-1,81	C-	-0,90	CC	CC-
Rentedekningsgrad RYA	5,48	A	1,55	B+	4,45	A	A
Egenkapitalprosent NAS	0,16	CCC+	0,18	B-	0,17	CCC+	CCC+
Egenkapitalprosent SAS	0,21	B	0,17	CCC+	0,23	B	B
Egenkapitalprosent RYA	0,39	BBB-	0,36	BB+	0,35	BB+	BB+
Netto driftsrentabilitet NAS	-0,02	CC	0,16	A	0,04	B	B
Netto driftsrentabilitet SAS	-0,03	CC-	-0,12	D	-0,06	D+	D+
Netto driftsrentabilitet RYA	0,23	AA-	0,07	BB	0,16	A	A

Tabell 6.4: Totalrating av Norwegian, SAS og Ryanair

	2008	2009	2010	Total rating
Rating NAS	CCC+	BB+	B	B
Rating SAS	CCC	CC	CCC-	CCC-
Rating RYA	A-	BB+	BBB+	BBB+

Tabell 6.5 Beregnet lånerente

	NAS	SAS	RYA
<b>Kredittrisikofaktor</b>	1,00	6,00	0,35
<b>risikofrirente etter skatt</b>	2,7 %	2,7 %	2,7 %
<b>Konjunkturrisiko</b>	0,0 %	1,0 %	0,0 %
<b>Kreditrisikopremie</b>	2,7 %	16,9 %	0,9 %
<b>Beregnet lånerente</b>	5,3 %	19,6 %	3,6 %

## 6.7 Oppsummering

Fra regnskapsanalysen sitter vi igjen med mye informasjon og kunnskap som vil være viktig for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og verdsettelsen av Norwegian kapittel 8. I dette kapitlet har vi fått forsterket vårt inntrykk fra kapittel 4. Vi har her kommet frem til at Ryanair er et sterkt og konkurransedyktig selskap, at Norwegian er et selskap i sterk vekst og med et stort potensial, mens SAS er lite konkurransedyktig og taper mye penger. En oppsummering av de viktigste tallene følger i Tabell 6.6 nedenfor

Tabell 6.6 Oppsummering av viktige nøkkeltall

	2010		
	NAS	SAS	RYA
<b>Lønnsomhet og vekst</b>			
Vekst i omsetning	14,9 %	-9,3 %	1,6 %
Netto driftsrentabilitet	3,9 %	-6,0 %	15,7 %
Gj.snitt gjeldsrente	3,7 %	3,8 %	2,1 %
<b>Likviditet</b>			
Likviditetsgrad 1	0,89	0,77	1,91
Likviditetsgrad 3	0,47	0,03	1,01
K.strøm fra drift per salgskrone	0,10	-0,00	0,29
<b>Soliditet</b>			
Egenkapitalprosent	17,0 %	23,2 %	34,9 %
Rentedekningsgrad	1,03	-0,90	4,45
<b>Kapitalstruktur</b>			
Finansieringsgrad 1	1,03	1,09	0,78
<b>Syntetisk rating</b>			
Konkurssansynlighet	6,1 %	45,0 %	0,3 %

## 7 Avkastningskravet

Etter å ha analysert selskapet, både historisk og i forhold til konkurrenter, vil vi nå gå over til selve verdsettelsen av selskapet. Første del av denne verdsettelsen vil være utarbeiding av avkastningskravet til totalkapitalen.

Ved utarbeidelse av en verdsettelse basert på en kontantstrøm, vil en av de viktigste komponentene være det avkastningskravet man neddiskonterer kontantstrømmen med. Vi vil, som nevnt i kapittel 3.4, basere oss på en nominell kontantstrøm etter skatt til totalkapitalen og dermed et nominelt avkastningskrav etter skatt til totalkapitalen. Når det gjelder tidsperspektivet for avkastningskravet vil dette være det samme som for resten av oppgaven, jf. kapittel 1.5. Dette avkastningskravet, kalt WACC, er et veid snitt av avkastningskravet til egenkapitalen og til gjelden. Vi vil først se på avkastningskravet til egenkapitalen, før vi ser på kravet til gjelden og finner WACC.

### 7.1 Egenkapitalkravet

Avkastningskravet til egenkapitalen skal reflektere den avkastningen en investor kunne ha fått på en investering, med lik risiko. Dette avkastningskravet kompenserer ikke investoren for den usystematiske risikoen, da man antar at denne kan diversifiseres bort. Når det gjelder denne diversifiseringen er det viktig å påpeke at dette bare gjelder veldiversifiserte investorer, og at Norwegians største aksjonær, Bjørn Kjos, er særdeles lite diversifisert. Som nevnt i kapittel 1.5 velger vi å anta at den usystematiske risikoen ikke påvirker avkastningskravet da gjennomsnittsinvestoren er veldiversifisert. For å finne avkastningskravet til egenkapitalen vil vi benytte oss av CAPM-modellen. Denne modellen bruker markedets risikofri rente, markedets risikopremie og aksjen betaverdi for å finne avkastningskravet. Vi vil nå estimere en betaverdi, før vi ser på rente og risikopremie.

#### 7.1.1 Beta

Et selskaps/aksjes beta sier noe om hvor godt avkastningen til aksjen er korrelert med avkastningen til finansmarkedet som helhet. Mer konkret vil det si graden av samvariasjon mellom avkastningen på aksjen og avkastningen på en børsindeks. En beta på 1 vil si at aksjens avkastning i snitt varierer like mye som børsen, altså er like risikofylt som et veid gjennomsnitt av børsens selskaper. En beta over 1 vil si høyere svingninger enn snittet, mens en beta under 1 vil si lavere svingninger.

For å finne et anslag på betaverdien til Norwegian, valgte vi å ta utgangspunkt i Dagens Næringsliv sine børssider. Dette ga en beta på rundt 0,9. Problemet med denne betaen er at den er regnet ut med et tidsperspektiv på ett år. Dette virker lite i forhold til det lange perspektivet en verdsettelse har, og vi velger derfor andre metoder for å estimere en beta.

For å estimere en beta for Norwegian har vi valgt å kjøre en regresjon mellom avkastningen til Norwegian og avkastningen på Oslo Børs i perioden 2006-2011, med månedlige observasjoner. Dette gir resultatene i Tabell 7.1.

**Tabell 7.1. Beta og forklaringsgrad**

<b>Beta</b>	0,88
<b>Forklaringsgrad</b>	0,12
<b>Standardavvik</b>	0,17

Vi ser fra disse resultatene at forklaringsgraden er forholdsvis lav. Forklaringsgraden innebærer at ca 88 % av svingningene i Norwegians kurs kan tilskrives usystematisk risiko. På grunn av den lave forklaringsgraden har vi valgt å bruke en alternativ metode for å finne betaverdien til selskapet

Ved å se på sammenlignbare selskaper i bransjen, og beregne deres egenkapitalbeta, forretningsbeta og kapitalstruktur, har vi estimert en annen beta. Vi har valgt å se på tre lavprisselskaper, Ryanair, Easyjet og Air Berlin, samt fullserviceselskapene Lufthansa og British Airways. Ved hjelp av regresjoner mot hovedindeksen på børsen i selskapenes hjemland, har vi estimert deres egenkapitalbeta. Denne er så omgjort til forretningsbeta ved hjelp av kapitalstrukturen til selskapene. Opplysninger om kapitalstruktur er hentet fra selskapenes årsrapporter og aksjekurser 31.12.2010. For å finne Norwegians egenkapitalbeta, har vi tatt snittet av forretningsbeta i bransjen og omformet til egenkapitalbeta ved hjelp av kapitalstrukturen som vist i formelen under. Vi har vist utregningen for Ryanair under, og resten av resultatene er oppsummert i Tabell 7.2

$$\beta_T = \beta_E * \frac{E}{E + G}$$

Hvor  $\beta_T$  = Forretningsbeta,  $\beta_E$  = Egenkapitalbeta,

$$\frac{E}{E+G} = \text{Egenkapital i forhold til total kapital}$$

For eksempel for Ryanair blir

$$\beta_T = \beta_E * \frac{E}{E+G} = 0,61 * 0,75 = 0,46$$

Tabell 7.2. Konkurrenters egenkapitalbeta, forretningsbeta og kapitalstruktur.

Selskap	Egenkapitalbeta	E/(E+G)	Forretningsbeta	Forklaringsgrad
Ryanair	0,61	0,75	0,46	0,11
Easyjet	0,72	0,97	0,70	0,10
Air Berlin	1,14	0,16	0,17	0,21
Lufthansa	1,13	0,81	0,92	0,55
British Airways	1,28	0,50	0,64	0,25
Snitt	0,98	0,80	0,71	0,25

Som vi ser av Tabell 7.2 er forklaringsgraden til flere av konkurrentene også svært lav og dette reduserer verdien av informasjonen. Vi ser også et klart skille når det kommer til egenkapitalbeta og forklaringsgrad. Med fullserviceselskapene og Air Berlin på den ene siden, og de ekstreme lavprisselskapene på den andre siden. Til tross for de klare forskjellene mellom gruppene og det faktum at Norwegian, rent driftsmessig, heller mer mot lavprisselskapene, har vi valgt å bruke et bransjesnitt på forretningsbetaen til å regne ut egenkapitalbetaen til Norwegian. Med Norwegians kapitalstruktur gir dette oss en egenkapitalbeta på 1,3, noe som er ganske mye høyere enn den betaen som vi fikk ved regresjonen. Regresjonsbetaen hadde som nevnt svært lav forklaringsgrad og vi mener det er flere forhold som gjør at betaen til Norwegian skal være høyere enn regresjonsbetaen. For det første er regresjonsbetaen en beta basert på historiske tall og historisk risiko i aksjen. Vi mener at historisk risiko i dette tilfelle ikke speiler den risikoen som vil være i aksjen fremover, jf. kapittel 6. Med sine aggressive vekstplaner er Norwegian svært sårbare for endringer i økonomien eller andre rammebetingelser. Vi mener Norwegian har en betydelig høyere risiko enn resten av bransjen på dette området, og det kan derfor forsvares at de har en høyere beta enn bransjegjennomsnittet. For det andre skal betaen reflektere risikoen til egenkapitalen til selskapet. Fra kapittel 6 vet vi at selskapet bare har 17 % egenkapital. Dette er i utgangspunktet forholdsvis lavt, og kombinert med massive investeringer i årene som kommer, innebærer det at egenkapitalen er forholdsvis risikofylt og en høyere beta kan dermed forsvares. Med bakgrunn i disse argumentene vil vi bruke en egenkapitalbeta på 1,3 videre i oppgaven.

### **Justering av beta.**

Det er vanlig praksis å justere beta mot 1, delvis for å korrigere for målefeil og delvis fordi betaverdien for en aksje over tid vil tendere mot nøytralitet dvs. betaverdi på 1. For å gjøre denne justeringen brukes ofte en bayesiansk justering med formelen:

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

Hvor  $a=2/3$ .

I Norwegians tilfelle vil dette, med en estimert beta på 1,3, gi en justert beta på 1,2. Det kan derimot diskuteres om Norwegians egenkapitalbeta skal justeres mot 1. Flybransjen som helhet er en svært konjunkturutsatt bransje, og vil således antagelig ha en beta over 1. Norwegian som selskap står, som nevnt over, også ovenfor en periode med sterk vekst og vil således være mer utsatt for svingninger i markedet. Basert på dette mener vi ikke at egenkapitalbetaen skal justeres. Vi velger dermed å bruke 1,3 som estimat på egenkapitalbeta videre i oppgaven, og skal med bakgrunn i denne nå finne avkastningskravet til egenkapitalen.

### **7.1.2 Risikofri rente og markedspremie.**

Når det gjelder valg av risikofri rente vil dette alltid være en avveinings sak. Rent teoretisk skal den risikofrie renten fastsettes i forhold til rentenivået i hver periode. I praksis brukes ofte en felles rente for alle periodene, da det vil være lite hensiktsmessig å operere med forskjellige renter for hver periode. Denne renten skal da representere alle periodene, og det er vanlig å bruke en lang rente fra for eksempel statsobligasjoner. Dette på grunn av det lange perspektivet i verdsettelsen. Statsobligasjoner er, i alle fall i de fleste land, nesten helt risikofrie og dermed godt egnet. Vi har valgt å bruke den 10-årige statsobligasjonsrenten i Norge da norske statsobligasjoner er svært sikre og da 10 år virker fornuftig i forhold til det langsiktige perspektivet. Denne renten var per 31.12.2010 3,68 % nominelt før skatt.

Markedspremien er meravkastningen en investor oppnår ved å investere i markedet fremfor en risikofri plassering. Kinserdal (2010) sier at historisk markedspremie på Oslo Børs mellom 1958 og 2004 er ca. 5,5 % og at dagens premie kanskje ligger litt lavere. Videre sier han at risikopremien i Norge har ligget under snittet i Europa. Fernandez og Baonza (2010) finner i sin undersøkelse, at analytikere i Europa i snitt brukte 5 % som markedspremie. Basert på dette velger vi å bruke 5 % på markedspremien.



### 7.1.3 Oppsummering

Ved bruk av CAPM-rammeverket og dets formel:

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

hvor

$E(R_I)$  = Forventet avkastning på aksje/ avkastningskrav til egenkapitalen

$R_F$  = Riskikofri rente

$\beta_E$  = selskapets egenkapitalbeta

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

Dette gir oss følgende utregning for egenkapitalkravet:  $E(R_I) = 3,68 \% + 1,3 * 5 \% = 10,18 \%$ , altså et egenkapitalavkastningskrav på ca 10,2 %

## 7.2 Gjeldskravet

I dette kapittel vil vi beregne kravet til den gjelden selskapet har. Vi vil først se på den gjelden selskapet har, for så å estimere kravet til denne gjelden. Vi antar at Norwegians gjeldsbeta er lik null, jf. kapittel 6.6. Dette er en antagelse som uansett ikke får store praktiske konsekvenser.

### 7.2.1 Gjeld

Fra selskapets balanse ser vi at Norwegian har en del finansiell gjeld, dvs. gjeld som ikke direkte kan knyttes mot driften. Selskapet har også en del finansielle eiendeler, blant annet en stor kontantbeholdning. Forskjellen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler kalles netto finansiell gjeld og det er denne gjelden som skal tas med når vi regner ut WACC. Basert på hva vi mener er finansiell gjeld og finansielle eiendeler har vi satt opp utregningen i Tabell 7.3, som viser netto finansiell gjeld. Som vi ser av tabellen har Norwegian negativ netto finansiell gjeld, altså netto finansielle eiendeler.

Tabell 7.3 Netto finansiell gjeld

<b>Netto finansiell gjeld (i millioner)</b>	
Finansielle leasing eiendeler	31
Finansielle eiendeler holdt for salg	3
Investeringer i tilknyttede selskap	142
Forskuddbetaling Boeing kontrakt	2 003
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 156
Pensjonsforpliktelse	-687
Pensjonsmidler	402
Langsiktige finansielle lån	-1 964
Finansiell leasing gjeld	-20
Kortsiktig finansiell lån	-521
Derivater	-15
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>-499</b>

Som forklart i kapittel 5 har selskapet også leasingforpliktelser, og grunnet de netto finansielle eiendelene, er dette den eneste rentebærende gjelden selskapet har. Fra Tabell 5.1 ser vi at selskapet har 4 874 millioner i leasingforpliktelse. Samlet rentebærende gjeld blir da

$$4\,874 \text{ millioner} - 499 \text{ millioner} = 4\,375 \text{ millioner}$$

og det er dette tallet vi vil ta med oss videre i utregningen av WACC.

### 7.2.2 Gjeldsrente

Som nevnt over har ikke Norwegian noe netto finansiell gjeld bortsett fra sine leasingforpliktelser. For å finne gjeldsrenten må vi derfor finne renten på leasingforpliktelsen. Den vanlige metoden for dette er å bruke renten fra den finansielle leasingen. Fra Norwegians årsrapport for 2010 finner vi at renten på den finansielle leasingen er 5,6 %. Årsrapporten viser også renter for resten av Norwegians forpliktelser blant annet finansieringen av flykjøpene. Denne finansieringen har en rente på 5,4 %. Dette er lån, som på samme måte som leasingen, har sikkerhet i eiendelene det er lånt for og vi kan dermed anta at risikoen for leasingforpliktelsen er omtrent den samme som for disse. Med bakgrunn i disse to finansieringsformene har vi valgt å gå videre med en rente på de operasjonelle leasingforpliktelsene lik de finansielle leasingforpliktelsene på 5,6 %.

### 7.3 Totalkapitalens avkastningskrav

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen vil vi som nevnt bruke WACC formelen.

$$WACC = (1 - t) * \left(\frac{D}{E + D}\right) * K_D + K_E * \left(\frac{E}{E + D}\right)$$

t= Skattesats

D= Netto finansiell gjeld til markedsverdi

E= Egenkapital til markedsverdi

$K_D$ = Kravet til gjelden

$K_E$ = Kravet til egenkapitalen

Når det gjelder kapitalstrukturen forutsetter WACC-formelen en konstant gjeldsgrad. Som nevnt i kapittel 6 har selskapet forholdsvis lav bokført egenkapitalprosent, samt at denne forventes å synke frem mot 2014. Dette har vi tatt til etterretning i kapittel 7.1.1, ved beregning av beta. Vi kan dermed her forutsette at kapitalstrukturen blir uendret gjennom perioden. For skattesatsen vil vi bruke 28 %. Dette gir følgende utregning:

$$WACC = (1 - 0,28) * \left(\frac{4375}{3630 + 4375}\right) * 5,6 \% + 10,2 \% * \left(\frac{3630}{3630 + 4375}\right) = 6,82 \%$$

Altså en WACC på 6,8 %.

## 8 Fremtidsregnskap for Norwegian

Med bakgrunn i den kunnskapen vi har tilegnet oss til nå i oppgaven, spesielt i kapittel 4 og 6, skal vi nå utarbeide fremtidsregnskapet for Norwegian. For å komme frem til en kontantstrøm til totalkapitalen vil vi bruke oppsettet i Tabell 3.1. Dette oppsettet innebærer å finne en EBIT, for så å trekke fra skatten og legge tilbake avskrivninger, samt kalkulatoriske leasingrenter. Videre vil vi justere for endringer i arbeidskapital for å komme frem til kontantstrømmen fra drift. Fra denne blir det så trukket ut investeringer og endringer i leasingforpliktelsen, for å finne nominell kontantstrømmen til totalkapitalen etter skatt. Disse kontantstrømmene blir så neddiskontert med avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt, for å komme frem til en endelig verdi. Dette vil vi komme tilbake til i kapittel 8.5.

Norwegian har hatt en sterk vekst helt siden oppstarten av distanseflyvningene, og denne veksten er ventet å fortsette i årene som kommer. Vi har valgt å dele opp vår verdsettelse i tre perioder. Den første perioden gjelder 2011-2014. Her vet vi, fra selskapets 4. kvartalsrapport 2010, hvor mange fly selskapet vil anskaffe og hvordan disse skal finansieres, jf. Figur 4.7. Vi vil på bakgrunn av dette gjøre detaljerte beregninger av inntekter og kostnader.

Neste periode er 2015-2020. I denne perioden har vi opplysninger om antall fly fra andre kilder (Norwegian, 2010a) og våre egne antagelser. Estimerer på inntekter og kostnader i denne perioden vil delvis være basert på de samme forhold som i foregående periode, og delvis andre antagelser grunnet noe lavere vekst i kapasiteten. Fra 2020 og utover vil det være vanskelig for oss og si noe konkret om utviklingen og vi har derfor antatt 2,5 % langsiktig vekst i kontantstrømmen til totalkapital, basert på Norges Banks langsiktige inflasjonsmål (Norges Bank, 2011b).

For å komme frem til vårt anslag på kontantstrømmen vil vi først se på utviklingen i nøkkelparametere som fly, ASK og kabinfaktor. Disse vil så bli brukt i estimeringen av inntekter og kostnader som vil ende opp med et estimat på EBITDA. Oppsettet for regnskapet er basert på Norwegians årsregnskap og inneholder følgende poster:

Tabell 8.1. Oppsett for regnskap Norwegian

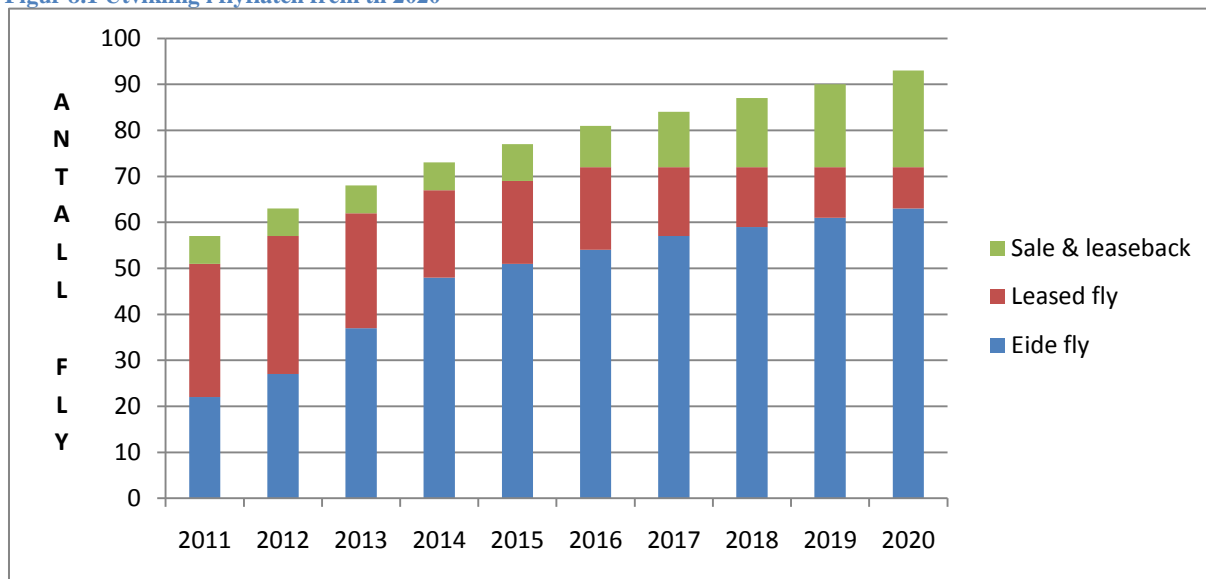
<b>Driftsinntekter</b>	<b>Kapittel</b>
Passasjertransport	8.2.1
Biinntekter	8.2.2
Andre inntekter	8.2.3
<b>Totale driftsinntekter</b>	
<b>Driftskostnader</b>	
Salg og distribusjonskostnader	8.3.1
Flydrivstoff	8.3.2
Flyleasing	8.3.3
Luftfartsavgifter	8.3.4
Handling	8.3.5
Flyvedlikehold	8.3.6
Andre flykostnader	8.3.7
Lønnskostnader	8.3.8
Andre administrative kostnader	8.3.9
<b>Totale driftskostnader</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>8.3.10</b>

## 8.1 Utvikling i nøkkelparametre

### 8.1.1 Utvikling i flyflåten

Som nevnt over bygger mye av våre estimater på antall fly som selskapet disponerer. Dette da antall fly bestemmer kapasiteten til selskapet og fordi mange av kostnadene er avhengig av antall fly, og antall produserte setekilometer (ASK). Vi vil derfor først forklare våre prognoser for antall fly. Som nevnt oppgir selskapet antall fly de vil få levert fra 2011 til 2014 i sin 4. kvartalsrapport i 2010, jf. Figur 4.7. Ifølge pressemeldingen fra 21.10.2010 vil selskapet motta 5 fly i 2015 og 4 fly i 2016. For årene 2017-2020 har vi antatt at selskapet vil innløse alle sine resterende opsjoner hos Boeing, og at flyene vil bli levert jevnt fordelt utover perioden. Når det gjelder finansiering av flyene har vi antatt at en del av flyene vil bli gjenstand for såkalte Sales & Leaseback avtaler. Dette er avtaler hvor Norwegian selger flyene til et leasingselskap og leaser de tilbake. Dette er i tråd med selskapets strategi om å diversifisere sin finansiering av flyflåten (Norwegian, 2010b). Disse forutsetningene gir utviklingen av flyflåten for Norwegian frem mot 2020 som vist i Figur 8.1.

Figur 8.1 Utvikling i flyflåten frem til 2020



### 8.1.2 Utvikling i antall produserte setekilometer (ASK)

Flere kostnadsposter er enten direkte eller indirekte avhengig av hvor mange setekilometer (ASK) selskapet produserer. For å finne ut hvor mange ASK selskapet kommer til å produsere i årene frem mot 2020, har vi lagt til grunn utviklingen i ASK per flysete i perioden 2006-2010. Denne viser en klar stigende tendens, noe som kan forklares delvis ved høyere utnyttelse av flyene, og delvis ved lengre reiser som fører til flere ASK per tidsenhet. Vi tror at denne utviklingen vil fortsette. En grunn til dette er at selskapet med de nye flyene, grunnet mindre vedlikehold, vil ha muligheten til å utnytte hvert fly mer per dag. En annen grunn vil være at stadig flere av selskapets flyvninger går til utlandet, noe som gir lengre reiser med flere produserte ASK per tidsenhet. Begge disse effektene vil være størst i begynnelsen av perioden og vi har med bakgrunn i dette prognostisert utviklingen i ASK per sete som vist i Tabell 8.2. Disse prognosene gir en total økning i ASK per sete i perioden 2010-2020 på ca 30 %, noe som virker fornuftig i forhold til våre beregninger.

Utviklingen i antall flyseter er basert på opplysningene om antall fly og antall seter i de forskjellige flymodellene. Denne utviklingen er oppgitt i Tabell 8.2. Samlet sett gir disse prognosene litt over en dobling av ASK i perioden 2011-2020. Utviklingen i ASK er oppgitt i Tabell 8.2.

Tabell 8.2. Utvikling i ASK per flysete, antall flyseter og ASK.

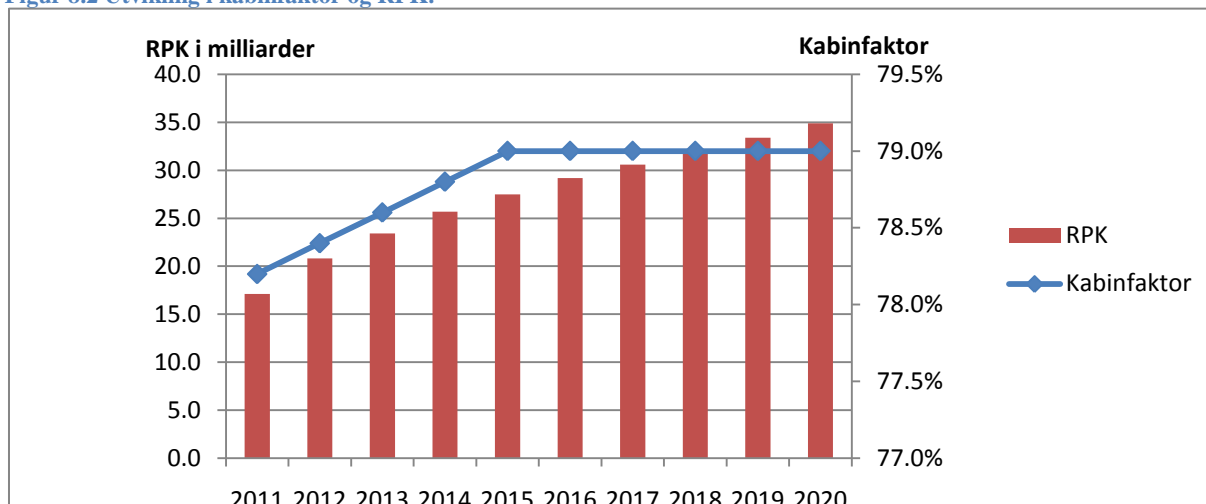
År	%-vis økning i ASK per sete	ASK per sete i tusen	Antall seter	ASK i milliarder
2011	8 %	2140	10222	21,9
2012	6 %	2268	11718	26,6
2013	4 %	2359	12648	29,8
2014	2 %	2406	13578	32,7
2015	1 %	2430	14322	34,8
2016	1 %	2455	15066	37,0
2017	1 %	2479	15624	38,7
2018	1 %	2504	16182	40,5
2019	1 %	2529	16740	42,3
2020	1 %	2554	17298	44,2

### 8.1.3 Utvikling i antall solgte passasjer kilometer (RPK)

Utviklingen i ASK sier noe om hvor mye Norwegian øker sin kapasitet, men for å tjene penger er de avhengige av å fylle opp flyene med passasjerer. Utnyttelsesgraden på flyene, det vil si betalte passasjerkilometer (RPK) dividert på ASK, kalles kabinfaktor. Utviklingen i kabinfaktoren vil være en av de viktigste parameterne for lønnsomheten i Norwegian. Ved å se på kabinfaktoren de siste årene ser vi at denne, etter en sterk økning de første årene, har stabilisert seg på omlag 78 %. Vi mener at denne faktoren vil øke litt de neste årene og siden stabilisere seg rundt 79 %. Hovedårsaken til dette er veksten i markedet, jf. kapittel 2.3.2, og lavere innfasingen av nye fly utover i perioden. Videre mener vi at den jevne utviklingen fra 2005-2010, viser at ledelsen i selskapet har ganske god oversikt over markedsetterspørselen. Vi tror dermed at selskapet ikke vil øke kapasiteten mer enn det de tror markedet kan absorbere, eventuelt som de kan kapre fra konkurrenter. Dette underbygger vår prognose om en relativ jevn utvikling videre, til tross for høy vekst i antall fly i begynnelsen av perioden.

RPK er en funksjon av ASK og kabinfaktoren, og basert på overnevnte faktorer vil vår prognose gi en utvikling i RPK og kabinfaktor som vist i Figur 8.2

Figur 8.2 Utvikling i kabinfaktor og RPK.



### 8.1.4 Utvikling i antall passasjerer

Flere av Norwegians inntekter og kostnader er basert på antall passasjerer, og neste skritt blir dermed å si noe om utviklingen i antall passasjerer. Vi har valgt å prognostisere dette tallet ved hjelp av prognosene for RPK og RPK per passasjer. Prognosen blir understøttet med utregninger om markedspotensialet i de skandinaviske landene, og hvor mye av dette markedet Norwegian klarer å kapre. Ved å se på historisk utvikling i det skandinaviske markedet, jf. Tabell 2.2 og Tabell 2.3, og en antatt vekst på 10-års gjennomsnitt, vil Norwegians kapasitetsøkning tilsvare ca 60 % av veksten i markedet. Dette virker kanskje litt høyt, men samtidig tror vi at Norwegian vil være i stand til å ta markedsandeler fra de andre selskapene, og da spesielt SAS. Det kan også tenkes at en del av den nye kapasiteten blir satt inn i andre land, deriblant oppstart i Finland. Alt i alt virker denne kapasitetsøkningen som noe markedet kan absorbere.

For å kunne prognostisere utviklingen i antall passasjerer, har vi som nevnt sett på utviklingen i RPK per passasjer. Denne viser en sterk stigning i perioden fra 2005-2010, og dette skyldes en økning i antall lengre flyreiser. Som nevnt i kapittel 2.1 startet Norwegian med flyvninger innenriks i Norge, før de etter en stund også begynte å fly lengre turer til utlandet. I kapittel 2.3 nevnte vi at potensialet innenriks i de skandinaviske landene er begrenset og at veksten derfor hovedsakelig vil komme på utenriksflyvninger. Med bakgrunn i dette mener vi at økningen i RPK per passasjer vil fortsette. Vi tror økningen vil være størst de første årene da effekten av de lengre reisene vil få størst utslag i begynnelsen. Vi har valgt en økning på 6 %, litt under det geometriske snittet for de fire siste årene, i 2011 og 2012, og deretter en nedgang til 1,5 % frem mot 2015. Dette da effekten av de lengre reisene som nevnt vil være størst i



begynnelsen av perioden. Utviklingen i RPK per passasjer og antall passasjerer er oppsummert i Tabell 8.3

Tabell 8.3. Utvikling i RPK per passasjer og antall passasjerer

År	%-vis økning i RPK per passasjer	RPK per passasjer	Antall passasjerer i millioner
2011	6,0 %	1121	15,3
2012	6,0 %	1188	17,6
2013	5,0 %	1247	18,8
2014	3,0 %	1285	20,0
2015	1,5 %	1304	21,1
2016	1,5 %	1323	22,1
2017	1,5 %	1343	22,8
2018	1,5 %	1363	23,5
2019	1,5 %	1384	24,2
2020	1,5 %	1405	24,9

## 8.2 Driftsinntekter

Ved hjelp av parameterne som ble estimert i forrige kapittel, vil vi i dette kapittelet estimere inntektene til Norwegian for perioden 2011-2020. Fra oppsettet i Tabell 8.1, ser vi at inntektene fordeler seg på passasjerinntekter, biinntekter og andre inntekter. Fra kapittel 6 om regnskapsanalyse vet vi at passasjerinntektene er den klart største posten, men at biinntektene stadig vokser. Vi har tatt hensyn til, og korrigert for, at post og bagasje har blitt utskilt underveis i perioden og den effekten dette vil ha på passasjerinntektene. Vi vil estimere inntektspostene hver for seg, basert på kunnskap fra kapittel 4 og 6, og vi vil først se på passasjerinntektene.

### 8.2.1 Passasjerinntekter

Norwegians passasjerinntekter avhenger av to faktorer: Antall betalte passasjerkilometer (RPK) de produserer, og hvor mye de får betalt for hver RPK (Yield). For eksempel produserte Norwegian ca 13,8 mrd RPK i 2010 og hadde en yield på 0,52 øre. Dette betyr totale passasjerinntekter på ca 7,2 mrd kroner. RPK vil igjen være avhengig av produserte setekilometer (ASK) og kabinfaktoren ved formelen  $\text{Kabinfaktor} = \text{RPK}/\text{ASK}$ . For 2010 kan vi regne ut kabinfaktoren ved dividere 17,8 mrd ASK på 13,8 mrd RPK for å få en

kabinfaktor på 77,4 %. For analyseperioden vil vi bruke vår estimerte ASK og antatt kabinfaktor til å beregne vår RPK.

Yielden vil avhenge av konkurranseforholdene i markedet og sektorlengden. Lengre sektorlengde, altså hvor lang turen er, vil vanligvis bety lavere yield.

Yielden er den inntekten flyselskapene får per RPK. For Norwegian har denne vist en fallende, men utflatende tendens i perioden 2005-2009, med et stort fall i fra 2009 til 2010. Tendensen kan forklares med en sterk priskonkurranse i markedet, jf. kapittel 4.2.1, og en stadig økende sektorlengde. Dette gir lavere yield per RPK, men også lavere kostnader. For å prognostisere yielden videre, har vi tatt hensyn til at flybransjen har vært gjennom en periode med sterkt fallende priser. Dette prisfallet kommer som en konsekvens av den økte konkurransen, og vil til en viss grad fortsette i årene som kommer. Hvis vi ser på tallene for Norwegian, ser vi at yielden har nærmet seg kostnaden per RPK, slik at en videre nedgang i yielden dermed er avhengig av nedgang i kostnadene. I perioden 2005-2009 har yielden til Norwegian falt med ca 5 % i snitt per år, før den hadde et massivt fall på 13,4 % i 2010. Dette fallet skyldtes antageligvis effektene av finanskrisen og vil derfor ikke være representativt for årene som kommer. Vi har valgt å sette en nedgang på 4,5 % fra 2010 til 2011, og en nedgang på 2 % i perioden 2011-2014. For perioden 2015-2020 har vi antatt en flat utvikling i yield. Dette innebærer en realnedgang på ca 4,5 % de første fire årene, noe som er på linje med perioden 2005-2009, og en realnedgang på 2,5 % resten av perioden.

For å underbygge utviklingen i yield, har vi valgt å se på hva dette vil bety for prisen per billett. Våre antagelser om yielden vil gi en svakt økende pris per billett i hele perioden 2011-2020. Dette virker logisk da en større andel lengre flygninger vil drive billettprisen opp, sammen med en økning av kostnadene, spesielt oljeprisen. Vår prognose på yielden, gjennomsnittsprisen per billett og totale passasjerinntekter er oppgitt i Tabell 8.4.

Tabell 8.4 Utvikling i yield, yield og gjennomsnittlig billettpris

År	Utvikling i Yield	Yield	Billettpris i kroner	Totale passasjerinntekter i mrd
2011	-4.5 %	0,50	560	8 554
2012	-2 %	0,49	582	10 213
2013	-2 %	0,48	598	11 264
2014	-2 %	0,47	604	12 118
2015	0 %	0,47	613	12 942
2016	0 %	0,47	622	13 751
2017	0 %	0,47	632	14 403
2018	0 %	0,47	641	15 066
2019	0 %	0,47	651	15 742
2020	0 %	0,47	661	16 429

### 8.2.2 Biinntekter

Den nest viktigste inntektsposten for Norwegian er biinntektene. Norwegians biinntekter består av inntekter ved passasjerenes betaling for bagasjefrakt, reservasjon av sete og andre inntekter knyttet opp mot flyturen. I fremtiden vil også salg av internettilgang ombord på flyene falle under denne kategorien. På bakgrunn av dette har vi valgt å estimere biinntekter per passasjer videre i oppgaven.

Biinntektene har hatt en svært kraftig økning de 5 årene. Dette skyldes delvis at de før ble regnet som en del av passasjerinntektene, men hovedsakelig som en følge av Norwegians filosofi om valgfrihet, det at du selv skal betale for de tjenester du trenger. Dette medfører at det blir tatt betalt for bagasje, setevalg og andre valg man har når man bestiller billett. Dette er et ledd i Norwegians strategi for å holde billettprisene lave. Denne valgfriheten ble innført med full styrke fra 2007, og regnskapstallene viser en eksplosiv vekst i biinntekter per passasjer i 2008 og 2009, før veksten avtar i 2010. Den korte historikken og sterke veksten til biinntektene, gjør det vanskelig å prognostisere tallet ved hjelp av historien. Fra kapittel 6.2.3 om biinntekter, ser vi at Norwegian har lavere biinntekter i forhold til totale inntekter enn Ryanair. Vi ser også at Ryanair sin andel biinntekter øker. Dette indikerer at også Norwegian sine biinntekter vil kunne øke i årene som kommer. Denne inntekten vil ha et naturlig tak, da det finnes grenser for hvor mye ekstratjenester passasjerene er interessert i å betale for. Samtidig vet vi at Ryanair tar ca. 200 kroner for medbrakt bagasje (Ryanair, 2011), mens Norwegian tar 80 kr (Norwegian, 2011c). Dette betyr at grensen for hvor mye passasjerene er villige til å betale er ganske høy. Samtidig finnes det flere faktorer som tilsier vekst i årene

som kommer. En større andel utenriksreiser, og til dels lengre utenriksreiser enn før, vil øke inntektene fra bagasjebrakt og seterreservasjon. Innføringen av internett om bord på flyene vil også øke inntektene når den gratis prøveperioden er over. Fra Norwegians regnskap ser vi også at de har økt prisene på bagasje uten at dette har påvirket etterspørselen nevneverdig, jf. prisdifferensen mellom Ryanair og Norwegian. Dette kan tyde på en noe uelastisk etterspørsel og dermed muligheter for økt vekst i inntektene. Med bakgrunn i dette har vi prognostisert utvikling i biinntektene per passasjer og totale biinntekter. Dette er vist i Tabell 8.5

**Tabell 8.5 Utvikling i biinntekter per passasjer.**

År	%-vis økning	Biinntekter per passasjer i kroner	Totale biinntekter i millioner kroner
2011	10%	87	1 333
2012	8%	94	1 655
2013	8%	101	1 915
2014	7%	109	2 184
2015	7%	117	2 459
2016	6%	124	2 729
2017	5%	130	2 957
2018	4%	135	3 170
2019	4%	140	3 393
2020	3%	145	3 594

### 8.2.3 Andre inntekter

Dette er en post som inneholder inntekter ved frakt av post og andre varer. Det er vanskelig for oss å si noe om utviklingen i denne basert på historien, da den først blir skilt ut som egen post i 2008. Denne posten er heller ikke skilt ut i de andre selskapene som vi har sett på i kapittel 6. Vi har derfor tatt denne posten i prosent av de to andre inntektspostene i 2009 og 2010, og funnet ut at den i snitt utgjør 2 %. Norwegian har, som alle flyselskaper, begrenset kapasitet til å ta med post og andre varer på sine fly, og med flere langturer, og dermed mer bagasje, ser vi det som vanskelig at denne posten kan økes noe særlig. Vi har derfor prognostisert denne til å være det samme, 2 % av passasjer- og biinntekter, i årene fremover. For utviklingen i inntektene se Tabell 8.14.

### 8.3 Driftskostnader

På samme måte som for inntektene vil vi også vise vår estimerte utvikling i kostnadene forholdsvis detaljert. Detaljnivået vil være større på de viktigste kostnadspostene, som drivstoff og ansatte, og lavere på de minste postene. Vi vil oppgi totale kostnader for posten

der dette er naturlig og resten av de totale postene vil komme frem i Tabell 8.14.

Gjennomgangen av kostnadene vil følge oppsettet i Tabell 8.1.

### 8.3.1 Salgs- og distribusjonskostnader

Salgs- og distribusjonskostnader er hovedsakelig kostnader knyttet opp i mot billettsalg og distribusjon av billetter. Siden starten har en stadig større del av selskapets kunder bestilt sine billetter ved hjelp av internett, og dette har ført til en sterk reduksjon i kostnadskomponenten per passasjer. Dette er et godt eksempel på den automatiseringen som har preget bransjen de siste årene, jf. kapittel 4.1.4. Andelen som benytter internett har ligget stabilt i underkant av 90 % de siste årene, med en nedgang til 86 % i 2010. Basert på kapittel 4.1.4, og den generelle teknologiske utviklingen i samfunnet, er det vanskelig å finne grunner til at denne skal falle lavere enn dette. Vi mener derfor at den vil ligge i underkant av 90 %, eller høyere i tiden fremover. Problemet med å prognostisere disse kostnadene videre, er at en stor del av kostnadene mest sannsynlig vil være kapasitetskostnader, og at økt kundemasse dermed vil medføre lavere enhetskostnader. Et viktig poeng her er at flere lengre reiser antagelig vil bety noen flere bestillinger via andre kanaler enn internett, og dette kan presse kostnadene noe oppover. Vi har valgt å se på utviklingen i kostnad per passasjer fra 2004-2010, og ut ifra dette, og argumentene ovenfor, prognostisert en beskjeden nedgang i perioden 2011-2015. Videre har vi antatt nullvekst i perioden 2016-2020. Tabell 8.6 viser utviklingen i salgs- og distribusjonskostnad per passasjer.

Tabell 8.6 Utvikling i salgs- og distribusjonskostnader per passasjer.

År	2011	2012	2013	2014	2015-2020
<b>Salgs- og distribusjonskostnad per passasjer i kroner</b>	12,5	12,3	12,2	12,1	12,0

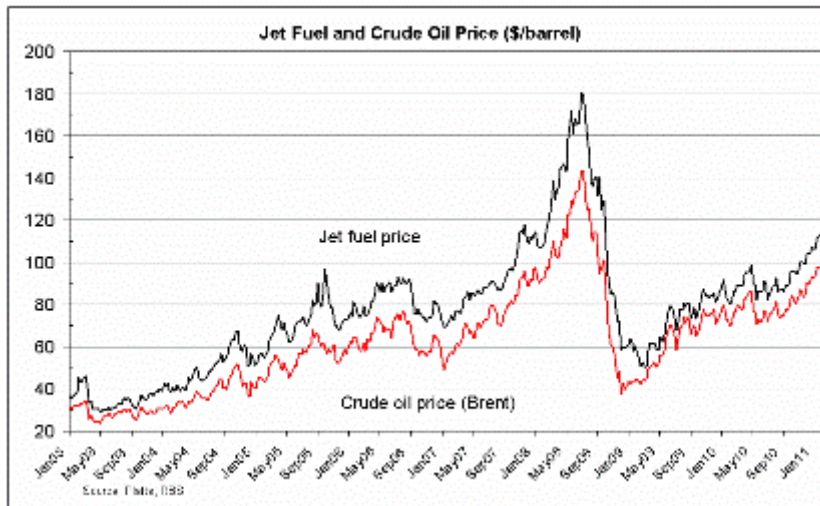
### 8.3.2 Flydrivstoffkostnader

Kostnaden til flydrivstoff utgjør ca 25 % av de totale kostnadene til Norwegian og er dermed den klart største enkeltkostnaden, jf. Figur 2.3. Den totale kostnaden til flydrivstoff avhenger av forbruket per ASK, prisen på flydrivstoff og dollarkursen.

Prisen på flydrivstoff er sterkt korrelert med oljeprisen, jf. Figur 8.3, og vi har valgt å basere våre utregninger på prognoser av oljeprisen. Dette da det er svært vanskelig å finne prognoser om utviklingen i flydrivstoffprisen. Se kapittel 4.1.2 for bakgrunnen for oljeprisanslagene. Vi har sett på forskjellen mellom oljepris og flydrivstoffpris per fat de siste 6 årene, og brukt et

gjennomsnitt av disse tallene til å finne et ”normalt” påslag på oljeprisen, for å finne flydrivstoffprisen.

Figur 8.3 Korrelasjon mellom oljepris og flydrivstoffpris (Kilde: IATA, 2010)



Videre har vi som nevnt brukt det amerikanske energidepartementets anslag på oljeprisen og SSB sine anslag på dollarkursen frem til 2020 (SSB, 2011), som grunnlag for utviklingen i flydrivstoffprisen.

Et av hovedargumentene for Norwegians storsatsing på Boeing sin 737-800 fly, er det faktum at de har et mye lavere forbruk av drivstoff sammenlignet med eldre modeller. I Norwegians egne beregninger, anslår de en nedgang i drivstofforbruk på 20-25 % per ASK som følge av overgangen fra 737-300 og MD-80 fly til 737-800 fly. Vi mener at en del av denne effekten allerede har blitt tatt ut med innfasingen av 737-800 fly i løpet av 2080-2010, og har følgelig beregnet en mer beskjeden reduksjon i drivstoff per ASK i perioden som kommer. Forbruk per ASK vil også ha en betydelig nedgang som følge av økende sektorlengde, da avgang og landing er de mest energikrevende delene av en flytur. Våre estimater for utviklingen vises i Tabell 8.7

Tabell 8.7 Utvikling av oljepris, flydrivstoffpris, dollarkurs osv.

År	Oljepris	Flydrivstoff- pris i \$	Dollarkurs	Pris per fat i kr	%-vis endring i fat per ASK	Kostnad per ASK	Total kostnad i millioner
2011	83	100	5,85	585	-6 %	0,1116	2 481
2012	86	104	5,75	600	-4 %	0,1099	2 968
2013	88	109	5,80	630	-3 %	0,1120	3 495
2014	91	113	5,85	660	-3 %	0,1137	3 775
2015	95	117	5,85	682	-2 %	0,1153	4 078
2016	98	120	5,85	704	-1 %	0,1178	4 427
2017	100	124	5,85	725	0 %	0,1213	4 773
2018	103	127	5,85	745	0 %	0,1245	5 128
2019	106	130	5,85	763	0 %	0,1276	5 490
2020	108	133	5,85	780	0 %	0,1305	5 859

### 8.3.3 Flyleasing

Norwegians leasingkostnader består hovedsakelig av kostnader ved leasing av fly, men en liten del gjelder også leasing av andre driftseiendeler som biler og bygninger. Denne kostnaden er svært liten og følgelig ser vi bort ifra denne i prognosene for leasingkostnader. Ved oppstarten av distanseflygningene leaset Norwegian alle sine fly, og det er først de siste årene de har begynte å eie deler av flyflåten selv. Som nevnt ovenfor, i delen om innfasing av fly, vil en stor del av de nye flyene som blir levert fra Boeing bli eid av selskapet. De resterende flyene vil bli solgt og leaset tilbake.

For å kunne prognostisere leasingkostnadene for perioden 2011-2020, har vi sett på historiske tall for å finne leasingkostnaden per fly. De gamle 737-300 flyene hadde en snittkostnad på 9,5 millioner i 2007(det siste året selskapet hadde bare denne typen fly). Vi har regnet med en økning på 2,5 % i kostnad per fly av denne typen i årene 2008-2010. Dette gjør det mulig for oss å estimere en kostnad for de nye 737-800 flyene på ca 25,5 millioner i 2010. For å underbygge dette tallet har vi beregnet en tenkt leasing avtale på denne typen fly, hvor avtalen går over 30 år og med en WACC før skatt på 8 % for leasingselskapet. Dette gir en pris på flyet i dag på ca. 290 millioner. Dette utgjør en rabatt i forhold til listepriis på ca 35 % og er dermed ikke urimelig i forhold til den rabatten man antar at Norwegian har fått ved kjøp av sine fly (Schultz, 2009). Vi har videre antatt en økning i leasing kostnadene på 2,5 % årlig, basert på gjennomsnittstall fra Boeing de siste 3 årene (E24, 2010). Med disse beregningene,

og forutsetningene om at en andel av de nye flyene vil bli solgt og leaset tilbake, gir dette en utvikling i leasingkostnadene som vist i Tabell 8.8.

Tabell 8.8 Utvikling i leasingkostnader 2011-2020 (kostnader i millioner)

År	Antall gamle leasede fly	Kostnad per leasede gamle fly	Antall nye leasede fly	Kostnad per leasede nye fly	Total leasing kostnad
2011	5	10,5	30	26,4	846
2012	0	10,8	36	27,1	976
2013	0	11,0	31	27,8	861
2014	0	11,3	25	28,5	712
2015	0	11,6	26	29,2	759
2016	0	11,9	27	29,9	808
2017	0	12,2	27	30,7	828
2018	0	12,5	28	31,4	880
2019	0	12,8	29	32,2	935
2020	0	13,1	30	33,0	991

### 8.3.4 Luftfartsavgifter

Luftfartsavgifter er de avgiftene som flyselskapene betaler for bruk av flyplassenes infrastruktur og tjenester. Det betales noen avgifter basert på antall avganger og landinger, men en stor del av kostnadene er per passasjer. Dette er avgifter som for eksempel securityavgift og passasjeravgift. Vi har derfor valgt å prognostisere denne kostnaden ut ifra antall passasjerer og avgifter per passasjer. Når vi ser på den historiske utviklingen, har kostnaden økt med ca 5 % i snitt de siste 4 årene, altså over prisstigningen. Av flere årsaker tror vi ikke denne utviklingen vil fortsette. For det første vil de fleste av Norwegians nye ruter gå til land med et lavere kostnadsnivå enn Skandinavia, og dette kan bety en nedgang i avgiftene per passasjer. For de andre vet vi at Avinor har insentiver, rabatter og lignende, for å øke antallet passasjerer fra sine flyplasser, og dette harmonerer dårlig med en økning av avgiften over prisstigningen over tid. For det tredje vet vi at Norwegian vil ha en relativt mer miljøvennlig flyflåte enn konkurrentene, slik at eventuell vridning av avgiftene over på utslipp, jf. kapittel, 4.1.5, derfor vil påvirke Norwegians kostnader positivt (Samferdselsdepartementet, 2006). Med bakgrunn i dette velger vi å legge oss på en økning i kostnaden per passasjer på 2,5 % i året i hele perioden 2011-2020. Dette gir utviklingen som vist i Tabell 8.9



Tabell 8.9 Utvikling i flyplassavgifter.

År	2011	2012	2013	2014
Luffartsavgifter per passasjer i kroner	102	104	107	110
Totale luffartsavgifter i millioner kroner	1 556	1 833	2 014	2 200

2015	2016	2017	2018	2019	2020
113	115	118	121	124	127
2 373	2 546	2 693	2 845	3 002	3 164

### 8.3.5 Handlingkostnader

Handlingkostnader er en samlepost av kostnader som gjelder blant annet bagasjehåndtering, bakkemannskaper og andre tjenester på flyplassen. Dette er tjenester som Norwegian har outsourcet på alle flyplasser. Vi har valgt å se disse kostnadene per passasjer, da dette virker mest logisk i forhold til innholdet i kostnadsposten. Deler av denne posten, kostnaden ved bagasjehåndtering, blir veid opp ved inntektene fra betaling for bagasje, jf. kapittel 8.2.2. Handlingkostnadene per passasjer hadde en fallende tendens fra 2004 til 2007, antageligvis grunnet stordriftsfordeler og økt forhandlingsmakt fra Norwegian side. I 2008 gjorde posten et hopp, som mest sannsynlig skyldes økt mengde bagasje per passasjer. Dette som følge av flere utenriksreiser. Det er nettopp økt mengde bagasje per passasjer som vil drive opp denne kostnadsposten i årene som kommer. Som nevnt i kapittel 8.2.2 tror vi at en økning av antallet lengre reiser vil medføre mer bagasje per passasjer, og dette vil føre til høyere kostnader til håndtering av bagasje. Handlingkostnader er kostnader som Norwegian delvis overfører til sine kunder gjennom biinntektene. Økningen i kostnader vil også delvis bli motvirket av økt forhandlingsmakt og lavere kostnader for handling på flyplasser i utlandet. Den teknologiske utviklingen, og da særlig automatiseringen som vi nevnte i kapittel 4.1.4, vil også kunne være med på å redusere kostnadene til denne posten i fremtiden. Med bakgrunn i dette har vi prognostisert utviklingen som er gjengitt i Tabell 8.10. Vi har prognostisert en vekst i kostnaden per passasjer de første årene, grunnet økt mengde bagasje. Denne effekten blir overskygget av økt forhandlingsmakt og stordriftsfordeler i perioden 2015-2020.

Tabell 8.10 Utvikling i handlingkostnader.

År	%-vis endring per passasjer	Kostnad per passasjer i kroner	Totale kostnader i millioner
2011	2,0 %	67,6	1 032
2012	1,0 %	68,3	1 198
2013	0,0 %	68,3	1 284
2014	0,0 %	68,3	1 368
2015	-0,5 %	67,9	1 433
2016	-0,5 %	67,6	1 492
2017	-0,5 %	67,2	1 532
2018	-0,5 %	66,9	1 571
2019	-0,5 %	66,6	1 609
2020	-0,5 %	66,3	1 646

### 8.3.6 Flyvedlikehold

Flyvedlikeholdskostnadene inneholder alle kostnader til vedlikehold av fly. Dette innebærer pålagt vedlikehold for alle eide og leasede fly. Da denne kostnaden kan knyttes klart opp mot antallet fly, har vi regnet ut den historiske kostnaden per fly. Vi har skilt mellom 737-300 fly og 737-800 fly, og har brukt 2007 som basisår for 737-300 flyene. Dette gir en kostnad per 737-300 fly på ca 12,5 millioner. Dette gjør det mulig for oss å estimere en vedlikeholdskostnad for 737-800 flyene, og denne utregningen gir oss et spennende resultat. Kostnaden per fly faller nemlig fra ca 21,7 millioner i 2008 til ca 12,9 millioner i 2010. Dette reflekterer den stordriftsfordelen som finnes ved vedlikehold av fly, grunnet blant annet utstyr, opplæring og personale. Vi mener at store deler av denne effekten har blitt utnyttet ved ca. 30 fly, slik at vi ikke kan forvente store besparelser grunnet stordriftsfordeler fremover. På den andre siden vet vi, fra kapittel 6.2.3, at Ryanair har mye lavere kostnader enn Norwegian til flyvedlikehold. Dette indikerer at det finnes muligheter for effektiviseringer og kostnadsbesparelser for Norwegian på dette området.

Økt sektorlengde vil også redusere behovet for vedlikehold da avgang og landing er de operasjonene som krever mest av flyet. Denne effekten vil bli oppveid ved at flyene er forventet å bli utnyttet mer per dag, noe som isolert sett øker behovet for vedlikehold. Et siste punkt som vil påvirke kostnaden er etableringen av baser i land hvor kostnadsnivået er lavere enn i Norge. Dette vil øke de faste kostnadene, men redusere de variable kostnadene grunnet lavere lønnskostnader. På bakgrunn av disse punktene har vi valgt å sette en vekst i kostnaden

per fly på 2 % i årene mellom 2011-2020. Vår prognose på kostnadene for flyvedlikehold er gitt i Tabell 8.11

**Tabell 8.11 Utvikling i vedlikeholdskostnader i millioner.**

År	Antall	Antall	Sum antall fly	Kostnad	Kostnad	Total kostnad
	gamle fly	nye fly		gamle fly	nye fly	
2011	10	47	57	13,8	13,3	761
2012	0	63	63	14,1	13,6	856
2013	0	68	68	14,5	13,9	947
2014	0	73	73	14,8	14,3	1 042
2015	0	77	77	15,2	14,6	1 127
2016	0	81	81	15,6	15,0	1 215
2017	0	84	84	16,0	15,4	1 291
2018	0	87	87	16,4	15,8	1 371
2019	0	90	90	16,8	16,2	1 454
2020	0	93	93	17,2	16,6	1 540

### 8.3.7 Andre flykostnader

Andre flykostnader er en samlepost for kostnader som kan knyttes direkte til operasjon av flyene. Vi får ikke noe mer opplysninger om disse kostnadene og vi har derfor, basert på de historiske tallene, valgt å se disse kostnadene per fly. Historisk sett har kostnaden per fly ligget rundt 7,6 millioner, og vi vil bruke dette tallet, pluss 2,5 % prisvekst, videre i oppgaven. Det kan kanskje diskuteres om det ikke finnes stordriftsfordeler i disse kostnadene, men de historiske tallene tyder ikke på dette. Uten mer opplysninger om hva kostnadsposten inneholder blir det vanskelig å anta noe annet enn at kostnaden vil følge den vanlige prisutviklingen. For utvikling i den totale kostnaden, se Tabell 8.14 i slutten av dette kapittelet

### 8.3.8 Lønnskostnader

Lønnskostnader er den nest største kostnadsposten til Norwegian og utgjorde i 2010 ca 18 % av de totale kostnadene. For å kunne prognostisere disse kostnadene fremover må vi se på forventet utvikling i antall årsverk og lønn per årsverk. Ved utregning av historiske tall for perioden 2004-2010, ser vi en forventet utvikling med flere årsverk, men lønnen per årsverk varierer til dels kraftig fra år til år. En av årsakene til dette kan være at de noen år ansetter flere fra høytlønsgrupper, som flygere og administrasjon, mens det andre år blir ansatt flere med lavere lønn.

### **Antall årsverk**

For å estimere antall årsverk har vi valgt å se på utviklingen i ASK per årsverk, altså hvor mange setekilometer hvert årsverk klarer å produsere. De historiske tallene viser en jevn økning i dette tallet fra 2005-2010 på ca 8 % årlig. ASK per årsverk i 2010 var ca 8,3 millioner. Økningen kan forklares med mer effektive ansatte og relativt flere årsverk i produktiv virksomhet (piloter, kabinansatte osv) i forhold til administrasjon. Vi tror at denne utviklingen vil fortsette, men ikke i like sterk grad. Den mye omtalte økningen i lengre flyreiser vil også være med på å påvirke dette tallet positivt, spesielt i begynnelsen av perioden. Med bakgrunn i disse faktorene har vi valgt å sette veksten i ASK per årsverk til 5 % i perioden 2011-2014 og 2 % i perioden 2015-2020. Antall ansatte vil da bli en funksjon av ASK og ASK per årsverk.

### **Gjennomsnittslønn per årsverk**

Når det gjelder gjennomsnittslønn per årsverk har denne som nevnt variert mye fra år til år. I 2010 ligger lønnen på 714 000 kroner, og vi har valgt å bruke dette tallet som grunnlag for lønnen videre. Når det gjelder lønnsutviklingen videre, vil denne bli påvirket av flere faktorer. På den ene siden vil lønnsøkningen i Norge, og de andre landene som Norwegian opererer ut ifra, dra gjennomsnittslønnen oppover. På den andre siden vil det faktum at flere og flere av Norwegians ansatte jobber i land med til dels betydelig lavere lønnsnivå enn Norge, påvirke lønnskostnaden positivt. For å estimere en økning i lønnskostnaden per årsverk har vi gått ut ifra forventet lønnsøkning i Norge, gjengitt i Figur 4.2, og forventet utvikling i den europeiske økonomien gjengitt i Figur 4.3. Disse tallene gir, sammen med våre anslag på hvor stor andel av de ansatte som vil jobbe utenfor Norge, utviklingen i lønnskostnader som vist i Tabell 8.12. Tallene i tabellen vil kanskje fremstå som vel detaljert i forhold til at de er estimerer, men kostnadsposten er så viktig at vi mener detaljnivået kan forsvares. Selv små endringer i forutsetningene vil gi utslag i vårt verdiestimat og dette vil vi komme tilbake til i kapittel 9 om sensitivitetsanalyse.

Tabell 8.12 Utvikling i årsverk og gjennomsnittslønn

År	Utvikling i ASK per årsverk i millioner	Antall Årsverk	Utvikling i gjennomsnitts lønn	Gjennomsnitts lønn i tusen	Totale lønnskostnader i millioner
2011	8,7	2501	1.8 %	727	1 818
2012	9,2	2894	1.8 %	740	2 141
2013	9,6	3094	2.2 %	756	2 340
2014	10,1	3227	3.3 %	781	2 520
2015	10,3	3370	2.8 %	803	2 706
2016	10,5	3511	2.8 %	825	2 898
2017	10,7	3605	2.8 %	849	3 059
2018	10,9	3697	2.8 %	872	3 225
2019	11,2	3787	2.8 %	897	3 396
2020	11,4	3875	2.8 %	922	3 572

### 8.3.9 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en samlepost med det vi til vanlig ville ha kalt administrasjonskostnader eller overheadkostnader. Dette er kostnader som vanskelig kan knyttes direkte mot drift av flyene eller mot passasjerer, og inneholder poster som markedsføring, systemkostnader og back-office kostnader. Grunnet vanskeligheten med å knytte kostnaden mot spesifikke kostnadsdrivere har vi valgt å se den som en prosentsats av salgsinntektene. Historisk har den ligget ganske jevnt rundt 5 % av salget, men dog med en litt fallende tendens til 4,6 % i 2010. Vi tror det finnes muligheter for stordriftsfordeler på flere av postene, blant annet systemkostnader og back-office, og dette vil drive kostnadene i prosent av salget ned i årene som kommer. På den andre siden tror vi at den sterke konkurransen og inntreden i nye land, vil medføre et økt behov for markedsføring spesielt på kort sikt, og dette vil øke markedsføringskostnadene isolert sett. Inntreden i det finske markedet kan også føre til høyere kostnader til administrasjon. På bakgrunn av disse argumentene, og med tro på at stordriftsfordelen vil overgå de økte markedsføringskostnadene på lang sikt, har vi valgt å øke kostnaden til 4,7 % i 2011 og 2012. Dette for å ta høyde for kostnader ved oppstart i Finland og generelt høy vekst i selskapet. I perioden 2013-2020 har vi satt kostnaden til 4,5 % av salgsinntektene grunnet litt lavere vekst i selskapet. Utviklingen i kostnaden vil da bli som vist i Tabell 8.13.

Tabell 8.13 Utvikling i andre driftskostnader.

År	Kostnad i prosent av salget	Totale andre driftskostnader i millioner
2011	4,7 %	473
2012	4,7 %	568
2013	4,5 %	604
2014	4,5 %	656
2015	4,5 %	706
2016	4,5 %	755
2017	4,5 %	796
2018	4,5 %	836
2019	4,5 %	877
2020	4,5 %	918

### 8.3.10 EBITDA

På bakgrunn av de inntektene og kostnadene som vi nå har estimert, kommer vi, ved å bruke oppsettet i Tabell 8.1, frem til følgende EBITDA resultater for perioden 2011-2020.

Tabell 8.14. EBITDA-regnskapet

Inntekter	2011	2012	2013	2014	2019	2020
Passasjertransport	8 554	10 213	11 264	12 118	15 742	16 429
Biinntekter	1 333	1 655	1 916	2 185	3 394	3 594
Andre inntekter	198	237	264	286	383	401
<b>Totale inntekter</b>	<b>10 085</b>	<b>12 105</b>	<b>13 443</b>	<b>14 589</b>	<b>19 518</b>	<b>20 424</b>
<b>Kostnader</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Salg og dist. kostnader	191	216	230	243	290	298
Flydrivstoff	2 481	2 968	3 395	3 775	5 490	5 859
Leasing kostnader	846	976	861	712	935	991
Luftfartsavgifter	1 557	1 834	2 014	2 201	3 002	3 164
Handling	1 032	1 198	1 284	1 369	1 610	1 647
Flyvedlikehold	758	848	933	1 022	1 391	1 466
Andre flykostnader	447	507	560	617	860	911
Lønnskostnader	1 818	2 141	2 340	2 520	3 396	3 572
Andre driftskostnader	474	569	605	657	878	919
<b>Totale kostnader</b>	<b>9 6003</b>	<b>11 256</b>	<b>12 222</b>	<b>13 114</b>	<b>17 851</b>	<b>18 827</b>
<b>EBITDA</b>	<b>482</b>	<b>850</b>	<b>1 221</b>	<b>1 475</b>	<b>1 666</b>	<b>1 596</b>

## 8.4 Andre kontantstrømselementer

Ut ifra den EBITDA vi nå har estimert, vil vi gjøre flere justeringer for å finne kontantstrømmen til totalkapitalen. Basert på oppsettet fra Tabell 3.1, vil vi først finne avskrivningene, for så å finne EBIT og skatt. Vi vil så legge tilbake avskrivninger og kalkulatorisk rente på leasingforpliktelsen, og justere for endringer i arbeidskapitalen. Dette summeres til kontantstrøm fra drift. Fra denne trekker vi så investeringer i driftsmidler og endringer i leasingforpliktelsen, for å komme frem til kontantstrømmen til totalkapitalen.

### 8.4.1 Avskrivninger

Når det gjelder avskrivninger har vi valgt å bruke 12 % saldoavskrivning på flyeiendelene, som en tilnærming til avskrivningskostnaden (Deloitte, 2011). Dette fordi fly utgjør den klart største eiendelsposten og fordi saldoavskrivninger er riktig skattemessig. På såpass lang sikt som vi her opererer med, vil ikke midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessig og skattemessig avskrivninger bli særlig store. Vi har derfor valgt å bruke de skattemessige avskrivningene for å gjøre skatteberegningen enklere. Ved å trekke fra disse avskrivningene på EBITDA resultatet fra forrige kapittel kommer vi frem til et EBIT resultat som vi nå skal regne skatt ut ifra.

### 8.4.2 Skatt

Skatt vil alltid være et vanskelig område og vi har måttet ta mange forutsetninger for å komme frem til vårt svar. Metoden vi har valgt å løse skatteproblematikken på, er som nevnt ved å se på EBITDA-resultatet i fremtidsregnskapet og trekke fra avskrivninger. På denne måten har vi kommet frem til et resultat før renter og skatt, EBIT. Av dette resultatet har vi trukket 28 % skatt for å estimere skattekostnaden. 28 % skatt er valgt med bakgrunn i at dette er den vanlige skattesatsen og at selskapets effektive skattesats varierer rundt dette nivået. Disse utregningene gir skatteelementet som vist i Tabell 8.15.

### 8.4.3 Endring i arbeidskapital

En økning i salget medfører vanligvis at mer kapital blir bundet i driften, men dette gjelder ikke for Norwegian. Norwegians kunder betaler nemlig i all hovedsak sine flyreiser før de blir levert, og dermed før kostnadene påløper. På denne måten er kundene og andre leverandører med på å finansiere driften av Norwegian, og behovet for arbeidskapital blir følgelig negativt. Når Norwegian øker sitt salg vil dette da føre med seg en økning i forskuddsbetalingen, og dette innebærer en kapitalinnbetaling i kontantstrømmen.

For å prognostisere utviklingen i dette elementet fremover har vi sett på arbeidskapitalen i forhold til totale salgsinntekter (bagasje og lignende blir også forhåndsbetalt). Dette forholdstallet viser en ganske ujevn utvikling fra -5,1 % til -17,4 %. Vi har valgt å bruke et snitt av tallene og kommer frem til at arbeidskapitalen utgjør -11 % av salget hvert år. For å finne ut hvordan dette vil påvirke kontantstrømmen til totalkapitalen regner vi så ut estimert arbeidskapitalbehov hvert år fremover. Endringen fra år til år blir da et kontantstrømselement, i dette tilfelle en innbetaling. Utviklingen i kontantstrømmen vises i Tabell 8.15

#### **8.4.4 Leasingrenter**

Som forklart i kapittel 3.1 om fundamental analyse og kapittel 5 om leasingforpliktelsen vil vi legge til en kalkulatorisk leasingrente på vår kontantstrøm. Vi trekker fra hele leasingkostnaden før vi regner ut skatten og legger tilbake kalkulatorisk leasingrente etter skatt. Dette da disse rentene er en kontantstrøm til eierne av leasingobjektene og således en del av totalkapitalen. For å finne denne kalkulatoriske leasingrenten har vi regnet ut leasingforpliktelsen basert på fremtidige leasingsbetalinger, som forklart i kapittel 5.1, og brukt vår antatte leasingrentesats på 5,6 % eller 4 % etter skatt. Dette gir leasingrenteelementet som vist i Tabell 8.15

#### **8.4.5 Flyinvesteringer**

Hele dette fremtidsregnskapet baserer seg på at Norwegian skal vokse voldsomt i årene som kommer. Dette innebærer innkjøp og levering av mange nye fly. Dette er en kjempeinvestering for Norwegian, og et av de største elementene i kontantstrømsoppsettet. For å finne ut hvor mye Norwegian skal betale for de nye flyene hvert år, har vi sett på listeprisen ved kontraktsinngåelsen og hva slags rabatt Norwegian oppnådde fra Boeing. I markedet ligger estimatet på rabatten på mellom 30 % og 50 % (Schultz, 2009). Vi antar at Norwegian betaler 65 % av listepris, hvor vi har antatt at betalingen for opsjonene inngår. Dette er et anslag som det vil være knyttet usikkerhet til, men vi mener at 35 % er et konservativt anslag som virker fornuftig. I tillegg har vi sett på hva de har betalt til nå både i forskuddsbetaling, og for allerede leverte fly. Forskjellen på totalprisen og det de allerede har betalt, har vi så antatt blir delt på antall fly og betalt det året flyene blir levert. Denne metoden vil bli litt upresis da vi vet at en del av flyet blir betalt på forhånd, men i mangel av flere opplysninger har vi valgt denne fremgangsmåten. Dette fører antageligvis til at summen blir litt lav de første årene og påfølgende høy senere i perioden. Vi har antatt en prisstigning på 2,5 % for fly i perioden, på linje med prisstigningen de siste 10 årene. Kontantstrømselementet fra flyinvesteringer er vist i Tabell 8.15



#### 8.4.6 Andre investeringer

Dette er en samlepost for andre investeringer som trengs for driften av selskapet. Dette kan være utstyr om bord i flyene eller kontorutstyr og lignende. For å estimere denne posten fremover har vi, i mangel av andre opplysninger, sett på de historiske investeringene og tatt disse i prosent av omsetningen. Vi kommer da frem til at andre investeringer i snitt har utgjort 0,3 % av totalt salg og velger å bruke dette videre. Kontantstrømselementet ved andre investeringer er vist i Tabell 8.15.

#### 8.4.7 Endring leasingforpliktelse

En endring i leasingforpliktelsen vil som tidligere nevnt gi en kontantstrømseffekt. For å estimere denne endringen fra år til år, har vi brukt den beregnede leasingforpliktelsen og sett hvordan denne utvikler seg. Differansen fra år til år vil bli et kontantstrømselement. En økning av leasingforpliktelsen fra ett år til et annet vil gi et negativt kontantstrømselement, og en reduksjon av gjelden vil følgelig gi et positivt kontantstrømselement. Som vi ser av Tabell 8.15 vil endringen av leasingforpliktelsene bidra med en positiv kontantstrøm i begynnelsen av perioden, før en økning i antall leasede fly vil gi et negativt kontantstrømselement mot slutten av perioden. Se for øvrig kapittel 5 for mer detaljer om utregning av leasingforpliktelsen.

Tabell 8.15 Kontantstrøm til totalkapitalen i millioner.

År	2011	2012	2013	2014	2019	2020
EBITDA	482	850	1221	1475	1666	1596
- Avskrivninger	-345	-653	-940	-1 203	-1 257	-1 192
= EBIT	137	197	281	272	410	404
- Skatt	-38	-55	-79	-76	-115	-113
+ Avskrivninger	345	653	940	1 203	1 257	1 192
+ Leasing renter	197	190	170	159	205	214
- Investering fly	-2 880	-3 012	-3 087	-3 481	-662	-679
- Andre investeringer	-28	-34	-38	-41	-55	-57
+ Endring i arbeidskapital	186	223	148	127	101	100
+ Endring leasingforpliktelse	-13	332	653	-112	-298	-131
= Årlig k. strøm til tot.kap	-2 095	-1 506	-1 012	-1 950	843	930

#### 8.5 Verdsettelse

For å sette et endelig estimat på verdien av Norwegian har vi neddiskontert de årlige kontantstrømmene til totalkapitalen fra Tabell 8.15 med WACC som vi fant i kapittel 7.3. For vår eksplisitte periode fra 2011-2020 gir dette en negativ nåverdi på ca 2,7 milliarder, eller ca

-80 kroner per aksje. Dette er selvsagt grunnet de store investeringene i fly, spesielt i begynnelsen av perioden. Det er viktig å påpeke at selskapet i 2020 også vil ha betydelig verdier i fly, noe som ikke kommer frem av denne bergningen. For å bestemme verdien utover den eksplisitte perioden, har vi valgt å regne ut terminalverdien ved bruk av Gordon sin formel. Denne formelen forutsetter en evig vekst i kontantstrømmen, og bruk av et avkastningskrav, WACC. Vi har valgt å bruke en vekst på 2,5 %, lik den langsiktige forventede veksten i økonomien. For å finne dagens verdi av terminalverdien neddiskonterer vi verdien 10 år med avkastningskravet, WACC. Dette gir følgende formel og utregning:

$$Terminalverdi = \frac{Kontantstrøm}{(WACC - Vekst)} / (1 + WACC)^{10}$$

$$Terminalverdi = \frac{930 \text{ millioner} * (1 + 2,5 \%)}{(6,8 \% - 2,5 \%)} \cdot \frac{1}{(1 + 6,8 \%)^{10}} = 11\,407 \text{ millioner}$$

Dette gir altså en terminalverdi på ca 11,4 milliarder, og dermed en Enterprise Value på ca 8,7 milliarder. For å finne verdien av egenkapitalen legger vi til de netto finansielle eiendelene, ettersom selskapets har negativ netto finansiell gjeld. Vi trekker også fra nåverdien av leasingforpliktelsen, og ender opp med et estimat på den totale markedsverdien av egenkapitalen på ca 4,3 milliarder. For å finne estimatet på aksjeverdien deler vi så på antall utestående aksjer og ender opp med en aksjeverdi på 125 kroner. Per 15.05.2011 ble aksjen omsatt for 105 kroner og vårt estimat tilsvarer dermed en premie på ca. 20 %. Dette er oppsummert i Tabell 8.16.

**Tabell 8.16 Endelig verdsettelse i millioner**

<b>Verdsettelse</b>	
Nåverdi eksplisitt periode	-2 739
<b>+ Terminalverdi</b>	<b>11 407</b>
<b>= Enterprise Value</b>	<b>8 667</b>
- Netto finansiell gjeld	-499
- Leasingforpliktelse	4 867
<b>= Equity value</b>	<b>4 299</b>
/ antall aksjer	34 573
<b>= Estimert aksjeverdi</b>	<b>125</b>

Det kan være på sin plass å påpeke at den negative kontantstrømmen til totalkapitalen i perioden 2011-2020, i sin helhet vil bli finansiert gjennom nye lån i Export-Import Bank, og driften. Dette vil, som vi blant annet påpekte i kapittel 6, føre til en synkende

egenkapitalprosent og kanskje problemer i forhold til rentedekningsgraden. Her ligger dermed den største risikoen for selskapet. Grunnet de regnetekniske forutsetningene i beregningen over, kommer ikke verdiene av flyene frem i denne sammenhengen. I 2010 har selskapet fly med en innkjøpspris på ca. 3,6 milliarder, tilsvarende tall for 2014 og 2020 vil være henholdsvis ca. 14 milliarder og ca. 19 milliarder (basert på dagens innkjøpspris). Grunnet lite informasjon om annenhåndsmarkedet for fly vil vi ikke gå inn på verdien av flyene på disse tidspunktene, men påpeke at bedriften sitter på betydelige verdier gjennom sin flyflåte. På denne måten vil den negative kontantstrømmen til totalkapitalen være direkte knyttet til vekst og anskaffelse av nye fly.

Som nevnt i kapittel 1.5 har vi i denne oppgaven konsentrert vår verdsettelse om den nåværende flyvirksomheten til Norwegian. Vi har på denne måten sett bort fra den verdien som ligger i datterselskapene Bank Norwegian og Call Norwegian. Likeledes har vi valgt å se bort ifra muligheten selskapet har til å utnytte merkenavnet i forbindelse med nye selskaper, herunder etableringen av langdistanseflyvninger. Verdien av disse selskapene og mulighetene vil være tidskrevende å estimere. Dette da selskapene er relativt nystartet og mulighetene ligger langt frem i tid. For å sette verdiene litt i perspektiv, kan vi informere om at 1. kvartalsresultat 2011 for Bank Norwegian utgjør ca. 10 øre per aksje i Norwegian (Bank Norwegian, 2011).

Vårt estimat på aksjeverdien i Norwegian påvirkes selvsagt av våre forutsetninger underveis i verdsettelsen. I dette avsnittet vil vi derfor trekke frem tre viktige forutsetninger, som vi mener det er viktig å være klar over. Den første, og kanskje viktigste forutsetningen, er rabatten vi har satt på flyinnkjøpet. Her mener vi at vi har satt en fornuftig rabatt, 35 %, men denne kan være noe konservativt i forhold til et rabattintervall på 30 % - 50 %, jf. kapittel 8.4.5 De neste forutsetningene går på de nøkkeldriverne vi identifiserte i kapittel 4.1. Vi har valgt å benytte oss av de økonomiske prognosene til SSB og Norges bank, jf. kapittel 4.1.2, selv om vi mener at disse kan være noe konservative. Den siste forutsetningen gjelder den økonomiske effekten av en dreining av avgiftspolitikken. En slik dreining vil kunne være svært fordelaktig for Norwegian grunnet den moderne flyflåten. Verdien av en slik avgiftsdreining, vil derimot være svært vanskelig å kvantifisere, spesielt da den vil komme over tid. Vi har således ikke tatt særlig hensyn til denne effekten. Vårt estimat på aksjen vil bli videre diskutert i de neste kapitlene.

## 9 Sensitivitetsanalyse

Bak den aksjeverdien som vi har funnet i kapittel 8, ligger det en lang rekke antagelser og det er dermed en del usikkerhet i estimatene. Vi ser at mer enn hele verdien av aksjen ligger etter den eksplisitte perioden og dette gjør verdien spesielt utsatt for endringer i forutsetningene. Vi har derfor valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse av de viktigste faktorene som vi mener påvirker aksjeverdien. Vi har valgt å se på endringer for hele perioden, det vil si at når vi endrer for eksempel WACC med 0,5 % betyr det en endring av WACC for hele perioden. I flere av sensitivitetsanalysene har vi valgt å se på to og to faktorer av gangen, da vi mener dette øker innsikten og fordi en del av faktorene vil virke avhengige av hverandre. For hver av faktorene har vi satt passende intervaller i endringene. Vi har også sett på hvordan faktorene må endre seg for at verdien skal gå ned til 105 kroner, som var aksjekursen 15.05.2011. Grunnet den svært høye terminalverdien vil vi først se på endrede forutsetninger i vekstraten etter eksplisitt periode og WACC, og hvordan dette vil slå ut i aksjeverdien.

### 9.1 Endring i WACC og vekstrate

En endring av WACC kan komme som følge av en endring i rentenivået, markedspremien eller i aksjens beta. Endringer i vekstraten kan komme som følge av endringer i den generelle økonomien, jf. kapittel 4.1.2 eller fra endrede fremtidsutsikter for Norwegian. Vi har valgt å bruke forholdsvis små endringer i disse to faktorene, da selv små endringer gir store utslag i aksjeverdien.

Tabell 9.1 Ulike nivåer på WACC og vekstrate

WACC/Vekstrate	1.5 %	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %
5.8 %	156	206	270	357	480
6.3 %	103	140	188	249	332
6.8 %	60	89	125	170	229
7.3 %	26	49	76	111	154
7.8 %	-4	15	37	64	97

Som vi ser av Tabell 9.1 vil endringer i disse forutsetningene bety store endringer i aksjeverdien. En endring av WACC fra 6,8 % til 6,3 % vil for eksempel endre verdien fra 125 kroner til 188 kroner, mens en økning til 7,8 % vil føre til en verdi på 37 kroner per aksje. Også endringer i vekstraten vil føre til store endringer i estimatet. En 0,5 prosentpoengs nedgang i veksten reduserer verdien fra 125 til 89 kroner per aksje. Dette skyldes selvsagt at hele verdien av aksjen ligger etter den eksplisitte perioden, og endringer i veksten vil dermed slå svært hardt ut i verdien av aksjen. Når det gjelder sensitiviteten i forhold til aksjekursen

15.05.2011 på 105 kroner, må veksten falle til 2,25 %, eventuelt WACC øke til 7 %, for at vårt estimat skal bli det samme.

## 9.2 Endring i oljepris og valutakurs

En annen faktor som vil påvirke verdien av Norwegian er utviklingen i den største kostnadsposten, flydrivstoff. Denne posten vil være avhengig av utviklingen i oljeprisen og valutakursen. Det er viktig å påpeke at vi her har begrenset virkningen av valutakursendringen til den delen som gjelder flydrivstoff. Vi ser altså bare på hvordan en endring i valutakurs vil slå ut på kostnadsposten flydrivstoff, selv om andre kostnadsposter også vil bli påvirket ved endringer i valutakurs. Grunnen til at vi velger å gjøre det slik er at flydrivstoff er den største posten som blir påvirket og fordi sammenhengen her er klarere og dermed enklere å fremstille.

Tabell 9.2 Endring i oljepris og valutakurs

Valutakurs/oljepris	-4 %	-2 %	0	2 %	4 %
-4 %	129	85	41	-3	-46
-2 %	169	126	82	40	-3
0	209	167	125	84	42
2 %	249	208	166	125	84
4 %	289	249	209	168	128

Som vi ser av Tabell 9.2 vil selv små endringer i oljeprisen få svært store konsekvenser for aksjeverdien. Det er viktig å minne om at denne tabellen innebærer en økning i oljeprisen alle årene i den eksplisitte perioden og videre og det er derfor endringene får så store konsekvenser. En 2 % økning i oljeprisen vil isolert sett bety en nedgang i aksjeverdien fra 125 kroner til 84 kroner, mens en nedgang i oljeprisen på 2 % vil bety en økning fra 125 kroner til 167 kroner. Når det gjelder valutakursen så vil en 2 % svekkelse av den norske kronen i forhold til dollar isolert sett bety en nedgang fra 125 kroner til 82 kroner for aksjeverdien. Likeledes vil en 2 % styrkning av kronkursen bety en økning fra 125 kroner til 166 kroner. Det kan derimot være verdt å merke seg at korrelasjonen mellom dollar og oljepris er høy (Akram og Holter, 1996). Dette ser vi også fra figuren, da en økning av oljeprisen på 2 % og en styrkelse av kronen på 2 %, ikke vil endre vår verdsettelse nevneverdig. Når det gjelder sensitiviteten i forhold til kursen på 105 kroner, gjør en endring på 1 % i en av faktorene at vårt estimat faller sammen med denne verdien. Denne analysen gjelder den største kostnadsposten for Norwegian og i neste kapittel vil vi se hvordan endringer i yield og den totale enhetskostnaden vil slå ut i aksjeverdien.

### 9.3 Endringer i yield og enhetskostnad

Endringer i yield og enhetskostnader vil medføre svært store endringer i aksjeverdien til Norwegian. Som vi ser av Tabell 9.3 vil selv små endringer føre til store endringer i aksjeverdi. Vi minner om at yield bare gjelder inntekter på billettsalg, altså ikke påvirker biinntektene. Når det gjelder enhetskostnadene inkluderer dette også kostnader forbundet med biinntekter. Dette fører til at en 1 % økning i yield gir lavere aksjeverdi enn en 1 % reduksjon i enhetskostnader. En 1 % endring i yelden vil for eksempel, isolert sett, øke aksjeverdien fra 125 kroner til 183 kroner, mens en 2 % økning i enhetskostnaden vil føre til at verdien av egenkapitalen blir negativ. Det er viktig å huske på at selv om dette ser svært dramatisk ut utgjør en 2 % økning i enhetskostnaden nesten 200 millioner kroner hvert år. En økning i enhetskostnaden på ca. 0,3 %, eller en reduksjon i yield på ca. 0,3 %, vil gjøre at vårt estimat blir 105 kroner, altså det samme som kursen 15.05.2011. Det kan også kommenteres at dersom utviklingen i yield er mer negativ enn enhetskostnadene, vil det være mulig at dette vil bli kompensert gjennom høyere biinntekter.

Tabell 9.3 Endringer i yield og enhetskostnad

Yield/Enhetskost	-2 %	-1 %	0	1 %	2 %
-2 %	143	74	6	-63	-132
-1 %	202	134	65	-4	-72
0	262	193	125	56	-13
1 %	321	252	183	115	46
2 %	381	312	243	175	106

### 9.4 Endringer i kabinfaktor og lønn

I dette kapitlet vil vi se på hvordan aksjeverdien vil bli påvirket ved endringer i kabinfaktor og lønn. Da disse ikke har noen klar sammenheng vil vi ikke bruke samme oppsett som i de foregående kapitlene og heller se på faktorene separat.

I oppgaven har vi antatt en ganske flat utvikling i kabinfaktor, jf. kapittel 8.1.3. Dette er en faktor som vil bli påvirket av etterspørselen i markedet og selv en liten endring vil gi store utslag på aksjeverdien. I Tabell 9.4. ser vi at en nedgang i kabinfaktoren med 1 %, altså ikke fra for eksempel 79 % til 78 %, men fra 79 % til 78,21 %, gir en nedgang i aksjeverdien fra 125 kroner til 71 kroner. En endring på ca. 0,4 % gir et estimat lik kursen 15.05.2011 på 105 kroner.

Tabell 9.4 Endring i kabinfaktor

Endring	-2 %	-1 %	0	1 %	2 %
Pris per aksje	18	71	125	177	231

Når det gjelder utviklingen i lønn er den, som nevnt i kapittel 8.3.8, basert på våre antagelser om fordeling av ansatte i forskjellige land, og utviklingen i denne. Denne faktoren er dermed svært usikker. Fra Tabell 9.5 ser vi at en økning i lønnen med 1 % i hele perioden medfører en aksjeverdi på 111 kroner i motsetning til 125 kroner. På samme måte vil en nedgang i lønn øke aksjeverdien fra 125 til 137. For at vårt estimat skal falle til 105 kroner må lønnen øke med ca. 1,5 %

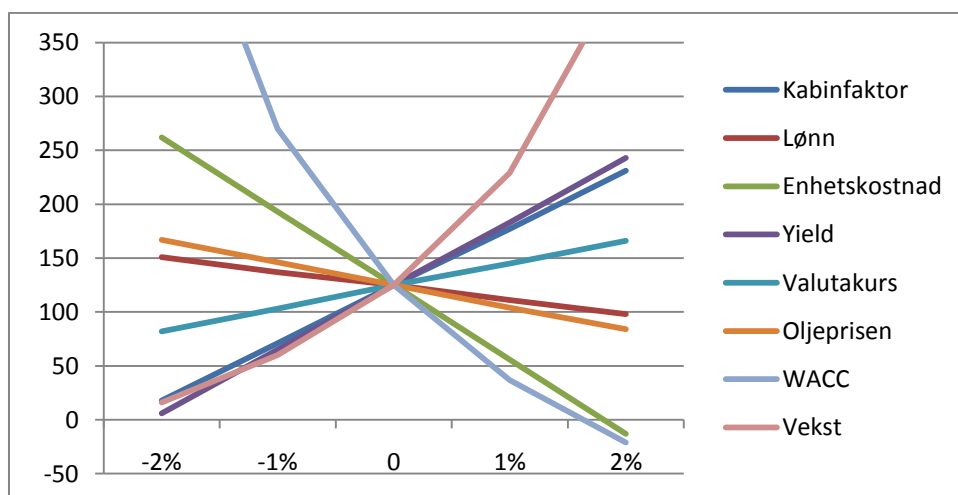
Tabell 9.5 Endring i lønnskostnad

Endring	-2 %	-1 %	0	1 %	2 %
Pris per aksje	151	137	125	111	98

## 9.5 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Som vi ser av dette kapittelet er vårt estimat på aksjeverdien svært avhengig av de forutsetningene vi har brukt. Små endringer i forutsetningene endrer aksjeverdien til dels kraftig. Fra Figur 9.1 ser vi at spesielt endringer i WACC og vekstfaktor vil forandre vårt estimat betydelig. Også endringer i enhetskostnad, yield og kabinfaktor påvirker estimat kraftig, mens endringer valutakurs, lønn og oljepris vil gi relativt mindre utslag. Grunnet denne store usikkerheten har vi også gjennomført en multippelanalyse, hvor vi sammenligner verdsettelsen av Norwegian med verdien av sammenlignbare selskaper i bransjen. Dette for å underbygge vår verdsettelse og sannsynliggjøre om våre forutsetninger holder mål i forhold til resten av bransjen.

Figur 9.1. Sammendrag av sensitivitetsanalyse



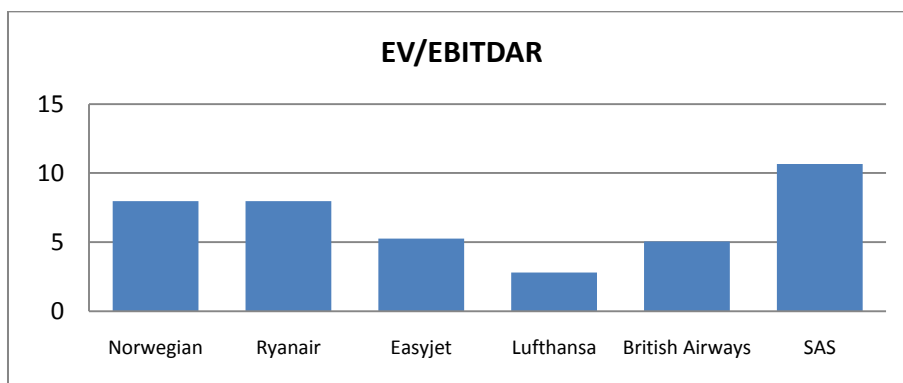
## 10 Multippelanalyse

For å sannsynliggjøre at de forutsetningene vi har tatt i den fundamentale verdsettelsen holder mål vil vi foreta en analyse av hvordan Norwegian er verdsatt i forhold til sine konkurrenter. Dette kalles en Peer-Group analyse eller multippelanalyse. Hovedårsaken til at denne typen verdsettelse blir brukt er at de krever mindre jobb enn en fundamental analyse og at de verdsetter selskapet i forhold til hvordan konkurrentene er verdsatt i markedet. Den første multiplenum vi vil se på er EV/EBITDAR.

### 10.1 EV/EBITDAR

Multippelanalyser er som sagt mye brukt, da de er mindre tids- og arbeidskrevende enn fundamentale analyser, for å få et raskt overblikk over verdien av selskapet. For flybransjen sin del blir analysen litt mer arbeidskrevende da EV tallet må justeres for leasingforpliktelsene. EBITDAR tallet er resultat før renter, skatt, avskrivninger og leasingbetalinger. Vi har valgt å se på de samme selskapene som vi har brukt før i oppgaven og brukt siste års tilgjengelige regnskapstall. Dette gir EV/EBITDAR multipler som vist i Figur 10.1. Tallene i figurene i dette kapittelet er utarbeidet med tall fra selskaperens årsrapporter og nettsider, og aksjekurser per 15.05.2011.

Figur 10.1 EV/EBITDAR for flybransjen.



Ut ifra denne figuren virker det som om Norwegian er priset over snittet i bransjen, men likt som Ryanair og litt lavere enn SAS. Dette kan komme som følge av høyere vekstforventninger for Norwegian, enn for snittet av konkurrentene.

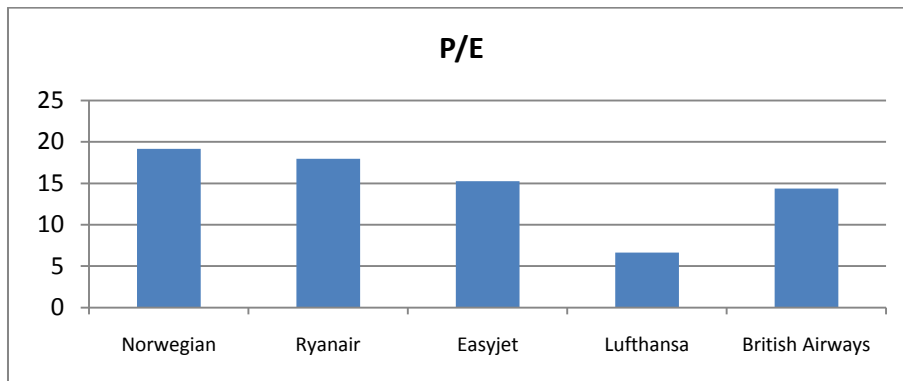
### 10.2 P/E

Hvis vi flytter blikket mot P/E multiplenum ser vi av Figur 10.2 at Norwegian har den høyeste i bransjen. Til tross for problemene med P/E multiplenum, som ble nevnt i kapittel 3, gir denne en antydning om at Norwegian er relativt høyt priset sammenlignet med konkurrentene. Som for EV/EBITDAR kan den høye multiplenum komme som en følge av høyere vekstforventninger



enn resten av bransjen. Vi har også sett på to andre multipler, EV/EBIT og P/B, og også her ligger Norwegian til dels mye høyere enn bransjen. Dette kan som sagt komme som en følge av høyere vekstforventninger og dette vil vi komme tilbake til i neste kapittel.

Figur 10.2 P/E i bransjen



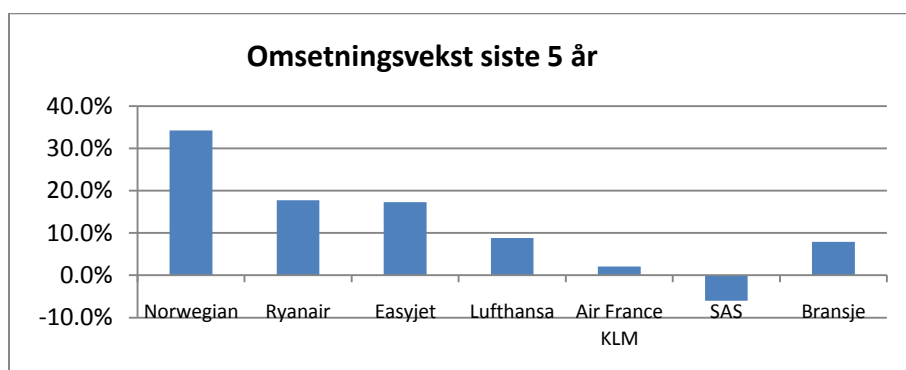
### 10.3 Vekst

Basert på vårt estimat fra den fundamentale analysen vil Norwegian ha enda høyere multipler enn det de har i figurene ovenfor. Dette da vårt estimat på aksjeverdien er høyere enn børsverdien per 15.05.2011 som er 105. Dette kan som sagt forklare med høyere vekstforventninger enn resten av markedet i fremtiden. Det finnes dessverre lite tall for fremtidig vekst og vi har derfor først sett på historiske tall for omsetningsveksten. Vi har valgt å se på tall for de siste 5 årene, trailing for de siste 12 månedene og for siste kvartal. Dette er tall som er hentet fra Reuters (2011)

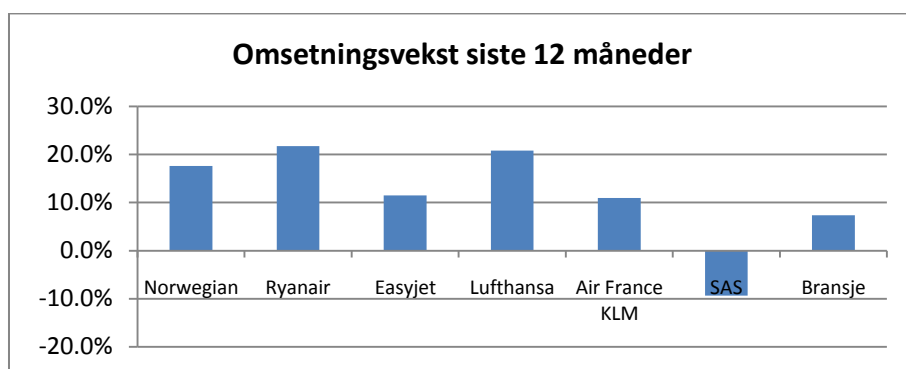
#### 10.3.1 Historisk vekst.

Når vi ser på omsetningsveksten de siste fem årene ser vi av Figur 10.3 at Norwegian ligger langt over sammenlignbare selskaper og bransjen som helhet. Dette skyldes til dels at Norwegian i begynnelsen av perioden var nesten nystartet, og dermed hadde et stort vekstpotensiale. Vi mener likevel det viser at selskapet klarer å vokse og har erfaring med kraftig vekst, og dette lover godt for veksten i fremtiden. Ved å se på omsetningsveksten for det siste året, og for siste kvartal i Figur 10.4 og Figur 10.5, ser vi igjen at Norwegian ligger høyt sammenlignet med sine konkurrenter og bransjen som helhet. Spesielt i siste kvartal har de vokst sterkt og dette kan tyde på at de vil gjøre det også i kvartalene videre.

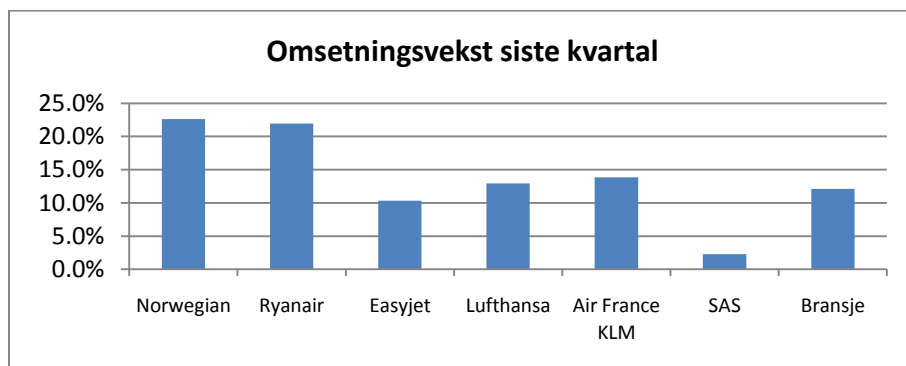
Figur 10.3 Omsetningsvekst siste 5 år



Figur 10.4 Omsetningsvekst siste 12 måneder



Figur 10.5 Omsetningsvekst siste kvartal



### 10.3.2 Oppsummering

På bakgrunn av det foregående kapittelet og vekstanalysen i kapittel 6.2.1, vet vi at Norwegian historisk sett har vokst raskere enn bransjen. Selv om en del av denne veksten kommer som følge av at de er et relativt umodent selskap, tyder dette på at de kan takle høy organisk vekst. Fra vår kunnskap om Norwegians vekstplaner, spesielt økningen i antall fly, vet vi at de har store planer om vekst i årene som kommer. Vi mener derfor at selskapet kan forsvare høyere multipler enn bransjen generelt. På denne måten understøtter multippelanalysen vårt estimat fra den fundamentale analysen om en aksjeverdi over dagens kurs.

## 11 Konklusjon

Målet med denne utredningen har vært å estimere en verdi på aksjen til Norwegian. Gjennom den strategiske analysen har vi funnet ut at selskapet befinner seg i en bransje preget av høy intern rivalisering, men også høye etableringsbarrierer. Selskapet innehar flere ressurser som gir konkurransefortrinn, blant annet flyparken og merkenavnet. Dette, kombinert med selskapets posisjon, spesielt i det norske markedet, danner grunnlag for god utvikling i tiden som kommer.

I denne utredningen har vi, blant annet gjennom regnskapsanalysen, vist at det er høy risiko i Norwegian-aksjen, men også store avkastningsmuligheter. Risikoen ligger i at Norwegians egenkapitalprosent er forventet å synke en del de neste årene, fra et allerede ganske lav nivå. Større negative endringer i den økonomiske utviklingen, vil kunne føre til at deler av kundegrunnlaget for Norwegian forsvinner. Dette vil føre til at selskapet må foreta en større emisjon, samt muligens endre sin strategi noe. Avkastningsmulighetene er derimot svært gode om selskapet lykkes i sin strategi og den økonomiske utviklingen blir god.

Ved hjelp av fremtidsregnskapet og verdsettelsen i kapittel 8.5 har vi kommet frem til en verdi på flydelen av Norwegian på 125 kroner per aksje. Som nevnt mener vi også at det finnes merverdier, både i datterselskapene og i fremtidig muligheter. Selskapets aksjer ble per 15.05.2011 omsatt til 105 kroner. Basert på disse punktene mener vi at aksjen er underpriset, og vår anbefaling blir dermed KJØP av aksjen.

## 12 Styrker og svakheter ved utredningen

Estimeringen av aksjeverdien til Norwegian, blir avhengig av de forutsetninger og antagelser vi har gjort underveis i utredningen. Dette gjør at det å komme frem til en presis aksjeverdi blir noe kunstig. Derimot vil den innsikten vi får bidra til at vi kan si noe om hvorvidt aksjen er under- eller overpriset.

Vår kunnskap om kjøp og salg av fly, inkludert leasingmarkedet, er også noe begrenset, og vi ser at en dypere kunnskap her kunne ha gjort utredningen bedre på flere områder. Hadde vi hatt mer tid ville dette vært det området hvor vi hadde lagt inn mer innsats.

Våre antagelser om kjøp av fly i perioden frem mot 2020 vil påvirke kapitalstrukturen kraftig. Dette vil i neste omgang påvirke WACC og dermed verdien av selskapet. Da dette er en utredning i Økonomisk styring har vi ikke gått dypt inn i denne problematikken. Vi mener at vårt detaljnivå er tilfredsstillende, men ser at en utredning i Finansielle emner ville gått litt dypere inn i problemstillingen..

Et siste område som vi mener ville vært interessant å se på, er effekten av en eventuell CO<sub>2</sub>-avgift. Selskapets nye, og miljøvennlige fly, gjør at de står bedre rustet til å takle en slik avgift enn flere av sine konkurrenter. Det kunne altså vært interessant å kvantifisere denne effekten i forhold til selskapets posisjon og verdi.

## 13 Vedlegg

### 13.1 Tabelloversikt

Tabell 2.1. Oversikt over bransjens inntekter per passasjer i 2010 omregnet til norske kroner .....	14
Tabell 2.2. Vekst i det norske markedet .....	20
Tabell 2.3. Utvikling i det svenske og danske markedet 2011-2014 .....	21
Tabell 3.1. Oppsett for fundamental verdsettelse .....	24
Tabell 4.1. Situasjonen i bransjen. ....	45
Tabell 4.2. Oversikt over VRIO .....	52
Tabell 5.1. Oversikt over leasing i millioner .....	55
Tabell 6.1 Finansieringsmatriser .....	79
Tabell 6.2: Standard & Poors rating basert på forholdstall (hentet fra Knivsflå (2010) .....	82
Tabell 6.3 Simulering av syntetisk rating .....	82
Tabell 6.4: Totalrating av Norwegian, SAS og Ryanair .....	82
Tabell 6.5 Beregnet lånerente .....	83
Tabell 6.6 Oppsummering av viktige nøkkeltall .....	83
Tabell 7.1. Beta og forklaringsgrad .....	85
Tabell 7.2. Konkurrenters egenkapitalbeta, forretningsbeta og kapitalstruktur. ....	86
Tabell 7.3 Netto finansiell gjeld .....	89
Tabell 8.1. Oppsett for regnskap Norwegian .....	92
Tabell 8.2. Utvikling i ASK per flysete, antall flyseter og ASK. ....	94
Tabell 8.3. Utvikling i RPK per passasjer og antall passasjerer .....	96
Tabell 8.4 Utvikling i yield, yield og gjennomsnittlig billettpris .....	98
Tabell 8.5 Utvikling i biinntekter per passasjer. ....	99
Tabell 8.6 Utvikling i salgs- og distribusjonskostnader per passasjer. ....	100
Tabell 8.7 Utvikling av oljepris, flydrivstoffpris, dollarkurs osv. ....	102
Tabell 8.8 Utvikling i leasingkostnader 2011-2020 (kostnader i millioner) .....	103
Tabell 8.9 Utvikling i flyplassavgifter. ....	104
Tabell 8.10 Utvikling i handlingkostnader. ....	105
Tabell 8.11 Utvikling i vedlikeholdskostnader i millioner.....	106
Tabell 8.12 Utvikling i årsverk og gjennomsnittslønn .....	108
Tabell 8.13 Utvikling i andre driftskostnader.....	109
Tabell 8.14. EBITDA-regnskapet .....	109
Tabell 8.15 Kontantstrøm til totalkapitalen i millioner. ....	112
Tabell 8.16 Endelig verdsettelse i millioner .....	113
Tabell 9.1 Ulike nivåer på WACC og vekstrate .....	115
Tabell 9.2 Endring i oljepris og valutakurs .....	116

Tabell 9.3 Endringer i yield og enhetskostnad .....	117
Tabell 9.4 Endring i kabinfaktor.....	118
Tabell 9.5 Endring i lønnskostnad.....	118

## 13.2 Figuroversikt

Figur 1.1. Rammeverk for fundamental verdsettelse (Kilde: Forelesningsnotater BUS 424, Knivsflå 2009) .....	9
Figur 2.1. Tidslinje .....	12
Figur 2.2 Utvikling i Norwegians yield .....	15
Figur 2.3. Kostnadsstruktur Norwegian, SAS og Ryanair i 2010.....	16
Figur 2.4. Fordeling av passasjer på markeder i 2009. ....	17
Figur 2.5. Flypassasjerer innenriks i Norge i millioner (Denstadli og Rideng, 2009).....	17
Figur 2.6 Markedsandeler utenriks fra Norge (Denstadli og Rideng, 2009) .....	18
Figur 2.7 Markedsandel i de skandinaviske markedene. ....	19
Figur 2.8 Årlig reisefrekvens per innbygger for utvalgte europeiske land (Norwegian 2003 prospekt) .....	20
Figur 2.9 Utvikling i Premium og Økonomi passasjerer.....	22
Figur 4.1. Rammeverket for strategisk analyse. ....	27
Figur 4.2 Økonomisk utvikling i Norge.....	30
Figur 4.3 Økonomiske utsikter I EU og verden .....	31
Figur 4.4 Porters fem krefter. ....	36
Figur 4.5 Markedsinndeling. ....	37
Figur 4.6 Fordeling av transportmiddel basert på avstand (Denstadli og Rideng, 2010).....	43
Figur 4.7 Utvikling i Norwegians fremtidige flyflåte (Norwegians 4. kvartals pres. 2010) .....	47
Figur 5.1. Endring i bokført kapital (bokført egenkapital + leasingforpliktelser) i milliarder kroner .....	56
Figur 6.1 Totalkapitalvekst og omsetningsvekst .....	60
Figur 6.2. Totalkapital og omsetning i absolutte tall i milliarder kroner .....	61
Figur 6.3 Oversikt over ulike nøkkeltall for lønnsomhet.....	62
Figur 6.4 Dekomponering av totalkapitalen .....	64
Figur 6.5 Oversikt over gjeldsgrad og gjeldsrente .....	65
Figur 6.6. Dekomponering av netto driftsrentabilitet .....	67
Figur 6.7 Netto driftseiendeler i milliarder kroner .....	67
Figur 6.8 Inntekter i forhold til omsetning .....	69
Figur 6.9 Flydrivstoffkostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall.....	70
Figur 6.10 Flyleasingkostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall .....	71
Figur 6.11 Luftfartsavgifter i forhold til omsetning og i absolutte tall .....	72
Figur 6.12 Flyvedlikeholdskostnader i forhold til omsetning og i absolutte tall .....	73
Figur 6.13 Lønnskostnader i forhold til omsetning og per årsverk .....	73
Figur 6.14 Likviditetsnøkkeltall.....	76

Figur 6.15 Egenkapitalprosent og Rentedeckningsgrad .....	77
Figur 6.16: Finansieringsgrad 1 og 2 .....	79
Figur 8.1 Utvikling i flyflåten frem til 2020 .....	93
Figur 8.2 Utvikling i kabinfaktor og RPK.....	95
Figur 8.3 Korrelasjon mellom oljepris og flydrivstoffpris (Kilde: IATA, 2010) .....	101
Figur 9.1. Sammendrag av sensitivitetsanalyse .....	118
Figur 10.1 EV/EBITDAR for flybransjen. ....	119
Figur 10.2 P/E i bransjen.....	120
Figur 10.3 Omsetningsvekst siste 5 år .....	121
Figur 10.4 Omsetningsvekst 12 måneder.....	121
Figur 10.5 Omsetningsvekst siste kvartal.....	121

### 13.3 Oversikt over definisjoner og forkortelser

#### **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.



## 14 Litteraturliste

### 14.1 Års- og kvartalsrapporter

Års- og kvartalsrapport Norwegian, 2003-2010

Års- og kvartalsrapport SAS, 2005-2010

Års- og kvartalsrapport Ryanair, 2005-2010

Årsrapporter Easyjet, 2009-2010

Årsrapporter Lufthansa, 2009-2010

Årsrapporter British Airways, 2009-2010

Prospekter fra Norwegian 2003 og 2008

### 14.2 Litteratur

Barney, Jay B. (2007): *Gaining and sustaining competitive advantage (3 ed)*. Pearson, Prentice Hall, NJ.

Brandenburger, A. M, Nalebuff. B. (1996), *Co-opetition: A Revolution Mindset That Combines Competition and Cooperation: The Game Theory Strategy That's Changing the Game of Business*. Doubleday Business.

Damodaran, A. (1999) *Dealing with Operating leases in Valuation*. Stern School of Business, New York.

Eklund, T. og Knudsen, K. (2003) *Regnskapsanalyse med årsoppgjør – aktivt bruk av regnskapet*, 7. utgave, Gyldendal, Oslo

Hill, C. W. L. & Jones, G. R. (2004) “*Strategic management Theory: An integrated approach*”, 6. utgave, Houghton Mifflin. Boston

Hoff, K.G. Voldsund, T. Hansen, S. K., (2007), *Analyse av finansregnskapet*. Universitetsforlaget, Oslo

Hoff, K. G. (2005), *Bedriftens økonomi*, 6. utgave, Universitetsforlaget, Oslo

Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. 2005. The macro-environment. *Exploring Corporate Strategy*: 68. 7. utg., Harlow, England: FT Prentice Hall.

Koller, Goedhart and Wessels (2005), *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, 4<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons, New Jersey

Pindyck R.S. og Rubinfeld D.L., (2004), *Microeconomics: International Edition 6/E*. Pearson Higher Education, NJ.

Schmalensee, R. (1984) *Do markets differ much?* Sloan School of Management, MIT

### 14.3 Internettkilder

Akram, Q. F., Holter, J. P. (1996) *Dollarkursens effekt på oljeprisene - En empirisk analyse*  
Penger og kreditt 3/96. Norges Bank.

Tilgjengelig fra: < <http://www.norges-bank.no/Upload/14372/Dollarkursens%20effekt%20p%C3%A5%20oljeprisene.pdf>>  
Lastet ned 4. april 2011

Andersen, T.Ø., (12. september 2008) *En av fire valgte bort lønn*.

Tilgjengelig fra: < <http://e24.no/makro-og-politikk/en-fjerdedel-av-de-norwegian-ansatte-valgte-aa-gaa-ned-i-loenn/2650132>>  
Lastet ned 2. mars 2011

Avinor (2011), Trafikkstatistikk,

Tilgjengelig fra: < [http://www.avinor.no/avinor/trafikk/10\\_Trafikkstatistikk](http://www.avinor.no/avinor/trafikk/10_Trafikkstatistikk)>  
Lastet ned 13. februar 2011

Bank Norwegian, (2011), *Delårsrapport 1. Kvartal 2001, Norwegian Finans Holding ASA*

Tilgjengelig fra:  
<[https://www.banknorwegian.no/Dokumenter/Norwegian\\_Finans\\_Holding\\_delårsrapport\\_1\\_kvartal\\_2011.pdf](https://www.banknorwegian.no/Dokumenter/Norwegian_Finans_Holding_delårsrapport_1_kvartal_2011.pdf)>

Lastet ned 14. mai 2011

Buyck, C. (1. Januar 2008), *Planes versus Trains*.

Tilgjengelig fra:< <http://atwonline.com/it-distribution/article/planes-versus-trains-0309>>

Lastet ned 1. mars 2011

CPH (2011), Trafikstatistik,

Tilgjengelig fra:< <http://www.cph.dk/CPH/DK/B2B/Cargo/Trafikstatistik/2009>>

Lastet ned 13. februar 2011

Deloitte (2011) *Deloitte: Nøkkelen*. Oversikt over skattesatser og avskrivningsregler

Tilgjengelig fra:

<[http://public.deloitte.no/dokumenter/Deloitte\\_nokkelen\\_2011\\_elektronisk.pdf](http://public.deloitte.no/dokumenter/Deloitte_nokkelen_2011_elektronisk.pdf)>

Lastet ned 10. mars 2011

Denstadli, J. M. og A. Rideng (2010), *TØI rapport 1073/2010: Reisevaner på fly 2009*,

Tilgjengelig fra: < [http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20\\_Reisevaner](http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20_Reisevaner)>

Lastet ned 12. februar 2011

Dunn, Graham (20. april 2010) *Special Report: Low-cost carriers – coming of age*.

Flightglobal.

Tilgjengelig fra:<<http://www.flightglobal.com/articles/2010/04/20/340853/special-report-low-cost-carriers-coming-of-age.html>>

Lastet ned 17. februar 2011

E24, (13. desember 2010), *Boeing hever prisene*. Artikkel uten forfatter i E24.

Tilgjengelig fra:< <http://e24.no/makro-og-politikk/boeing-hever-prisene/3947908>>

Lastet ned 9. mars 2011

EIA (26. april 2011), *Annual Energy Outlook 2011- with Projections to 2035*

Tilgjengelig fra:< <http://www.eia.gov/oiaf/aeo/tablebrowser/#release=AEO2011&subject=0-AEO2011&table=12-AEO2011&region=0-0&cases=ref2011-d020911a>>

Lastet ned 28. april 2011

Fernandez, P og Baonza, J. D. C. (2010): *Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers.*

Tilgjengelig fra:< [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1609563](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563)>

Lastet ned 5. april 2011

Gran, J. (27. oktober 2010), *Dette krever Ryanair av sine ansatte.*

Tilgjengelig fra:< <http://tb.no/nyheter/dette-krever-ryanair-av-sine-ansatte-1.5751887>>

Lastet ned 2. mars 2011

Hinton, C., (17. september 2010), *Boeing to build the 737 at a faster rate.*

Tilgjengelig fra:< <http://www.marketwatch.com/story/boeing-to-speed-up-737-production-again-2010-09-17>>

Lastet ned 1. mars 2011

IATA (2010), *International Air Transport Association: Annual report 2010,*

Tilgjengelig fra: < <http://www.iata.org/pressroom/Documents/IATAAnnualReport2010.pdf>>

Lastet ned 26. februar 2011

Indseth, I. H., (12. november 2009), *Årets leder*

Tilgjengelig fra:< <http://e24.no/jobb/bjoern-kjos-aarets-leder/3367285>>

Lastet ned 2. mars 2011

Kamhaug, C. H., 2002, *Ørkenflåten*

Tilgjengelig fra:< <http://www.scanair.no/articles/desertfleet.htm>>

Lastet ned 25. februar 2011

Lian et al., 2007, *Bærekraftig og samfunnsnyttig luftfart, TØI rapport 921/2007*

Tilgjengelig fra:

< <http://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2007/921-2007/921-hele%20rapporten%20internett.pdf>>

Lastet ned 20. februar 2011

Lindahl, H., (31. januar 2011), *CO<sub>2</sub> – utslipp fra forskjellige transportmidler.*

Tilgjengelig fra:< <http://www.gronnhverdag.no/nor/Transport/CO2-utslipp-fra-forskjellige-transportmidler>>

Lastet ned 20. februar 2011

Martinsen, L. (Ukjent dato), *Familie og fritid viktigere enn karriere*, Artikkel i Karrierelink.no

Tilgjengelig fra:<<http://www.karrierelink.no/artikkel/941>>

Lastet ned 14. juni 2011

Nergård, G. (27. januar 2003), *EU og forbrukerrettigheter*

Tilgjengelig fra:< <http://forbrukerombudet.no/id/797.0>>

Lastet ned 20. februar 2011

Norges Bank (16. mars 2011), *Pengepolitisk rapport 1/11*

Tilgjengelig fra:< [http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR\\_111\\_siste.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf)>

Lastet ned 28. april 2011

Norges Bank (2011b), *Prisstabilitet*

Tilgjengelig fra:< <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/>>

Lastet ned 28. april 2011

Norwegian (2011c) *Bagasje*

Tilgjengelig fra:< <http://www.norwegian.no/kundeservice/Reiseinformasjon/bagasje/>>

Lastet ned 8. april 2011

Norwegian prospekt (8. august 2011), *Prospectus Rights Issue Aug 2008*

Tilgjengelig fra:

< <http://www.norwegian.no/Global/english/aboutnorwegian/IR/doc/prosp/Prospectus-Rights-Issue-Aug-2008.pdf>>

Lastet ned 15. mars 2011

Norwegian, (21. oktober 2010), *Norwegian med rekordresultat på 733 millioner kroner*, Pressemelding fra Norwegian.

Tilgjengelig fra:< <http://media.norwegian.com/no/Pressemeldinger/?iId=500946>>

Lastet ned 6. april 2011

Norwegian, (12. August 2010), *Sale and leaseback transactions*, Pressemelding fra Norwegian.

Tilgjengelig fra:<<http://media.norwegian.com/en/Pressrelease/?iId=540281>>

Lastet ned 7. april 2011

Nærings- og handelsdepartementet (2004) *Statens forretningsmessige eierskap*. NOU 2004 nr. 7, Oslo, Nærings- og handelsdepartementet.

Tilgjengelig fra:< <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/nou-er/2004/nou-2004-07/20/7/3.html?id=385846>>

Lastet ned 3. mai 2011

OPEC (2010), *World Oil Outlook 2010*

Tilgjengelig fra:

<[http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/WOO\\_2010.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2010.pdf)>

Lastet ned 28. april 2011

Reuters (2011) Ulike tall hentet fra Reuters database.

Tilgjengelig fra:< <http://www.reuters.com/>>

Lastet ned 10. april 2011

Rolsdorph, N. og Austnes K. (5. mars 2007) *EU- Norges viktigste handelspartner*

SSB

Tilgjengelig fra:< [http://www.ssb.no/magasinet/slik\\_lever\\_vi/art-2007-03-05-01.html](http://www.ssb.no/magasinet/slik_lever_vi/art-2007-03-05-01.html)>

Lastet ned 28. april 2011

Ryanair (2011) *Consolidated table of fees*.

Tilgjengelig fra:< <http://www.ryanair.com/en/terms-and-conditions#regulations-tableoffees>>

Lastet ned 8. april 2011

Samferdselsdepartementet, (2006) *Om verksemda i Avinor 2006-2008*

Stortingsmelding nr. 15 2006-2007. Oslo, Samferdselsdepartementet.

Tilgjengelig fra:< <http://www.regjeringen.no/nm/dep/sd/dokument/proposisjonar-og-meldingar/stortingsmeldingar/2006-2007/Stmeld-nr-15-2006-2007-/10.html?id=441390>>

Lastet ned 14. mai 2011

Schultz, J. (1. juni 2010) *Ryanair betaler utbytte for første gang*,

Tilgjengelig fra:< <http://e24.no/makro-og-politikk/ryanair-betaler-utbytte-for-foerste-gang/3673861>>

Lastet ned 15. mars 2011

Schultz, J. (23 oktober 2009) *Norwegian stiger til historisk topp*

Tilgjengelig fra:< <http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-stiger-til-historisk-topp/3335674>>

Lastet ned 9. mars 2011

SSB (15. juni 2010), Folkemengde fremskrevet,

Tilgjengelig fra:< <http://www.ssb.no/emner/02/03/folkfram/tab-2010-06-15-02.html>>

Lastet ned 16. februar 2011

SSB (15. februar 2011), *Økonomiske analyser 1/2011*

Tilgjengelig fra:< [http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR\\_111\\_siste.pdf](http://www.norges-bank.no/Upload/82566/PPR_111_siste.pdf)>

Lastet ned 28. april 2011

SSB (2011b), *Emne: 10 Næringsvirksomhet, Tabell: 04713: Nøkkeltall for børsnoterte foretak*

Tilgjengelig fra:<

[http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default\\_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilsid=selectvarval/define.asp&Tabellid=04713](http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilsid=selectvarval/define.asp&Tabellid=04713)>

Lastet ned 2. mai 2011

Swedavia (2011a), Trafikstatistik,

Tilgjengelig fra:< <http://www.swedavia.se/sv/Swedavia/press/Trafikstatistik>>

Lastet ned 13. februar 2011

Swedavia (2011b), Fakta om Stockholm Arlanda Airport,

Tilgjengelig fra:< <http://www.arlanda.se/sv/Information-om/Om-Arlanda/Fakta-om-Arlanda/>>

Lastet ned 15. mai 2011

Trafikstyrelsen (2011), Statistikkverktøy hos Trafikstyrelsen.dk

Tilgjengelig fra:< <http://stat.slv.dk/SH23.htm>>

Lastet ned 16. februar 2011

#### **14.4 Forelesninger**

Kinserdal (2010): Forelesning ved Finn Kinserdal i faget FIE 425. NHH våren 2010.

Knivflå, K. H. (2009), *Forlesningsplansjer i BUS 424 - Strategisk regnskapsanalyse*