



Norwegian Air Shuttle ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse

Audun Søreng og Tore Haugsvold

Veileder: Professor Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi- og administrasjon,
hovedprofil i finansiell økonomi

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 eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne masterutredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter kalt Norwegian, basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Det benyttes en fundamental verdsettelsesteknikk, som suppleres med komparativ multippelverdsettelse.

Utredningen starter med å presentere fakta om makroforhold og bransjen, samt hvordan Norwegian avviker fra de andre aktørene i bransjen når det gjelder ressurser. Videre blir de forskjellige verdsettelsesteknikkene gjennomgått, før rammeverket for fundamental verdsettelse blir presentert.

Selve verdsettelsen starter med strategisk analyse av muligheter og trusler eksternt, samt styrker og svakheter internt. I den eksterne bransjeorienterte analysen benyttes PESTEL-modellen, samt Porters konkurransekraftmodell, mens den interne ressursorienterte analysen benytter SVIMA-modellen.

Videre blir de historiske finansregnskapene til Norwegian, og bransjen, omgruppert og justert for investororientert analyse. Det gir bedre innsikt i de underliggende økonomiske forholdene, som er viktig når en skal gjøre analyser av historisk lønnsomhet. Resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen skal være konsistente.

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for å utarbeide både fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav, som benyttes til å verdsette Norwegian ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Ved å oppdatere avkastningskravene med verdibaserte vekter, konvergente egenkapital- og selskapskapitalmetoden ved et felles verdiestimat på NOK 233,53 per aksje. Det er noe høyere enn aksjekursen per 15.2.2013 på NOK 196,10. Merverdien i verdiestimatet bygger på at vi mener Norwegian besitter en rekke verdifulle ressurser som vil bidra til å skape større «superprofitt» fremover, enn hva «markedet» tror.

Utredningen avsluttes med å analysere usikkerheten i verdiestimatet ved hjelp av sensitivitetsanalyse, samt sammenligning med aktører i bransjen gjennom en multippelverdsettelse.

Forord

Denne utredningen er skrevet som avsluttende del av masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Gjennom vår hovedprofil i finansiell økonomi, og støtteprofil i økonomisk styring, har verdivurdering av selskaper stått sentralt, og tent en spesiell interesse hos oss. Verdivurdering kombinerer også kunnskap fra forskjellige fagområder som regnskap, finans og strategi på en spennende måte. Temaet for utredningen ble derfor naturlig nok verdivurdering.

På bakgrunn av at Norwegian er et forholdsvis lite, raskt voksende og mye omtalt selskap, syntes vi det kunne være spennende å verdsette selskapet. Arbeidet har gitt oss meget god kunnskap om flybransjen, samt Norwegians strategiske posisjon og framtidsutsikter.

Vi vil gjerne benytte anledningen til å takke vår veileder, professor Kjell Henry Knivsflå, for grundige og svært hurtige tilbakemeldinger, samt god veiledning gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 2013

Audun Søreng

Tore Haugsvold

Innholdsfortegnelse

Innhold

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	7
1.1 MÅLSETNING.....	7
1.2 AVGRENSNING	7
1.3 STRUKTUR.....	7
2. PRESENTASJON AV FLYBRANSJEN OG NORWEGIAN	9
2.1 MAKROFAKTORER.....	9
2.2 FLYBRANSJEN	14
2.3 NORWEGIAN VS. KOMPARATIV BRANSJE	20
3. VALG AV VERDSETTELSESMETODE	24
3.1 OVERSIKT OVER VERDSETTELSESTEKNIKKER.....	24
3.2 VALG AV VERDSETTELSESMETODE.....	26
3.3 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	27
4. STRATEGISK ANALYSE	29
4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	29
4.2 EKSTERN ANALYSE.....	30
4.2.1 <i>PESTEL-analyse</i>	30
4.2.2 <i>Porters fem konkurransekrefter</i>	35
4.3 INTERN ANALYSE	39
4.4 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	45
5. REGNSKAPSANALYSE	47

5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE	47
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	49
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	52
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	56
5.4.1	<i>Analyse av målefeil og justering</i>	56
5.4.2	<i>Omgrupperte og justerte regnskapstall</i>	59
5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	62
6.	ANALYSE AV RISIKO	64
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE.....	64
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	70
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING.....	73
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	75
7.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL (EKK).....	75
7.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD (NFGK).....	82
7.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK)	84
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET – STRATEGISK FORDEL	85
8.1	SUPERRENTABILITET TIL EK.....	85
8.2	DEKOMPONERING AV SUPERRENTABILITET	87
8.3	DRIFTSFORDEL.....	88
8.4	FINANSIERINGSFORDEL.....	93
8.5	OPPSUMMERING - HISTORISK SUPERRENTABILITET	94
9.	FREMTIDSREGNSKAP	96
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	96
9.2	VEKSTANALYSE	97
9.3	UTVIKLING I BUDSJETTDRIVERE.....	98

9.4	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP OG KONTANTSTRØM.....	109
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL.....	111
10.1	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITAL (EKK).....	111
10.2	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD (NFGK).....	114
10.3	AVKASTNINGSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL (NDK).....	115
10.4	ANALYSE AV BUDSJETT – SUPERRENTABILITET.....	116
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	118
11.1	OVERSIKT OVER METODER OG MODELLER	118
11.2	VERDSETTELSE ETTER EGENKAPITALMETODEN	121
11.3	VERDSETTELSE ETTER SELSKAPSKAPITALMETODEN	122
11.4	KONVERGENS MOT ENDELIG EGENKAPITALVERDI.....	124
11.5	USIKKERHET I VERDIESTIMATET	127
11.6	OPPSUMMERING.....	133
12.	KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	134
13.	KONKLUSJON	139
	LITTERATURLISTE	140

1. Innledning

1.1 Målsetning

Målsetningen med denne utredningen er å estimere verdien per aksje i Norwegian ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk, supplert med en komparativ multippelverdsettelse. Verdien vi kommer frem til vil kunne brukes til å vurdere om nåværende aksjekurs indikerer en over- eller underpris, eventuelt om den er «riktig» priset. Og med det virke som et beslutningsgrunnlag for enten en kjøps- eller salgsstrategi.

1.2 Avgrensning

Oppgaven baserer seg kun på offentlig tilgjengelig informasjon, og med bakgrunn i at det stadig kommer ny informasjon som vil påvirke verdsettelsen av Norwegian, må vi sette en «informasjonsgrense» for å kunne slutføre arbeidet. Vi har valgt å sette «informasjonsgrensen» til 15.2.2013, det vil si at informasjon som kommer etter denne dato ikke vil bli tatt hensyn til i vår verdsettelse av Norwegian.

I verdsettelsen tar vi utgangspunkt i konsernregnskapstallene til Norwegian. Vi har i våre analyser utelukkende fokusert på flyvirksomheten til Norwegian, og sett bort fra å analysere de andre forretningsområdene, det vil si Bank Norwegian og Call Norwegian, separat.

Vi har definert komparativ bransje til å bestå av selskapene Norwegian, SAS og Ryanair. Det verdivekta gjennomsnittet av disse fungerer som sammenligningsgrunnlag i analysene. Det er sett bort fra at Ryanair sitt regnskapsår er avvikende, da det går fra 01.04-31.03.

1.3 Struktur

I kapittel 2 vil vi presentere fakta om makroforhold og bransjen, samt hvordan Norwegian avviker fra de andre aktørene i bransjen når det gjelder ressurser. Videre blir de forskjellige verdsettelsesteknikkene, samt rammeverket for fundamental verdsettelse, gjennomgått i kapittel 3.

I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse av muligheter og trusler eksternt, samt styrker og svakheter internt. I den eksterne bransjeorienterte analysen benyttes PESTEL-modellen,

samt Porters konkurransekraftmodell, mens den interne ressursorienterte analysen benytter SVIMA-modellen.

I kapittel 5,6,7 og 8 gjennomføres regnskapsanalysen. Først blir de historiske finansregnskapene til Norwegian, og bransjen, omgruppert og justert for investororientert analyse. Videre blir det gjort analyser av risiko og beregnet historiske avkastningskrav, som benyttes til å analysere historisk lønnsomhet.

I kapittel 9,10 og 11 gjennomføres selve verdsettelsen. Den strategiske- og regnskapsanalysen danner grunnlaget for å utarbeide både fremtidsregnskap- og krav, som igjen benyttes til å verdsette Norwegian. Sensitivitetsanalysen gjennomføres også i kapittel 11.

I kapittel 12 gjennomføres en komparativ multippelverdsettelse., før konklusjonen blir presentert i kapittel 13.

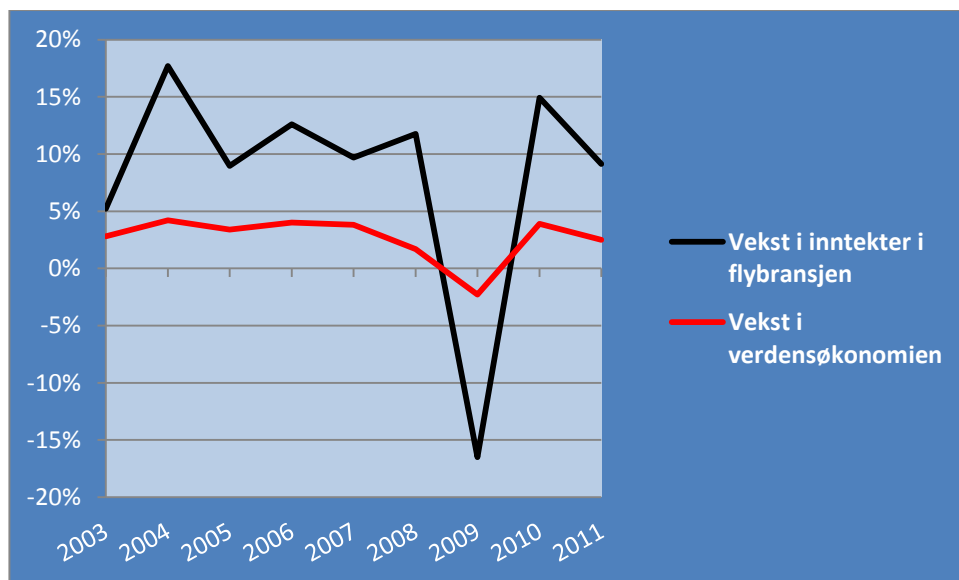
2. Presentasjon av flybransjen og Norwegian

Flyindustrien er verdens tredje største industri målt etter BNP på global basis. Kun mat og drikke, samt kjemikalieindustrien er større (turistnæringen er da utelatt). På verdensbasis ble det i 2011 gjennomført 38 millioner flyvninger med totalt 2,8 milliarder passasjerer, som til sammen genererte inntekter på 598 milliarder USD. Nettoinntjeningen var derimot bare på 7,9 milliarder USD (iata.org, 2012).

2.1 Makrofaktorer

Utviklingen i flybransjen samsvarer i stor grad med den generelle utviklingen i økonomien. I tillegg til normale sesongvariasjoner kan det være spesielle hendelser som fører til store svingninger i inntektene, og dermed økte markedsmessige utfordringer for flyselskapene. Krig, terror og naturkatastrofer er eksempel på slike spesielle hendelser (Norwegian, 2003).

Figuren 2.1 illustrerer den senere tids markedsituasjon ved utviklingen i inntekter i flybransjen globalt, og veksten i verdensøkonomien (målt ved brutto nasjonalprodukt), i perioden fra 2003 til 2011.

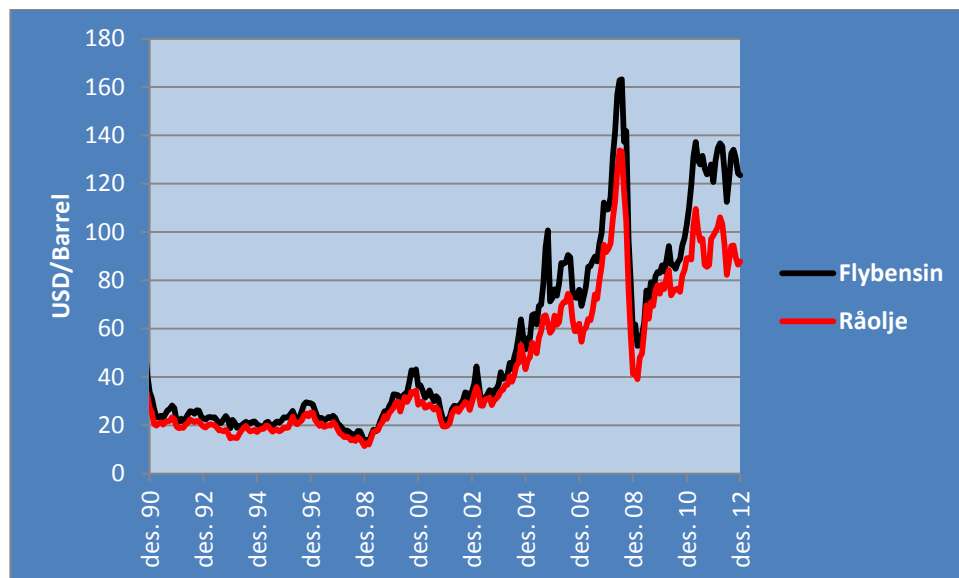


Figur 2.1: Flybransjen vs. verdensøkonomien (iata.org, 2012)

De makrofaktorene som er av størst betydning for lønnsomheten i bransjen er oljepris og valutakurser, men også rentenivå, politikk/lovgivning og befolkningsutvikling er viktige faktorer.

Oljepris

Kostnader til drivstoff er flyselskaperenes største operasjonelle kostnad, og har følgelig stor betydning for lønnsomheten. Flybensin- og råoljeprisene har historisk hatt høy korrelasjon, og som en ser av figur 2.2 har det vært stor økning i begge prisene det siste tiåret. I 2003 utgjorde kostnader til drivstoff 14 % av de totale driftskostnadene for flybransjen globalt, mens i 2011 hadde tallet steget til 30 % (iata.org, 2012). For å sikre seg mot pris og leveringsrisiko er det vanlig at flyselskaper inngår terminkontrakter om fremtidige leveranser av flybensin.



Figur 2.2: Flybensin vs. råolje (eia.gov, 2013)

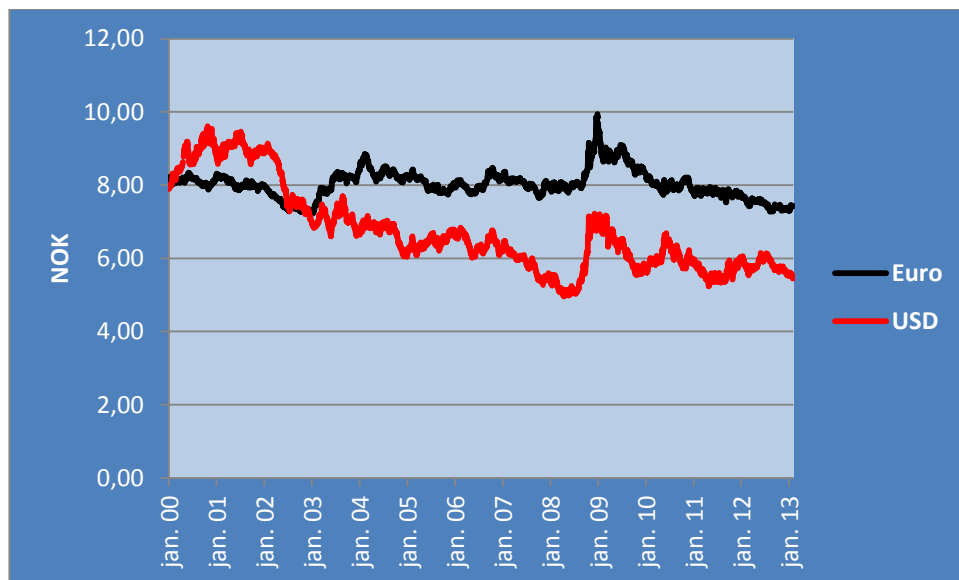
De siste to årene har flybensinprisen variert rundt et gjennomsnitt på 130 USD/Fat. De små svingningene skyldes i hovedsak forventninger om økt tilbud av olje fra USA og Saudi Arabia på den ene siden, og forventninger om fortsatt svak vekst i etterspørselen, støttet av en løs pengepolitikk, på den andre siden (iata.org, 2012).

Valutakurser

En stor del av de operasjonelle kostnadene til flyselskaper er eksponert for valutarisiko. I hovedsak er drivstoffkostnader eksponert mot USD, mens leasing og vedlikeholdskostnadene knyttet til flyflåten normalt vil være eksponert mot enten USD eller

euro, avhengig av flytype (Boeing eller Airbus). Navigering, landings og håndteringskostnader er knyttet opp mot avgang- og destinasjonssted (Norwegian, 2012).

Figur 2.3 viser at den norske krona har stått sterkt mot vesentlige valutaer som euro og amerikanske dollar det siste tiåret. I flybransjen er det vanlig å inngå valutakontrakter for å sikre seg mot fremtidige valutakursendringer.

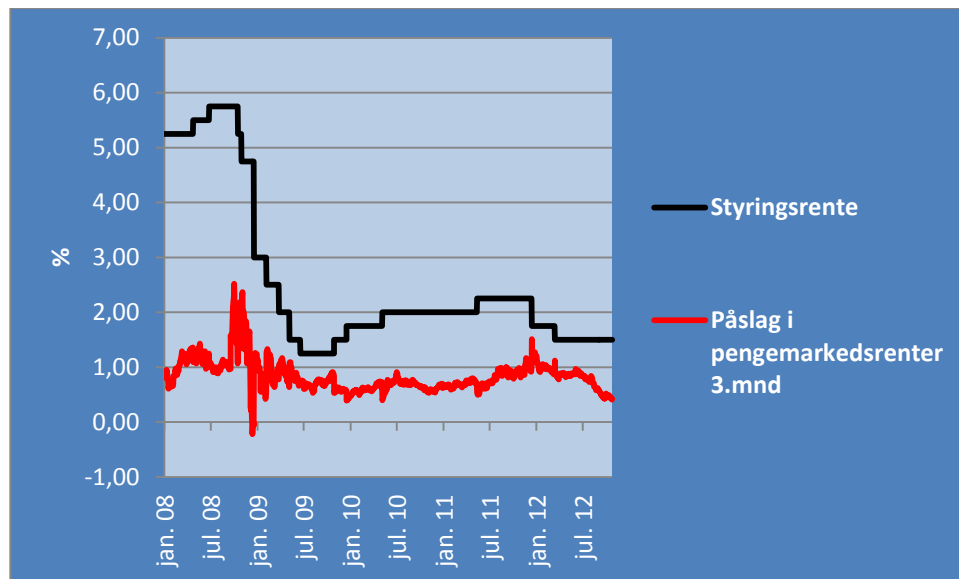


Figur 2.3: Euro vs. USD (norges-bank.no, 2013)

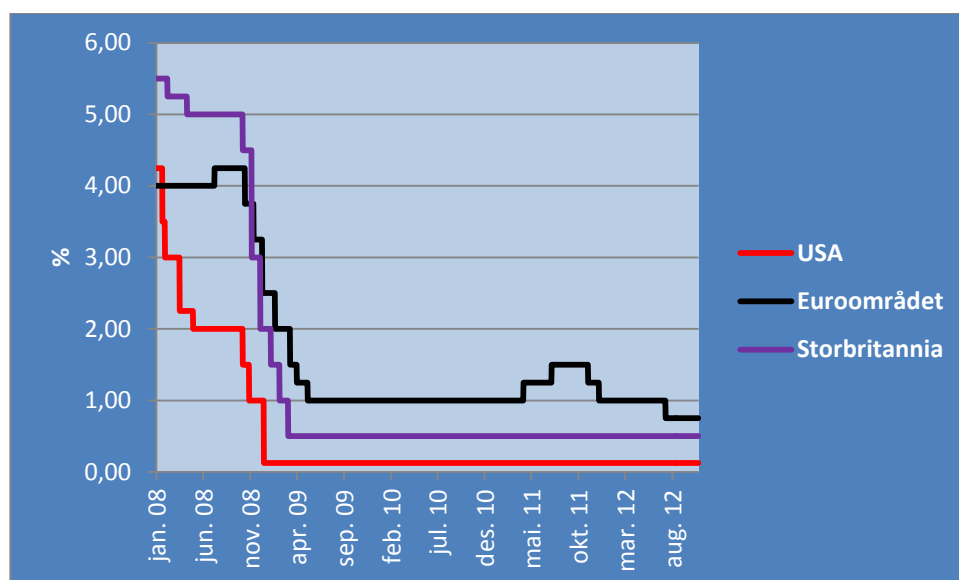
Rentenivå

Lave renter i Norge og internasjonalt er bra for flybransjen da det gir gunstig finansiering, samtidig som etterspørselen etter flyreiser vil være høy som følge av god kjøpekraft både i befolkningen og blant bedrifter. Som vi ser av figur 2.1, 2.4 og 2.5 vil høye renter (som i 2008) bidra til lavere etterspørsel, samt dyrere finansiering.

I Norge settes rentenivået (styringsrenten) av Norges Bank, og nivået rettes inn mot å holde inflasjonen lav og stabil. Styringsrenten er det viktigste virkemidlet i pengepolitikken, som skal bidra til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting (Olsen, 2011).



Figur 2.4: Styrings- og pengemarkedsrenter i Norge (norges-bank.no, 2012)



Figur 2.5: Styringsrenter internasjonalt (norges-bank.no, 2012)

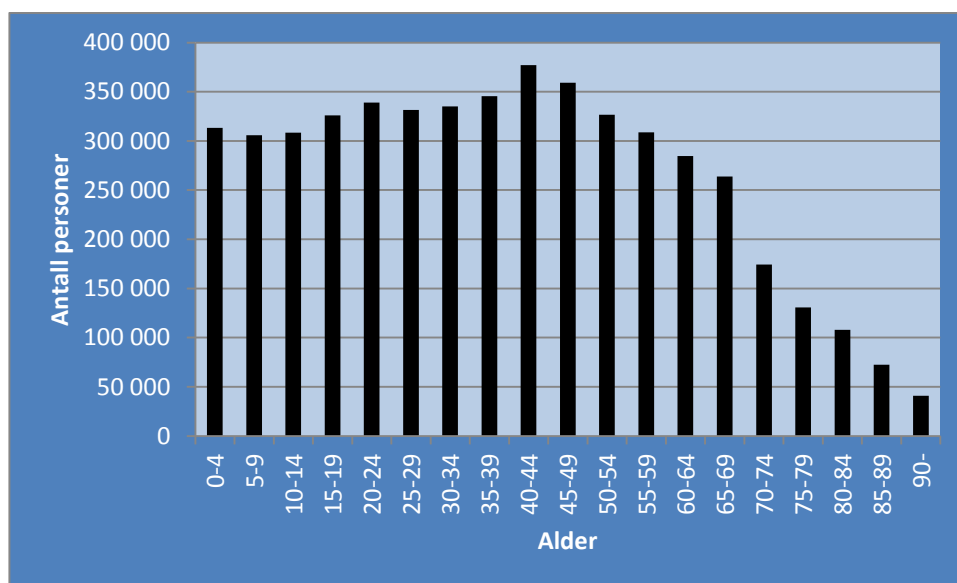
Videre ser vi av figur 2.4 og 2.5 at styringsrentene har sunket betraktelig siden finanskrisen i 2008/2009, og selv om norsk økonomi nå går godt har sentralbanken valgt å holde styringsrenten lav for at norsk næringsliv skal kunne være konkurransedyktige. Rentene internasjonalt er svært lave, og styringsrentene i USA, euroområdet, Storbritannia og Japan forventes å være lave lenge (Qvigstad, 2012).

Politikk og reguleringer

I henhold til utlendingsforskriften § 1-1 bokstav h er det krav om oppholdstillatelse i Norge for utenlandsk personell fra land utenfor Europa på norskregistrerte fly i internasjonal trafikk, noe som hindrer bruk av billig arbeidskraft fra Østen (regjeringen.no, 2013). Videre må flyselskaper i Norge betale CO2 avgift for innenriks ikke-kvotepliktig luftfart med 0,43 kr/liter drivstoff (miljostatus.no, 2013). CO2 utslipp fra flyvninger innenfor EØS-området og flyvninger mellom et EØS-land og et tredjeland ble etter vedtak fra EU kvotepliktige fra 2012 (miljostatus.no, 2013). Regjeringen har vedtatt at dette også skal gjelde Norge fra 2012 (nrk.no, 2010).

Fra 1. august 2002 ble det innført et særnorsk forbud mot opptjening av bonuspoeng på innenlandsreiser i Norge. SAS sitt oppkjøp av Braathens i 2001 ga de en markedsandel på over 90 % i Norge, og passasjerer som hadde samlet bonuspoeng hos SAS, ofte gjennom jobbreiser, kunne benytte disse til gratis privatreiser. Dette gjorde at folk ble «låst» til SAS, og for at Norwegian skulle ha en mulighet til å komme inn på markedet i Norge måtte bonusordningen avvikles, konkluderte konkurransetilsynet (Trumpy, 2012).

Befolkning



Figur 2.6: Norges befolkning per 1. januar 2013 (ssb.no, 2013)

Befolkningsveksten og alderssammensetningen er også viktig for flybransjen. Ser av figur 2.6 at antall pensjonister i Norge vil øke betydelig de kommende årene. Total befolkning i Norge per 1. januar 2013 var 5 051 275 (ssb.no, 2013). Det har vært høy befolkningsvekst i

Norge de siste årene, og fra 2007-2012 vokste folketallet med hele 370 100, mer enn dobbelt så mye som de seks årene før det (ssb.no, 2013).

2.2 Flybransjen

Det er vanskelig å definere hvilke selskaper som er Norwegians konkurrenter, fordi flybransjen er en dynamisk og uforutsigbar bransje. Med dette mener vi at ting skjer raskt. I det ene øyeblikk kan et flyselskap gå konkurs, som frigjør markedsandeler til konkurrerende selskaper. I det neste øyeblikket kommer nye aktører inn, og skaper ekstra konkurranse på rutene.

For å gjøre bildet av flybransjen og konkurrentene til Norwegian mer oversiktlig kan det være hensiktsmessig å dele opp markedet i Norge, Europa og Asia/Vesten(langdistanse). I det norske markedet (norske innenlandsruter) er det SAS som er Norwegians hovedkonkurrent, noe de har vært i over et tiår. Noen av de største konkurrentene i Europa er British Airways, KLM og Ryanair. I forbindelse med at Norwegian skal inn på langdistansemarkedet denne våren (flyruter til Bangkok og New York) vil en få ytterligere konkurrenter. I dette markedet vil en hovedsakelig få konkurranse fra asiatiske selskaper.

Som vi ser har (eller kommer til få) Norwegian konkurrenter fra nesten alle deler av verden. Som konsernsjef i Norwegian, Bjørn Kjos, sier: «Norwegian kommer til å fly overalt i framtida». I de senere analysene der vi skal sammenligne Norwegian sine resultater med andre selskaper i bransjen, vil vi benytte SAS og Ryanair, i tillegg til Norwegian, som komparativ bransje. Årsaken til dette er at det er disse selskapene som er mest sammenlignbare med Norwegian.

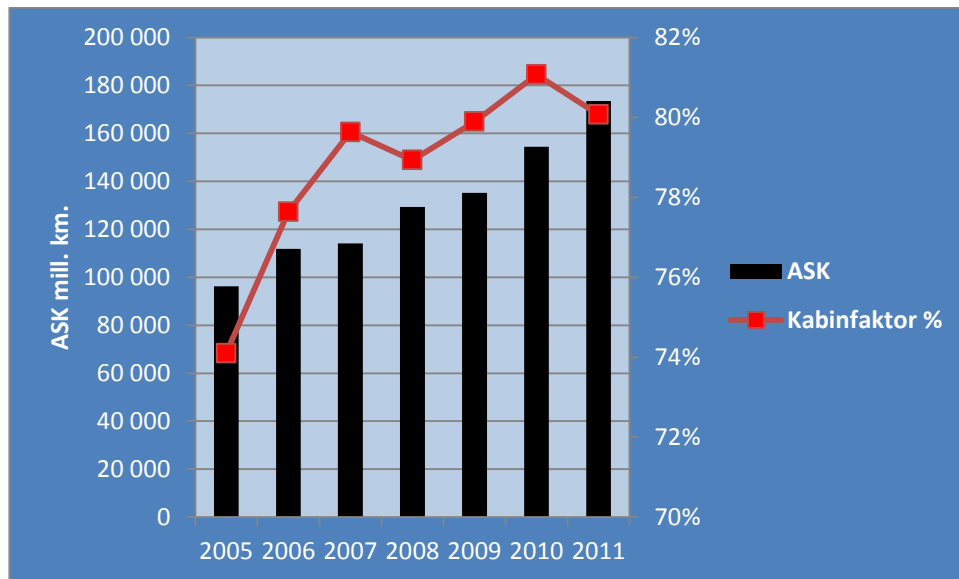
Tilbud og etterspørsel

Det er vanlig å oppgi tilbudet/produksjonen/kapasiteten i flybransjen ved ASK (Available Seat Kilometers), det vil si antall tilgjengelige seter (enten de er opptatt eller ikke) multiplisert med antall kilometer fløyet. Etterspørsel/trafikk oppgis normalt i RPK (Revenue Passenger Kilometers), altså antall seter som det er betalt for multiplisert med antall kilometer fløyet. Kabinfaktoren er et mål på hvor mye av den totale kapasiteten som benyttes til å generere inntekter (Holloway, 2008).

$$\text{Kabinfaktor} = \text{RPK/ASK}$$

$RPK = \text{Betalte seter} \cdot \text{Kilomter fløyet}$

$ASK = \text{Tilgjengelige seter} \cdot \text{Kilomter fløyet}$



Figur 2.7: ASK og kabinfaktor for komparativ bransje. Tall fra årsrapporter for selskapene i perioden 2005-2011.

Som en ser av figur 2.7 har det vært betydelig vekst i kapasiteten (ASK) i perioden, samtidig som kabinfaktoren har vokst ifra 74,1 % i 2005 til 80,1 % i 2011. Økningen i etterspørsel har altså vært høyere enn økningen i tilbudet.

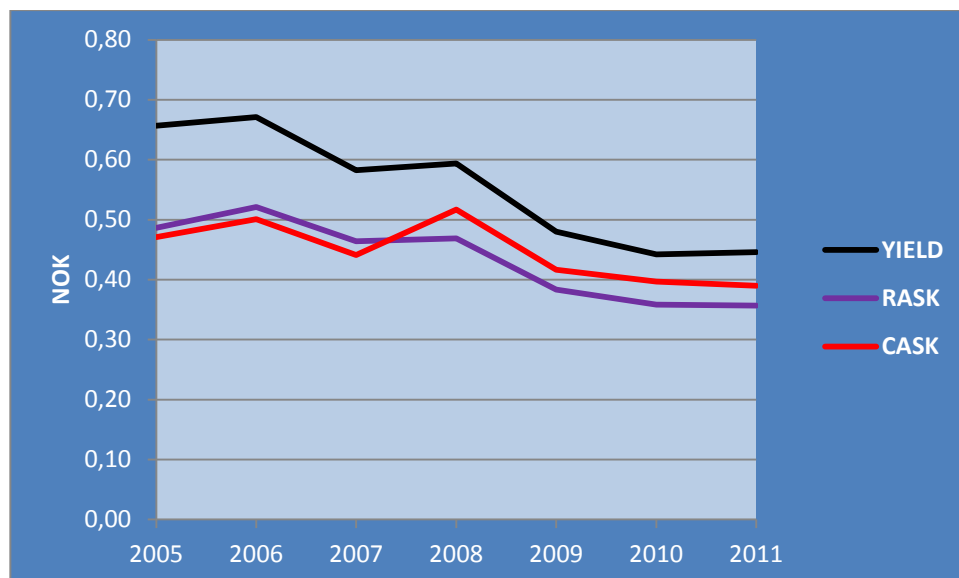
Priser og kostnader

For å vurdere prisingen i bransjen er det vanlig å se på passasjerinntekter per tilgjengelige setekilometer (RASK) og/eller betalte setekilometer (YIELD). Kostnadsnivået avspeiles i enhetskostnader, det vil si operasjonelle kostnader per tilgjengelige setekilometer (CASK) (Holloway, 2008).

$YIELD = \text{Passasjerinntekter} / RPK$

$RASK = \text{Passasjerinntekter} / ASK$

$CASK = \text{Operasjonelle kostnader} / ASK$



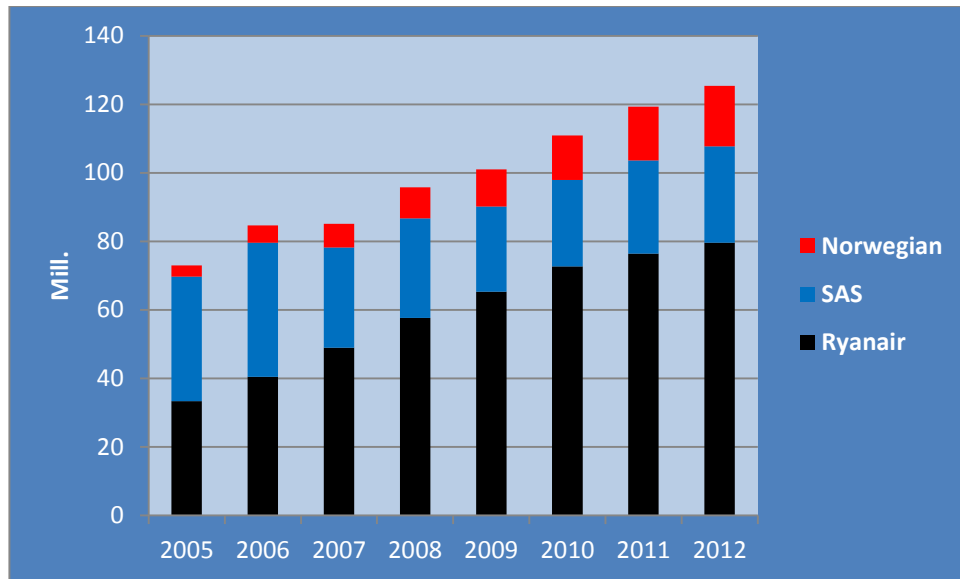
Figur 2.8: YIELD, RASK og CASK for komparativ bransje. Tall fra årsrapporter for selskapene i perioden 2005-2011.

Ser av figur 2.8 at bransjen har synkende passasjerinntekter både per tilgjengelige og betalte setekilometer. Enhetskostnadene (CASK) har også sunket i perioden, men ikke like mye som verken YIELD eller RASK. Stor konkurranse har presset prisene, samtidig som både RASK og CASK er negativt korrelert med de stadig økte lengdene på flyvningene.

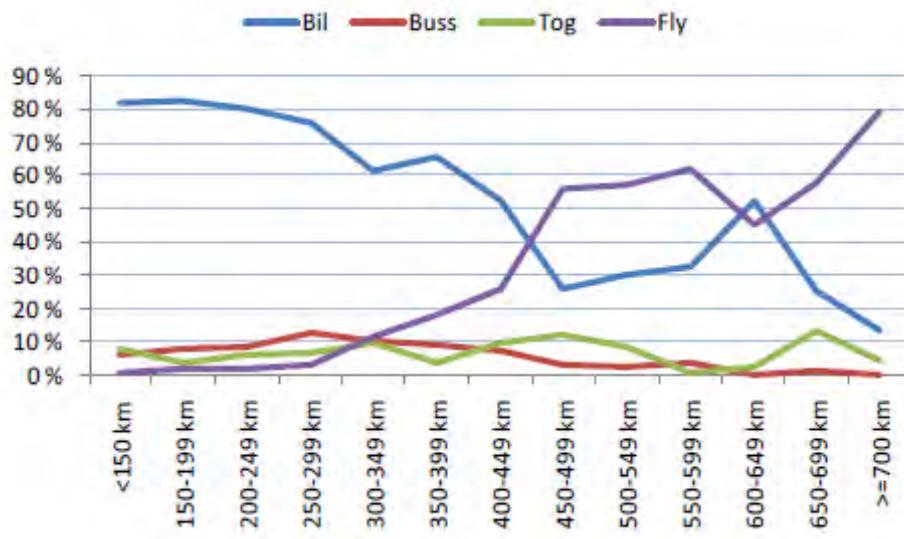
Kvantum

Av figur 2.9 ser vi at antall fraktede passasjerer har økt mye i perioden. Det er Norwegian og Ryanair som i hovedsak har bidratt til økningen, mens SAS har slitt med å opprettholde passasjerantallet. Dette er i tråd med økningen i ASK som vist i figur 2.7.

Av figur 2.10 ser vi at flyets markedsandel øker med reiselengden. Bilen er mest benyttet transportmiddel på reiser inntil 300 km, mens flyets markedsandel stiger betydelig for reiser som er lengre enn dette. Spesielt i intervallet 450-550 km, der flyvningene mellom Oslo og Bergen, Trondheim og Stavanger kommer inn, ser vi en markant stigning. Buss har en markedsandel på omtrent 10 % på reiser inntil 350 km, men synker markant på lengre reiser. Tog er mest brukt, relativt sett, på reiser mellom 350 og 550 km.



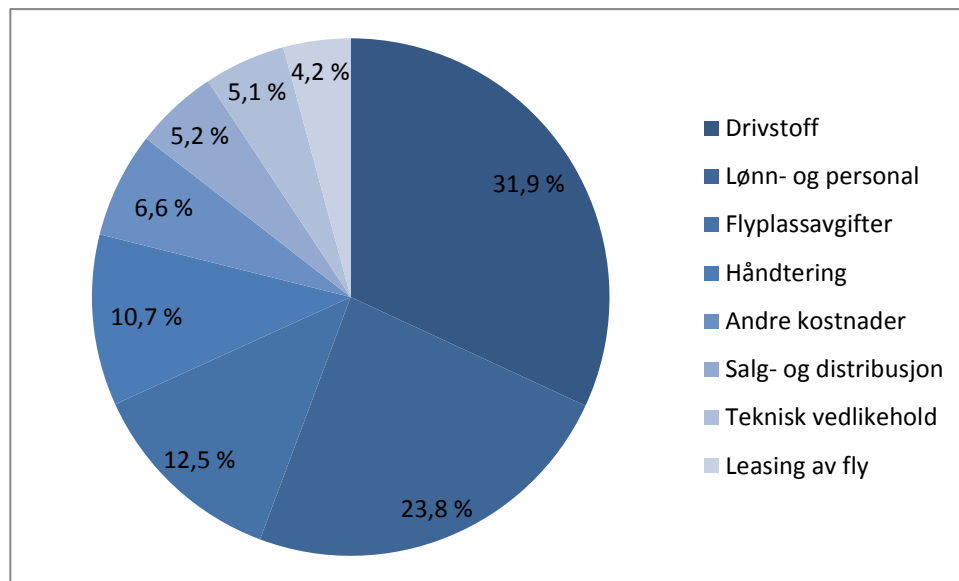
Figur 2.9: Antall passasjerer for komparativ bransje. Tall fra års- og kvartalsrapporter for selskapene i perioden 2005-2012.



Figur 2.10: Transportmiddel etter reiselengde i Norge. Tall fra 2009. (Transportøkonomisk institutt, 2012)

Kostnadsstruktur

Flybransjen er å anse som kapitalintensiv, men det er også mange selskapsspesifikke kostnader som ved god styring og ledelse kan skape konkurransefortrinn. For å holde enhetskostnadene nede er det nødvendig å drive stort, samtidig som greier å oppnå høy utnyttelsesgrad av ressursene. Økt størrelse gir, i tillegg til stordriftsfordeler, økt forhandlingsmakt ovenfor leverandørene (Norwegian, 2012).



Figur 2.11: Fordeling av operasjonelle kostnader for komparativ bransje. Tall fra årsrapporter for selskapene 2011.

Som en ser av figur 2.11 er størsteparten av kostnadene faste og høye i flybransjen. Uansett om flyene er tomme eller fulle påløper kostnadene, da kostnaden av å ta med en ekstra passasjer (marginalkostnaden), er svært lav. Strategien til flyselskapene er derfor å oppnå så høy kabinfaktor som mulig til høyest mulig pris (Andersen, 2011).

Aktører i bransjen

Norwegian Air Shuttle (NAS)

Norwegian er et norskregistrert lavprisleflyselskap stiftet i 1993, og børsnotert i år 2003. Selskapet har hatt en betydelig omsetnings- og passasjervekst de siste årene, og i 2012 var omsetningen på nesten NOK 13 milliarder og antall fraktede passasjerer var 17,7 millioner. Norwegian er med dette Skandinavias nest største flyselskap, og det tredje største lavprisselskapet i Europa. Selskapet har levert solide resultater de siste årene, og inntjeningen har vært positiv siden 2007. Per februar 2013 hadde selskapet 73 fly som opererte 359 ruter til 121 destinasjoner i 37 land. Konsernsjef og grunder av Norwegian,

Bjørn Kjos, er største eier i Norwegian med 21 % av aksjene (norwegian.no, 2013). Per 31.12.12 var markedsverdien av selskapet i overkant av NOK 5 milliarder (bloomberg.com, 2013)

Scandinavian Airlines System (SAS)

SAS ble stiftet i 1946 og er Skandinavias største flyselskap med 28,1 millioner fraktede passasjerer og over NOK 36 milliarder i omsetning i 2012. I motsetning til NORWEGIAN og Ryanair er SAS et såkalt nettverksselskap, som i hovedsak går ut på at opptjente bonuspoeng kan benyttes hos en rekke ulike flyselskaper. SAS skiller seg også ut ved at de tilbyr fullservice (i motsetning til lavpriskonsept) for sine reisende. Konsernet har slitt voldsomt den senere tid, og investorene har måttet tåle milliardunderskudd de siste fem årene. Det er derfor foretatt betydelige kapitalinnskudd og sparetiltak for å opprettholde driften, og sterke statlige eiere i Norge (14,3 % eierandel), Sverige (21,4 %) og Danmark (14,3%) skal nok ha en del av æren for at SAS ikke har gått konkurs. SAS konkurrerer med Norwegian både på det norske innenlandsmarkedet og i Europa. Per oktober 2012 hadde selskapet 184 fly som opererte i underkant av 1000 ruter til 136 destinasjoner i over 40 land (SAS, 2013). Per 31.12.12 var markedsverdien av selskapet i overkant av NOK 2,2 milliarder (bloomberg.com, 2013).

Ryanair (RYA)

Ryanair er et irsk lavprisflyselskap, stiftet i 1985, som de siste ti årene, med unntak av år 2008, har levert milliardoverskudd. Sist tilgjengelige regnskapsår (avvikende 31.03.11-31.03.12) hadde selskapet en omsetning på i overkant av NOK 34 milliarder (Ryanair, 2012). I løpet av 2012 fraktet Ryanair 79,6 millioner passasjerer, og per februar 2013 hadde selskapet 305 fly som opererte over 1500 ruter til 178 destinasjoner i 28 land (Ryanair, 2013). Ryanair opererer ikke på det norske innenriksmarkedet og konkurrerer således med Norwegian kun på europeiske ruter. Per 31.12.12 var markedsverdien av selskapet nesten NOK 50 milliarder (bloomberg.com, 2013).

2.3 Norwegian vs. komparativ bransje

Flyflåte og leverandører

Norwegian

Norwegian hadde per februar 2013 en flyflåte bestående av 73 fly, herav 63 stk. Boeing 737-800 Next Generation (NG) og 10 stk. Boeing 737-300, med en passasjerkapasitet på henholdsvis 186 og 148 personer per fly. Gjennomsnittsalderen på flyene er 4,6 år. Som en ser av tabell 2.1 har Norwegian gjort flere store avtaler om fremtidige leveranser av fly, og en har per februar 2013 ordrer på hele 271 fly (norwegian.no, 2013). I januar 2012 annonserte Norwegian at de hadde inngått en avtale med både Boeing og Airbus om kjøp av totalt 222 nye fly med levering fra 2016, i tillegg til en opsjon levering på ytterligere 150 fly. Med en listepriis på 127 milliarder norske kroner er det den største flyordren i Europa noensinne. Netto vekst i flyflåten vil være en del lavere fordi Boeing 737-300 skal fases ut, og Norwegian har en intensjon om ikke å bruke fly som er eldre enn 7-8 år (norwegian.no, 2012). Analytikere spekulerer i at en ordre av denne størrelsen kvalifiserer til en rabatt på 40-50 % av listepriis (dn.no, 2012).

Tabell 2.1: Ordre per februar 2013 for Norwegian

Flytype	Passasjerkapasitet	Levering			Kjøpsopsjon
		2013	2014-2015	fra 2016	
Boeing 737-800 NG	186	8	33	22	
Boeing 787-8 Dreamliner	291	3	5		
Boeing 737 MAX8	162			100	100
Airbus A320 neo	180			100	50
Sum		11	38	222	150

SAS

SAS hadde per oktober 2012 en flyflåte på 184 fly, fordelt på 11 langdistansefly, 122 kortdistansefly, 12 regionalfly og Widerøes (datterselskap) 39 fly av typen deHavilland. Flyene er av merkene Airbus, Boeing, Bombardier og MD. Gjennomsnittlig alder på flyene er 13,1 år (SAS, 2013). Tabell 2.2 angir flytype og leveringstidspunkt for fremtidige leveranser.

Tabell 2.2: Ordrer per oktober 2012 for SAS (SAS, 2013)

Flytype	Passasjerkapasitet	Levering		Kjøpsopsjon
		2013-2014	fra 2016	
Boeing 737-700/800 NG	149/186	14		
Airbus A320s	150	12		
Airbus A320 neo	180		30	11
Sum		26	30	11

Ryanair

Ryanair hadde per februar 2013 en flyflåte bestående av 305 stk. Boeing 737-800 NG fly, med en gjennomsnittlig alder på 4 år (Ryanair, 2013). Mellom mars 1999 og februar 2013 har Ryanair kjøpt totalt 344 nye fly av denne typen, derav 11 stk. i perioden mars 2012 til februar 2013. Ledelsen mener at dette skal være nok til fortsatt vekst de neste to årene. I desember 2009 forhandlet Ryanair og Boeing om en avtale som gjaldt kjøp av 100 nye Boeing 737-800 NG, med opsjon på ytterligere 100, men ble ikke enige. Imidlertid inngikk Ryanair i 2011 en avtale med COMAC, en kinesisk flyprodusent, om å samarbeide i utviklingen av et nytt 200 seters kommersielt fly (Ryanair, 2012).

Finansiering

I likhet med at Eksportkreditt Norge tilbyr norsk næringsliv konkurransedyktig eksportfinansiering (eksportkreditt.no, 2012), gjør eksport-import banken (Ex-Im Bank) til den amerikanske staten mye av det samme ved å tilby arbeidskapital, kreditt- og lånegarantier, samt vanlige lån til utenlandske kjøpere. (exim.gov, 2013).

I forbindelse med flykjøp fra den amerikanske flyprodusenten Boeing, har «Ex-Im Bank» stilt som garantist for finansieringen på vegne av Norwegian. (Norwegian, 2012). På denne måten har Norwegian forhandlet seg frem til bedre lånevilkår, grunnet at både kreditt- og eventuell land-spesifikk risiko som kredittinstitusjoner ikke er villige til å akseptere, bortfaller med disse garantiene (exim.gov, 2013). Det er hovedsakelig flykjøp etter finanskrisen i 2008 som har denne gunstige ordningen.

I likhet med Norwegian har Ryanair dratt fordel av garantier stilt av «Ex-Im Bank» ved flykjøp fra Boeing (Ryanair, 2012). Som vi så under «flyflåte og leverandører» har SAS en mye eldre flyflåte enn både Norwegian og Ryanair. Få flykjøp fra U.S.A. etter 2008 har dermed gjort at SAS ikke har fått benyttet seg av de gunstige finansieringsordningene.

Rutenett

Som nevnt tidligere tilbyr Norwegian 359 ruter til 121 destinasjoner i 37 land, mens Ryanair tilbyr over 1500 ruter til 178 destinasjoner i 28 land. SAS tilbyr i utgangspunktet i underkant av 1000 ruter til 136 destinasjoner i over 40 land. Sammen med 26 andre flyselskaper er SAS imidlertid en del av nettverkssamarbeidet «Star Alliance», som tilbyr daglige avganger til 194 land. I hovedsak baserer samarbeidet seg på at bonuspoeng kan benyttes på tvers av selskapene (SAS, 2013). I vår komparative bransje er det bare SAS, foreløpig, som tilbyr reiser til Amerika og Østen (sas.no, 2013). Norwegian og SAS er hovedkonkurrenter på det lukrative norske innenriksmarkedet, mens Ryanair er i dialog med Avinor om å etablere seg der også. Konsernsjef i Ryanair, Michael O’Leary, mener at avgiftssystemet på de fleste norske flyplassene ikke er egnet for lavprisselskaper (sb.no, 2013).

Merkenavn

En omdømmescore for Norges mest synlige virksomheter utført i 2012 gir en indikasjon på posisjonen til aktørene i vår komparative bransje. Norwegian oppnådde en score på 78,9 %, mens SAS sin score var 76,4 %. Begge inngår dermed i kategorien «godt omdømme». Ryanair oppnådde en score på kun 42,2 %, og blir med det plassert i den svakeste klassen: «dårlig omdømme» (Apeland, 2012). Omdømme er ofte knyttet til bedrifters informasjonsfunksjon. Et svakt omdømme vil redusere muligheten som forbrukerne har til å dekke emosjonelle behov, og dermed svekke merkevaren som plattform for relasjonsbygging (tns-gallup.no, 2013)

Ledelse

Konsernledelsen i de aller fleste flyselskaper har erfaring fra flyindustrien, og vi anser erfaring som en meget viktig ressurs. I Norwegian har 4 av 7 i konsernledelsen erfaring fra flybransjen. Konsernsjef Bjørn Kjos har imidlertid svært lang erfaring, og har vært med i Norwegian helt fra starten i 1993 (norwegian.no, 2013). Kjos er i tillegg svært godt likt av mediene, og har vært gjest i populære talkshow som «Skavlan».

I SAS’ konsernledelse har bare 3 av 8 erfaring fra luftfart, derav 2 med lengre erfaring, og konsernsjef Rickard Gustafson er ikke blant disse. De siste ti årene har SAS blitt styrt av sjefer uten luftfarterfaring, og i den samme perioden har SAS hatt underskudd på flere milliarder. Janne Carlzon, som gikk av i 1993, er den siste konsernsjefen i SAS med bred luftfartsbakgrunn. Konsernledelsen til Ryanair består derimot av 9 personer med til sammen

mer enn 170 års erfaring fra flybransjen. I likhet med Norwegian har de en svært karismatisk leder, Michael O`Leary, med lang erfaring fra flybransjen (Dagens Næringsliv, 2012).

3. Valg av verdsettelsesmetode

Det eksisterer en rekke ulike metoder som kan legges til grunn for en verdivurdering, og valg av metode vil blant annet avhenge av hvilken bransje og hvor i livssyklusen selskapet befinner seg. Men også tilgangen på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet er viktige faktorer (Kaldestad & Møller, 2011). I hovedsak skilles det mellom kontantstrømbaserte (fundamentale), komparative og opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder, der den komparative metoden er mest benyttet. Men det er viktig å forstå den kontantstrømbaserte metoden fordi den er fundamentet for de andre tilnærmingene. Metodene er ikke gjensidig utelukkende (Damodaran, 2012).

Vi vil presentere disse tre metodene før vi forklarer hvilken metode eller kombinasjon av metoder vi vil benytte for å verdsette Norwegian.

3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i at verdien av en eiendel er nåverdien av den forventede fremtidige kontantstrømmen knyttet til eiendelen, der diskonteringsrenten reflekterer risikoen i den estimerte kontantstrømmen. Fundamentale verdsettelsesteknikker er derfor mest egnet for selskaper som har positive kontantstrømmer, og der det er mulig å gjøre gode anslag på fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012). Metoden går mer grunnleggende/dypere til verks enn de to andre metodene, da en må utføre både en strategisk analyse og en regnskapsanalyse for at en skal kunne gjøre anslag på fremtidige kontantstrømmer.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Der CF er kontantstrøm og r er diskonteringsrente.

Innenfor fundamental verdsettelse finnes det en rekke ulike modeller, men i realiteten er disse egentlig varianter av selskapskapital- og egenkapitalmetoden (Damodaran, 2012). Selskapskapitalmetoden er en indirekte metode i den forstand at en først verdsetter hele

selskapet ved å diskontere kontantstrømmen som er tilgjengelige for alle selskapets investorer (aksjeeiere, långivere og eventuelle andre som ikke er vanlige aksjeeiere eller långivere, men som har et krav på en del av den fremtidige kontantstrømmen) med avkastningskravet til selskapskapitalen. Den delen som skal gå til långivere og andre som ikke er aksjeeiere, trekkes ifra selskapskapitalverdien for å finne verdien av egenkapitalen. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere kontantstrømmen som er tilgjengelig for egenkapitaleierne, dvs. etter at långivere og andre har fått sin del, med avkastningskravet til egenkapitalen (Koller, et al., 2010).

Metodene vil gi identiske resultater ved konsistent bruk (Koller, et al., 2010).

Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse benytter multipler til å vurdere den relative prisingen i markedet av sammenlignbare selskaper, og bruker informasjon til å finne et estimat på verdien av eget selskap. Det er mulig å bruke både resultat/kontantstrømbaserte, balansebaserte og ikke finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2011). En multiplverdsettelse er også egnet til å vurdere rimeligheten av prognosene på fremtidig kontantstrøm i en fundamental verdsettelse, forklare hvorfor selskaper utvikler seg forskjellig, og i tillegg gi en indikasjon på hvilke selskaper markedet tror vil prestere bedre enn bransjen for øvrig (Koller, et al., 2010).

Multiplverdsettelse er en forholdsvis enkel og lite tidkrevende metode, men en må være oppmerksom på at multiplene kan være lette å misbruke ved for eksempel å sammenligne seg med høyt prisede selskaper. Videre bør selskapene være sammenlignbare når det gjelder størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko, fordi det er vanskelig å vurdere verdien av selskapenes individuelle karakteristika. I Norge er dessuten markedet så lite at det kan være utfordrende å finne sammenlignbare selskaper i det hele tatt (Kaldestad & Møller, 2011).

En mer indirekte variant innenfor komparativ verdsettelse er kalt substansverdimetoden. Metoden verdsetter selskapet ved å ta utgangspunkt i hva selskapets eiendeler kan selges for i markedet, fratrukket netto finansiell gjeld og latent skatt. Metoden vil være lite hensiktsmessig i selskaper med store immaterielle verdier, men kan være aktuell innenfor for eksempel eiendom og shipping (Kaldestad & Møller, 2011).

Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjoner som baserer seg på investeringer i ikke-finansielle aktiva (dvs. realaktiva) kalles realopsjoner. En benytter hovedsakelig binominalmodellen og Black-Scholes-modellen til å

beregne verdien av opsjoner, også kalt verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2011). Fundamentale verdsettelsesmodeller tar som oftest ikke hensyn til verdien av fleksibilitet, dvs. muligheten ledelsen har til å iverksette alternative planer i forhold til hvordan prosjektene utvikler seg. For eksempel muligheten til å forlenge og/eller utvide lønnsomme prosjekter, og korte ned/utsette/avslutte ulønnsomme prosjekter. En opsjonsbasert verdsettelse vil derfor oftest komme i tillegg til en fundamental verdsettelse. For å kunne bestemme verdien av fleksibiliteten må en kunne vurdere mulighetene som ledelsen har, i tillegg til sannsynlighet, usikkerhet og kontantstrømeffekt knyttet til utfallene av mulighetene (Koller, et al., 2010).

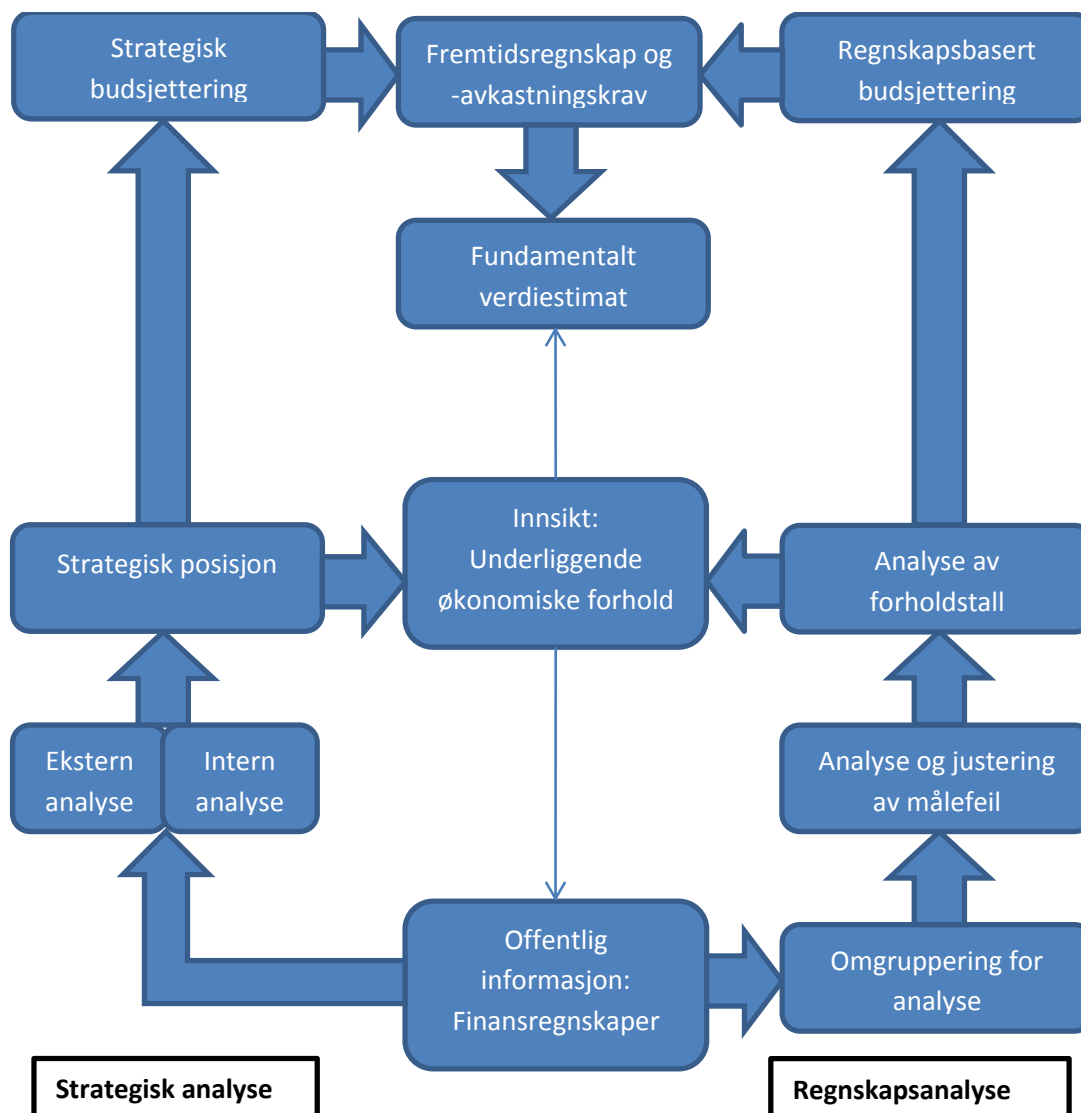
Opsjonsbasert verdsettelse vil spesielt være relevant for selskaper som opererer i markeder der en kan gjøre et klart skille mellom suksess og fiasko for satsningen, for eksempel utvikling av dataprogram/spill, farmasi eller bioteknologi. Men også ikke-utviklede naturressurser og landområder, patenter, lisenser, utvinningsrettigheter og rett til å få bygget for eksempel fly, skip og rigger kan være relevant for opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2011).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

Som tidligere nevnt avhenger valg av verdsettelsesmetode av blant annet bransje og fase i livssyklusen. Norwegian har de siste årene levert bra resultater og vi anser det ikke som sannsynlig med nedleggelse, i tillegg til at flybransjen er en moden bransje der det finnes mye offentlig tilgjengelig informasjon og regnskapstallene til Norwegian går langt tilbake i tid. Vi syns derfor det er hensiktsmessig å gjennomføre en fundamental verdsettelse, der vi supplerer med en komparativ verdsettelse for å vurdere rimeligheten av våre anslag. I den fundamentale verdsettelsen vil vi ta utgangspunkt i både selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden for å finne anslag på verdien. Vi vil også bevise at metodene er konsistente. Det kunne også være aktuelt å beregne verdien av retten til for eksempel å få bygget nye fly som en realopsjon, men vi anser ikke offentlig tilgjengelig informasjon som tilstrekkelig for å kunne foreta denne typen beregninger. Den fundamentale verdsettelsen finner sted i kapittel 4 til 11.

I den komparative verdsettelsen anser vi det som mest hensiktsmessig å gjennomføre en multippelverdsettelse basert på sammenlignbare selskaper og bransjen. Denne blir presentert i kapittel 12.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2012)

Utgangspunktet er offentlig tilgjengelig informasjon, inkludert års- og kvartalsrapporter.

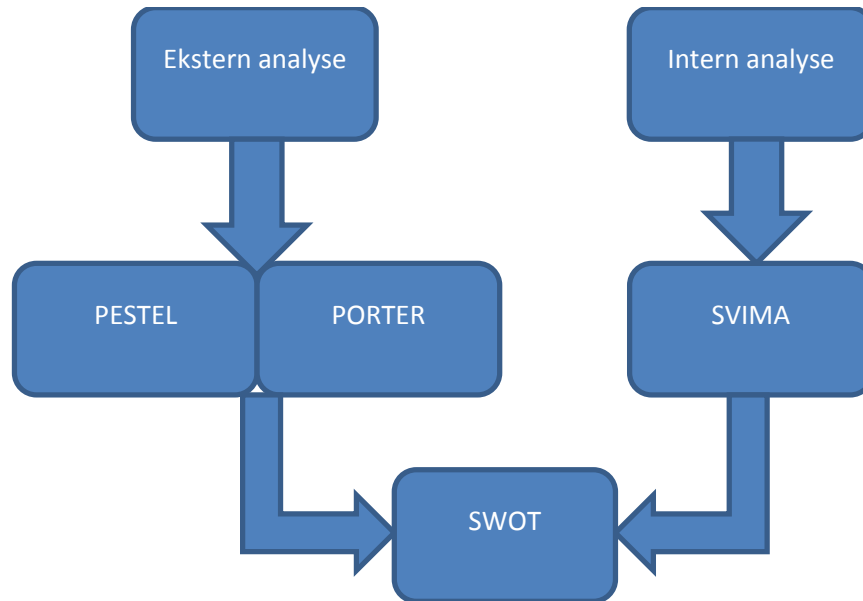
For å få innsikt i den strategiske posisjonen, vil vi gjennomføre en ekstern bransjeorientert og en intern ressursorientert strategisk analyse. I den eksterne analysen vil de makroøkonomiske forholdene bli analysert igjennom en PESTEL-analyse, men for konkurransesituasjonen i bransjen vil vi bruke Porters 5 faktor modell. Den interne analysen baserer seg på SVIMA modellen.

Regnskapsanalysen skal, sammen med den strategiske analysen, gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Siden vi skal verdsette er det nødvendig å omgruppere finansregnskapet fra en kreditororientert oppstilling (som selskapene er pliktige til å rapportere) til en oppstilling som egner seg mer for investorer, i tillegg til å justere for såkalte målefeil. Videre må vi gjennomføre en forholdstallsanalyse, før det kan slås fast om det foreligger en strategisk fordel/ulempe. Den strategiske fordelen/ulempen skal være konsistent med den strategiske analysen.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen skal det lages et fremtidsregnskap, med tilhørende avkastningskrav. Dette er grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen, som igjen skal være grunnlaget for investors handlinger.

4. Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 4.1: Rammeverk for strategisk analyse

I den strategiske analysen vil vi gjennomføre en ekstern bransjeorientert analyse, samt en intern ressursorientert analyse, for å få innsikt i den strategiske posisjonen til Norwegian. Den strategiske analysen gir oss viktig kunnskap og danner grunnlag for det videre arbeidet med å verdsette Norwegian. For at et selskap skal være lønnsomt må en oppnå høyere avkastning enn avkastningskravet (Barney, 2010). Dette kan en oppnå gjennom en bransjefordel og/eller en ressursfordel. Dersom en innehar en bransjefordel har bransjen en rentabilitet som er høyere enn avkastningskravet i bransjen. Dersom en besitter en ressursfordel har selskapet enten høyere rentabilitet enn bransjen og/eller et kapitalkrav som er lavere enn for bransjen (Knivsfå, 2012). Dette gjør at det er en klar sammenheng mellom den strategiske analysen vi gjennomfører i dette kapitlet og den strategiske rentabilitetsanalysen som blir foretatt i kapitel 8.

I den eksterne analysen vil vi benytte PESTEL-modellen (makrofaktorer) og Michael Porters konkurransekraftmodell (bransjen) som analyseverktøy. Videre vil vi analysere de interne ressursene til Norwegian ved bruk av SVIMA-modellen. I oppsummeringen av dette kapitlet vil vi benytte oss av SWOT-modellen, som gir et oversiktlig bilde av den strategiske posisjon til Norwegian.

4.2 Ekstern analyse

4.2.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen omhandler de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige- og juridiske faktorene som virker inn på Norwegian (Roos, et al., 2005). Formålet med denne analysen er å avdekke de mest kritiske eksterne faktorene som kommer til å påvirke Norwegian i framtida, og følgelig vår verdsettelse av Norwegian.

Fakta grunnlaget for PESTEL-analysen ble presentert i kapittel 2.1.

Politiske forhold

Når det gjelder politiske forhold er det flere faktorer som har betydning for Norwegian. Den kanskje viktigste faktoren er bruk av utenlandsk arbeidskraft på langdistanseflygningene. Bruk av utenlandsk arbeidskraft på disse rutene vil være nødvendig, i alle fall på lang sikt, slik at konkurrerende selskap på disse rutene ikke får store fortrinn når det gjelder lønnskostnader. Kjos har utalt hvor viktig dette er strategisk sett for Norwegian, og har truet med utflagging av deler av virksomheten til utlandet dersom politikerne ikke godtar Norwegians krav (e24.no, 2012). Regjeringen har valgt ikke å endre utlendingsforskriften, som gjør at norske flyselskaper ikke har lov til å benytte personell med asiatiske lønns- og arbeidsvilkår. Regjeringen ser likevel utfordringene og den store konkurransen som er i luftfartsmarkedet, og har følgelig bedt om en grundig utredning på dette området (regjeringen.no, 2013). Så det er mulig regjeringen snur og endrer utlendingsforskriften i framtida, noe som vil være avgjørende i spørsmålet om Norwegian skal flagge ut deler av virksomheten.

Et annet politisk forhold som kan ha innvirkning på Norwegian i framtida er endring av CO₂-avgiften i Norge og kvotene for utslipp i Norge og Europa. Endringer i disse avgiftene og/eller kvotene kan medføre økte kostnader for Norwegian. Grunnet disse avgiftene og kvotene, i tillegg til miljømessige grunner, har Norwegian investert i fly som har relativt lave utslipp av CO₂, og de mener selv at de har en av «de grønneste» flyflåtene i Europa (Norwegian, 2012).

Hvordan det kommer til å gå med SAS fremover, er også viktig for Norwegian. SAS er som kjent i stor grad eid av statene i Norge, Sverige og Danmark, og selv om SAS har slitt økonomisk de senere årene har ikke landene gitt opp håpet om at SAS en gang i fremtiden

skal bli lønnsomt. Gjentatte kapitalinnskudd de siste årene er et tydelig bevis på dette. Beslutningene og handlingene til eierne vil i stor grad være med å påvirke den fremtidige posisjonen til SAS, og dermed konkurransesituasjonen til Norwegian. En eventuell SAS-konkurs vil trolig føre til at andre flyselskap etablerer seg i de markedene SAS opererer i. Disse selskapene vil trolig være en større trussel for Norwegian, enn det SAS er i dag (e24.no, 2012).

Et siste politisk forhold som kan ha betydning for Norwegian er diskusjonen om bonuspoeng på innenriksruter. I 2012 valgte regjeringen å opprettholde forbud mot oppsamling av bonuspoeng på innenriksflyvninger (vg.no, 2012). Dette er et forbud som Norwegian er fornøyd med i motsetning til SAS, på grunn av at SAS ville hatt en større fordel av dette bonussystemet enn Norwegian. Dette er likevel et forbud som politikerne kan oppheve i framtida, noe som eventuelt vil endre konkurranseforholdet mellom Norwegian og SAS.

Økonomiske forhold

Flybransjen påvirkes i hovedsak av den generelle økonomiske utviklingen i verden. Dette så en spesielt under finanskrisen, da inntektene i bransjen sank betraktelig, jfr. figur 2.1. Dersom vi ser på velstanden til menneskene på de stedene der Norwegian operer, ser det forholdsvis lovende ut. I Norge, som er «kjernemarkedet» til Norwegian, er velstanden høy. Den lave renten, jfr. figur 2.4 gjør at kjøpekraften er stor, samtidig som vi er de mest reiselystne i hele Europa i følge EUs statistikkbyrå (dn.no, 2012). I Europa er også renten lav, jfr. figur 2.5, men økonomien i euroområdet er dårlig grunnet den pågående gjeldskrisen i euroområdet (e24.no, 2011). I forbindelse med at Norwegian skal inn på langdistansemarkedet i 2013, vil en også eksponeres for den økonomiske utviklingen i bla. Asia og USA, selv om det antagelig vil være flest norske passasjerer på rutene.

Et annet økonomisk forhold som påvirker Norwegian i stor grad er utviklingen i oljeprisen, da en av de største utgiftspostene til Norwegian og andre flyselskaper er drivstoff. Oljeprisen har vært forholdsvis høy i 2012, men det er forventet at den skal bli lavere i de neste årene grunnet liten økonomisk vekst og økt energieffektivitet (Offshore.no, 2012). Dette vil i så fall være godt nytt for Norwegian og flybransjen. I tillegg har Norwegian en stor del av sine kostnader i annen valuta, noe som gjør at selskapet er påvirket av hvordan kronen utvikler seg, spesielt mot euro og amerikanske dollar.

Konklusjonen når det gjelder økonomiske faktorer er at Norwegian opererer i en konjunkturfølsom bransje, som gjør at selskapets resultater avhenger av hvor en er i konjunktursyklusen. Norwegian er i så måte heldig som opererer mye i Norge, der velstanden er høy for feriereisende nordmenn. Men Norwegian operer ikke bare i Norge, så en er også avhengig av hvordan den økonomiske utviklingen er for resten av verden. Videre er Norwegian's resultater sensitive for endringer i oljepris og valuta, slik at utviklingen i disse parameterne vil ha betydning for hvilke resultater Norwegian kan oppnå i framtida.

Sosiale forhold

Norwegian blir også påvirket av sosiokulturelle forhold. Dette kan være demografiske forhold, befolkningsvekst, holdninger til å fly, utdanningsnivå og ikke minst muligheten folk har til å fly (Roos, et al., 2005).

Det er ingen tvil om at økt befolkningsvekst vil gjøre at antall potensielle passasjerer vil øke. Samtidig lever vi lengre, noe som gjør at flyselskapene får en stor kundegruppe i pensjonister, jfr. figur 2.6. I de senere år har flere og flere nordmenn blant annet kjøpt seg billige feriehus i utlandet, og det gir følgelig økt antall flypassasjerer.

Noe som kan være en trussel for Norwegian er dersom det blir en radikal holdningsendring når det gjelder det å fly, med tanke på CO₂-utslipp, slik at folk heller velger mer miljøvennlige alternative reisemåter.

Dersom vi ser på demografiske forhold og muligheten folk har til å benytte seg av fly ser det lyst ut for flybransjen. Verden har i de senere årene blitt mer globalisert, som fører til at etterspørselen etter flyreiser øker. Samtidig har en, i alle fall i Norge, muligheten til å ta seg ekstra fri fra jobben slik at en kan reise mer på grunn av den økonomiske velstanden de fleste i Norge har.

Teknologiske forhold

Flybransjen tar stadig i bruk ny teknologi for å tilpasse seg forbrukerne og samfunnet. Vi tenker da først og fremst på de nye energieffektive flyene som stadig lanseres. De forholdsvis nye Dreamliner-flyene fra Boeing er utviklet slik at de bruker mindre drivstoff enn tidligere produserte flytyper fra produsenten. Det er grunn til å tro at produksjon av mer energieffektive fly vil prege framtida også, grunnet den miljømessige situasjonen vi befinner oss i. Norwegian ser på den nye flytypen fra Boeing som en god investering, og har kjøpt flere fly som skal benyttes primært på langdistanseruter. Men det å utvikle mer

energieffektive fly, som Dreamliner, er ikke uproblematisk. For eksempel gjør problemer med batteriet til Dreamliner at flyene kan bli levert senere enn planlagt til Norwegian, noe som ikke er ideelt med tanke på oppstart av langdistanse-flyvninger i 2013 (vg.no, 2013).

En prøver også stadig å forbedre flyene på ulike måter slik at en kan øke kundetilfredsheten. Norwegian har blant annet installert WiFi ombord på en del av sine fly, og tilbyr dette gratis til sine reisende (norwegian.no, 2012).

Miljømessige forhold

Det er flere miljømessige forhold som påvirker Norwegian og flybransjen. Vi tenker da først og fremst på klimaendringene og naturkatastrofene en har vært vitne til den senere tid. Naturkatastrofer får store konsekvenser for flybransjen på grunn av at flyene blir stående på bakken. Det siste eksemplet på dette har vi fra 2010 da det var vulkanutbrudd på Island, som gjorde at flyene måtte stå en lengre periode på bakken. Denne stansen i flytrafikken førte til at Norwegian måtte innstille mer enn 2000 avganger i Europa. Det estimerte tapet på denne stansen i flytrafikken ble over 100 millioner kroner for Norwegian, i tillegg til frustrerte passasjerer (na24.no, 2010). En kan si at naturkatastrofer, med så store konsekvenser som den på Island, er unormalt og inntreffer sjelden. Det er ikke bare de store naturkatastrofene som får konsekvenser for flybransjen, men også dersom det er dårlig vær og dette fører til forsinkelser.

Fra 1. Januar 2012 innførte regjeringen klimavoteplikt for alle flyreiser innen Norge, EU og EØS-området, jfr. kapittel 2.1. Dette ble innført for å gi flyselskapene incentiv til å redusere sine utslipp. Dette gjør blant annet at en får Norwegian og andre flyselskaper til å fylle opp flyene sine ytterligere og ha færre avganger. Videre gir det incentiv til å utvikle ny og bedre teknologi, som er mer energieffektiv. Dette har Norwegian gjort noe med den siste tiden ved at de kan vise til en av de grønneste flyflåtene i Europa (Norwegian, 2012).

Juridiske forhold

De juridiske forholdene som påvirker Norwegian og flybransjen henger i stor grad sammen med de politiske forholdene. Hvilke lovendringer som kan ha stor betydning for bransjen er dersom det blir endringer i avgifter for klimautslipp. I tillegg, spesielt for Norwegians del, vil det være avgjørende om utlendingsforskriften endres slik at de kan benytte seg av billig utenlandsk arbeidskraft på sine langdistanse-flyvninger.

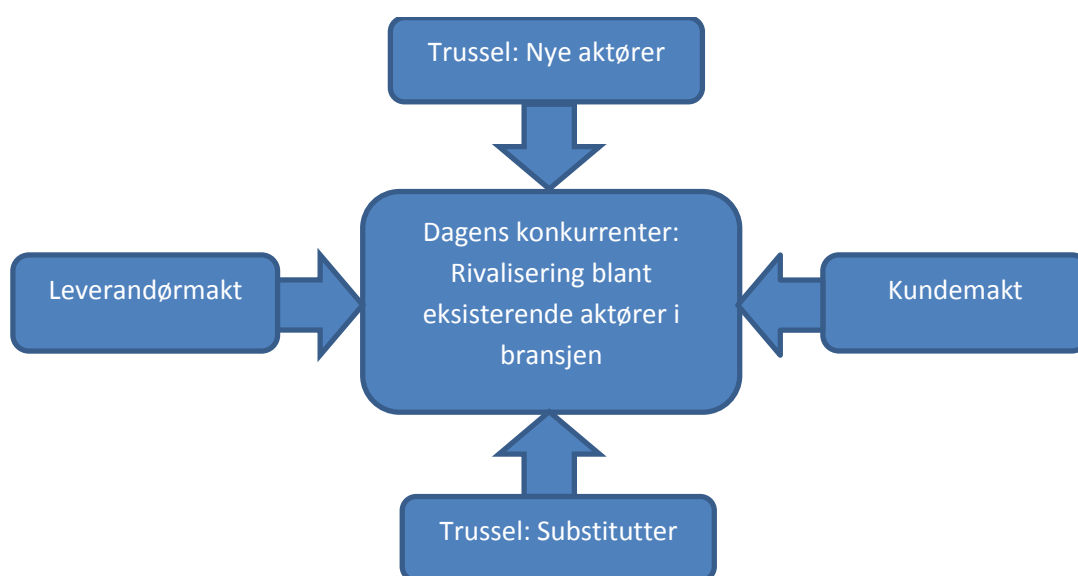
Oppsummering PESTEL-analyse

Av analysen ovenfor ser vi at det er flere eksterne forhold som påvirker Norwegian. De mest kritiske faktorene er de økonomiske og politiske. Under økonomiske faktorer så vi spesielt at den generelle økonomiske utviklingen er viktig på grunn av at flybransjen er konjunkturfølsom. Videre så vi at utviklingen i oljeprisen er helt avgjørende på grunn av at drivstoff er den største kostnaden til flyselskapene. Når det gjelder de politiske forholdene er endring av utlendingsforskriften et forhold som er helt avgjørende for Norwegian. Slik regelverket er i dag kan en ikke benytte utenlandsk arbeidskraft i den utstrekning som er nødvendig for å kunne konkurrere med de store asiatiske flyselskapene. Hvordan disse faktorene utvikler seg i framtida vil ha stor innvirkning på de fremtidige resultatene til Norwegian.

4.2.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters konkurransekraftmodell er et hjelpemiddel for å analysere hvor stor konkurransen er i en bransje. Rivaliseringen gir oss en pekepinn på hvor lønnsom bransjen er. Høy konkurranse fører ofte til lave marginer, og stort press på priser og kostnader. De fem «kreftene» Porter benytter i sin modell er trusselen fra potensielle nye aktører i bransjen, kundens forhandlingsmakt, trusselen fra substitutter, leverandørers forhandlingsmakt og rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen (Roos, et al., 2005).

Faktagrunnlaget for Porters konkurransekraftmodell ble presentert i kapittel 2.2.



Figur 4.2: Porters konkurransekraftmodell (Roos, et al., 2005)

Trusselen fra nye aktører

Når det gjelder trusselen fra nye aktører bestemmes denne i stor grad av hvilke etableringsbarrierer som finnes i markedet og hvilke reaksjoner nykommere kan forvente å få fra de etablerte aktørene i markedet (Roos, et al., 2005). En skulle muligens tro at trusselen fra nye aktører var lav i flymarkedet, men i realiteten er ikke dette tilfellet. Årsaken er at etableringshindringene ikke er så store som en skulle tro. Det som imidlertid demper trusselen er at konkurransen i flymarkedet er stor, og at det følgelig er relativt lav lønnsomhet i dette markedet. Dette har vi sett de siste årene der flere flyselskaper taper penger og/eller går konkurs. Dette er med på å skremme potensielle nye aktører vekk.

Dersom vi ser på kilder til etableringshinder i flybransjen kommer vi frem til at det er forholdsvis enkelt å starte et flyselskap. Når det gjelder kapitalbehov er dette behovet stort dersom en tenker å kjøpe flyene, men gode leasing/lånemuligheter gjør kapitalbehovet lavere og i mindre grad til et etableringshinder for potensielle aktører. Videre er det gode muligheter for både å skaffe seg piloter og kabinansatte. Potensielle aktører har likevel noen ulemper i forhold til de etablerte. Dette gjelder stordriftsfordeler i ulike deler av driften i selskapet som for eksempel ved vedlikehold av fly (Andersen, 2011). I tillegg vil en ha en ulempe i forhold til at etablerte aktører ofte har et sterkt merkenavn med lojale kunder (Roos, et al., 2005). Dette gjør at nykommere vanligvis må investere betydelige beløp for å kunne utligne denne forskjellen. Videre vil nykommere ofte ha en ulempe i forhold til leverandører. Vi ser blant annet at Norwegian nyter godt av det gode forholdet de har til Boeing ved at de er en av de første i rekken til å få levert nyvinningene fra flyprodusenten. Slike forhold til leverandører bygges over tid og vil da følgelig være en ulempe for nykommere.

Oppsummert kan en si at det ikke er noe problem å etablere et flyselskap, til tross for at en naturlig nok har noen ulemper som nykommer. Problemet er å finne ruter som er lønnsomme, noe som er vanskelig i dagens marked som er preget av stor konkurranse.

Trusselen fra substitutter

Det finnes mange substitutter til fly, spesielt på de korteste distansene, som vi så i figur 2.10. Vi tenker da spesielt på bil, buss og tog. Dette er substitutter som potensielle kunder kan velge, istedenfor å ta fly. Dette kan legge press på prisene på fly på korte distanser, slik at kunder velger fly fremfor tog, buss og bil. I dagens samfunn er tid en viktig faktor, noe som gjør bil, buss og tog til mindre attraktive reisemåter.

En potensiell utbygging av infrastruktur for lyntog vil i større grad utligne tidsfaktoren, og bli en mer direkte konkurrent til flybransjen (Kjørstad & Nordheim, 2010). For Norwegian sin del vil antagelig et eventuelt lyntogprosjekt gå hardest utover rutenettet i Skandinavia, som er kjernemarkedet til Norwegian. Dersom et slikt scenario inntreffer i fremtiden vil det påføre kunne påføre Norwegian store tap. Med tanke på hvor stor reduksjon i klimautslipp lyntog ville ha medført, må en være klar over trusselen fra eventuell utbygging av jernbane for lyntog.

En skulle tro at tog, buss og bil er de største truslene når det gjelder substitutter for flybransjen. Noe som muligens er en større trussel er telefonsamtaler og videosamtaler. Dette

substituttet relaterer seg først og fremst til de forretningsreisende. Og det er liten tvil om at selskaper kan spare både tid og penger ved å slippe eventuelle flyreiser. Det har også vist seg at det er i reisebudsjettet selskaper kutter i først når det er dårlige tider (Andersen, 2011).

Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt i flybransjen er stor, først og fremst grunnet at en flyreise er et udifferensiert produkt med mange tilbydere i form av flyselskap (Roos, et al., 2005). Kunder er interessert i å presse prisene ned og få så høy service som mulig. Når deres forhandlingsposisjon er sterk, som i flymarkedet, får kundene det som de vil. Dette resulterer i lavere marginer for selskapene i bransjen.

En av grunnene til at kundene har stor makt er at de kan bytte flyselskap, avhengig av hvilket selskap som er billigst. Opparbeidelse av bonuspoeng til de ulike flyselskapene kan redusere kundenes incentiv til å bytte flyselskap noe, da slike ordninger skaper en viss lojalitet til de ulike flyselskapene.

En annen faktor som gjør at kundene har stor makt er at kunden har tilgang på full informasjon (Roos, et al., 2005). Gjennom nettsider kan de enkelt sammenligne priser mellom flyselskapene, og velge det flyselskapet som er billigst.

Leverandørenes forhandlingsmakt

For å analysere leverandørenes forhandlingsmakt i flybransjen tar vi utgangspunkt i de tre største kostnadene til flyselskapene: lønn, kjøp/leasing av fly og drivstoff (Andersen, 2011). I den grad vi kan kalle ansatte/fagforeninger en leverandør er dette ofte en leverandør med en sterk forhandlingsposisjon på grunn av de sterke fagforeningene. Streiker fra piloter og kabinansatte gjør at flyene står på bakken, og flyselskapene taper mye penger. Hvor sterk forhandlingsposisjon de ansatte har avhenger av hvor sterke fagforeningene er og hvor mange ulike fagforeninger de ansatte er medlem i. Dersom de ansatte i et flyselskap er medlem i ulike fagforeninger som er sterke, kan dette resultere i lange forhandlingsprosesser når det oppstår uenigheter mellom ansatte og selskapet. Dersom fagforeningene som representerer de ansatte er svake eller de ansatte ikke er medlem i en fagforening er forhandlingssituasjonen svekket og en får vanskeligheter med å få gjennom sine krav.

Når det gjelder leverandører av fly kan en si at disse også har en forholdsvis sterk posisjon siden det er relativt få produsenter av aktuelle flytyper. Dersom det hadde vært større konkurranse ville flyselskapene kunne oppnådd bedre avtaler på sine flykjøp og følgelig

bedret sin lønnsomhet. Leverandørene av drivstoff har derimot en forholdsvis svak posisjon i og med at prisene på flybensin i stor grad er basert på oljeprisen, som er markedsbasert.

Rivalisering blant eksisterende aktører

Konkurransenintensiteten blant eksisterende aktører er høy på grunn av at det er mange selskaper i bransjen og disse selskapene konkurrerer hardt om passasjerene. Dette fører til priskonkurransen og følgelig lavere marginer. I flybransjen er kostnadene til selskapene i stor grad faste jfr. figur 2.11. Dette gjør at de forsøker å utnytte sin kapasitet så godt som mulig slik at enhetskostnadene går ned. Dette resulterer i priskonkurransen for å unngå stor overkapasitet.

Også den økende satsingen på markedsføring og reklame hos flyselskapene er med på å øke konkurransen betraktelig. Enkel sammenligning av priser ved hjelp av internett, samtidig som at det å fly er et udifferensiert produkt gir høy konkurranse.

Konklusjonen er at rivaliseringen blant eksisterende aktører i denne bransjen er høy.

Oppsummering Porters konkurransekraftmodell

Av redegjørelsen over ser vi at det er stor konkurranse i flybransjen. Vi ser at flybransjen scorer dårlig på alle 5 faktorene i modellen, noe som indikerer høy konkurranse. Årsakene til den høye konkurransen er blant annet at det er forholdsvis enkelt å starte opp et flyselskap, samtidig som det er mange substitutter til å fly. At både kundene og leverandørene har sterk forhandlingsmakt er også med på å øke konkurransen. I tillegg er den stadige rivaliseringen mellom de eksisterende selskapene i bransjen med på å øke konkurransen i luftfartsmarkedet. Den høye konkurransen presser ned marginene til selskapene og fører dermed til redusert lønnsomhet.

4.3 Intern analyse

I den eksterne analysen har vi analysert faktorer som påvirker flybransjen som helhet. I den interne analysen skal vi analysere Norwegian sine ressurser relativt til bransjen. Selskaper i samme bransje oppnår ulike resultater på grunn av kvalitetsforskjeller på ressursene de innehar. Det kan være både fysiske og immaterielle ressurser (Roos, et al., 2005). Vi vil analysere om Norwegian sine ressurser kan gi grunnlag for midlertidige og/eller varige konkurransefortrinn, som igjen kan lede til høyere lønnsomhet enn bransjen.

For å analysere om ressursene til Norwegian vil vi benytte oss av SVIMA-modellen jfr. Roos, et al., (2005) Modellen forteller oss om den aktuelle ressursen er et konkurransefortrinn og om fortrinnet er varig eller midlertidig. For at en ressurs skal regnes som et varig konkurransefortrinn må alle parametere være tilfredsstillt. Ressursene blir vurdert om de tilfredsstillt følgende parametere:

Sjelden (S): En ressurs som konkurrentene ikke besitter i samme kvalitet/mengde.

Viktig (V): Ressursen må være viktig i den forstand at den gir utslag når det gjelder lønnsomhet.

Ikke-imiterbar (I): Konkurrenter kan verken kopiere ressursen eller benytte substitutter for å erstatte den.

Mobilisert (M): En må kunne utnytte ressursen slik at den gir økonomiske verdier.

Appropriert (A): Verdien som ressursen skaper tilfaller selskapet som besitter ressursen.

Vi skal nå ta for oss ressurser som vi mener er unike for Norwegian, og undersøke om de ulike ressursene gir grunnlag for midlertidige- eller varige konkurransefortrinn etter SVIMA-modellen. De ressursene vi vil analysere er flyflåte, forhold til leverandører, finansiering, rutenett, merkenavn og ledelse.

Faktagrunnlaget for SVIMA-modellen ble presentert i kapittel 2.3.

Flyflåte

Norwegian har i de senere årene kontinuerlig investert store beløp for å modernisere sin flyflåte, både for å få mer miljøvennlige fly og for å senke vedlikeholdskostnadene og drivstoffutgiftene. I januar 2012 signerte Norwegian en avtale med Boeing og Airbus om kjøp av 222 fly for levering fra 2016. Dette er den største enkeltinvesteringen som er gjort i europeisk luftfart noensinne. Dette er fly som er mer drivstoffgjerrige, krever mindre vedlikehold og skal gi bedre komfort. Norwegian har også bestilt åtte fly av typen 787-8 Dreamliner som er tiltenkt å bli brukt på langdistanseflygningene. Denne flytypen er også drivstoffgjerrig, har bedre komfort og har høyere hastighet enn konvensjonelle fly. Dette gjør at en kan drive mer effektivt og tjene mer penger. De kommende investeringene vil gjøre flyflåten til Norwegian til en av Europas «grønneste» (norwegian.no, 2012).

Dersom vi sammenligner flyflåten til Norwegian med flyflåtene til SAS og Ryanair, så vi i kapitel 2.3 at både SAS og Ryanair har flere fly i sin flyflåte. Norwegian hadde 73 fly, mens SAS og Ryanair hadde henholdsvis 184 og 305 fly. Det er helt klart at dette er en stor fordel for konkurrentene i den daglige driften. Disponering av flere fly effektiviserer driften og gir stordriftsfordeler. Denne fordelene kommer i stor grad til å minske på grunn av den vekstfasen Norwegian er inne i. I løpet av noen år vil flyflåten til Norwegian øke betraktelig, noe som vil gi ytterligere stordriftsfordeler, samt en mer miljøvennlig og kostnadseffektiv flyflåte. I tillegg til forskjell i antall fly hos disse selskapene er det forskjell i hvor gamle flyene i flyflåten er hos de ulike selskapene. I kapitel 2.3 så vi at gjennomsnittlig levealder på flyene hos Norwegian og Ryanair var henholdsvis 4,6 og 4 år, mens hos SAS er dette tallet 13,1 år. Dette gir store fordeler for Norwegian sammenlignet med SAS fordi en mer moderne flyflåte resulterer i betraktelig lavere driftskostnader. Samtidig kan omdømmet svekkes av å ha en gammel og lite miljøvennlig flyflåte.

Dersom vi benytter oss av SVIMA-modellen kan en si at Norwegian har et midlertidig fortrinn når det gjelder flyflåten. Årsaken til at det ikke er et varig fortrinn er at konkurrentene i den nærmeste fremtid kan gjøre som Norwegian, altså investere store beløp for å modernisere sin flyflåte.

Forhold til leverandører

Helt siden oppstart har Norwegian og Boeing vært samarbeidspartnere. At de er gode samarbeidspartnere ble understreket da det ble bestemt at Norwegian skulle være lanseringskunde i Europa for den nye flytypen Boeing 737 MAX8. I forbindelse med storkjøpet av 222 nye fly i 2012 ble det også innledet et samarbeidsforhold til flyleverandøren Airbus, ved at de kjøpte 100 fly av produsenten (norwegian.no, 2012). At Norwegian samarbeider med to leverandører vil gi Norwegian fordeler som tilstrekkelig flykapasitet og fleksibilitet, samt andre fordeler knyttet til økt konkurranse mellom leverandørene.

Norwegians gode forhold til Boeing gjør at en får være en av de første flyselskapene til å få ta i bruk de nye flytypene som blir produsert. Dette er som regel fly som er mer drivstoffgjerrige og kostnadseffektive enn de foregående flytypene. Derfor vil det være en fordel å få disse flyene inn i sin flyflåte før sine konkurrenter, fordi dette kan gi grunnlag for midlertidige fortrinn. Det siste eksemplet på dette er nyvinningen til Boeing, 787-8 Dreamliner, som Norwegian skal få overlevert fra juni 2013. Det er imidlertid andre flyselskaper som har tatt i bruk denne flytypen, men Norwegian står relativt langt frem i køen. Men det finnes også ulemper med å være en av de første flyselskapene som får tatt i bruk de nyeste flytypene, da det er risiko for feil i innkjøringsfasen. Som nevnt tidligere er dette tilfellet for Dreamliner-flyene som opprinnelig skal leveres fra april 2013. Noe som gjør at Norwegian må komme opp med alternative måter å få fraktet sine passasjerer (vg.no, 2013).

Forholdet mellom Boeing og Norwegian har blitt bygd opp over tid gjennom Norwegians eventyrlige vekst og utvikling. Leverandørene av fly vil først og fremst forhandle med selskaper som har en solid drift på grunn av at det er minst risiko knyttet til disse. Dette stiller SAS i en lite gunstig situasjon sammenlignet med Norwegian og Ryanair, på grunn av at SAS sine svake resultater de senere årene.

Dersom vi ser på SVIMA-modellen kan en ikke si at forholdet til leverandørene er et varig konkurransefortrinn, til tross for at forholdet mellom Norwegian og flyleverandørene er meget godt. Årsaken til dette er at det er flere flyselskaper som har et godt forhold til sine leverandører, og at flere selskaper kan opparbeide et godt forhold til leverandører over tid.

Finansiering

Som vi så i kapittel 2.3 har både Norwegian og Ryanair skaffet seg gunstig finansiering ved flykjøp fra den amerikanske flyprodusenten Boeing. Det har vært fordelaktig, blant annet fordi banker og finansinstitusjoner, etter finanskrisen i 2008, har strammet inn både på utlån og vilkår. Den høye veksten i både Norwegian og Ryanair ville nok vært vanskelig uten disse ordningene.

Det kan argumenteres for at ressursen, i form av finansieringsordning gjennom «Ex-Im Bank» er et midlertidig konkurransefortrinn. Den er sjelden fordi SAS ikke besitter ressursen i samme mengde, samtidig som den er viktig fordi den gir lavere finanskostnader enn hva som ville vært tilfellet uten. I tillegg er den tatt i bruk, og fordelene av ressursen tilfaller selskapet. Den er imidlertid imiterbar, fordi SAS sannsynligvis også ville kunne få garantier fra «Ex-Im Bank» på nye fly som de kjøper fra Boeing.

Rutenett

Norwegians rutenett består av direkteruter innad i Norge, Skandinavia og til en rekke byer i Europa. Norwegian flyr også til en rekke destinasjoner i Nord-Afrika og Midtøsten. Våren 2013 begynner Norwegian også sin langdistansesatsing med flyturer til Bangkok og New York (norwegian.no, 2013). Norwegian utvider stadig sitt rutenett og er hele tiden på utkikk etter nye lønnsomme ruter. Dersom Norwegian skal fortsette den veksten de har hatt de seneste årene er de helt avhengig av å ekspandere til nye markeder. Årsaken til dette er at flybransjen er en global bransje og en må operere i flere markeder dersom en skal konkurrere med de største globale flyselskapene.

Dersom vi sammenligner rutenettet til Norwegian med SAS og Ryanair, er det store forskjeller. Som vi så i kapitel 2.3, har Norwegian og SAS en sterk posisjon i Skandinavia, samtidig som de operer mye i Europa. SAS flyr i dag både til Vesten og Østen, noe Norwegian skal starte opp med i løpet av 2013. SAS og Norwegian vil med det få et forholdvis likt rutenett. Ryanair fokuserer imidlertid kun på det europeiske markedet og ser ut til å ha tro på at dette markedet vil vokse også i fremtiden. At Ryanair velger å holde seg utenfor langdistansemarkedet kan være sårbart dersom det europeiske markedet svikter. Som vi så under den eksterne strategiske analysen er de økonomiske utsiktene for euro-sonen usikker. Flybransjen er en konjunkturfølsom bransje så ytterligere tilbakeslag i europeisk økonomi vil trolig ramme flyselskapene hardt. Derfor kan det være en fordel å operere i flere markeder.

Selv om Norwegian i løpet av 2013 operer i flere markeder enn Ryanair, kan en ikke si at Norwegian har et fortrinn når det gjelder rutenettet internasjonalt. Ryanair har vurdert det slik at det er best å konsentrere seg om det europeiske markedet, mens Norwegian og SAS har vurdert dette annerledes. Vi tror imidlertid den sterke posisjonen som Norwegian har i Norden er et varig konkurransefortrinn, da dette er et meget kjøpesterkt marked, jfr. kapittel 4.2.1, der Norwegian er meget godt etablert.

Merkenavn

Som vi så i kapittel 2.3 kommer Norwegian bedre frem enn både SAS og Ryanair i en omdømmeundersøkelse fra 2012. Vi tror ikke dette er tilfeldig, da vi mener at Norwegian over tid har operert slik at kundene opplever at tjenestene som Norwegian leverer gir en merverdi, samtidig som de tar utgangspunkt i kundenes behov. Det er et godt utgangspunkt for å skape en merkevare (snl.no, 2012).

Norwegian har posisjonert seg som et lavprisselskap som skal levere billige flyreiser, men samtidig opprettholder en tilfredsstillende kvalitet for de reisende. Gjennom blant annet å være det mest punktlig flyselskapet i Norge i 2012 (norwegian.no, 2013), samt være sponsor for UNICEF (norwegian.no, 2012) tror vi folk verdsetter Norwegian utover de tjenestene som leveres. Positiv publisitet i media grunnet stor vekst, gode resultater og populær leder (Bjørn Kjos) mener vi også har styrket merkevaren. Oppstarten av Bank Norwegian og Call Norwegian indikerer også at navnet står meget sterkt, og kan benyttes i flere sammenhenger.

Ryanair er også et lavprisselskap, men har måttet tåle mye kritikk blant annet på grunn av sine «skjulte gebyrer» (na24.no, 2012), og har etter vår mening ikke greidd å oppnå i nærheten av det samme kvalitetsstempet som Norwegian i markedet. SAS er derimot et fullserviceselskap, men har i enda større grad enn Ryanair måtte tåle mye negativ publisitet de siste årene. Store underskudd, jfr. kapittel 2.2, samtidig som ledelsen har hevet millionlønninger (db.no, 2012) har gjort situasjonen til SAS meget vanskelig.

Vi mener at Norwegian, med Bjørn Kjos i spissen, har et fortrinn på bransjen når det gjelder merkenavn som må anses som varig. Vår oppfatning er at de tjenestene som Norwegian leverer, i mye større grad enn bransjen gir en merverdi til kundene som det går an å utnytte økonomisk.

Ledelse

Som vi så i kapitel 2.3 har en stor andel av ledelsen til Norwegian lang erfaring fra flybransjen, noe som er viktig i en konkurranseutsatt bransje. Når en skal snakke om ledelsen i Norwegian er det naturlig å trekke frem den karismatiske gründeren og administrerende direktør i selskapet, Bjørn Kjos. En skal ikke undervurdere Kjos sin betydning for den gode utviklingen Norwegian har hatt. Ledelsen har gjennom årene selskapet har eksistert tatt mange viktige og avgjørende beslutninger. Et godt eksempel på dette er Norwegians kjøp av 222 fly i januar 2012. Dette var den største investeringen i europeisk luftfart noensinne. Beslutningen om å ta denne investeringen viser at Norwegian har ambisjoner og evne til å tenke langsiktig i et globalt og svært konkurransepreget marked.

Dersom vi sammenligner Norwegians ledelse med ledelsen i vår komparative bransje ser vi at SAS-ledelsen har mindre luftfartserfaring. Samtidig har ikke SAS en like karismatisk frontfigur i konsernsjef Richard Gustafson. Ryanairs ledelse har stor luftfartserfaring og en meget sterk og karismatisk frontfigur i Michael O'Leary.

Selv om ledelsen i Norwegian, med Kjos i spissen, er unik og verdifull kan en likevel ikke si at dette er et varig konkurransefortrinn som Norwegian besitter. En kan imidlertid argumentere for at det er et midlertidig fortrinn på grunn av at det er en sjelden vare å ha en frontfigur, som Kjos, i et flyselskap.

Oppsummering SVIMA-analyse

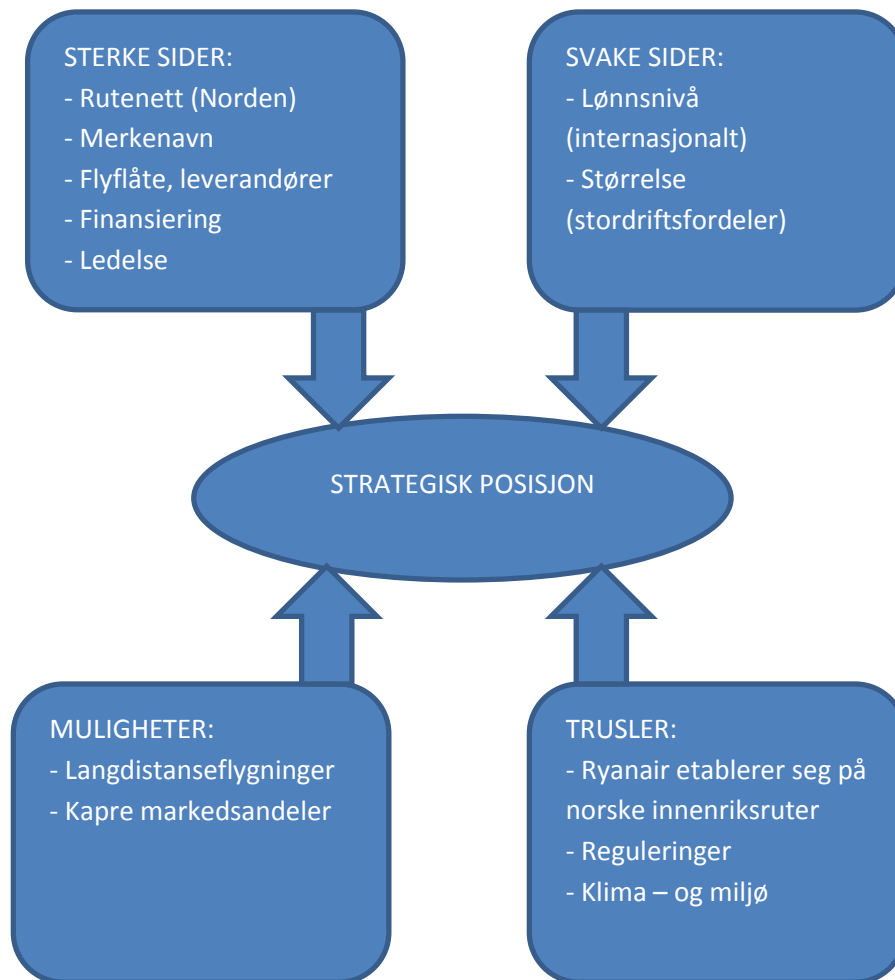
Av analysen så vi at Norwegian er i besittelse av flere verdifulle ressurser som først og fremst gir de konkurransefortrinn på kort sikt. I tabellen nedenfor har vi oppsummert de unike ressursene hos Norwegian og hvor verdifulle de ulike ressursene er.

Tabell 4.1: Oppsummering SVIMA-analyse

RESSURS	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Fortrinn
Flyflåte	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Forhold til leverandører	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Finansiering	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Rutenett(Norden)	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Rutenett(internasjonalt)	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Nei
Merkenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig
Ledelse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig

4.4 Oppsummering strategisk analyse

I figur 4.3 har vi oppsummert den strategiske analysen i sterke og svake sider (intern analyse), og muligheter og trusler (ekstern analyse) basert på Roos, et al.,(2005). Denne modellen viser hvilke sterke og svake sider Norwegian har og hvilke muligheter og trusler som er i markedet.



Figur 4.3: SWOT-modellen

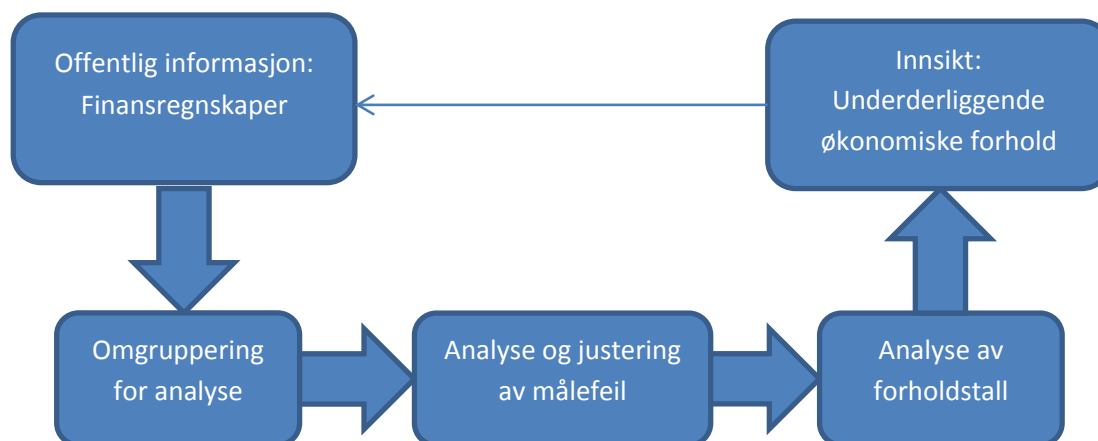
Den eksterne analysen avdekket at flybransjen er påvirket av de generelle økonomiske konjunktorene, samt at bransjen er preget av meget stor konkurranse. PESTEL analysen tok for seg makrofaktorene, der bruk av utenlandsk personell på langdistanseflygningene er et meget aktuelt tema. Porters konkurransekraftmodell analyserte konkurransen i bransjen, og alle 5 faktorene i modellen pekte i retning av at det er høy konkurranse. Den høye

konkurransen er med på å presse marginene ned, og dermed redusere lønnsomheten i bransjen. Konklusjonen fra den eksterne analysen blir dermed at en ikke har en bransjefordel i flybransjen.

Til tross for at det er stor konkurranse i luftfart, kan likevel selskaper skape meravkastning. Den interne analysen viste at Norwegian har flere ressurser som ga grunnlag for både midlertidige- og varige konkurransefortrinn. Flyflåte, forhold til leverandører, finansiering og ledelse anses som midlertidige, mens rutenett i Norden og merkenavn anses som varige fortrinn. Selv om det er rimelig å anta at avkastningen vil nærme seg avkastningskravet på lang sikt, jfr. «mean-reversion» (Kinserdal, 2012), tror vi at de verdifulle ressursene kan skape meravkastning over tid.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2012)

Med utgangspunkt i offentlige tilgjengelige finansregnskaper, inkludert kvartalsrapporter, vil vi presentere de historiske resultat- og balansetallene til Norwegian. Børsnoterte foretak er pliktige til å utarbeide regnskapene sine etter de internasjonale regnskapsstandardene, IFRS, og følgelig utarbeider Norwegian regnskapene sine etter de prinsippene. Fordi IFRS er kreditororientert, vil det være nødvendig å omgruppere regnskapet for å gjøre det mer investororientert.

Fordi vi bare kan basere oss på offentlig tilgjengelig informasjon, vil vi ha dårligere informasjon om underliggende økonomiske forhold enn virksomheten selv. Vi vil derfor gjøre analyser og justere for såkalte målefeil i de omgrupperte regnskapstallene, samt beregne relevante forholdstall, for å bedre innsikten. (Knivsflå, 2012).

Omgruppering, samt analyse og justering av målefeil blir presentert i kapittel 5, mens analyse av forholdstall blir presentert i kapittel 6,7 og 8. Regnskapsanalysen bygger på Stephen H. Penmans 2013-utgave av boken «Financial Statement Analysis and Security Valuation» og professor ved NHH, Kjell Henry Knivsflå, sine forelesningsnotater fra 2012 i faget BUS424: «Strategisk regnskapsanalyse».

Analysen vil omfatte hele konsernet, da tilgangen på regnskapsinformasjon om de ulike forretningsområdene er svært begrenset, samt at andre forretningsområder enn flytransport utgjør en liten andel del av konsernet. Vi benytter derfor konsernregnskapstallene i analysen.

Når det gjelder lengden på analyseperioden, bør det benyttes en lang analyseperiode hvis virksomheten er stabil over tid. Dersom virksomheten svinger mer, for eksempel på grunn av oppkjøp, bør det benyttes en kortere analyseperiode (Knivsflå, 2012). Høy organisk vekst i Norwegian har gjort at vi har valgt en mellomlang analyseperiode på seks år (07-08-09-10-11-12). Tallene for regnskapsåret 2012 er hentet fra 4. kvartalsrapporten, og den er ikke like spesifisert som årsrapportene på den enkelte resultat – og balansepost. Rød skrift indikerer derfor at vi har tatt forutsetning om størrelsen på posten. Tallene for 2012 er dessuten ikke reviderte.

Vi har tidligere definert komparativ bransje som Ryanair, SAS og Norwegian. For å få sammenlignbare bransjetall vil regnskapene omgrupperes og justeres for målefeil også for Ryanair og SAS, på samme måte som for Norwegian. Vi benytter et verdivektet gjennomsnitt av bransjetallene (inkludert Norwegian) som sammenligningsgrunnlag i analysene.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Under følger en oversikt over Norwegian sitt offentlig tilgjengelige konsernregnskap i perioden 2007-2012. Regnskapene er utarbeidet etter IFRS. Regnskapsåret går fra 01.01-31.12.

Tabell 5.1: Resultatregnskap i NOK 1000

RESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Passasjertransport	3 956 081	5 641 533	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 100
+ Tilleggsinntekter	212 049	463 609	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 500
+ Andre inntekter	58 072	121 271	131 129	162 172	206 688	252 500
+ Annen inntekt				191 328	3 471	
= Inntekter	4 226 202	6 226 413	7 309 190	8 597 667	10 532 191	12 859 100
- Salg og distribusjon	94 162	115 251	149 415	167 859	198 930	275 000
- Flydrivstoff	980 985	2 006 248	1 423 328	2 092 859	3 093 514	3 748 300
- Flyleasing	295 241	426 597	620 114	778 411	829 667	1 032 900
- Flyplassavgifter	601 556	841 999	1 037 716	1 295 913	1 561 369	1 730 200
- Håndteringskostnader	404 236	615 740	722 658	863 551	982 191	1 077 300
- Teknisk vedlikehold	411 936	574 077	659 796	697 196	711 597	792 600
- Andre kostnader	324 130	312 815	325 371	405 787	441 657	500 000
- Lønnskostnader	669 659	1 076 068	1 303 299	1 531 211	1 836 194	2 068 200
- Andre kostnader	221 557	318 094	396 058	397 735	472 908	517 100
- Andre tap/(gevinster) netto	14 743	147 768	-49 315	-29 732	-305 720	328 900
+ Resultatandel tilknyttede selskaper	-1 821	-8 773	3 200	6 328	19 518	32 800
= EBITDA	206 176	-217 017	723 950	403 205	729 402	821 400
- Avskrivning, amortisering og verdiendring	74 046	129 612	148 882	186 708	293 949	385 200
= EBIT (driftsresultat)	132 130	-346 629	575 068	216 497	435 453	436 200
+ Renteinntekter	21 826	39 427	23 206	40 292	35 665	51 300
- Rentekostnader	19 140	9 880	20 933	40 159	70 246	118 800
- Valutatap/(gevinst)	16 380	31 377	-39 311	-24 793	228 470	-254 400
-Andre kostnader/(inntekter)	5 454	-353 797	-6 389	-1 675	5 861	
= EBT (resultat før skatt)	112 982	5 338	623 041	243 098	166 541	623 100
- Skattekostnad	28 402	1 394	176 789	72 214	44 416	166 500
= ÅRSRESULTAT	84 580	3 944	446 252	170 884	122 125	456 600
+ Verdiendring finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	-	-4 376	1 608	2 768	-	-
+ Valutakursdifferanser konsern	-4 540	1 293	-5 007	320	-1 694	300
= TOTALRESULTAT	80 040	861	442 853	173 972	120 431	456 900

Som vi ser av tabell 5.1 har Norwegian hatt en formidabel omsetningsvekst hele analyseperioden. På tross av veksten har årsresultatet vært positivt alle årene, mens driftsresultatene har, med unntak av 2008, vært positive. Det dårlige resultatet i 2008 kan i

stor grad relateres til finanskrisen, mens en erstatning fra SAS for industrispionasje på NOK 175 millioner medtatt som annen inntekt gjorde bunntlinjen positiv også i 2010.

Tabell 5.2: Balanseregnskap i NOK 1000

BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Imaterielle eiendeler	33 243	232 407	198 074	190 543	210 293	236 216	242 100
Utsatt skattefordel	96 597	61 317	59 759	157	270	2 069	-
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	214 419	209 820	523 676	974 892	2 092 136	3 869 159	5 000 000
Utstyr og inventar	14 025	24 313	31 014	30 905	26 175	31 991	30 000
Bygninger	-	3 933	3 933	3 933	9 525	9 525	9 525
Finansiell leasing eiendel	-	-	-	26 092	31 203	27 882	30 000
Finansielle eiendeler tilgjengelige for sal	-	10 004	5 628	7 236	2 689	2 689	-
Investering i tilknyttet selskap	-	53 516	44 743	47 943	62 272	82 091	110 000
Sikrede eiendeler	-	128 031	-	-	-	-	-
Forskuddsbetaling Boeing kontrakt	-	316 546	705 165	1 410 992	2 002 600	2 126 954	3 447 175
Andre fordringer	8 819	28 507	32 403	26 391	53 242	113 061	144 200
Sum anleggsmidler	367 103	1 068 394	1 604 395	2 719 084	4 490 405	6 501 637	9 013 000
Inventar	19 341	28 000	34 214	40 825	66 191	81 994	68 400
Kundefordringer og andre fordringer	443 492	491 543	914 379	829 893	842 143	1 072 497	1 096 600
Finansielle eiendeler tilgjengelige for salg	-	215 758	-	-	-	-	-
Derivater	298	7 771	18 360	23 688	43 395	242 790	10 800
Sikrede eiendeler	-	18 222	-	-	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	231 710	501 409	607 536	1 408 475	1 178 415	1 104 946	1 730 900
Sum omløpsmidler	694 841	1 262 703	1 574 489	2 302 881	2 130 144	2 502 227	2 906 700
SUM EIENDELER	1 061 944	2 331 097	3 178 884	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 700
Aksjekapital	1 967	2 087	3 236	3 421	3 457	3 488	3 488
Overkurs	271 934	408 277	789 130	1 041 894	1 055 083	1 075 463	1 100 000
Annen innskutt egenkapital	1 709	32 752	38 984	47 421	54 521	63 365	57 312
Andre reserver	-	-4 550	-7 633	-11 032	-7 944	-9 638	-10 000
Opptjent egenkapital	-14 883	69 707	73 651	519 903	690 787	812 911	1 269 900
Sum egenkapital	260 727	508 273	897 368	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 700
Pensjonsforpliktelse, netto	30 794	33 310	61 815	97 558	121 672	151 187	180 000
Avsetning for periodisk vedlikehold	81 734	101 042	114 090	70 336	94 961	81 865	90 000
Utsatt skatt	-	19 470	9 695	17 806	89 483	134 646	206 300
Derivater	-	154 333	-	-	-	-	-
Lån	-	297 697	440 874	878 878	1 943 903	2 682 888	4 166 600
Finansiell leasing forpliktelse	-	-	-	28 829	20 007	15 484	11 000
Sum langsiktig gjeld	112 528	605 852	626 474	1 093 407	2 270 026	3 066 070	4 653 900

Lån med forfall innen 1 år	-	-	257 456	675 303	520 972	1 551 918	1 349 400
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	395 850	644 837	694 832	746 549	1 063 436	1 230 935	1 655 900
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, ikke reiste billetter	291 795	536 548	598 162	792 713	954 232	1 208 326	1 739 800
Derivater	1 014	34 375	104 325	1 227	15 003	539	-
Betalbar skatt	30	1 212	267	111 159	976	487	100 000
Sum kortsiktig gjeld	688 689	1 216 972	1 655 042	2 326 951	2 554 619	3 992 205	4 845 100
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 061 944	2 331 097	3 178 884	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 700

Av tabell 5.2 ser vi at også balansesummene har vokst kraftig i analyseperioden. Fly, forskuddsbetalinger på fly, samt kundefordringer og kontanter utgjør i stor grad eiendelssiden. Viktig å merke seg at kontantbeholdningen er stabil og høy, og det skyldes at flyselskaper for det meste mottar forskuddsbetaling, noe som reflekteres i trafikkavregningsgjelden. Egenkapital og finansielle lån, samt leverandør – og trafikkavregningsgjeld utgjør i hovedsak egenkapital – og gjeldssiden.

Tabell 5.3: Endring i egenkapital i NOK 1000

ENDRING I EK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital 01.01	141 585	260 727	508 273	897 368	1 601 607	1 795 904	1 945 589
+Aksjeemisjon	119 600	127 128	400 000	251 100			
-Emisjonskostnader	4 635	90	17 998	5 527			
+Salg av egne aksjer	24 898						
+Aksjeopsjoner	1 285	40 468	6 232	15 813	20 325	29 254	18 211
+ Totalresultat	-22 006	80 040	861	442 853	173 972	120 431	456 900
Egenkapital 31.12	260 727	508 273	897 368	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 700

Av tabell 5.3 ser vi at den bokførte egenkapitalen har vokst kraftig i analyseperioden. Forholdsvis store emisjonsinnskudd i perioden fra 2006 til 2009, samt gode resultater de siste årene, har lagt grunnlaget for veksten. En kan også merke seg at det ikke er betalt ut aksjeutbytte i perioden.

5.3 Omgruppering for analyse

Det rapporterte finansregnskapet er, som nevnt innledningsvis, kreditororientert. Og siden vi har et investorperspektiv, er det nødvendig å omgruppere regnskapstallene.

Resultatregnskapet

Det rapporterte resultatet i henhold til IFRS viser profitten og tapene som de netto driftsrelaterte- og finansielle eiendelene har generert. Ved å omgruppere resultatregnskapet slik at en skiller mellom drift, finans og unormale poster vil en få et mer «normalisert» bilde av selskapets profitt, som er bedre tilpasset et investorperspektiv (Penman, 2013).

Stegene i omgruppering etter (Knivsflå, 2012):

Steg 1 - Identifiser FNR: Som presentert i tabell 5.1 rapporterer en etter IFRS totalresultat til egenkapitalen, men enkelte inntekter og kostnader kan, i strid med kongruensprinsippet, ha blitt ført direkte mot egenkapitalen. Disse inntektene og/eller kostnadene kalles «dirty surplus». Ved å studere oppstillingen over endringer i egenkapital (tabell 5.3) i årsrapportene fant vi at det var kostnadsført en del emisjonskostnader direkte mot egenkapitalen i Norwegian.

Tabell 5.4: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen i NOK 1000

Symbol	FULLSTENDIG NETTORESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ÅRE	Rapportert årsresultat	84 580	3 944	446 252	170 884	122 125	456 600
AFR	+ Annet fullstendig resultat	-4 540	-3 083	-3 399	3 088	-1 694	300
"FNR"	= Rapportert fullstendig nettoresultat= totalresultat	80 040	861	442 853	173 972	120 431	456 900
DSP	+ Dirty Surplus	-90	-17 998	-5 527	-	-	-
FNR	= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	79 950	-17 137	437 326	173 972	120 431	456 900

Steg 2 - Fordeling av FNR: FNR fordeles slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt, det vil si selskapet (drift), kreditorer (gjeld) og eierne (egenkapital). Fordelingen av resultatet er i hovedsak gitt av det rapporterte regnskapet, da det skiller mellom drift – og finansposter. Norwegian sin eierandel i Bank Norwegian på 20 % er regnskapsført som tilknyttet selskap, og forutsettes å være driftsrelatert.

Steg 3 - Normalt kontra unormalt: Siden det er det «normale» resultatet som er relevant for budsjettering av fremtidige resultat, er det nødvendig å skille mellom normale og unormale resultatposter innenfor drift, finans og skatt. Normale poster er forventet å komme tilbake

periode etter periode, mens unormale poster inntreffer som oftest en eller et fåtalls ganger. Norwegian har en del inntekter og kostnader i analyseperioden som vi har vurdert til å være unormale, og disse ble identifisert ved å gjennomgå regnskap og noter. Gevinst ved salg av varige driftsmidler, erstatning fra SAS, nedskrivninger på driftsmidler og verdiendringer knyttet til driftsposisjoner er de postene vi har vurdert til å være unormale driftsposter. Valutagevinst/tap, samt alle andre finansposter med unntak av renteinntekter- og kostnader er vurdert til å være unormale finansposter. I tillegg inngår AFR og «dirty surplus» i unormalt finansresultat. Skattejusteringer for tidligere år er vurdert til å være unormal skattekostnad.

Steg 4 - Fordeling av skattekostnad: Skattekostnaden består altså av normal skattekostnad og unormal skattekostnad. Den unormale er medtatt i unormalt driftsresultat, mens den normale fordeles på driftsresultat og finansinntekter- og kostnader. Normale finansinntekter og unormalt finansresultat skattlegges med en sats på 14 %, ut ifra en forutsetning om at halvparten vil være inntekter som er fritatt for beskatning i henhold til fritaksmetoden, mens den resterende halvparten beskattes med selskapsskatten på 28 %. Finanskostnader skattlegges med selskapsskatten på 28 %. Driftsresultatet i egen virksomhet skattlegges med den såkalte normaliserte driftsskattesatsen, som er gjennomsnittet av beregnet driftsskattesats for årene 2007-2012, beregnet til 28,48 %. Det unormale driftsresultatet skattlegges med driftsskattesatsen for det enkelte år, samt avviket mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen på normalt resultat.

Tabell 5.5: Omgruppert resultatregnskap i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2012)

Symbol	RESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Passasjertransport	3 956 081	5 641 533	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 100
	+ Tilleggsinntekter	212 049	463 609	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 500
	+ Andre inntekter	58 072	121 271	131 129	162 172	206 688	252 500
DI	=Driftsinntekter	4 226 202	6 226 413	7 309 190	8 406 339	10 528 720	12 859 100
	- Operasjonelle kostnader	3 112 246	4 892 727	4 938 398	6 301 576	7 818 925	9 156 300
	- Lønnskostnader	669 659	1 076 068	1 303 299	1 531 211	1 836 194	2 068 200
	- Andre driftskostnader	221 557	318 094	396 058	397 735	472 908	517 100
	- Avskrivning	74 046	117 515	148 882	186 708	279 449	385 200
DR	= Driftsresultat i egen virksomhet	148 694	-177 991	522 553	-10 891	121 244	732 300
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	42 349	-50 693	148 827	-3 102	34 531	208 564
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet	106 345	-127 298	373 726	-7 789	86 713	523 736
NRT	+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	-1 821	-8 773	3 200	6 328	19 518	32 800
NDR	= Netto driftsresultat	104 524	-136 071	376 926	-1 461	106 231	556 536
NFI	+ Netto finansinntekt	18 770	33 907	19 957	34 651	30 672	44 118
NRS	= Nettoresultat til sysselsatt kapital	123 294	-102 164	396 884	33 190	136 903	600 654
NFK	- Netto finanskostnad	13 781	7 114	15 072	28 914	50 577	85 536
NMR	- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
NRE	= Nettoresultat til egenkapital	109 513	-109 277	381 812	4 275	86 326	515 118
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-6 156	-164 060	25 138	143 846	237 324	-277 302
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-23 407	256 200	30 376	25 850	-203 219	219 084
FNR	= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	79 950	-17 137	437 326	173 972	120 431	456 900
NBU	- Netto betalt utbytte	-167 596	-406 232	-266 913	-20 325	-29 254	-18 211
ΔEK	= Endring i egenkapital	247 546	389 095	704 239	194 297	149 685	475 111

Balanseregnskapet

Etter IFRS er balansen inndelt i henholdsvis langsiktige og kortsiktige eiendeler og gjeld, der eiendelene er gruppert etter likviditeten, mens gjelden er gruppert etter forfallstiden. Det er fordi kreditorene enklere skal kunne vurdere selskapenes evne til å betjene gjeld. Men for å bedre kunne vurdere selskapets evne til å tjene penger, må balansen omgrupperes slik at en i stedet skiller mellom driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld (Penman, 2013).

Med utgangspunkt i den rapporterte balansen, samt noter, har vi foretatt en inndeling etter hva som er driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld som vist i tabell 5.6. Eiendelene og gjelden som kan knyttes til driftsinntektene- og kostnadene inngår i driftsrelaterte eiendeler og gjeld, mens eiendelene og gjelden som kan knyttes til finansinntektene- og kostnadene inngår i finansielle, dvs. driftsfremmende, eiendeler- og gjeld (Knivsflå, 2012).

Tabell 5.6: Omgruppert balanseregnskap i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2012)

Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	306 425	922 096	1 539 661	2 685 586	4 456 411	6 468 997	8 983 000
DOM	+Driftsrelaterte omløpsmidler	500 405	720 075	1 059 657	1 419 757	1 085 365	1 142 583	1 575 800
DE	= Driftsrelaterte eiendeler	806 830	1 642 171	2 599 318	4 105 343	5 541 776	7 611 580	10 558 800
FAM	Finansielle anleggsmidler	60 678	146 298	64 734	33 498	33 994	32 640	30 000
FOM	+Finansielle omløpsmidler	194 436	542 628	514 832	883 124	1 044 779	1 359 644	1 330 900
FE	= Finansielle eiendeler	255 114	688 926	579 566	916 622	1 078 773	1 392 284	1 360 900
TE=DE+FE	TOTALE EIENDELER	1 061 944	2 331 097	3 178 884	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 700
EK	Egenkapital	260 727	508 273	897 368	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 700
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	112 528	153 822	185 600	185 700	306 116	367 698	476 300
KDG	+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	688 689	1 182 597	1 397 586	1 650 421	2 018 644	2 440 287	3 495 700
DG	= Driftsrelatert gjeld	801 217	1 336 419	1 583 186	1 836 121	2 324 760	2 807 985	3 972 000
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	-	452 030	440 874	907 707	1 963 910	2 698 372	4 177 600
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	-	34 375	257 456	676 530	535 975	1 551 918	1 349 400
FG	= Finansiell gjeld	-	486 405	698 330	1 584 237	2 499 885	4 250 290	5 527 000
TK=EK+DG+FG	TOTALKAPITAL	1 061 944	2 331 097	3 178 884	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 700

5.4 Analyse av målefeil og justering

5.4.1 Analyse av målefeil og justering

På grunn av at vi har dårligere informasjon om de underliggende økonomiske forholdene enn Norwegian selv har, vil vi justere de omgrupperte regnskapstallene for såkalte målefeil. Målefeil er avviket mellom de rapporterte og de virkelige/faktiske tallene, og en skiller mellom målefeil av type 1,2 og 3. Type 1 er avviket mellom idealverdi og virkelig verdi, for eksempel som følge av regnskapsføring etter transaksjonsbasert historisk kost. Type 2 er avviket mellom IFRS og idealverdi, for eksempel som følge av at operasjonell leasing ikke balanseføres, mens type 3 er avviket mellom det rapporterte og IFRS som følge av kreativ regnskapsføring (Knivsflå, 2012).

Innenfor hver type av målefeil er det mulig å gjøre en rekke justeringer. Dersom en tar bransjen og praktiske hensyn i betraktning, har vi valgt justere for to målefeil av type 2: manglende balanseføring av operasjonell leasing og netto pensjonskrav.

Operasjonell leasing

I henhold til IFRS skal finansiell leasing balanseføres, mens operasjonell leasing balanseføres ikke. Kostnadene ved operasjonell leasing inngår i driftskostnadene, selv om de i teorien inneholder både et finansierings – og avskrivningselement. Målefeilen fører altså til at balansesummen blir for lav, driftskostnadene for høye og finanskostnadene for lave. Justeringene i driftskostnader og finanskostnader utligner hverandre, og det blir følgelig ingen effekt på nettoresultatet til egenkapitalen, mens totalbalansen vil øke med nåverdien av leasingforpliktelsen. Forpliktelsene er oppgitt i notene til regnskapet, og de gjelder både fly, biler og eiendom, men fly utgjør størsteparten. Som diskonteringsrente er det benyttet renten som Norwegian har betalt i gjennomsnitt for finansiering av fly.

Tabell 5.7: Nåverdi av operasjonelle leasing forpliktelser i NOK 1000

LEASINGFORPLIKTELSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Forfall innen 1 år	358 108	474 020	632 850	908 905	1 188 324	1 389 566	1 500 000
Forfall mellom 1 og 5 år	829 493	727 133	1 572 947	2 499 375	3 396 442	5 879 524	7 000 000
Forfall lengre enn 5 år	36 753	19 849	572 134	744 513	1 301 544	5 702 109	10 000 000
Diskonteringsrente	5,50 %	5,50 %	6,00 %	5,40 %	4,50 %	4,00 %	4,50 %
Nåverdi 31.12	1 055 665	1 068 009	2 280 591	3 485 435	5 040 087	10 729 316	14 383 099

Tabell 5.8: Resultatvirkning i NOK 1000

Symbol	RESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Operasjonelle kostnader - reduksjon	58 062	64 081	123 152	156 845	201 603	482 819
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet - økning	16 536	18 251	35 074	44 670	57 418	137 510
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet - økning	41 525	45 830	88 077	112 174	144 185	345 309
NFK	- Netto finanskostnad - økning	41 525	45 830	88 077	112 174	144 185	345 309
FNR	= Fullstendig nettoresultat til EK	-	-	-	-	-	-

Tabell 5.9: Balansevirkning i NOK 1000

Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	EIENDELER							
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler - økning	1 055 665	1 068 009	2 280 591	3 485 435	5 040 087	10 729 316	14 383 099
	TOTALKAPITAL							
LDG	Utsatt skatt	300 661	304 176	649 528	992 676	1 435 451	3 055 782	4 096 405
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	182 330	272 929	370 586	480 371	469 141	393 414	429 116
LFG	+ Langsiktig finansiell gjeld	572 674	490 903	1 260 477	2 012 388	3 135 496	7 280 120	9 857 578
TK	= Totalkapital - økning	1 055 665	1 068 009	2 280 591	3 485 435	5 040 087	10 729 316	14 383 099

Netto pensjonskrav

IFRS tillater til en viss grad utjevning av netto pensjonskrav i balansen, det vil si at deler av det reelle netto pensjonskravet vil mangle i balansen. Det er for eksempel mulig å resultatføre forventet gevinst og tap på pensjonsfondet, mens avviket i forhold til faktisk gevinst og tap ikke må resultatføres. Manglende pensjonsgjeld- og eiendeler bør derfor balanseføres. Virkningen på resultatet bør inngå i det unormale driftsresultatet fordi muligheten til resultatføre forventet gevinst og tap, samt ikke resultatføre faktisk gevinst og tap, er å anse som en normalisering av kostnaden (Knivsflå, 2012).

Tabell 5.10: Ikke balanseført pensjonskrav i NOK 1000

PENSJONSKRAV	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto pensjonskrav til virkelig verdi (fra note)	47 809	74 401	163 123	182 109	284 711	439 705	600 000
- Netto pensjonskrav (balanseført)	30 794	33 310	61 815	97 558	121 672	151 187	180 000
= Ikke balanseført gjeld pga. "normalisering"	17 015	41 091	101 308	84 551	163 039	288 518	420 000

Tabell 5.11: Resultatvirkning i NOK 1000

Symbol	RESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
UDR	Unormalt driftsresultat	-24 076	-60 217	16 757	-78 488	-125 479	-131 482
	- Skatt (normalisert driftsskattesats)	-6 857	-17 150	4 773	-22 354	-35 737	-37 447
UNDR	= Unormalt netto driftsresultat	-17 219	-43 067	11 984	-56 134	-89 742	-94 035

Tabell 5.12: Balansevirkning i NOK 1000

Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
LDG	Pensjonsforpliktelse - økning	17 015	41 091	101 308	84 551	163 039	288 518	420 000
LDG	- Utsatt skatt - reduksjon	4 846	11 703	28 853	24 081	46 435	82 172	119 619
EK	= Egenkapital - reduksjon	12 169	29 388	72 455	60 470	116 604	206 346	300 381

5.4.2 Omgrupperte og justerte regnskapstall

Tabell 5.13 og 5.14 viser de omgrupperte resultat- og balansetallene etter at det er gjort justeringer for målefeil knyttet til operasjonell leasing og netto pensjonskrav.

Tabell 5.13: Omgruppert og justert resultatregnskap i NOK 1000

Symbol	RESULTAT	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Passasjertransport	3 956 081	5 641 533	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 100
	+ Tilleggsinntekter	212 049	463 609	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 500
	+ Andre inntekter	58 072	121 271	131 129	162 172	206 688	252 500
DI	= Driftsinntekter	4 226 202	6 226 413	7 309 190	8 406 339	10 528 720	12 859 100
	- Operasjonelle kostnader	3 054 184	4 828 646	4 815 246	6 144 731	7 617 322	8 673 481
	- Lønnskostnader	669 659	1 076 068	1 303 299	1 531 211	1 836 194	2 068 200
	- Andre driftskostnader	221 557	318 094	396 058	397 735	472 908	517 100
	- Avskrivning	74 046	117 515	148 882	186 708	279 449	385 200
DR	= Driftsresultat i egen virksomhet	206 756	-113 910	645 705	145 954	322 847	1 215 119
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	58 885	-32 442	183 901	41 569	91 949	346 074
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet	147 870	-81 468	461 804	104 385	230 898	869 045
NRT	+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-1 821	-8 773	3 200	6 328	19 518	32 800
NDR	= Netto driftsresultat	146 049	-90 241	465 004	110 713	250 416	901 845
NFI	+ Netto finansinntekt	18 770	33 907	19 957	34 651	30 672	44 118
NRS	= Nettoresultat til sysselsatt kapital	164 820	-56 334	484 961	145 364	281 088	945 963
NFK	- Netto finanskostnad	55 306	52 944	103 149	141 089	194 763	430 845
NMR	- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
NRE	= Nettoresultat til egenkapital	109 513	-109 277	381 812	4 275	86 326	515 118
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-23 375	-207 127	37 123	87 712	147 582	-371 337
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-23 407	256 200	30 376	25 850	-203 219	219 084
FNR	= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	62 731	-60 204	449 310	117 838	30 689	362 865
NBU	- Netto betalt utbytte	-167 596	-406 232	-266 913	-20 325	-29 254	-18 211
ΔEK	= Endring i egenkapital	230 327	346 028	716 223	138 163	59 943	381 076

Tabell 5.14: Omgruppert og justert balanseregnskap i NOK 1000

Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	1 362 090	1 990 105	3 820 252	6 171 021	9 496 498	17 198 313	23 366 099
DOM	+Driftsrelaterte omløpsmidler	500 405	720 075	1 059 657	1 419 757	1 085 365	1 142 583	1 575 800
DE	= Driftsrelaterte eiendeler	1 862 495	2 710 180	4 879 909	7 590 778	10 581 863	18 340 896	24 941 899
FAM	Finansielle anleggsmidler	60 678	146 298	64 734	33 498	33 994	32 640	30 000
FOM	+Finansielle omløpsmidler	194 436	542 628	514 832	883 124	1 044 779	1 359 644	1 330 900
FE	= Finansielle eiendeler	255 114	688 926	579 566	916 622	1 078 773	1 392 284	1 360 900
TE=DE+FE	TOTALE EIENDELER	2 117 609	3 399 106	5 459 475	8 507 400	11 660 636	19 733 180	26 302 799
EK	Egenkapital	248 558	478 885	824 913	1 541 137	1 679 300	1 739 243	2 120 319
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	425 358	487 386	907 583	1 238 846	1 858 172	3 629 826	4 873 086
KDG	+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	688 689	1 182 597	1 397 586	1 650 421	2 018 644	2 440 287	3 495 700
DG	= Driftsrelatert gjeld	1 114 047	1 669 983	2 305 169	2 889 267	3 876 816	6 070 113	8 368 786
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	572 674	942 933	1 701 351	2 920 095	5 099 406	9 978 492	14 035 178
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	182 330	307 304	628 042	1 156 901	1 005 116	1 945 332	1 778 516
FG	= Finansiell gjeld	755 004	1 250 238	2 329 393	4 076 997	6 104 521	11 923 824	15 813 694
TK=EK+DG+FG	TOTALKAPITAL	2 117 609	3 399 106	5 459 475	8 507 400	11 660 636	19 733 180	26 302 799

I tabell 5.15 er den totale balansen omgruppert til i stedet å vise den sysselsatte kapitalen. Den sysselsatte kapitalen vil si kapitalen som eierne har skutt inn, egenkapitalen, og kapital skutt inn av finansielle långivere i form av finansiell gjeld (Knivsflå, 2012).

Tabell 5.15: Sysselsatt kapital, omgruppert og justert, i NOK 1000

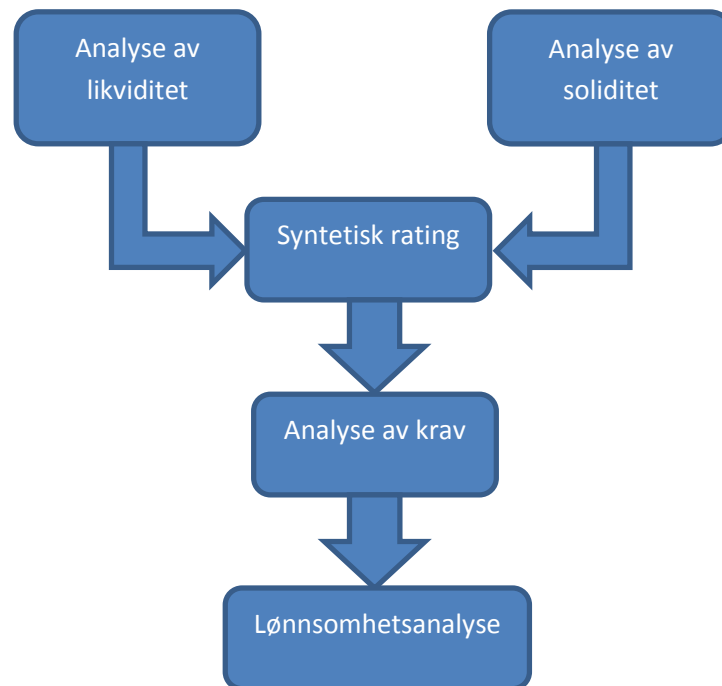
Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NDE=DE-DG	Netto driftseiendeler	748 448	1 040 197	2 574 740	4 701 511	6 705 048	12 270 783	16 573 113
FE	+ Finansielle eiendeler	255 114	688 926	579 566	916 622	1 078 773	1 392 284	1 360 900
SSE	= Sysselsatte eiendeler	1 003 562	1 729 123	3 154 306	5 618 133	7 783 821	13 663 067	17 934 013
EK	Egenkapital	248 558	478 885	824 913	1 541 137	1 679 300	1 739 243	2 120 319
FG	+ Finansiell gjeld	755 004	1 250 238	2 329 393	4 076 997	6 104 521	11 923 824	15 813 694
SK	= Sysselsatt kapital	1 003 562	1 729 123	3 154 306	5 618 133	7 783 821	13 663 067	17 934 013

Tabell 5.16 viser Norwegian sin netto driftskapital, det vil si den kapitalen som er investert i driften, og ikke finansielle eiendeler. Det er naturlig å se på finansielle eiendeler- og gjeld samlet, i form av netto finansiell gjeld, fordi de finansielle eiendelene er eiendeler som virksomheten har utover de som trengs til driften, og som kan benyttes til å betale ned finansiell gjeld (Knivslå, 2012).

Tabell 5.16: Netto driftskapital, omgruppert og justert, i NOK 1000

Symbol	BALANSE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NDE	Netto driftseiendeler	748 448	1 040 197	2 574 740	4 701 511	6 705 048	12 270 783	16 573 113
EK	Egenkapital	248 558	478 885	824 913	1 541 137	1 679 300	1 739 243	2 120 319
NFG=FG-FE	+ Netto finansiell gjeld	499 890	561 312	1 749 827	3 160 375	5 025 748	10 531 540	14 452 794
NDK	= Netto driftskapital	748 448	1 040 197	2 574 740	4 701 511	6 705 048	12 270 783	16 573 113

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse



Figur 5.2 Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2012)

De omgrupperte og justerte regnskapstallene brukes til å beregne relevante nøkkeltall for likviditet og soliditet, og oppsummeres ved hjelp av en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen gir et bilde på den underliggende selskapsspesifikke risikoen, og brukes til å beregne avkastningskravet til finansiell gjeld. Risikoanalysen blir presentert i kapittel 6. For at vi skal kunne vurdere lønnsomheten, er vi avhengig av å utvikle en målestokk for hva som er god lønnsomhet, altså et krav til avkastning på kapitalen. Lønnsomhetsanalysen fokuserer derfor på om avkastningen er større enn kravet til avkastning. De historiske avkastningskravene blir presentert i kapittel 7, mens lønnsomhetsanalysen blir presentert i kapittel 8.

Forholdstallsanalysen bygger på Stephen H. Penmans 2013-utgave av boken «Financial Statement Analysis and Security Valuation», professor ved NHH, Kjell Henry Knivsflå, sine forelesningsnotater fra 2012 i faget BUS424: «Strategisk regnskapsanalyse», Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels sin 2010-utgave av boken «Valuation», Yngve Kaldestad og Bjarne Møller sin bok «Verdivurdering» fra 2011, Frøystein Gjesdal og Thore Johnsen

sin bok «Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering» fra 1999 og Finn Kinserdals forelesningsnotater fra 2012 i faget BUS 425: «Verdsettelse».

Bransjetallene er, som nevnt tidligere, et verdivektet gjennomsnitt av aktørene i bransjen (Norwegian, SAS og Ryanair).

6. Analyse av risiko

I dette kapitlet skal vi analysere kredittrisikoen til Norwegian. Kredittrisikoen er den faren som långiver har for at lån, inkludert avtalt rentebetaling, helt eller delvis blir misligholdt, slik at långiver påføres tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs (Knivsflå, 2012). Vi skal analysere kredittrisikoen ved å analysere ulike forholdstall, som vil gi oss svar på hvor stor den kortsiktige og langsiktige risikoen er i Norwegian. Alle forholdstall vi skal utarbeide viser evnen Norwegian har til å betale sine kortsiktige og langsiktige forpliktelser. Årsaken til at vi benytter forholdstall er fordi de er mer informative enn absolutte tall. En nøytraliserer størrelses-aspektet, samtidig som de vanskeligere å manipulere. For samtlige forholdstall vil analysere utviklingen over tid, samt sammenligne med bransjens tilsvarende forholdstall. En analyse over tid kan avdekke trender som er av negativ eller positiv art, mens det å sammenligne med bransjen gir en god målestokk for hvilket nivå de ulike forholdstallene bør ligge på (Penman, 2013).

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Analyse av kortsiktig risiko handler om en i den løpende driften har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling (Knivsflå, 2012). For å få et godt bilde av den kortsiktige risikoen til Norwegian vil vi utarbeide forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad. I tillegg vil vi gjennomføre en kontantstrømanalyse.

Likviditetsgrad 1 (lg1)

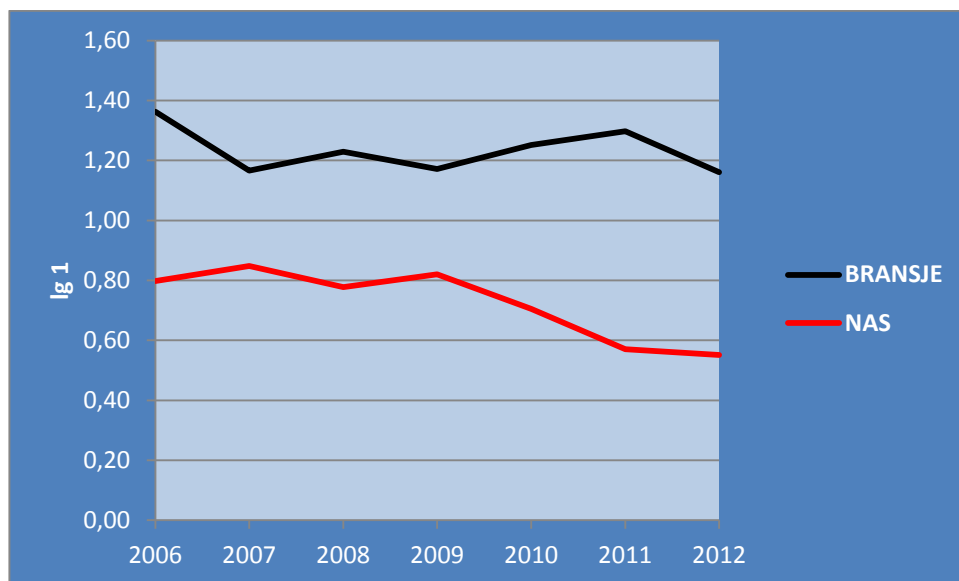
Knivsflå (2012) definerer likviditetsgrad 1 som forholdet mellom omløpsmidler (OM) og kortsiktig gjeld (KG).

$$lg1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

Et høyt forholdstall indikerer at selskapet er godt rustet mot krav som kommer til betaling på kort sikt, noe som indikerer at selskapet har lav likviditetsrisiko. Dersom forholdstallet er lavt indikerer dette at selskapet kan få problemer med å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling, noe som indikerer høy likviditetsrisiko. Tommelfingerregler sier

at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, men som sagt tidligere er sammenligning med bransjen en bedre målestokk (Knivsfå, 2012).

Av figur 6.1 ser vi hvordan likviditetsgrad 1 har utviklet seg i analyseperioden, og merker oss at forholdstallet har vært relativt stabilt, med en nedadgående kurve fra år 2009. Årsaken til nedgangen er hovedsakelig økt kortsiktig driftsrelatert gjeld. Nivåmessig ser vi at tallet er veldig lavt. Vi ser også at Norwegian har en betydelig lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen over hele analyseperioden. Dette betyr at deknningen av kortsiktig gjeld ved hjelp av omløpsmidler er svak i Norwegian.



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1

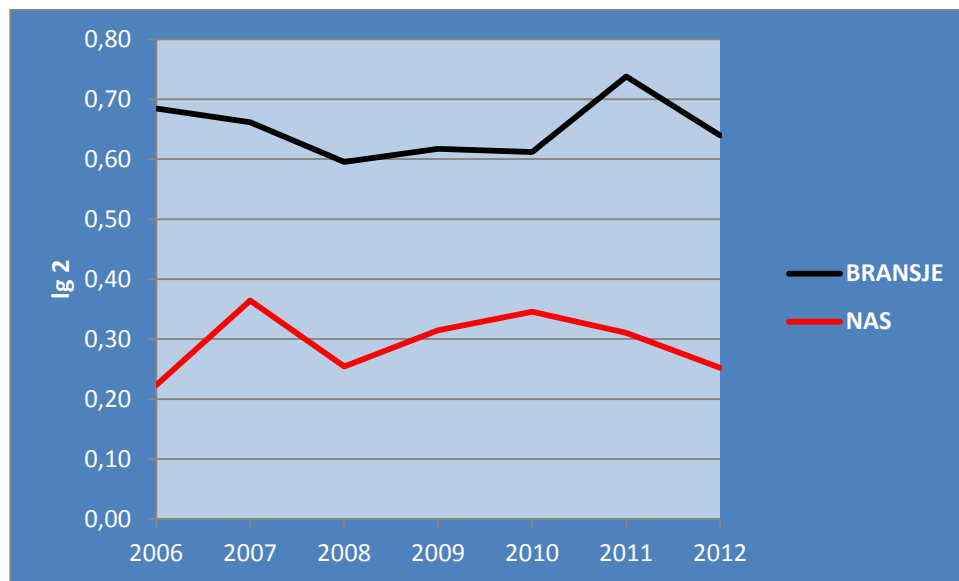
Likviditetsgrad 2 (lg2)

Likviditetsgrad 2 er definert som forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene, de finansielle (FOM), og kortsiktig gjeld (KG). Tommelfingerregelen sier at forholdstallet bør være høyere enn 1 (Knivsfå, 2012).

$$lg2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

Tommelfingerregelen sier at dette forholdstallet bør være over 1, men som en ser av figur 6.2 ligger likviditetsgrad 2, i likhet med likviditetsgrad 1, langt under kravet. Utviklingen har vært forholdsvis stabil, med en nedgående trend de siste årene. Også bransjen sin likviditetsgrad 2 ligger over Norwegian sin for hele analyseperioden. Dette betyr at

dekningen av kortsiktig gjeld ved hjelp av de mest likvide omløpsmidlene (finansielle omløpsmidler) er svak i Norwegian.



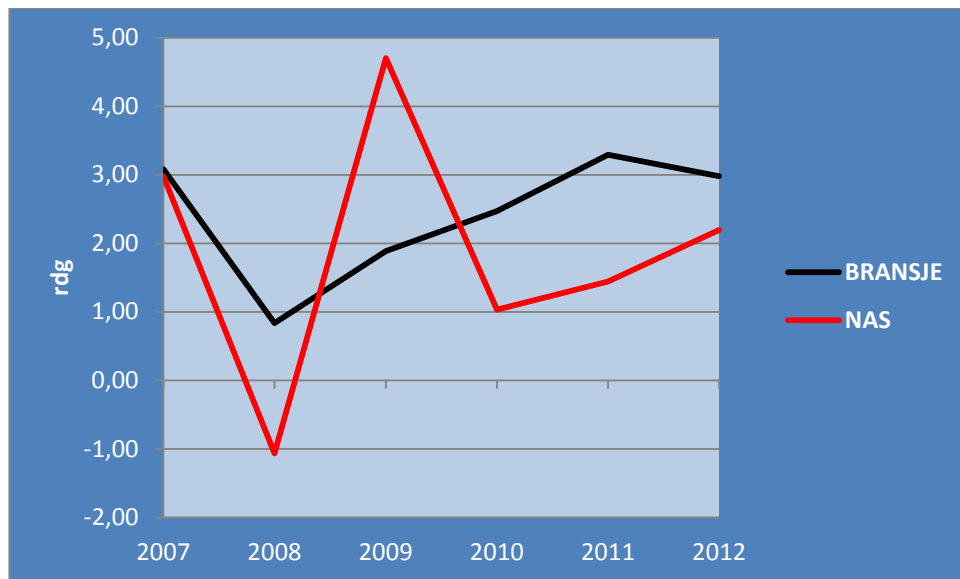
Figur 6.2: Likviditetsgrad 2

Rentedekningsgrad (rdg)

Rentedekningsgraden er definert som forholdet mellom summen av netto driftsresultat (NDR) og netto finansinntekt (NFI), altså nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS) og netto finanskostnad (NFK). Tommelfingerregelen sier at forholdstallet bør være høyere enn 1 (Knivsflå, 2012).

$$rdg = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

Rentedekningsgrad er et viktig mål fordi det forteller noe om i hvilken grad selskapets egen verdiskapning kan betjene kostnadene ved låneopptak, altså finanskostnadene. Som en ser av figur 6.3 har Norwegian's rentedekningsgrad vært ustabil de siste årene. Hovedårsaken til dette er urolige tider, samt at Norwegian er inne i en kraftig vekstperiode. I 2008 var rentedekningsgraden negativ, noe som i stor grad kan relateres til finanskrisen. Etter dette har tallet variert mye, men ligget over 1 i alle år. Dersom vi sammenligner forholdstallet med bransjen ser vi at også bransjens rentedekningsgrad har variert mye. I de siste 3 årene ser vi at bransjen har hatt en bedre rentedekningsgrad enn Norwegian. Årsaken til dette er hovedsakelig at finanskostnadene til Norwegian har økt betydelig disse årene, relativt til bransjen. I snitt har bransjen hatt en noe høyere rentedekningsgrad over analyseperioden.



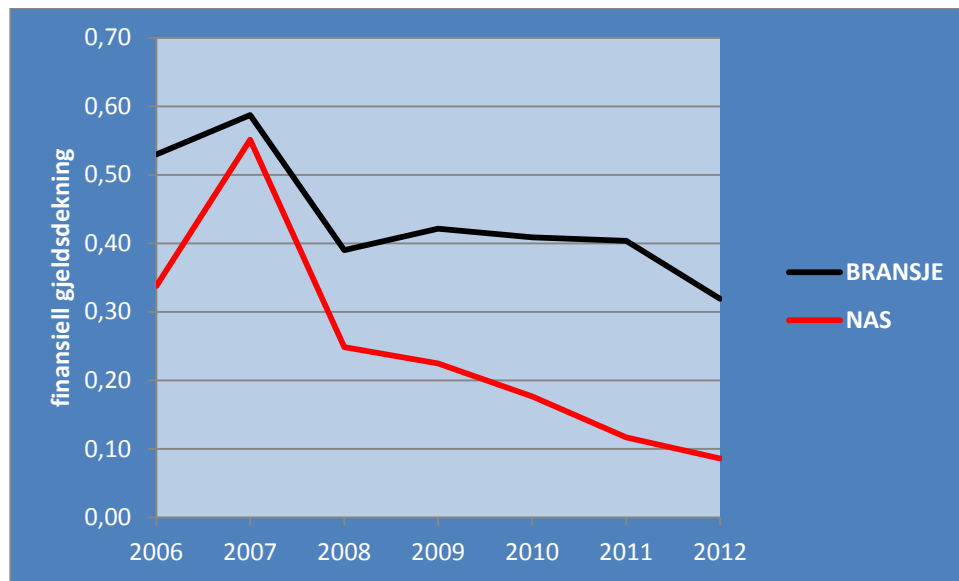
Figur 6.3: Rentedeckningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er definert som forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG). Dersom dette forholdstallet er større enn 1 innebærer det at en har finansielle eiendeler som dekker opp all finansiell gjeld. Dersom dette er tilfellet har selskapet netto finansielle eiendeler. Jo lavere tallet er desto større sannsynlighet er det for likviditetskrise (Knivsflå, 2012).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FE}{FG}$$

Figur 6.4 viser utviklingen i forholdstallet, og en ser at trenden har vært synkende både for Norwegian og bransjen. Hovedårsaken til den nedadgående trenden for Norwegian er kraftig økning i finansiell gjeld. Nivået i bransjen har både vært høyere og mer stabilt over analyseperioden.



Figur 6.4: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Kontantstrømanalyse

Tabell 6.1 viser grunnlaget for utviklingen i de finansielle eiendelene, som gir et godt bilde på likviditetssituasjonen. Verdt å merke seg er at den frie kontantstrømmen fra drift (FKD) har vært negativ gjennom hele analyseperioden, hovedsakelig på grunn av store investeringer (endring i NDE). Men stor økning i finansiell gjeld over hele perioden, samt emisjoner i 2007, 2008 og 2009 har imidlertid bidratt til at de finansielle eiendelene har holdt seg positive. Som vi var inne på i regnskapsanalysen, mottar flyselskapene størsteparten av inntektene sine på forskudd, noe som gjør likviditetssituasjonen i flybransjen enklere.

Tabell 6.1: Kontantstrøm – likviditet i NOK 1000. Oppsett fra Knivsflå (2012)

Symbol	FINANSIELLE EIENDELER - LIKVIDITET	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NDR	Netto driftsresultat	146 049	-90 241	465 004	110 713	250 416	901 845
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-23 375	-207 127	37 123	87 712	147 582	-371 337
ΔNDE	- Endring i netto driftseiendeler	291 748	1 534 543	2 126 771	2 003 536	5 565 735	4 302 331
FKD	= Fri kontantstrøm fra drift	-169 075	-1 831 911	-1 624 645	-1 805 111	-5 167 736	-3 771 823
NFK	- Netto finanskostnad	55 306	52 944	103 149	141 089	194 763	430 845
ΔFG	+ Endring i finansiell gjeld	495 233	1 079 155	1 747 604	2 027 524	5 819 303	3 889 871
FKED	= Fri kontantstrøm til EK fra drift	270 853	-805 699	19 810	81 324	456 804	-312 797
NBU	- Netto betalt utbytte	-167 596	-406 232	-266 913	-20 325	-29 254	-18 211
FKFI--FKFE	= Fri kontantstrøm til fin. investering fra drift	438 449	-399 467	286 723	101 649	486 058	-294 586
NFI	+ Netto finansinntekter	18 770	33 907	19 957	34 651	30 672	44 118
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-23 407	256 200	30 376	25 850	-203 219	219 084
ΔFE	= Endring i finansielle eiendeler	433 812	-109 360	337 056	162 151	313 511	-31 384
FE	+ Finansielle eiendeler 01.01	255 114	688 926	579 566	916 622	1 078 773	1 392 284
FE	= Finansielle eiendeler 31.12	688 926	579 566	916 622	1 078 773	1 392 284	1 360 900

Tabell 6.2 viser hva som er grunnen til at Norwegian har måttet øke den finansielle gjelden så markant de siste årene. Den store veksten har gjort det nødvendig å gjennomføre store investeringer (endring i NDE), og mye av disse må følgelig lånefinansieres. Når veksten avtar kan en imidlertid regne med at NDR vil øke, samtidig som NDE vil stabilisere seg.

Tabell 6.2 Kontantstrøm – lånopptak i NOK 1000. Oppsett fra Knivsfå (2012)

Symbol	FINANSIELL GJELD - LÅNOPPTAK	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NDR	Netto driftsresultat	146 049	-90 241	465 004	110 713	250 416	901 845
UNDR	+ Unormalt netto driftsresultat	-23 375	-207 127	37 123	87 712	147 582	-371 337
ΔNDE	- Endring i netto driftseiendeler	291 748	1 534 543	2 126 771	2 003 536	5 565 735	4 302 331
FKD	= Fri kontantstrøm fra drift	-169 075	-1 831 911	-1 624 645	-1 805 111	-5 167 736	-3 771 823
NFI	+ Netto finansinntekter	18 770	33 907	19 957	34 651	30 672	44 118
UNFR	+ Unormalt netto finansresultat	-23 407	256 200	30 376	25 850	-203 219	219 084
ΔFE	- Endring i finansielle eiendeler	433 812	-109 360	337 056	162 151	313 511	-31 384
FKS	= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-607 523	-1 432 444	-1 911 368	-1 906 761	-5 653 794	-3 477 237
NBU	- Netto betalt utbytte	-167 596	-406 232	-266 913	-20 325	-29 254	-18 211
FKFG	= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-439 927	-1 026 212	-1 644 455	-1 886 436	-5 624 540	-3 459 026
NFK	- Netto finanskostnad	55 306	52 944	103 149	141 089	194 763	430 845
-ΔFG	= Behov for å ta opp finansiell gjeld	-495 233	-1 079 155	-1 747 604	-2 027 524	-5 819 303	-3 889 871

Oppsummering likviditetsanalyse

Etter å ha analysert den kortsiktige risikoen hos Norwegian basert på forholdstall ser vi at Norwegian har en høyere likviditetsrisiko enn bransjen. Vi så i kontantstrømanalysen at Norwegian har foretatt store investeringer de siste årene, noe som har ført til økt behov for opptak av finansiell gjeld. Dette har bidratt til en svak utvikling i forholdstallene, både når en måler seg opp mot både standardiserte krav og bransjen.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Analyse av langsiktig risiko handler om en er finansiert slik at en har evne til å stå imot en relativt lang periode med tap. Altså en analyse av selskapets soliditet (Knivsflå, 2012). For å få et godt bilde av den langsiktige risikoen til Norwegian vil vi analysere egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet, samt utarbeide en finansieringsmatrise.

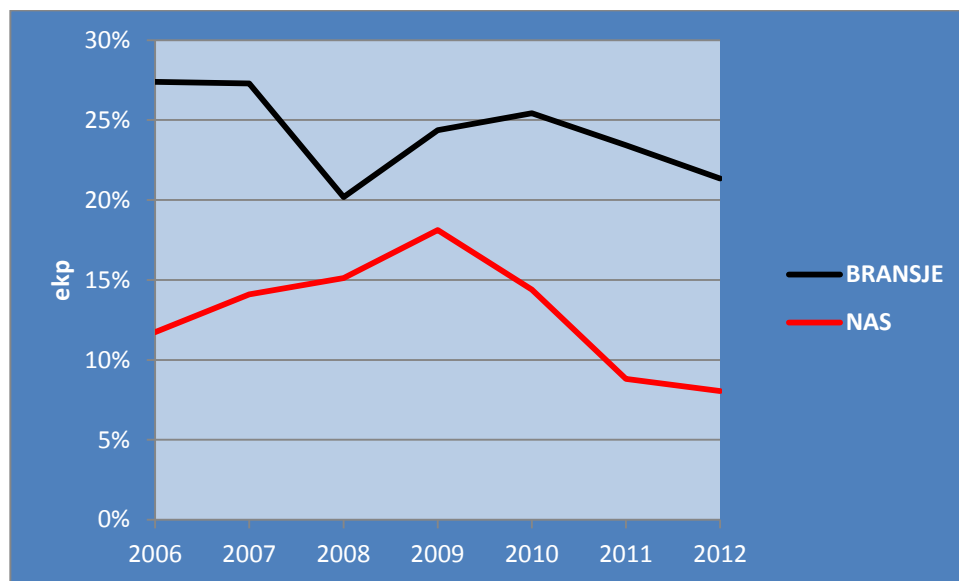
Egenkapitalprosent (ekp)

Egenkapitalprosent er definert som forholdet mellom egenkapital (EK), inkludert minoritet (MI), og total kapital (TK) (Knivsflå, 2012).

$$ekp = \frac{EK + MI}{TK}$$

Dersom egenkapitalandelen er høy, er selskapet godt rustet for å stå i mot fremtidige tap og den langsiktige risikoen vil følgelig være lav. Det er viktig å huske på at dette er bokført egenkapital, som sier lite om den reelle verdien av egenkapitalen.

Som en ser av figur 6.5 har Norwegians egenkapitalprosent vært lav i hele analyseperioden, med en nedadgående trend siden toppen i 2009, grunnet en betydelig økning i netto finansiell gjeld. Bransjen sin egenkapitalprosent har vært stabil og på et høyere nivå gjennom hele analyseperioden.



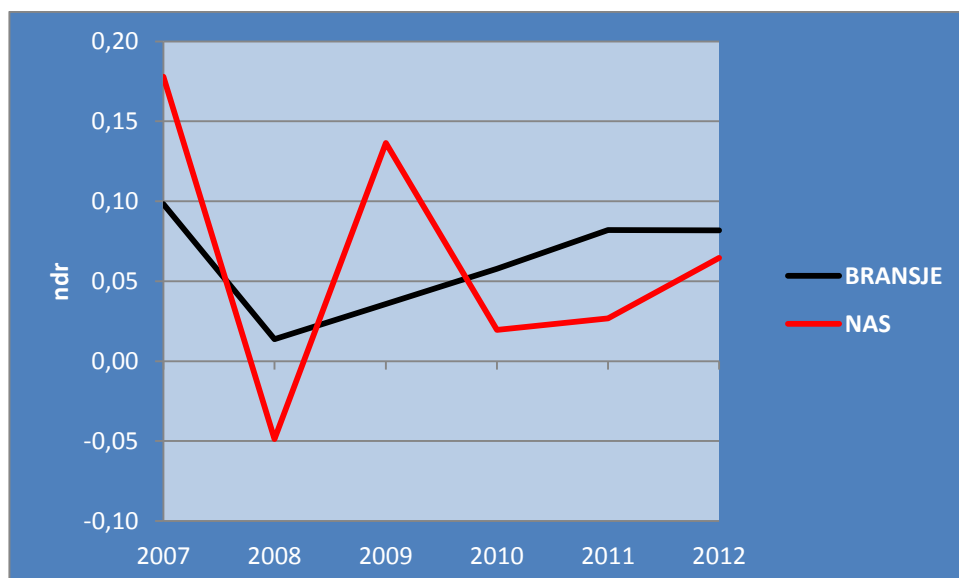
Figur 6.5: Egenkapitalprosent

Netto driftsrentabilitet (ndr)

Netto driftsrentabilitet er definert som forholdet mellom netto driftsresultat (NDR) og gjennomsnittlige netto driftseiendeler (NDE). Dette er et forholdstall for lønnsomhet, men er likevel relevant i soliditetsanalysen fordi det sier noe om selskapets evne til å skape verdier før en tar hensyn til finansieringen (Knivsflå, 2012).

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} - \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

Som en ser av figur 6.6 har Norwegians netto driftsrentabilitet vært ustabil over analyseperioden grunnet urolige tider, samt at Norwegian er inne i en vekstfase. Dersom vi sammenligner med bransjen ser vi at Norwegian og bransjen veksler på å ha høyest netto driftsrentabilitet de ulike årene. I snitt har likevel Norwegian høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen over analyseperioden. Dette underbygger vår indikasjon fra kapittel 4 der vi argumenterte for at Norwegian er i besittelse av unike ressurser som gir strategiske fordeler i form av blant annet mer lønnsom drift. En årsak til at Norwegian ikke har enda høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, er at Norwegians netto driftseiendeler har økt mer enn bransjen de siste årene. Det kan ta tid før investeringer viser seg i økende rentabilitet, noe som taler for at Norwegian vil bli mer lønnsomt enn det forholdstallet uttrykker.



Figur 6.6: Netto driftsrentabilitet

Finansieringsmatrise

Tabell 6.3 og 6.4 viser hvordan eiendelene til Norwegian og bransjen var finansiert per 31.12.12. Dess raskere kurven går til bunns, desto mindre risikabel er finansieringen.

Figurene viser at bransjen har en bedre finansieringsstruktur enn Norwegian, da kurven går raskere til bunns. Dette er hovedsakelig på grunn av høyere egenkapitalprosent. Kun 9,07 % av DAM finansiert med EK i Norwegian, mot bransjens 29,72 %. Det er også verdt å merke seg at Norwegian bruker KDG til å finansiere 10 % DAM, samt at 28,41 % av DOM er finansiert med KFG.

Tabell 6.3: Finansieringsmatrise Norwegian. Oppsett fra Knivsflå (2012)

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	9,07 %	20,86 %	60,07 %	10,00 %		88,84 %
FAM				100,00 %		0,11 %
DOM				71,59 %	28,41 %	5,99 %
FOM					100,00 %	5,06 %
TK	8,06 %	18,53 %	53,36 %	13,29 %	6,76 %	100,00 %

Tabell 6.4: Finansieringsmatrise bransjen. Oppsett fra Knivsflå (2012)

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	29,72 %	15,47 %	54,81 %			71,81 %
FAM			100,00 %			1,90 %
DOM			30,84 %	69,16 %		11,80 %
FOM				55,51 %	44,49 %	14,49 %
TK	21,34 %	11,11 %	44,90 %	16,21 %	6,44 %	100 %

6.3 Oppsummering – Syntetisk rating

Basert på de forholdstallene vi har beregnet i likviditets- og soliditetsanalysen skal vi nå oppsummere dette ved å gi en karakter på risikoen, såkalt syntetisk rating. Vi vil presisere at nivået på de fire forholdstallene bare vil gi en indikasjon på ratinga til Norwegian. Den endelige ratinga vil være basert på det helhetlige inntrykket risikoanalysen gir (Knivsflå, 2012). De fire forholdstallene vi benytter er likviditetsgrad 1 (lg1), rentedekningsgrad (rdg), egenkapitalprosent (ekp) og netto driftsrentabilitet (ndr).

For å komme frem til en rating basert på forholdstallene vil vi først sette en karakter på hvert enkelt forholdstall, fra AAA(best) til D(dårligst), før vi vekter disse sammen til en samlet karakter ved hjelp av skjønn. Tabell 6.5 angir de ulike ratingklassene med tilhørende krav til forholdstall. Kolonnen med «konkurs» angir sannsynligheten for konkurs et år frem i tid.

Tabell 6.5: Ratingklasser. Tall fra Knivsflå (2012)

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr	Konkurs
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6.6: Forholdstall for Norwegian

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
lg1	0,848	0,777	0,820	0,704	0,571	0,551
rdg	2,980	-1,064	4,702	1,030	1,443	2,196
ekp	0,141	0,151	0,181	0,144	0,088	0,081
ndr	0,178	-0,049	0,137	0,020	0,027	0,065

Tabell 6.7: Syntetisk rating for Norwegian

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
lg1	B	B	B	CCC	CCC	CCC/CC
rdg	A	CC	A	B	BB	BBB
ekp	CCC	CCC	B	CCC	CC	CC
ndr	A	C	A	CCC	B	BB
Snitt/skjønn	A	B	A	B	BB	BB

Vi ser av tabell 6.6 og 6.7 at Norwegian får en forholdsvis «dårlig» rating dersom en kun baserer seg på forholdstallene. Men Penman (2013) peker på at det også er viktig å ta hensyn til selskapets fase i livssyklusen, samt bransjen det opererer i. I og med at Norwegian har vært og er inne i en vekstfase, samt at flybransjen er en kapitalintensiv bransje, vil vi derfor ikke basere ratingen kun på bakgrunn av forholdstallene. Vi mener at driften (ndr) og verdiskapningen (rdg) må tillegges mer vekt, og vår endelige rating er derfor noe høyere enn gjennomsnittet av de fire forholdstallene.

Vi har fått opplyst i epost fra selskapet at det ikke foreligger noen offisiell rating av Norwegian.

7. Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi beregne det historiske avkastningskravet til Norwegian. For å komme frem til historisk netto driftskrav må vi beregne kravet til både egenkapital og netto finansiell gjeld, og vekte disse kravene med tilhørende historiske balanseverdier (Knivsflå, 2012). Det historiske avkastningskravet vil vi benytte i lønnsomhetsanalysen som kommer i kapittel 8, der vi analyserer hvordan den historiske lønnsomheten har vært for Norwegian. Avkastningskravet blir i denne sammenhengen brukt som en målestokk for hvor høy rentabiliteten bør være over analyseperioden.

Avkastningskravene er beregnet på grunnlag av gjennomsnittlig kapital.

7.1 Avkastningskrav til egenkapital (ekk)

Det finnes en rekke modeller for å beregne egenkapitalkravet, blant annet Fama-French trefaktormodell, Arbitrage Pricing Model (APM) og Capital Asset Pricing Model (CAPM). Modellene skiller seg i hovedsak fra hverandre i hvordan de definerer risiko (Koller, et al., 2010). Vi vil benytte oss av CAPM-modellen, som er en en-periodemodell, i vår beregning av egenkapitalkravet. Dette er den mest brukte modellen, og Koller, et al., (2010) mener at det er den beste modellen å bruke når en også skal beregne et avkastningskrav for totalkapitalen som skal brukes i en verdsettelse.

Basert på Koller, et al., (2010) er avkastningskravet til egenkapitalen, ved bruk av CAPM, gitt ved:

$$ekk = r_f + \beta_i [E(R_m - r_f)]$$

Der r_f er risikofri rente, β_i er beta og $E(R_m) - r_f$ er markedspremien (MP). Den risikofrie renten og markedspremien vil være lik for alle selskaper. Bare betaen vil variere.

Den risikofrie renten symboliserer den risikofrie avkastningen, mens beta og markedspremien symboliserer den risikofylte delen. Tanken er at alle investeringer skal minimum gi risikofri avkastning, og at den totale avkastningen på en investering avhenger av hvor mye selskapet er påvirket av generell markedsrisiko (beta). Det er følgelig et klart skille mellom systematisk og usystematisk risiko i denne modellen. Dette vil si at det er kun

systematisk risiko som inngår i modellen på grunn av at usystematisk risiko kan diversifiseres vekk (Kinserdal, 2012). Dette gjør at diversifiserte investorer ikke krever kompensasjon for usystematisk risiko, men kun skal få betalt for systematisk risiko som er uttrykt gjennom beta (Gjesdal & Johnsen, 1999). Vi vil i det følgende gå gjennom de ulike komponentene i CAPM for å kunne komme frem til det historiske egenkapitalkravet for de ulike årene i analyseperioden. Vi vil også diskutere om det er grunnlag for å legge til en likviditetspremie i egenkapitalkravet for Norwegian. En likviditetspremie blir eventuelt tillagt for å kompensere investor for innlåsningsrisiko ved en illikvid plassering (Kaldestad & Møller, 2011). Den endelige modellen for egenkapitalkravet blir da slik:

$$ek_k = r_f + \beta_i [E(R_m - r_f)] + \alpha$$

Der α er likviditetspremien.

Vi vil ta for oss hver av komponentene i CAPM modellen for å komme frem til de historiske avkastningskravene.

Risikofri rente (r_f)

Denne komponenten skal uttrykke den risikofrie delen av avkastningen, men i dagens urolige markeder er det vanskelig å finne en rente som det ikke er knyttet noen risiko til. Videre har en valget mellom å velge en kort, mellomlang eller lang rente. Den renten en velger å benytte har både fordeler og ulemper, så valget av risikofri rente avhenger av hva en skal bruke avkastningskravet til. Når en skal benytte kravet til å analysere historisk lønnsomhet for tidligere år vil det derfor være naturlig å ta utgangspunkt i en kort rente, og vi velger da å benytte 3 mnd. NIBOR (Norwegian Interbank Offering Rate). Denne renten er kort forklart den renten bankene betaler når de låner penger av hverandre. I dagens urolige tider blir selv ikke denne renten sett på som risikofri noe som gjør at vi må trekke fra en risikopremie for å komme frem til den risikofrie renten (Knivsflå, 2012). Vi velger å trekke fra en risikopremie på 10 %. Den risikofrie rente må være en etter skatt rente, fordi avkastningskravet skal benyttes til vurdere etter skatt rentabiliteter.

Tabell 7.1 Risikofri rente. Renter fra norges-bank.no (2013)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3. mnd NIBOR	5,12 %	6,47 %	2,51 %	2,56 %	2,95 %	2,29 %
- Risikopremie (10 %)	0,51 %	0,65 %	0,25 %	0,26 %	0,30 %	0,23 %
= r_f før skatt	4,61 %	5,82 %	2,26 %	2,30 %	2,66 %	2,06 %
- Skatt (28%)	1,29 %	1,63 %	0,63 %	0,65 %	0,74 %	0,58 %
= r_f etter skatt	3,32 %	4,19 %	1,63 %	1,66 %	1,91 %	1,48 %

Markedspremien (MP)

Markedspremien er differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente. Det strides om hvor stor denne risikopremien er, men ved å analysere den historiske risikopremien kan dette gi en god indikasjon på hvor stor risikopremien kommer til å være i framtida (Koller, et al., 2010). I dette kapittelet vil vi både diskutere markedspremien vi skal benytte i det historiske- og framtidige avkastningskravet.

Gjennomsnittlig aritmetisk markedspremie på Oslo Børs fra 1958 til 2004 har vært 5,5 % (Kinserdal, 2012). Dimson, Marsh og Staunton, ved London Business School, kom frem til en historisk aritmetisk markedspremie for en konstruert verdensindeks fra 1900-2001 på 5,4 % (Kaldestad & Møller, 2011). Empiriske resultater på dette området spriker på grunn av at en legger til grunn ulike tidsperioder, ulike indekser og ulike målemetoder. Ved beregning av det historiske avkastningskravet mener vi at det vil det være naturlig å legge de historiske markedspremiene over analyseperioden til grunn. Knivsflå (2012) peker på at en i prinsippet må analysere den realiserte meravkastninga i aksjemarkedet over analyseperioden for egenkapitalrentabiliteten (ekr). Siden ekr er normalisert så må markedspremien være normalisert. Vi velger å bruke estimatene til Knivsflå (2012) på historiske risikopremier. Her vekter man risikopremie basert på et kort perspektiv (gjennomsnittlig geometrisk avkastning per måned på annualisert basis fra januar 1995 fram til aktuelt år) med en tredjedel, og risikopremie basert på et langsiktig perspektiv (gjennomsnittlig geometrisk avkastning per måned på annualisert basis fra januar 1958 frem til aktuelt år) med to tredjedeler.

Problemet med å benytte historisk risikopremie ved beregning av framtidig avkastningskrav er at risikopremien kan være en helt annen i framtida. Flere mener at risikopremien de senere årene har gått ned på grunn av økt likviditet, mer transparente markeder og det faktum at

markedene har blitt mere globale (Kinserdal, 2012). Dersom en legger dette til grunn vil en kunne se en lavere risikopremie i framtida, enn den har blitt målt til historisk.

En annen metode en kan benytte for å komme frem til markedspremien er å estimere hvilken aksjekurs dagens aksjekurser impliserer. Ved denne metoden fanger en opp det faktum at risikopremien svinger over tid (Kaldestad & Møller, 2011).

Hvilken markedspremie en velger å bruke i det framtidige avkastningskravet blir som diskusjonen ovenfor indikerer, en skjønnsmessig vurdering. Dersom en skal finne en framtidig markedspremie vil en kombinasjon av de to metodene ovenfor virke som en fornuftig løsning der en benytter den historiske risikopremien som et utgangspunkt, men at en samtidig ser om det er gode eller dårlige tider (Kinserdal, 2012). Vi velger på bakgrunn av dette å sette risikopremien til 5,5 %.

Konklusjonen blir at i det historiske avkastningskravet velger vi å benytte historiske markedspremier fra Oslo Børs, mens ved beregning av framtidig avkastningskrav velger å kombinere historiske premier med en skjønnsmessig vurdering.

Beta (β)

I henhold til CAPM er den forventede avkastningen drevet av selskapets beta, som er et mål på hvordan selskapet og det totale markedet korrelerer. Beta må estimeres, da den ikke kan observeres direkte. Det er vanlig å benytte regresjonsanalyse av historiske selskaps – og markedskurser, for så å forbedre estimatet ved hjelp av sammenlignbare selskaper eller utjevningsteknikker (Koller, et al., 2010).

Aksjemarkedet har beta på 1. Dette innebærer at dersom den aktuelle aksjen har en beta større enn 1 er aksjen mer utsatt for generell markedsrisiko, og investorene skal derfor ha mer betalt i form av høyere forventet avkastning. Dersom den aktuelle aksjen har lavere beta enn aksjemarkedet eksponerer en seg for mindre systematisk risiko, noe som gir lavere forventet avkastning i følge CAPM-modellen (Kaldestad & Møller, 2011).

Markedsmodellen går ut på å beregne beta ved å kjøre en regresjon av aksjeavkastning (R_i) og markedsavkastning (R_m), for å estimere betaen (β_i) og er ifølge Koller et al. (2010) gitt ved:

$$R_i = \alpha + \beta_i R_m + \varepsilon$$

På bakgrunn av at Norwegian har vært børsnotert siden 2003 finnes det gode nok kursdata til at en regresjon kan gjennomføres. Å estimere beta er en avveining mellom å bruke en så lang periode som mulig for å bedre presisjonen, og å bruke en kortere periode for å ta hensyn til at betaen endrer seg over tid. I praksis er det vanlig å bruke månedlige avkastningsdata for perioder mellom 2 og 5 år for å estimere beta. Beregning av beta på bakgrunn av kortsiktige avkastningsserier (som daglig avkastning) kan føre til problemer relatert til ikke-synkron handel, da ikke alle aksjer blir handlet hver dag (Harris, 2013). Vi har valgt å benytte månedlige avkastningstall for perioder på tre år for Norwegian og OSEBX. Vi tror det er hensiktsmessig fordi Norwegian i hele perioden har vært i stor vekst, og historien lengre tilbake vil da være mindre relevant.

Da det er vanskelig å finne direkte sammenlignbare selskaper, velger vi å jevne ut betaen mot markedets beta. Bloombergs utjevningformel har røtter i Marshall Blumes observasjoner om at betaen til selskaper reverserer mot den gjennomsnittlige betaen i markedet som er ifølge Koller et al. (2010) gitt ved:

$$\beta_{adj} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3}\beta_{raw}$$

Tabell 7.2 viser vår beregning av egenkapitalbeta til bruk for både det historiske avkastningskravet og fremtidskravet. For å komme frem til betaen brukte vi STIGNINGSTALL funksjonen i excel. For å beregne betaen i år 2009 brukte vi for eksempel kursene for Norwegian og OSEBX i perioden 1.1.2007-31.12.2009.

Tabell 7.2: Beregning av beta. Markedsdata fra euroinvestor.no (2013)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	15.02.2013
Beta	0,451	0,889	1,238	1,246	1,776	1,285	1,645
Beta-justert	0,634	0,926	1,159	1,164	1,518	1,190	1,430
Korrelasjon	0,206	0,546	0,567	0,559	0,573	0,496	0,568

Metoden over kommer frem til en beta basert på historiske tall, så en har ingen garanti for at den skal bli lik i fremtiden. Derfor kan det være hensiktsmessig å se på andre forhold enn historien når beta skal estimeres fremover. Forhold som kan analyseres er operasjonell risiko, etterspørselsmønster og kapitalstruktur. En analyse av disse forholdene vil gi en indikasjon på hva nivået på beta bør være ut fra dagens forhold. Dersom analysen resulterer i

en beta som ligger omtrent likt som nivået på den historiske betaen vil det være naturlig å benytte den historiske betaen som utgangspunkt (Kinserdal, 2012).

Når det gjelder operasjonell risiko har Norwegian en høy andel faste kostnader som gjør at kostnadene i mindre grad følger utviklingen til inntektene. Videre har Norwegian i den senere tiden investert stort i nye fly, så vi vurderer den operasjonelle risikoen til Norwegian som forholdsvis høy. Norwegian operer også i en konjunkturfølsom bransje der etterspørselen svinger sterkt i forhold til konjunkturutviklingen. I tillegg til dette har Norwegian en relativt høy gjeldsgrad som også er med på å øke nivået på egenkapitalbetaen.

Alle faktorene som vi har diskutert over indikerer at beta til Norwegian er betydelig høyere enn 1. Ettersom den historiske betaen fikk en verdi som var betydelig høyere enn 1 mener vi det er fornuftig å benytte denne som utgangspunkt.

Likviditetspremie (α)

Likviditetspremie blir tillagt dersom det er innlåsningsrisiko knyttet til det å investere i et selskap. Det tillegges ofte en slik premie i små, lite omsettelige selskaper eller der eierstrukturen er konsentrert (Kaldestad & Møller, 2011).

Tabell 7.3: Snitt antall daglige handler i NAS-aksjen. Tall fra oslobors.no (2013)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Antall aksjer omsatt daglig (snitt)	46 074	48 466	145 289	225 642	118 331	184 657

Som en ser av tabell 7.3 har aksjen vært mye omsatt gjennom hele analyseperioden, og en likviditetspremie anses ikke nødvendig på grunn av dette. Det som imidlertid taler for en likviditetspremie er eierstrukturen, da vi vet at konsernsjef Bjørn Kjos eier 21 % av selskapet. Konklusjonen blir likevel at vi ikke tillegger noen likviditetspremie på grunn av at eierandelen (under 50 %) ikke er stor nok til å gi bestemmende innflytelse i generalforsamling.

Historisk avkastningskrav til egenkapitalen (ekk)

Gjennomgangen ovenfor gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt.

Tabell 7.4: Historisk avkastningskrav til egenkapitalen

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
r_f etter skatt	3,32 %	4,19 %	1,63 %	1,66 %	1,91 %	1,48 %
Beta-justert	0,634	0,926	1,159	1,164	1,518	1,190
MP	5,70 %	4,50 %	5,50 %	5,80 %	5,30 %	5,40 %
ekk	6,93 %	8,36 %	8,00 %	8,41 %	9,95 %	7,91 %

7.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld (nfgk)

For å komme frem til et avkastningskrav til netto finansiell gjeld, må vi først beregne avkastningskravet til den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene.

Finansielt gjeldskrav (fgk)

Det finansielle gjeldskravet blir bestemt av de finansielle långiverne. Teoretisk sett finnes kredittrisikopremien ved å multiplisere tapsprosent ved en eventuell konkurs med konkurssannsynligheten (Knivsfå, 2012). Ved beregning av kredittrisikopremien de ulike årene velger vi likevel å benytte empiriske kredittrisikopremier, som tillegges den risikofrie renten. Som risikofri rente velger vi å benytte risikofri rente etter skatt som ble utarbeidet i kapittel 7.1. Kredittrisikopremien (KRP) er basert på ratingen vi kom frem til i kapittel 6.3. Vi forutsetter at et eventuelt tap kan trekkes fra på skatten slik at kredittrisikopremien blir beregnet etter skatt.

Tabell 7.5: Historisk finansielt gjeldskrav. Tall for KRP fra Knivsfå (2011)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
r_f etter skatt	3,32 %	4,19 %	1,63 %	1,66 %	1,91 %	1,48 %
+ KRP (empirisk)	1,10 %	4,50 %	1,10 %	4,50 %	3,20 %	3,20 %
= fgk	4,42 %	8,69 %	2,73 %	6,16 %	5,11 %	4,68 %

Finansielt eiendelskrav (fek)

Det finansielle eiendelskravet blir bestemt av selskapet. Når det gjelder finansielle eiendeler består disse stort sett av kontanter (KO), investeringer(INV) og fordringer(FOR). Det er vanlig å anta at kontanter er risikofrie plasseringer, og vi bruker dermed risikofri rente etter skatt som krav for kontantene. Investeringene er det rimelig å anta har en gjennomsnittlig beta på 1. Dette innebærer at kravet til Norwegians investeringer er lik forventet avkastning på markedsporteføljen (Knivsfå, 2012). Fordringene er imidlertid noe vanskeligere å finne et passende krav til på grunn av forskjellig risiko knyttet til de ulike fordringene. Vi velger derfor å benytte risikofri rente tillagt en kredittrisikopremie som avkastningskrav. Vi antar at fordringene vil ha en rating på BB i perioden, og kredittrisikopremien vil derfor være konstant og lik 3,20 %. Kravene vektes med tilhørende historiske balansevekter.

Tabell 7.6 Historisk finansielt eiendelskrav

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$(KON/FE) \cdot r_f$	0,73 %	0,01 %	0,69 %	0,92 %	0,66 %	0,81 %
+ $(INV/FE) \cdot (r_f + MP)$	4,97 %	0,36 %	0,26 %	0,23 %	1,42 %	0,15 %
+ $(FOR/FE) \cdot (r_f + KRP)$	1,50 %	7,07 %	2,61 %	2,00 %	2,35 %	2,08 %
= fek	7,20 %	7,44 %	3,56 %	3,16 %	4,43 %	3,04 %

Historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld (nfgk)

Kravet til netto finansiell gjeld blir fastsatt ved å vekte fgk og fek med tilhørende balansevekter (Knivslå, 2012)

$$nfgk = fgk \frac{FG}{NFG} - fek \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 7.7: Historisk avkastningskrav til netto finansiell gjeld.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
fgk	4,42 %	8,69 %	2,73 %	6,16 %	5,11 %	4,68 %
FG/NFG	1,90	1,54	1,31	1,24	1,16	1,11
fek	7,20 %	7,44 %	3,56 %	3,16 %	4,43 %	3,04 %
FE/NFG	0,90	0,54	0,31	0,24	0,16	0,11
nfgk	1,91 %	9,37 %	2,47 %	6,89 %	5,22 %	4,86 %

7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital (ndk)

Etter å ha utarbeidet kravet til egenkapital- og netto finansiell gjeld, kan vi vekte disse med tilhørende balansevekter for å beregne avkastningskravet til netto driftskapital (Knivsflå, 2012).

$$ndk = ekk \frac{EK}{NDK} + nfgk \frac{NFG}{NDK}$$

Tabell 7.8: Historisk avkastningskrav til netto driftskapital

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ekk	6,93 %	8,36 %	8,00 %	8,41 %	9,95 %	7,91 %
EK/NDK	0,38	0,38	0,29	0,28	0,18	0,12
nfgk	1,91 %	9,37 %	2,47 %	6,89 %	5,22 %	4,86 %
NFG/NDK	0,62	0,62	0,71	0,72	0,82	0,88
ndk	3,80 %	8,98 %	4,08 %	7,32 %	6,06 %	5,23 %

8. Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

Rentabilitetsanalyse blir benyttet for å analysere historisk lønnsomhet. En grundig analyse av historisk lønnsomhet kan gi indikasjoner på hvordan lønnsomheten vil bli fremover. Ved å benytte rentabiliteter, er det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskaper. For å analysere lønnsomheten til Norwegian tar vi utgangspunkt i egenkapitalrentabiliteten. Dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet over analyseperioden har Norwegian oppnådd superrentabilitet i perioden. Videre vil det være interessant å vite hva som er kildene til en eventuell superrentabilitet. For å komme frem til kildene kan en splitte superrentabiliteten i en driftsfordel og en finansieringsfordel, som igjen kan dekomponeres ytterligere (Knivsflå, 2012).

Vi benytter likevekta gjennomsnitt i beregningene, dvs. at alle årene i analyseperioden teller like mye. Rentabilitetene er beregnet på grunnlag av gjennomsnittlig kapital.

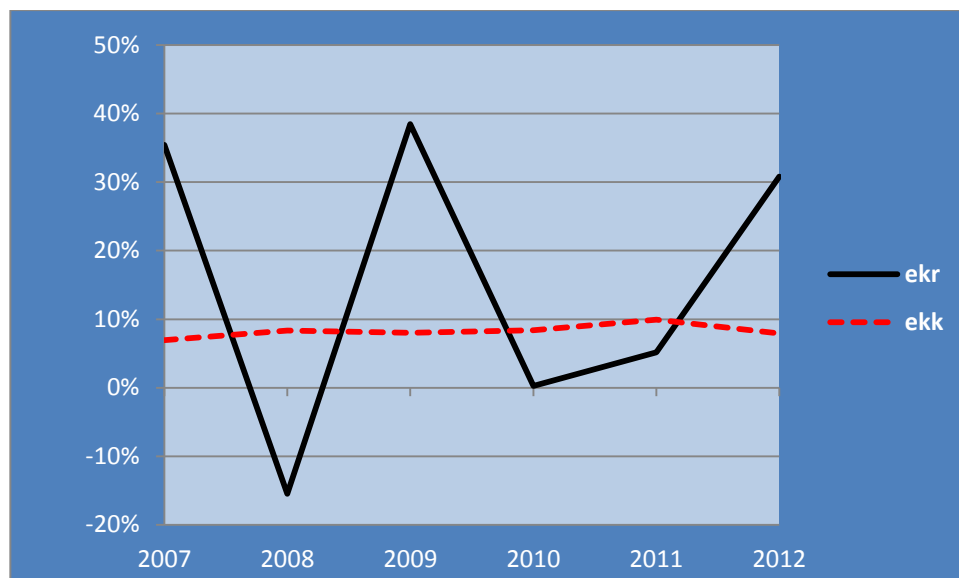
8.1 Superrentabilitet til EK

Når egenkapitalrentabiliteten (ekr) baseres på de omgrupperte og justerte tallene vil en komme nærmere den underliggende lønnsomheten i Norwegian. Egenkapitalrentabiliteten er definert som forholdet mellom nettoresultat til egenkapital (NRE) og egenkapital (EK) (Knivsflå, 2012).

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} - \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Tabell 8.1 Superrentabilitet til EK

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
ekr	35,45 %	-15,47 %	38,48 %	0,27 %	5,18 %	30,80 %	15,79 %
- ekk	6,93 %	8,36 %	8,00 %	8,41 %	9,95 %	7,91 %	8,26 %
= Superrentabilitet	28,51 %	-23,82 %	30,48 %	-8,14 %	-4,77 %	22,90 %	7,53 %
ekr	35,45 %	-15,47 %	38,48 %	0,27 %	5,18 %	30,80 %	15,79 %
- ekr _B	14,48 %	-1,27 %	4,61 %	8,07 %	14,02 %	14,52 %	9,07 %
= "Superrentabilitet"	20,96 %	-14,20 %	33,88 %	-7,81 %	-8,84 %	16,28 %	6,71 %



Figur 8.1: Superrentabilitet til EK

Vi ser av tabell 8.1 og figur 8.1 at egenkapitalrentabiliteten har variert mye i analyseperioden. Finanskrisen gjorde at en blant annet fikk et negativt nettoresultat i 2008. En slik krise går spesielt hardt utover selskaper i flybransjen på grunn av at bransjen er meget konjunkturfølsom jfr. kapittel 4. Samtidig er Norwegian i en vekstfase som gjør at driften og resultatene ikke har stabilisert seg. Dette er en medårsak til at resultatene og følgelig EK-rentabiliteten har vært meget ustabil de senere årene. Likevel ser vi av tabell 8.1 at Norwegian har oppnådd superrentabilitet over analyseperioden i gjennomsnitt.

I tillegg ser vi at EK-rentabiliteten til bransjen er tilnærmet lik egenkapitalkravet til bransjen, dersom vi forutsetter at bransjen har samme egenkapitalkrav som Norwegian. Dette er en noe streng forutsetning da vi har sett at Norwegian har hatt en høyere gjeldsgrad enn bransjen. Vi mener likevel forutsetningen kan forsvares fordi Norwegian har gjennom de senere årene vist solid drift i forhold til gjennomsnittsselskapet i bransjen. Dette gjør at kravet til egenkapitalen ikke skal være nevneverdig høyere for Norwegian enn bransjen, selv om Norwegian har noe høyere gjeldsgrad.) Vi ser av tabell 8.1 at bransjens egenkapitalrentabilitet lå noe under kravet i 2008 2009 og 2010, mens den lå over kravet i 2007, 2011 og 2012. Dette tyder på at utviklingen i bransjens egenkapitalrentabilitet har vært svakt positiv over analyseperioden, men dersom vi ser analyseperioden under ett, tyder det på at det ikke er noen signifikant bransjefordel. Dette er i tråd med konklusjonen vår i kapittel 4 om at det ikke eksisterer noen bransjefordel i flybransjen, grunnet den høye konkurransen. Likevel konkluderte vi med at Norwegian hadde en strategisk fordel, og at

denne fordelten følgelig måtte komme av de unike ressursene Norwegian besitter. Rentabilitetsanalysen underbygger dette da vi ser at EK-rentabiliteten til Norwegian i snitt har vært vesentlig høyere enn bransjens EK-rentabilitet over analyseperioden.

8.2 Dekomponering av superrentabilitet

Superrentabiliteten kan dekomponeres i en driftsfordel og en finansieringsdel, for å få innsikt i de underliggende kildene til lønnsomhet i Norwegian. Vi velger å dekomponere med hensyn på netto driftsrentabilitet fordi en da skiller klart mellom drift og finansiering. Vi har da denne sammenhengen basert på Knivsflå (2012):

$$ekr-ekk = (ndr-ndk)*(1+nfgg)+(nfgk-nfgr)*nfgg$$

der

$$ekr-ekk = \text{superrentabilitet}(\text{strategisk fordel})$$

$$(ndr-ndk)*(1+nfgg) = \text{driftsfordel (DF)}$$

$$(nfgk-nfgr)*nfgg = \text{finansieringsfordel (FFNFG)}$$

Og følgende uttrykk er ikke definert tidligere:

$$nfgr = \text{netto finansiell gjeldsrente} = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}$$

$$nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad} = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Tabell 8.2 Dekomponering av superrentabilitet til EK

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Driftsfordel	37,18 %	-36,33 %	32,86 %	-18,83 %	-19,04 %	10,24 %	1,02 %
+Finansieringsfordel	-8,66 %	12,50 %	-2,37 %	10,68 %	14,26 %	12,65 %	6,51 %
=Superrentabilitet	28,51 %	-23,82 %	30,48 %	-8,14 %	-4,77 %	22,90 %	7,53 %

Av tabell 8.2 ser vi at Norwegian innehar både en driftsfordel og en finansieringsfordel i snitt over analyseperioden. Driftsfordelen kommer av at Norwegian har hatt høyere ndr enn

ndk i snitt over analyseperioden, samt at nfgg har bidratt til at driftsfordelen har økt ytterligere. En positiv driftsspread (ndr-ndk) vil si at driften har «kastet mer av seg» enn kravet, noe som forteller at lønnsomheten i drift har vært god i snitt over analyseperioden. Gitt at driften har vært lønnsom (ndr > ndk) vil en økning i nfgg gjøre driftsfordelen enda større.

Videre ser vi at Norwegian har hatt en finansieringsfordel i snitt over analyseperioden. Denne fordelten kommer av at Norwegian har hatt en positiv «finansieringsspread» i snitt over analyseperioden (nfgk-nfgr). Nfgg er også med på å øke finansieringsfordelen dersom «finansieringsspreaden» er positiv.

Vi har nå sett at Norwegian har hatt både en driftsfordel og en finansieringsfordel gjennom analyseperioden. Disse vil dekomponeres ytterligere i kapittel 8.3 og 8.4.

8.3 Driftsfordel

Driftsfordelen (DF) kan dekomponeres i ytterligere tre deler, basert på Knivsfå (2012):

$$DF = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) + (ndr - ndk) * nfgg$$

der

$$(ndr_B - ndk_B) = \text{bransjefordel drift (BFD)}$$

$$(ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) = \text{ressursfordel drift (RFD)}$$

$$(ndr - ndk) * nfgg = \text{gearingfordel drift (GFD)}$$

Vi forutsetter at ndk til Norwegian og bransjen (B) er tilnærmet like, noe som gjør at ledd 3 i den øverste formelen bortfaller.

Tabell 8.3: Dekomponering av driftsfordel

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
BFD	6,03 %	-7,61 %	-0,51 %	-1,55 %	2,13 %	2,95 %	0,24 %
+ RFD	7,96 %	-6,24 %	10,08 %	-3,81 %	-5,52 %	-1,73 %	0,12 %
+ GFD	23,19 %	-22,47 %	23,29 %	-13,47 %	-15,65 %	9,02 %	0,65 %
= DF	37,18 %	-36,33 %	32,86 %	-18,83 %	-19,04 %	10,24 %	1,02 %

Vi ser av tabell 8.3 at BFD, RFD og GFD er positive i snitt over analyseperioden som resulterer i en driftsfordel. Selv om alle komponentene bidrar til driftsfordelen ser vi tydelig at den største bidragsyteren er GFD. Vi så under risikoanalysen i kapittel 6 at Norwegian relativt sett har en høy nfgg. Så lenge «driftsspreaden» (ndr-ndk) er positiv vil høy nfgg bidra til at GFD øker.

Vi vil i det følgende analysere ressursfordelen i drift nærmere for å få dypere innsikt i hvilke faktorer som bidrar til denne fordelten.

Ressursfordel i drift (RFD)

Ressursfordelen i drift (RFD) kan dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel, basert på Knivsflå (2012):

$$RFD = (ndm-ndm_B)*onde + (onde-onde_B)*ndm_B$$

der

$$(ndm-ndm_B)*onde = \text{marginfordel (MF)}$$

$$(onde-onde_B)*ndm_B = \text{omløpsfordel (OF)}$$

Og følgende uttrykk er ikke definert tidligere:

$$ndm = \text{netto driftsmargin} = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

$$onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler} = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} - \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

Tabell 8.4: Dekomponering av ressursfordel i drift (RFD)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Marginfordel	-17,78 %	-7,78 %	7,19 %	-5,16 %	-4,69 %	0,54 %	-4,61 %
+ Omløpsfordel	25,73 %	1,54 %	2,89 %	1,35 %	-0,83 %	-2,27 %	4,74 %
= RFD	7,96 %	-6,24 %	10,08 %	-3,81 %	-5,52 %	-1,73 %	0,12 %

Vi ser av tabell 8.4 at Norwegian i snitt over analyseperioden har hatt en marginulempe som veies opp av en omløpsfordel. Begge har variert mye over analyseperioden. Videre ser vi at omløpsfordelen har utviklet seg negativt, etter å ha vært meget høy i 2007. Den negative

utviklingen henger sammen med at netto driftseiendeler har økt kraftig jfr. kapittel 5. Driftsinntektene har altså ikke, relativt sett, klart å slå følge med økningen i netto driftseiendeler. Dette er naturlig fordi det kan ta tid før slike investeringer resulterer i økte driftsinntekter. Selv om marginfordelen er negativ i snitt over analyseperioden har utviklingen gått i riktig retning, og i 2012 greidde Norwegian å oppnå en knapp marginfordel. Vi vil i det følgende analysere marginfordelen og omløpsfordelen ved hjelp av henholdsvis «common size»-resultatanalyse og «per unit»-analyse.

Marginfordel (MF)

Marginfordelen kan analyseres nærmere ved hjelp av «common size»-resultatanalyse. Her uttrykkes postene i resultatregnskapet i prosent av samlede driftsinntekter. Da får en et innblikk i hvordan de ulike kostnadskomponentene bidrar til den samlede marginen. Nedenfor er «common size» resultatregnskap for Norwegian og bransjen basert på Knivsfå (2012):

Tabell 8.5: «Common size» resultatregnskap Norwegian

Symbol	Resultat	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
DI	Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
	- Operasjonelle kostnader	77,51 %	82,66 %	71,30 %	77,83 %	76,84 %	71,47 %	76,27 %
	- Lønnskostnader	15,85 %	17,28 %	17,83 %	18,21 %	17,44 %	16,08 %	17,12 %
	- Avskrivning	1,75 %	1,89 %	2,04 %	2,22 %	2,65 %	3,00 %	2,26 %
DR	= Driftsresultat i egen virksomhet	4,89 %	-1,83 %	8,83 %	1,74 %	3,07 %	9,45 %	4,36 %
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1,39 %	-0,52 %	2,52 %	0,49 %	0,87 %	2,69 %	1,24 %
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet	3,50 %	-1,31 %	6,32 %	1,24 %	2,19 %	6,76 %	3,12 %
NRT	+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-0,04 %	-0,14 %	0,04 %	0,08 %	0,19 %	0,26 %	0,06 %
NDR	= Netto driftsresultat	3,46 %	-1,45 %	6,36 %	1,32 %	2,38 %	7,01 %	3,18 %

Tabell 8.6: «Common size» resultatregnskap bransjen

Symbol	Resultat	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	Snitt
DI	=Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
	- Operasjonelle kostnader	61,85 %	69,33 %	65,03 %	66,46 %	66,62 %	67,73 %	66,17 %
	- Lønnskostnader	25,11 %	24,17 %	27,24 %	22,84 %	20,38 %	19,85 %	23,27 %
	- Avskrivning	3,95 %	4,86 %	5,19 %	5,27 %	5,15 %	4,98 %	4,90 %
DR	= Driftsresultat i egen virksomhet	9,09 %	1,65 %	2,54 %	5,43 %	7,85 %	7,44 %	5,67 %
DSK	- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	2,22 %	0,61 %	-0,58 %	0,67 %	1,36 %	1,07 %	0,89 %
NRD	= Netto driftsresultat i egen virksomhet	6,87 %	1,04 %	3,12 %	4,76 %	6,50 %	6,37 %	4,78 %
NRT	+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,04 %	-0,17 %	-0,11 %	0,02 %	0,05 %	0,06 %	-0,02 %
NDR	= Netto driftsresultat	6,91 %	0,87 %	3,01 %	4,78 %	6,55 %	6,43 %	4,76 %

Av tabellene ser vi at kostnadene relativt til inntektene varierer en del når en sammenligner Norwegian med bransjen. Som vi også kom frem til i den strategiske analysen da vi konkluderte med at konkurransen i bransjen er høy, så ser en at marginene i bransjen er svært lave. Videre ser vi at marginulempen i hovedsak skyldes et høyere operasjonelt kostnadsnivå enn bransjen. Imidlertid har en greidd å holde seg på et lavere lønnsnivå enn bransjen, samtidig som en har vært mer effektiv i bruken av kapital, da avskrivningene er lavere.

Omløpsfordel (OF)

Omløpsfordelen (OF) kan dekomponeres i en ARPU (Average Revenue Per Unit)-fordel og en effektivitetsfordel basert på Knivsflå (2012):

$$OF = (arpu - arpu_B) * eff * ndm_B + (eff - eff_B) * arpu_B * ndm_B$$

der

$$(arpu - arpu_B) * eff * ndm_B = ARPU \text{ fordel}$$

$$(eff - eff_B) * arpu_B * ndm_B = \text{Effektivitetsfordel}$$

Og følgende uttrykk er ikke definert tidligere:

$$arpu = \frac{DI_t}{Enhets_t}$$

$$eff = \frac{1}{NDE^* / Enhets_t}$$

der

$$Enhets_t = \text{Antall passasjerer jfr. figur 2.9}$$

$$NDE^* = NDE_{t-1} - \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}$$

Tabell 8.7: Dekomponering av omløpsfordel

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
ARPU -fordel	-10,24 %	-0,74 %	0,00 %	0,10 %	-0,09 %	0,30 %	-1,78 %
+ Effektivitetsfordel	35,98 %	2,29 %	2,89 %	1,25 %	-0,74 %	-2,56 %	6,52 %
= Omløpsfordel	25,73 %	1,54 %	2,89 %	1,35 %	-0,83 %	-2,27 %	4,74 %

Tabell 8.7 viser at bransjen i snitt over analyseperioden har hatt noe høyere driftsinntekter per passasjer, da ARPU fordelten er svakt negativ med -1,78 %. Norwegian har derimot hatt en lavere kapitalbruk per enhet sammenlignet med bransjen, da effektivitetsfordelen er positiv med 6,52 %. Dette innebærer at Norwegian driver effektivt og at de utnytter sine netto driftseiendeler på en bedre måte enn bransjen. Det er også verdt å legge merke til at ARPU-fordelen har beveget seg i positiv retning over analyseperioden, mens effektivitetsfordelen har sunket. Til sammen resulterer dette i at Norwegian i snitt har hatt en omløpsfordel i analyseperioden.

Oppsummering driftsfordel

Vi har i dette kapittelet sett at Norwegian har hatt en liten driftsfordel (1,02 %) i snitt over analyseperioden. Videre så vi at denne fordelten kunne splittes opp i en bransjefordel (0,24 %), en ressursfordel (0,12 %) og en gearingfordel (0,65 %). Ressursfordelen kan splittes opp i en marginulempe og en omløpsfordel. Marginulempen skyldes i hovedsak at Norwegian har hatt høyere operasjonelle kostnader enn bransjen, mens omløpsfordelen kommer av lavere kapitalbruk per passasjer (effektivitetsfordel) enn bransjen.

8.4 Finansieringsfordel

I kapittel 8.2 så vi at Norwegian har hatt en stor finansieringsfordel. Finansieringsfordelen (FFNFG) kan dekomponeres i to deler basert på Knivsflå (2012):

$$FFNFG = (nfgk-nfgr)*nfgg = (fgk-fgr)*fgg + (fer-fek)*feg$$

der

$$(fgk-fgr)*fgg = \text{finansieringsfordel finansiell gjeld (FFFG)}$$

$$(fer-fek)*feg = \text{finansieringsfordel finansielle eiendeler(FFFE)}$$

Og følgende uttrykk er ikke definert tidligere:

$$fgr = \text{finansiell gjeldsrente} = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}$$

$$fgg = \text{finansiell gjeldsgrad} = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

$$fer = \text{finansiell eiendelsrente} = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}$$

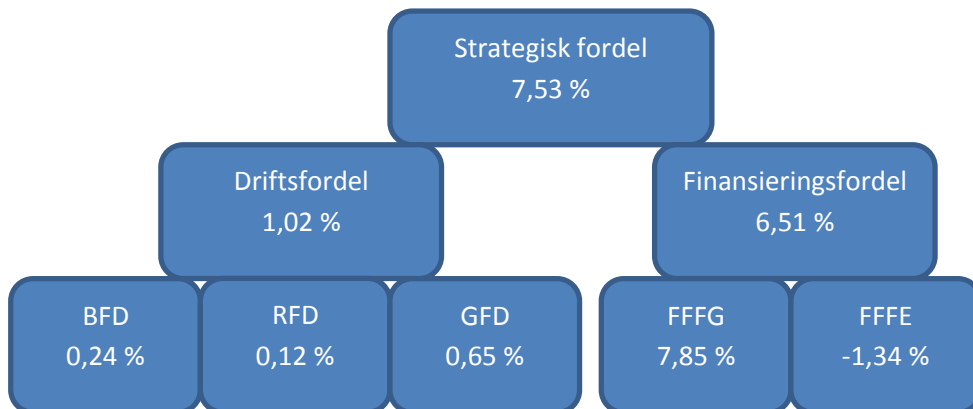
$$feg = \text{finansiell eiendelsgrad} = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Tabell 8.8: Dekomponering av finansieringsfordel

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
FFFG	-3,96 %	14,20 %	-1,74 %	10,45 %	15,67 %	12,48 %	7,85 %
+ FFFE	-4,70 %	-1,70 %	-0,64 %	0,23 %	-1,40 %	0,18 %	-1,34 %
= FFNFG	-8,66 %	12,50 %	-2,37 %	10,68 %	14,26 %	12,65 %	6,51 %

Tabell 8.8 viser at Norwegian har hatt en stor finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld i alle år unntatt 2007 og 2009, samt en liten finansieringsulempe knyttet til finansielle eiendeler i fire av de seks årene. Finansieringsfordelen skyldes blant annet, som vi var inne på i kapittel 4.3, at «Ex-Im Bank» i U.S.A. stiller garantier ved flykjøp.

8.5 Oppsummering - historisk superrentabilitet



Figur 8.2: Oppsummering av lønnsomhetsanalysen, gjennomsnittsverdier

Analysen av historisk rentabilitet har gitt oss bekreftelser på de funnene vi gjorde i den strategiske analysen i kapittel 4, da vi kom frem til at det ikke eksisterer noen bransjefordel, men at Norwegian har hatt en ressursfordel over analyseperioden. Lønnsomhetsanalysen, jfr. tabell 8.1, viste at bransjens egenkapitalrentabilitet har vært tilnærmet lik egenkapitalkravet i snitt over analyseperioden, mens Norwegian i snitt har hatt en egenkapitalrentabilitet som er 7,53 % høyere enn kravet, altså en superrentabilitet (strategisk fordel).

I den videre analysen dekomponerte vi superrentabiliteten i en driftsfordel (1,02 %) og en finansieringsfordel (6,51 %). Der så vi at kildene til den strategiske fordelten hovedsakelig kommer fra finansiering, men at det også har vært en svak driftsfordel i snitt over analyseperioden.

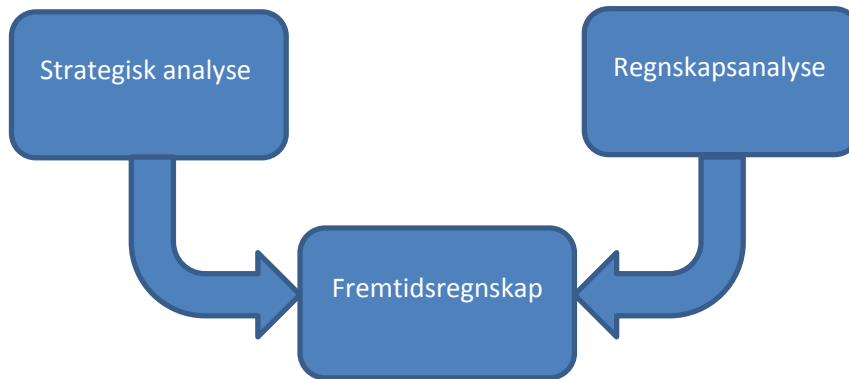
Dekomponering av driftsfordelen viste at bransje (BFD), ressurs(RFD)- og gearingfordelen (GFD) i drift bidro positivt til driftsfordelen. Dekomponeringen av ressursfordelen i drift viste at Norwegian har hatt en marginulempe i snitt over analyseperioden grunnet høyere operasjonelle kostnader enn bransjen. Norwegian befinner seg fortsatt i en vekstfase, og er ennå ikke på samme nivå som sine konkurrenter, volummessig. Veksten som er ventet å komme i Norwegian som følge av betydelige flyordrer, vil redusere enhetskostnadene (gi stordriftsfordeler). Viktig å merke seg at Norwegian hadde en knapp marginfordel i 2012. Marginulempen veies imidlertid opp av en omløpsfordel knyttet til at Norwegian har hatt

lavere kapitalbruk per passasjer (effektivitetsfordel). Inntektene per passasjer (ARPU) har vært noe høyere i bransjen enn i Norwegian.

Dekomponeringen av finansieringsfordelen viste at fordelen er knyttet til finansiell gjeld (FFFG). Som vi har vært inne på i kapittel 2.3 og 4.3 har Norwegian hatt denne fordelene blant annet fordi «Ex-Im Bank» har stilt garantier i forbindelse med betydelige flykjøp fra den amerikanske flyprodusenten Boeing. Og på den måten har de kunnet forhandle frem veldig gode lånevilkår. FFFG blir dempet av en svak finansieringsulempe knyttet til finansielle eiendeler (FFFE).

9. Fremtidsregnskap

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap



Figur 9.1: Rammeverk for fremtidsregnskap

Den strategiske analysen fra kapittel 4, samt regnskapsanalysen fra kapittel 5,6,7 og 8 danner grunnlaget for fremtidsregnskapet.

Vi vil først se kort på hva som skiller vekst på kort og lang sikt, før vi projeksjonerer utviklingen i hver av de åtte budsjettdriverne vi har valgt.

Fremtidsregnskapet må ha en så lang tidshorisont at selskapet når «steady state». Det vil si når selskapet vokser jevnt ved å reinvestere en konstant andel av profitten hvert år, og oppnår en jevn avkastning på både eksisterende- og ny kapital. Og som følge av dette vil kontantstrømmen til et selskap i «steady state» vokse jevnt, og kunne brukes som utgangspunkt for beregning av terminalverdi. Det bør benyttes en prognoseperiode på 10-15 år, avhengig av selskapets fase i livssyklusen (Koller, et al., 2010). Vi velger en budsjettperiode på 12 år, fra 2013-2024, fordi vi mener «steady state» i Norwegian ligger innenfor en 12 års periode. For å få et bedre estimat på terminalverdien vil vi lage fremtidsregnskapet to år inn i konstantvekstperioden.

Fremtidsregnskapet bygger på Aswath Damodarans 2012-utgave av boken «Investment Valuation», samt Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels 2010-utgave av boken «Valuation».

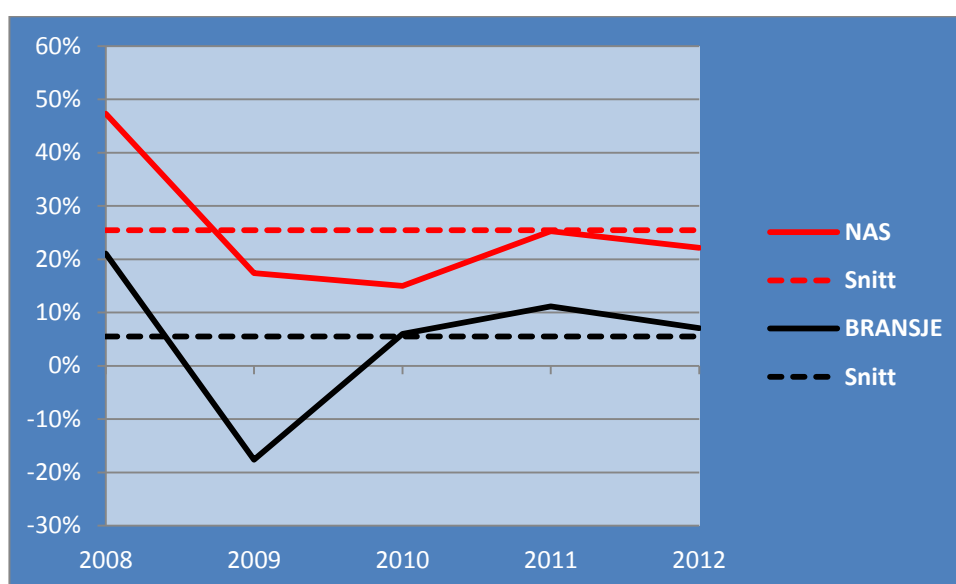
9.2 Vekstanalyse

Det er vanlig å se på vekst, i økonomisk forstand, som grunnleggende for å kunne overleve og utvikle seg. Vekst skaper likevel bare verdi når et selskap sine nye prosjekter genererer en avkastning på den investerte kapitalen som overstiger avkastningskravet. Å finne gode prosjekter blir vanskeligere og vanskeligere ettersom selskapet vokser, og konkurransen øker (Koller, et al., 2010).

Et selskap kan enten vokse organisk eller ved oppkjøp. Organisk vekst kan komme som følge av at bransjen som helhet vokser og/eller ved å kapre markedsandeler i den aktuelle bransjen (Koller, et al., 2010).

Vekst på kort sikt

På kort sikt vil veksten avhenge av den enkelte bedrift sin fase i livssyklusen, dens ressurser og bransjen den opererer i jfr. den strategiske analysen i kapittel 4.



Figur 9.2: Årlig vekst og aritmetisk snittvekst i driftsinntekter

Som en ser av figur 9.2 er det tydelig at Norwegian er i en vekstfase av livssyklusen. Den gjennomsnittlige årlige geometriske veksten fra 2007-2012 har vært på hele 24,93 %, mens bransjen sin tilsvarende vekst har vært på 4,69 %. Det er verdt å merke seg at veksten i Norwegian har vært organisk, da de ikke har gjort noen oppkjøp siden de kjøpte FlyNordic fra Finnair i 2007.

Vekst på lang sikt

På lengre sikt vil veksten i selskaper/bransjer være begrenset av veksten i økonomien som helhet, fordi ellers kunne selskaper vokst seg større enn den samlede økonomien, noe som er urealistisk (Koller, et al., 2010). Forventet årlig realvekst i brutto nasjonalprodukt for industrialiserte land er 1,6 % i perioden fra 2019-2025 (The Conference Board, 2013), mens Norges Bank arbeider mot et inflasjonsmål over tid på 2,5 % årlig (norges-bank.no, 2013). Som et forholdsvis konservativt anslag anslår vi den nominelle veksten etter budsjettperioden (terminalveksten) til å bli 2,5 %.

9.3 Utvikling i budsjett drivere

Tabell 9.1 Budsjett drivere

Regnskap	Driver
Resultat	
DI_t	$Passasjerer_t \cdot ARPU_t$
NDR_t	$ndm_t \cdot DI_t$
NFI_t	$fer_t \cdot FE_{t-1}$
NFK_t	$fgr_t \cdot FG_{t-1}$
Balanse	
NDE_{t-1}	$DI_t / onde_t$
FE_t	$fed_t \cdot DI_t$
FG_t	$fgd_t \cdot NDE_t$

Tabell 9.1 viser hvilke drivere vi har valgt for fremtidig budsjett. I fremtidsregnskapet antas det at alle innbetalinger skjer den 31.12, slik at rentabilitet skal beregnes på grunnlag av inngående kapital. Vi kommenterer først utviklingen i hver budsjett driver før vi i tabell 9.12 til slutt oppsummerer alle driverne.

Driftsinntekter (DI)

$$DI_t = Passasjerer_t \cdot ARPU_t$$

Norwegian har, jfr. kapittel 4.3, varige konkurransefortrinn når det gjelder rutenett i Norden og merkenavn, mens flyflåte, forhold til leverandører, finansiering og ledelse blir ansett som

midlertidige fortrinn. Veksten i inntektene fremover vil avgjøres av flyflåten og ledelsens evne til å satse på de riktige og lønnsomme flyrutene.

Når det gjelder makrofaktorer, jfr. kapittel 4.2.1, så er det vanskelig å spå utviklingen og dens innflytelse på Norwegian. En ny stor nedgang i verdensøkonomien (finanskrise) eller naturkatastrofe vil selvsagt ha stor innvirkning, men vil være umulig å forutsi. På kort sikt, altså innenfor budsjettperioden, tror vi derfor ikke på noen spesiell utvikling i makrofaktorene som vil være avgjørende for veksten i Norwegian. Hvordan det går med SAS, samt problemet med utenlandsk arbeidskraft på langdistanseflyene, er de mest nærliggende faktorene. Vi tror imidlertid at SAS vil overleve, samtidig som Norwegian vil velge å registrere langdistanseflyene i utlandet for å omgå norsk regelverk.

Bransjen, jfr. kapittel 4.2.2, er preget av stor konkurranse og lav lønnsomhet. Den lave lønnsomheten vil nok gjøre at antall nyetableringer vil fortsette på et lavt nivå, mens konkurser kan gi gode muligheter for vekst. På tross av stor kundemakt, vil den allerede lave profitten i bransjen gjøre at prisene (ARPU) sannsynligvis ikke vil gå ytterligere ned.

Det er tre hovedsakelig tre metoder for å estimere fremtidig vekst. En metode er å analysere historisk vekst, noe som vil være mest egnet for selskaper som har vært stabile over tid. I vekstselskaper vil sannsynligvis ikke historien gi noe bilde av hvordan det kommer til å bli fremover. Den andre metoden baserer seg på ulike analytikere sine estimer for framtidig vekst. Men selv om mange analytikere følger et selskap, har det vist seg at vekstestimatene ofte er misvisende, særlig på lang sikt. Den tredje metoden går ut på å estimere fremtidig vekst fra et fundamentalt perspektiv, der en vurderer selskapet sine investeringer og kvaliteten på disse (Damodaran, 2012). Vi vil benytte en kombinasjon av den første – og siste metoden, der historien er grunnlaget for ARPU, mens investeringene i flyflåten danner grunnlaget for passasjerantallet.

Passasjerer

Som illustrert i figur 2.9 har antall passasjerer vokst betydelig. Den gjennomsnittlige årlige geometriske veksten i Norwegian fra 2007-2012 har vært på 20,73 %, mens bransjen sin tilsvarende vekst har vært på 7,53 %. På bakgrunn av den høye historiske veksten, samt store ordrer av nye fly, jfr. tabell 2.1, vil vi bruke gjennomsnittlig antall fly- og passasjerer per fly fremover til å gjøre estimat på passasjerantallet. Tabell 9.2 viser sammenhengen mellom antall passasjerer og gjennomsnittlig antall fly det enkelte år, altså passasjerer per fly. Tallet

har vist å holde seg forholdsvis stabilt, og varierer bare med 21 100 passasjerer fra maksnivået i 2012 til det laveste nivået i 2009. Stabiliteten i kabinfaktoren forteller at Norwegian kjenner markedene godt, og vil ikke kjøpe/ta i bruk fly med mindre en vet at de vil fylles tilstrekkelig. År med stor økning i flyflåten kan gi et galt bilde av utviklingen, fordi leveringstidspunktet vil avgjøre hvor mange passasjerer flyene har rukket å frakte det aktuelle året. Tallene for 2011 og 2012 vil derfor være mest relevant for fremtidsregnskapet.

Tabell 9.2: Gjennomsnittlig antall passasjerer per fly for Norwegian. Tall fra års- og kvartalsrapporter 2007-2012.

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Passasjerer (mill.)	6,9	9,1	10,8	13,0	15,7	17,7
Antall fly	32	40	46	57	62	68
Gj. snitt antall fly	27,0	36,0	43,0	51,5	59,5	65,0
Passasjerer pr. fly (mill.)	0,2556	0,2528	0,2512	0,2524	0,2639	0,2723
Kabinfaktor	80,1 %	78,7 %	78,2 %	77,4 %	79,3 %	78,5 %

$$\text{Gjennomsnittlig antall fly} = \frac{\text{Antall fly 01.01} + \text{Antall fly 31.12}}{2}$$

I og med at SAS har så mange ulike typer (mht. passasjerkapasitet) fly, er det kun gjort sammenligning med Ryanair. Tabell 9.3 viser de samme forholdstallene som tabell 9.2, bare for Ryanair. Også her vil tallene for 2011 og 2012 være mest relevante, med samme begrunnelse som for Norwegian. Vi ser at begge de relevante tallene for Ryanair ligger i intervallet mellom 2011 og 2012 tallene til Norwegian.

Tabell 9.3: Gjennomsnittlig antall passasjerer per fly for Ryanair. Tall fra års- og kvartalsrapporter 2007-2012.

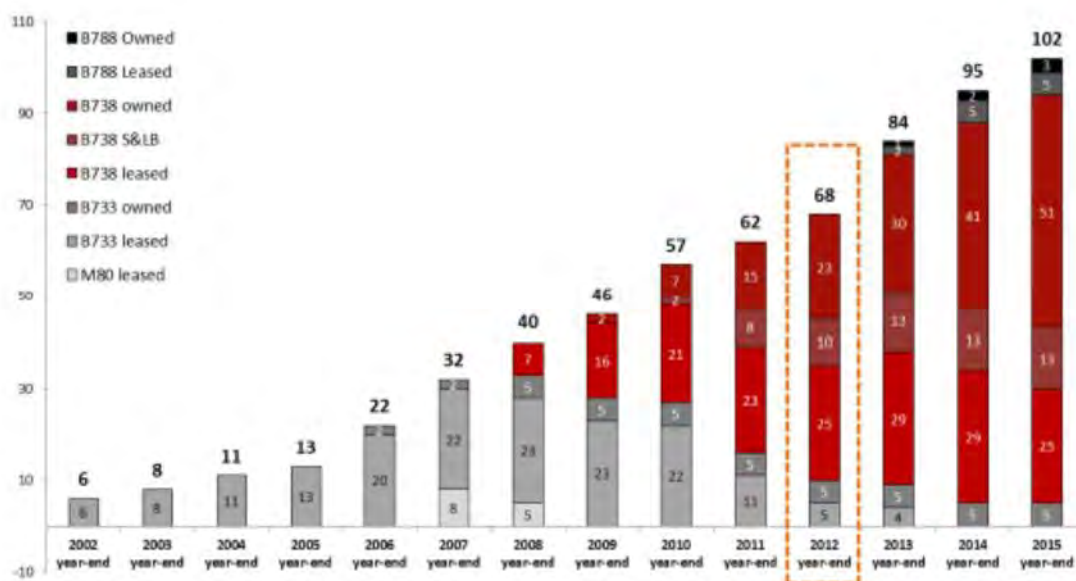
År 01.04-31.03 (t+1)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Passasjerer (mill.)	50,9	58,6	65,5	75,6	75,8	79,3
Antall fly	128	181	232	272	294	305
Gj. snitt antall fly	114,5	154,5	206,5	252,0	283,0	299,5
Passasjerer pr. fly (mill.)	0,4445	0,3793	0,3172	0,3000	0,2678	0,2648
Kabinfaktor	82,0 %	81,0 %	82,0 %	82,0 %	82,0 %	82,0 %

$$\text{Gjennomsnittlig antall fly} = \frac{\text{Antall fly 01.04} + \text{Antall fly 31.03}}{2}$$

Flystørrelse (passasjerkapasitet), reiselengde og operativ tid (block hours) er faktorer som bestemmer hvordan passasjerantallet per fly utvikler seg. Dette antallet vil trolig øke noe framover som følge av at Boeing 737-300 skal fases ut, og nye, større, og mer operative fly kommer inn, jfr. kapittel 2.3. Økt langdistansesatsing, jfr. kapittel 4.3, vil imidlertid begrense økningen noe. Benytter snittet av år 2011 og 2012 for Norwegian og Ryanair, 267 200 passasjerer per fly, i første år av prognosen (2013), og øker med 1 % årlig. Total økning i passasjerer per fly fra 2012 til 2024 er da på 9,47 %.

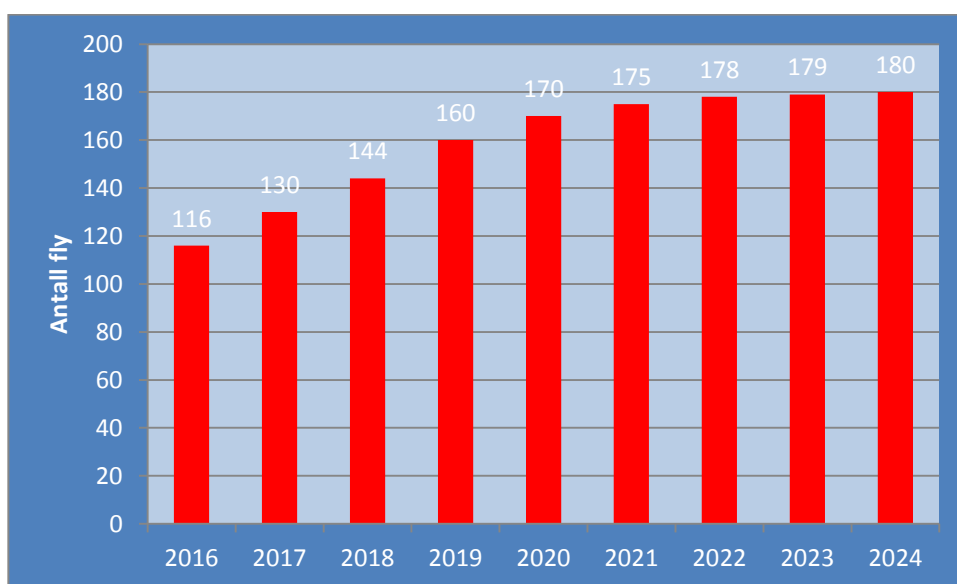
Konsernsjef i Norwegian, Bjørn Kjos, har tidligere uttalt at han tror de flyselskapene som overlever i Europa i snitt vil ha 250 fly. En må være et stort selskap med ganske like og nye fly. Bare det vil gi lave nok kostnader. På kort sikt tror han kritisk masse vil være 100 fly (dn.no, 2013).

Som en kan se av figur 9.3, foreligger det forholdsvis sikre prognoser for flyparken de kommende 3 årene (2013-14-15). Det er mulig å gjøre anslag for de påfølgende årene jfr. tabell 2.1 og uttalelser fra Kjos. Selv om Norwegian har bestilt et stort antall fly har de en intensjon om ikke å bruke fly som er eldre enn 7-8 år. Netto vekst i flyflåten vil derfor være en del lavere enn totale ordrer (Norwegian, 2012).



Figur 9.3: Flyflåte ved årsslutt (Norwegian, 2013)

Vi vil basere oss på Norwegian sine anslag for 2013, 2014 og 2015, og gjøre estimat på flyflåten videre. Med utgangspunkt i ordrer på totalt 222 fly med levering fra 2016 jfr. tabell 2.1, tror vi på en utvikling i flyflåten som illustrert i figur 9.4. Altså en stor netto vekst i antall fly, der nivået på antall fly vil være på rundt 180 i «steady state». Noe i overkant av SAS, men mye lavere enn Ryanair, basert på nåværende flyflåter, jfr. kapittel 2.3. Antar at flyene leveres jevnt i løpet av året, slik at gjennomsnittstallet gir et gode bilde på antall fly.



Figur 9.4: Prognose på antall fly ved årsslutt

Tabell 9.4 Passasjerprognose

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Gj.snitt antall fly	76	90	99	109	123	137	152	165	173	177	179	180
• Passasjerer pr. fly(mill.)	0,267	0,270	0,273	0,275	0,278	0,281	0,284	0,286	0,289	0,292	0,295	0,298
= Passasjerer (mill.)	20,3	24,2	26,8	30,0	34,2	38,5	43,1	47,3	49,9	51,6	52,7	53,5

Som en ser av tabell 9.4 fører våre prognoser på antall fly og passasjerer per fly til en stor økning i passasjerantallet. Den gjennomsnittlige årlige geometriske veksten i passasjerer er på 9,66 % i budsjettperioden.

ARPU

Som vi så i kapittel 8.3 har bransjen hatt en noe høyere ARPU enn Norwegian i snitt. Som en ser av tabell 9.5 har utviklingen de siste årene vært stabil/stigende for bransjen, etter en forholdsvis stor nedgang i 2009 og 2010. Dette understøttes av utviklingen i YIELD, jfr. figur 2.8. Stor konkurranse, jfr. kapittel 4.2.2, har også gjort det vanskelig for bransjen å gjenoppnå en ARPU på høyde med toppåret 2008. Norwegian greidde imidlertid å unngå den store nedgangen i 2009 og 2010, og hadde i 2012 en høyere ARPU enn bransjen.

Tabell 9.5: Historisk ARPU i NOK

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
Vekst i %		11,71 %	-1,09 %	-4,45 %	3,71 %	8,33 %	3,64 %
NAS	612	684	677	647	671	727	670
Vekst i %		8,78 %	-21,19 %	-5,76 %	6,54 %	1,62 %	-2,00 %
BRANSJE	789	858	676	637	679	690	722

Som følge av økt langdistansesatsing i Norwegian, men stor konkurranse i bransjen, mener vi at ARPU kun vil øke marginalt fremover. Vi øker derfor ARPU med 1 % årlig, med utgangspunkt i Norwegian sin ARPU for 2012.

Tabell 9.6: Prognose på ARPU i NOK

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ARPU	734	741	749	756	764	771	779	787	795	803	811	819

Netto driftsresultat (NDR)

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$$

Estimeringen av den langsiktige netto driftsmarginen bør gjøres ved å studere intern kostnadsutvikling, og marginene til etablerte aktører (Koller, et al., 2010).

Som en kan se av tabell 9.7 har marginene historisk vært svært lave, både for Norwegian og bransjen. Som vi var inne på i kapittel 4.2.2 er flybransjen kapitalintensiv, noe som i utgangspunktet skulle tilsi høye marginer og lavt omløp. Men blant annet gode leasing/lånemuligheter, en del substitutter og stor kundemakt har gjort konkurransen meget høy.

På sikt («steady state») mener vi at det er rimelig å anta at bransjen (inkludert Norwegian) vil kunne oppnå en noe høyere ndm enn hva som har vært snittet i analyseperioden. Dette på bakgrunn av at det har vært finanskriser, med meget svake marginer i 2008 og 2009 grunnet av blant annet høy oljepris, jfr. kapittel 2.1. I tillegg til at rentenivået etter finanskrisen, jfr. kapittel 2.1, har innbydd til unaturlig mange flykjøp og stor konkurranse.

Tabell 9.7: Historiske netto driftsmarginer

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
NAS	3,46 %	-1,45 %	6,36 %	1,32 %	2,38 %	7,01 %	3,18 %
BRANSJE	6,91 %	0,87 %	3,01 %	4,78 %	6,55 %	6,43 %	4,76 %

Marginene på kort sikt, altså innenfor budsjettperioden, vil i større grad avgjøres av de ressursene som Norwegian besitter. Som vi kom frem til i kapittel 4.3 besitter Norwegian både midlertidige og varige konkurransefortrinn, men disse har i liten grad gjenspeilet seg i de historiske regnskapstallene jfr. kapittel 8.3. I snitt har altså Norwegian hatt en marginulempe, på grunn av høyere operasjonelle kostnader enn bransjen. Det er imidlertid viktig å huske på at flere av ressursfordelene kan komme til å gi større fordeler fremover, i og med at vi er inne i en vekstfase. I 2012 hadde Norwegian en liten marginfordel.



Figur 9.5: Kostnadsutvikling i Norwegian (Norwegian, 2013)

Det som taler for å øke marginene fremover er at den største kostnadsposten, drivstoff, forventes å kunne reduseres noe de kommende årene, som følge av nyere fly, jfr. kapittel 4.3, og stabil/lavere oljepris, jfr. kapittel 4.2.1. Samtidig vil en kunne dra nytte av økte stordriftsfordeler jfr. figur 9.5. Lave valutakurser, jfr. figur 2.3, tyder imidlertid på at en ikke

kan forvente at kronen styrker seg ytterligere. Samtidig som en må vente at det påløper ekstrakostnader ved vekst knyttet til blant annet rekruttering og opplæring, etablering av nye ruter (markedsføring) og kjøp av fly (klargjøring). Det taler imot økte marginer.

I starten av budsjettperioden, når driftsinntektene er ventet å vokse mest, forventer vi derfor en forholdsvis stabil/lav netto driftsmargin. Videre vil marginen øke noe etter hvert som veksten avtar, før den konvergerer mot noe i overkant av det som har vært gjennomsnittet for bransjen.

Netto finansinntekt (NFI) og netto finanskostnad (NFK)

$$NFI_t = fer_t \cdot FE_{t-1}$$

$$NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1}$$

Som vi så i kapittel 8.4 har Norwegian i analyseperioden hatt en stor finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld, og en liten finansieringsulempe knyttet til finansielle eiendeler. I velfungerende kapital- og kredittmarkeder, der finansielle eiendeler- og gjeld er balanseførte til tilnærma virkelig verdi, er det likevel rimelig å anta at det ikke blir noen finansieringsfordel fremover. På tross av at vi i kapittel 4.3 karakteriserte finansiering som et midlertidig konkurransefortrinn, velger vi altså ikke å budsjettere med noe fortrinn fremover. Det er fordi det er veldig unormalt at et selskap som Norwegian, som har flytransport som kjernevirksomhet, oppnår så store finansieringsfordeler, eller finansieringsfordeler i det hele tatt. Til det er kapital- og kredittmarkedene er så velfungerende at en over tid normalt ikke vil klare å oppnå finansieringsfordeler.

Finansinntektene, det vil si at avkastningen på de finansielle eiendelene, forventes derfor å være lik kravet til avkastning på de finansielle eiendelene i fremtiden.

$$\text{Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)} = \text{Finansielt eiendelskrav (fek)} = 3,94 \%$$

Finanskostnadene, det vil rentekostnadene på den finansielle gjelden, forventes derfor å være lik kravet til avkastning på den finansielle gjelden.

$$\text{Finansiell gjeldsrente (fgr)} = \text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = 3,01\%$$

Beregningene av kravene er gjort i kapittel 10.

Netto driftseiendeler (NDE)

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) måler selskapets evne til å generere inntekter i forhold til nettoinvesteringene i driftseiendelene (NDE), jfr. kapittel 8.3. NDE inneholder altså både nettoinvesteringene i anleggsmidler (DAM-LDG) og arbeidskapital (DOM-KDG). Størrelsen på onde vil avhenge av den enkelte bedrifts ressurser/effektivitet, men som en kan se av tabell 9.8 har det vært vanskelig å opprettholde onde i Norwegian når veksten har vært så stor.

Onde gir altså en mulighet til å estimere de investeringene (økning i NDE) som må gjøres når inntektene øker. For å estimere fremtidig onde bør en se på det historiske onde til både selskapet og bransjen det opererer i (Damodaran, 2012).

Tabell 9.8: Omløpet til netto driftseiendeler

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
NAS	5,15	3,36	2,15	1,49	1,12	0,92	2,36
SAS	1,92	2,44	1,87	1,74	1,84	1,81	1,94
RYA	0,91	0,83	0,80	0,84	0,96	1,13	0,91
BRANSJE	1,42	1,58	1,19	1,21	1,25	1,27	1,32

Tabell 9.8 viser at Norwegian har den laveste onde i vår komparative bransje for 2012. Vi tror imidlertid at Norwegian vil være kapable til å øke onde noe fremover. Budsjettet økning i ARPU som følge av økt langdistansesatsing vil øke onde noe. Vi tror også at avtagende vekst vil effektivisere bruken av netto driftskapital, fordi det i en vekstfase med betydelige flykjøp vil være vanskelig å opprettholde inntektene relativt til det som investeres. Det kan være problemer med levering/innkjøring av nye fly, samtidig som det tar tid å innarbeide nye rutetilbud.

På sikt tror vi Norwegian kan komme på et nivå med Ryanair sin onde for 2012.

Finansielle eiendeler (FE)

$$FE_t = fed_t \cdot DI_t$$

I Norwegian består de finansielle eiendelene hovedsakelig av overskuddslikviditet og kundefordringer knyttet til bruk av kredittkort, som vi da anser som et finansielt lån gitt av

Norwegian. De har holdt seg veldig stabilt, relativt til driftsinntektene, gjennom analyseperioden, og vi anser derfor inntektene som en god driver. Flyselskaper er i den heldige posisjonen at de mottar de aller fleste inntekter på forskudd, og vil derfor ofte ha gode likviditetsreserver. Men som en ser at tabell 9.9 har bransjen hatt en betydelig høyere andel enn Norwegian de siste årene.

Tabell 9.9: Historisk finansiell eiendelsdel (fed)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
NAS	10,95 %	9,91 %	10,10 %	11,66 %	11,59 %	10,53 %	10,79 %
BRANSJE	37,19 %	28,43 %	32,50 %	31,44 %	30,45 %	27,13 %	31,19 %

Vi mener at størrelsen på de finansielle eiendelene avhenger av det enkelte selskap, og at bransjen her er mindre relevant for sammenligning. Vi mener derfor at FE prosenten til Norwegian vil ligge på gjennomsnittet for de siste 6 årene, 10,8 %, fremover.

Finansiell gjeld (FG)

$$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$$

Finansiell gjeld er hovedsakelig vanlige banklån, inkludert vår justering for operasjonell leasing. Hvor mye av NDE som er finansiert med gjeld har vært forholdsvis stabilt, fordi finansielle långivere krever en viss egenandel/sikkerhet ved utlån, samtidig som selskapene ønsker å ha en strategi for gjeldsandel/gearing. Norwegian har historisk hatt høy gearing relativt til bransjen, jfr. tabell 9.11, men som en ser av tabell 9.10 har ikke forskjellen vært så stor når det gjelder finansiell gjeldsdel, dvs. finansiell gjeld som andel av netto driftseiendeler.

Tabell 9.10: Historisk finansiell gjeldsdel (fgd)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
NAS	120,19 %	90,47 %	86,72 %	91,04 %	97,17 %	95,42 %	96,84 %
BRANSJE	94,45 %	97,49 %	91,14 %	88,19 %	93,73 %	91,19 %	92,70 %

Tabell 9.11: Historisk netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)

År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
NAS	1,66	1,62	2,43	2,51	4,62	7,35	3,37
BRANSJE	0,73	0,98	1,29	1,13	1,24	1,52	1,15

Vi tror imidlertid at Norwegian vil redusere gjeldsnivået en del fremover. Grunnet den høye gearingen de har i dag antar vi derfor en nedgang mot bransjens nfgg for 2012.

Oppsummering av utvikling i budsjett drivere

Tabell 9.12: Utvikling i budsjett drivere

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	T+1	T+2
Passasjerer (vekst)	14,7 %	18,9 %	11,2 %	11,8 %	14,0 %	12,5 %	12,1 %	9,6 %	5,6 %	3,3 %	2,1 %	1,6 %		
ARPU (vekst)	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %		
DI (vekst)	15,9 %	20,1 %	12,3 %	12,9 %	15,1 %	13,6 %	13,2 %	10,7 %	6,6 %	4,4 %	3,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
ndm	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
fer	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %
fgr	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %
onde	0,92	0,94	0,96	1,00	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	1,12
fed	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %	10,8 %
fgd	94,0 %	92,0 %	90,0 %	88,0 %	86,0 %	84,0 %	82,0 %	80,0 %	78,0 %	76,0 %	74,0 %	72,0 %	72,0 %	72,0 %

9.4 Presentasjon av fremtidsregnskap og kontantstrøm

Utviklingen i budsjettdriverne fra kapittel 9.3 gir følgende fremtidig resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrøm.

Tabell 9.13: Fremtidig resultatregnskap i NOK 1000

År	Resultat	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DI	Driftsinntekter	14 900 771	17 900 325	20 096 335	22 685 579	26 113 870	29 670 813
NDR	Netto driftsresultat	894 046	1 074 020	1 205 780	1 474 563	1 697 402	2 076 957
NFI	+ Netto finansinntekter	53 619	63 406	76 169	85 514	96 532	111 120
NRS	= Nettoresultat til SK	947 666	1 137 425	1 281 950	1 560 077	1 793 933	2 188 077
NFK	- Netto finanskostnad	476 308	550 879	592 423	640 584	692 164	753 499
NRE	= Nettoresultat til EK	471 357	586 547	689 527	919 493	1 101 769	1 434 578
NBU	- Netto betalt utbytte	-185 020	-280 319	-200 397	-130 729	-207 286	-43 434
ΔEK	= Endring i EK	656 377	866 866	889 924	1 050 222	1 309 055	1 478 012

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
DI	33 581 122	37 185 901	39 657 581	41 392 778	42 703 240	43 770 821	44 865 092	45 986 719
NDR	2 350 679	2 231 154	2 379 455	2 483 567	2 348 678	2 188 541	2 243 255	2 299 336
+ NFI	126 255	142 894	158 233	168 751	176 135	181 711	186 254	190 910
= NRS	2 476 934	2 374 048	2 537 688	2 652 318	2 524 813	2 370 252	2 429 508	2 490 246
- NFK	816 951	866 446	884 805	884 059	888 662	871 071	868 716	890 434
= NRE	1 659 983	1 507 603	1 652 884	1 768 258	1 636 151	1 499 181	1 560 792	1 599 812
- NBU	89 409	88 877	451 383	542 342	650 608	328 693	1 162 204	1 191 259
= ΔEK	1 570 574	1 418 725	1 201 501	1 225 916	985 543	1 170 488	398 588	408 553

Tabell 9.14: Fremtidig balanseregnskap – sysselsatt kapital i NOK 1000

År	Sysselsatt Kapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NDE	Netto driftseiendeler	19 456 875	21 379 080	23 630 812	26 113 870	29 089 032	32 289 541
FE	+ Finansielle eiendeler	1 609 283	1 933 235	2 170 404	2 450 043	2 820 298	3 204 448
SSE	= Sysselsatte eiendeler	21 066 158	23 312 315	25 801 216	28 563 913	31 909 330	35 493 989
EK	Egenkapital	2 776 696	3 643 561	4 533 485	5 583 707	6 892 762	8 370 774
FG	+ Finansiell gjeld	18 289 463	19 668 753	21 267 731	22 980 206	25 016 567	27 123 214
SSK	= Sysselsatt kapital	21 066 158	23 312 315	25 801 216	28 563 913	31 909 330	35 493 989

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
NDE	35 081 039	36 719 982	37 629 798	38 821 128	39 081 091	40 058 118	41 059 571	42 086 060
+FE	3 626 761	4 016 077	4 283 019	4 470 420	4 611 950	4 727 249	4 845 430	4 966 566
=SSE	38 707 800	40 736 059	41 912 817	43 291 548	43 693 040	44 785 366	45 905 001	47 052 626
EK	9 941 348	11 360 074	12 561 574	13 787 491	14 773 033	15 943 522	16 342 110	16 750 662
+FG	28 766 452	29 375 986	29 351 242	29 504 057	28 920 007	28 841 845	29 562 891	30 301 963
=SSK	38 707 800	40 736 059	41 912 817	43 291 548	43 693 040	44 785 366	45 905 001	47 052 626

Tabell 9.15: Fremtidig balanseregnskap – netto driftskapital i NOK 1000

År	Netto Driftskapital	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NDE	Netto driftseiendeler	19 456 875	21 379 080	23 630 812	26 113 870	29 089 032	32 289 541
EK	Egenkapital	2 776 696	3 643 561	4 533 485	5 583 707	6 892 762	8 370 774
NFG	+ Netto finansiell gjeld	16 680 179	17 735 518	19 097 326	20 530 163	22 196 269	23 918 767
NDK	= Netto driftskapital	19 456 875	21 379 080	23 630 812	26 113 870	29 089 032	32 289 541

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
NDE	35 081 039	36 719 982	37 629 798	38 821 128	39 081 091	40 058 118	41 059 571	42 086 060
EK	9 941 348	11 360 074	12 561 574	13 787 491	14 773 033	15 943 522	16 342 110	16 750 662
+NFG	25 139 691	25 359 908	25 068 224	25 033 637	24 308 057	24 114 596	24 717 461	25 335 398
=NDK	35 081 039	36 719 982	37 629 798	38 821 128	39 081 091	40 058 118	41 059 571	42 086 060

Tabell 9.16: Fremtidig kontantstrøm i NOK 1000

År	Kontantstrøm	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NDR	Netto driftsresultat	894 046	1 074 020	1 205 780	1 474 563	1 697 402	2 076 957
ΔNDE	- Endring i NDE	2 883 762	1 922 205	2 251 732	2 483 058	2 975 162	3 200 509
FKD	= Fri kontantstrøm fra drift	-1 989 716	-848 185	-1 045 952	-1 008 495	-1 277 760	-1 123 552
NFI	+ Netto finansinntekter	53 619	63 406	76 169	85 514	96 532	111 120
ΔFE	- Endring i FE	248 383	323 952	237 169	279 638	370 255	384 150
FKS	= Fri kontantstrøm fra SK	-2 184 479	-1 108 731	-1 206 952	-1 202 620	-1 551 484	-1 396 582
NFK	- Netto finanskostnad	476 308	550 879	592 423	640 584	692 164	753 499
ΔFG	+ Endring i FG	2 475 768	1 379 291	1 598 977	1 712 475	2 036 362	2 106 647
FKE=NBU	= Fri kontantstrøm til EK	-185 020	-280 319	-200 397	-130 729	-207 286	-43 434

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
NDR	2 350 679	2 231 154	2 379 455	2 483 567	2 348 678	2 188 541	2 243 255	2 299 336
-ΔNDE	2 791 498	1 638 943	909 816	1 191 330	259 963	977 027	1 001 453	1 026 489
=FKD	-440 820	592 211	1 469 639	1 292 237	2 088 715	1 211 514	1 241 802	1 272 847
+NFI	126 255	142 894	158 233	168 751	176 135	181 711	186 254	190 910
-ΔFE	422 313	389 316	266 941	187 401	141 530	115 299	118 181	121 136
=FKS	-736 878	345 789	1 360 931	1 273 587	2 123 320	1 277 926	1 309 874	1 342 621
-NFK	816 951	866 446	884 805	884 059	888 662	871 071	868 716	890 434
+ΔFG	1 643 238	609 534	-24 743	152 815	-584 050	-78 162	721 046	739 072
=FKE=NBU	89 409	88 877	451 383	542 342	650 608	328 693	1 162 204	1 191 259

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Ved utarbeidelsen av fremtidskrav vil vi bygge videre på de analysene vi gjorde i kapittel 7, da vi beregnet historiske avkastningskrav. De fremtidige avkastningskravene vil bli benyttet i den fundamentale verdsettelsen som finner sted i kapittel 11. Viktig å merke seg at det benyttes budsjetterte balanseverdier til å vekte avkastningskravene. I henhold til Damodaran (2012) skal imidlertid avkastningskravene vektet med virkelige verdier av egenkapital og gjeld. Dette vil bli gjennomført i kapittel 11.4.

10.1 Avkastningskrav til egenkapital (ekk)

Vi vil ved beregning av det framtidige egenkapitalkravet benytte oss av CAPM-modellen jfr. Koller et al. (2010) og Kaldestad & Møller (2011), som vi gjorde rede for i kapittel 7.1. Knivsflå (2006) peker imidlertid på at det også bør justeres for at den effektive utbytteskatten er langt lavere enn 28 %, så det er også tatt hensyn til i formelen. Komponentene i kravet er gjengitt nedenfor, og vi vil i det følgende gå igjennom hver enkelt komponent.

$$ekk = \frac{r_f + \beta_i [E(R_m - r_f)] + \alpha}{(1 - utbytteskatt)}$$

Risikofri rente (r_f)

Som vi diskuterte i kapittel 7.1 er det flere valgmuligheter når en skal bestemme risikofri rente. Spørsmålet er om man skal benytte en kort rente, lang rente eller ulik risikofri rente for hver periode. Det teoretisk riktige hadde vært å benytte ulik risikofri rente for hver periode. Denne metoden er noe arbeidskrevende og nytteverdien er som regel lav. Fordelen ved å benytte kort rente er at den er tilnærmet risikofri, men korte renter svinger mere enn lange renter som vil gjøre avkastningskravet mere ustabil. Lang rente har den fordel at durasjonen er mere lik durasjonen til kontantstrømmene til selskapet som verdsettes. Ulempen ved å benytte lang rente er at det er likviditetsrisiko og inflasjonsrisiko knyttet til denne renten, noe som ikke gjør den til en risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2011).

Som vi ser av diskusjonen over er det fordeler og ulemper knyttet til alle metodene. Vi velger imidlertid å benytte renten på 10-års norske statsobligasjoner. Ved bruk av denne

metoden får man tatt hensyn til det lange tidsperspektivet i en verdsettelse. På grunn av liten forskjell mellom rentene på for eksempel 10 års statsobligasjoner og 3 års statsobligasjoner anser vi en eventuell likviditetsrisiko og inflasjonsrisiko i 10 års renten som svært liten. Dette innebærer at vi mener at bruk av renten for 10 - årlige norske statsobligasjoner er et godt estimat på konstant risikofri rente. Gjennomsnittlig rente for 10-årige norske statsobligasjoner basert på daglige data var i 2012 på 2,10 % (norgesbank.no, 2013). Vi velger ikke å gjøre fratrukk for noen risikopremie (den norske staten har rating AAA). Det gir følgende anslag på fremtidig risikofri rente etter skatt:

$$r_f = 2,10\% \cdot (1 - 0,28) = 1,512 \%$$

Markedspremien (MP)

Valg av risikopremie er redegjort for i kapittel 7.1. Basert på historiske markedspremier og en skjønsmessig vurdering velger vi en markedspremie på 5,5 % fremover.

Beta (β)

Valg av beta er redegjort for i kapittel 7.1. Her beregnet vi historisk beta ved en regresjonsanalyse der vi benyttet månedlige avkastningstall på perioder på tre år. Per 15.2.2013 ga dette en egenkapitalbeta for Norwegian på 1,645. Etter Bloomberg's utjevningsformel ga dette oss en justert egenkapitalbeta på 1,430. I og med at den fundamentale analysen av forretningsrisikoen til Norwegian bygde oppunder en beta betydelig høyere enn 1 mener vi betaen beregnet per 15.2.2013 er et godt estimat på fremtidig beta.

Egenkapitalandelen varierer imidlertid over budsjettperioden, og dette må følgelig justeres for. I henhold til Knivsflå (2006) kan en beregne driftsbetaen (β_d) til Norwegian slik:

$$\beta_d = \beta_e \cdot \frac{EK}{NDK} = 1,43 \cdot 0,128 = 0,183$$

Der en bruker balanseverdier for EK og NDK per 31.12.2012. Driftsbetaen antas å være konstant og brukes for å kunne beregne fremtidig egenkapitalbeta i takt med endret kapitalstruktur.

Likviditetspremie (α)

Norwegian aksjen er blant Oslo børss' 25 mest handlede aksjer, da den er notert på OBX-listen (norwegian.no, 2013). Som vi også konkluderte med i kapittel 7.1, vil vi ikke tillegge noen likviditetspremie hverken på grunn av omsettelighet eller eierstruktur.

Effektiv utbytteskatt

Utbytte til personlig skatteyder fra aksjeselskap skattlegges med 28 %, når det overstiger et visst skjermingsfradrag. Mens utbytte til selskaper er fritatt for skatt. På grunn av utstrakt skattetilpasning for privatpersoner, samt ingen skatt for selskaper, vil den effektive utbytteskatten være langt lavere enn 28 %. For en marginal investor i «steady state» vil trolig effektiv skattesats være fra 0-6 %, så 3 % kan være et greit estimat (Knivsflå, 2006).

Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen (ekk)

Gjennomgangen ovenfor gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt. Ser av tabell 10.1 at avkastningskravet er synkende over budsjettperioden grunnet budsjettert økende egenkapitalandel/reduisert finansiell gjeldsdel.

Tabell 10.1: Fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	(T+1)	(T+2)
B_d	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
$/(EK/NDE)$	0,13	0,14	0,17	0,19	0,21	0,24	0,26	0,28	0,31	0,33	0,36	0,38	0,40	0,40
$=\beta_e$	1,43	1,28	1,07	0,95	0,86	0,77	0,71	0,65	0,59	0,55	0,52	0,48	0,46	0,46
r_f etter skatt	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %	1,51 %
MP	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %
Utbyttesk.	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
ekk	9,67 %	8,83 %	7,65 %	6,97 %	6,41 %	5,94 %	5,56 %	5,22 %	4,91 %	4,67 %	4,48 %	4,30 %	4,17 %	4,17 %

10.2 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld (nfgk)

For å komme frem til et avkastningskrav til netto finansiell gjeld, må vi først beregne avkastningskravet til den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene.

Finansielt gjeldskrav (fgk)

Kravet til finansiell gjeld består av risikofri rente, tillagt en kredittrisikopremie. Vi velger å benytte gjennomsnittlig rente på 10 – årlige norske statsobligasjoner som fremtidig risikofri rente, altså tilsvarende den renten som ble benyttet ved beregning av det framtidige avkastningskravet til egenkapitalen. Kredittrisikopremien fremover vil avhenge av den ratingen selskapet har, og det er derfor en del usikkerhet knyttet til premien. På bakgrunn av risikoanalysen i kapittel 6, samt hensyn til bransje, og fase i livssyklusen mener vi at en rating på BBB for Norwegian vil være passende fremover. Vi velger å holde ratingen konstant gjennom budsjettperioden. Vi kunne basert ratingen fremover på budsjetterte likviditetsgrader, marginer og soliditet, men siden det er knyttet så mye usikkerhet til fremtidig budsjett mener vi at det blir like riktig/galt å holde ratingen konstant. Det gir følgende avkastningskrav til finansiell gjeld, der det benyttes empirisk kredittrisikopremie for BBB rating etter Knivsflå (2011):

$$fgk = r_f + KRP = 1,512 \% + 1,5 \% = 3,012 \%$$

Finansielt eiedelskrav (fek)

Benytter fremgangsmåten fra kapittel 7.2 der vi vekter kontanter (KO), investeringer (INV) og fordringer (FOR) med det historiske gjennomsnittet for årene 2006-2012. Benytter fremtidig risikofri rente som krav til kontantene, markedspremie som krav til investeringene og risikofri rente pluss kredittrisikopremie som krav til fordringene. Antar, som i kapittel 7.2, at fordringene vil ha en rating på BB fremover. Det gir følgende avkastningskrav til finansielle eiendeler:

$$fek = \frac{KON}{FE} r_f + \frac{INV}{FE} (r_f + MP) + \frac{FOR}{FE} (r_f + KRP)$$

$$= (0,35 \cdot 1,51\%) + (0,15 \cdot 7,01\%) + (0,50 \cdot 4,71\%) = 3,94 \%$$

Avkastningskrav til netto finansiell gjeld (nfgk)

Kravet til netto finansiell gjeld blir fastsatt ved å vekte fgk og fek med budsjetterte balanseførte vekter (Knivsflå, 2006).

$$nfgk = fgk \frac{FG}{NFG} - fek \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 10.2: Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	(T+1)	(T+2)
fgk	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %	3,01 %
FG/NFG	1,09	1,10	1,11	1,11	1,12	1,13	1,13	1,14	1,16	1,17	1,18	1,19	1,20	1,20
fek	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %	3,94 %
FE/NFG	0,09	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13	0,13	0,14	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20
nfgk	2,92 %	2,92 %	2,91 %	2,91 %	2,90 %	2,89 %	2,89 %	2,88 %	2,87 %	2,85 %	2,85 %	2,84 %	2,83 %	2,83 %

10.3 Avkastningskrav til netto driftskapital (ndk)

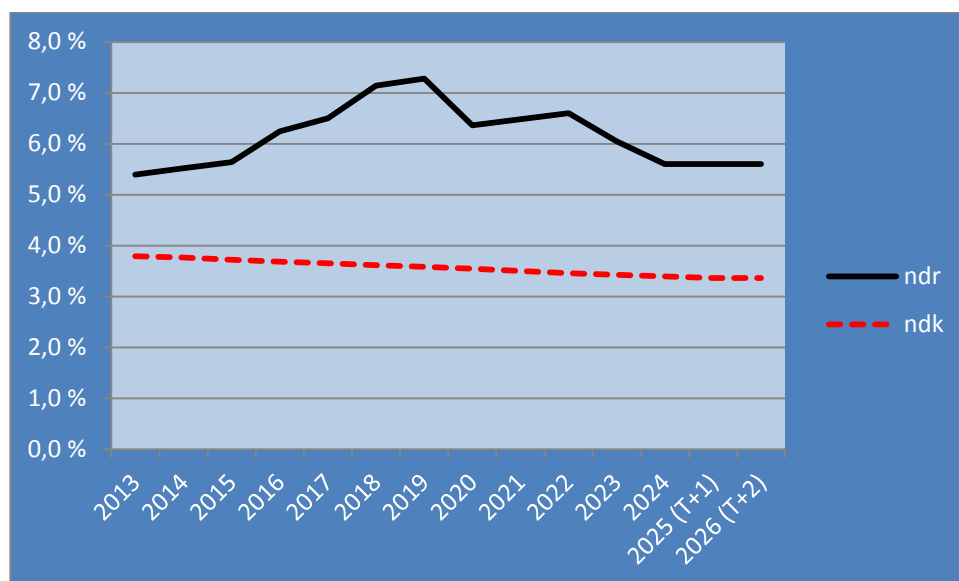
Netto driftskravet regnes ut ved å vekte egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld med budsjetterte balanseførte vekter (Knivsflå, 2006).

$$ndk = ekk \frac{EK}{NDK} + nfgk \frac{NFG}{NDK}$$

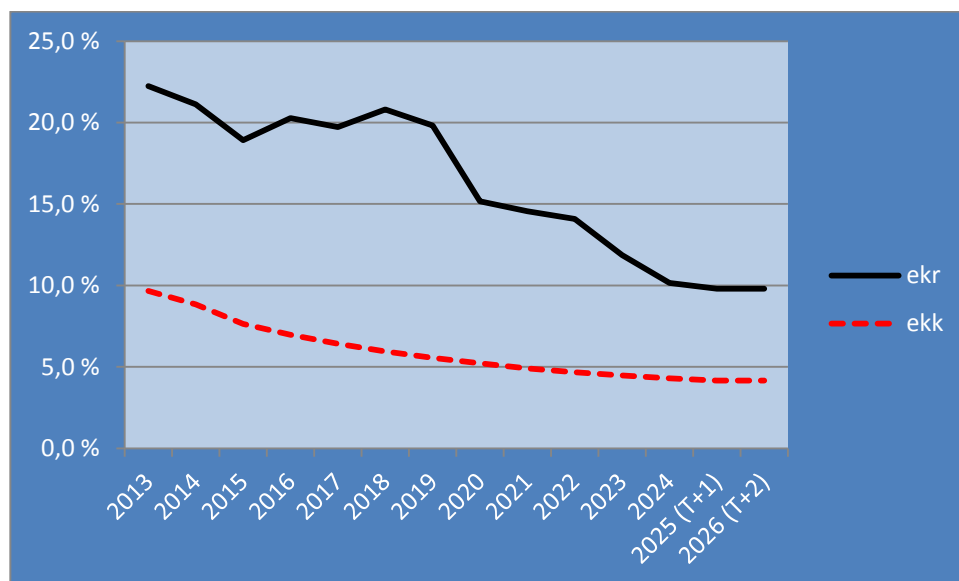
Tabell 10.3: Avkastningskrav til netto driftskapital

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	(T+1)	(T+2)
ek	9,67 %	8,83 %	7,65 %	6,97 %	6,41 %	5,94 %	5,56 %	5,22 %	4,91 %	4,67 %	4,48 %	4,30 %	4,17 %	4,17 %
EK/NDK	0,13	0,14	0,17	0,19	0,21	0,24	0,26	0,28	0,31	0,33	0,36	0,38	0,40	0,40
nfgk	2,92 %	2,92 %	2,91 %	2,91 %	2,90 %	2,89 %	2,89 %	2,88 %	2,87 %	2,85 %	2,85 %	2,84 %	2,83 %	2,83 %
NFG/NDK	0,87	0,86	0,83	0,81	0,79	0,76	0,74	0,72	0,69	0,67	0,64	0,62	0,60	0,60
ndk	3,79 %	3,77 %	3,72 %	3,69 %	3,65 %	3,62 %	3,58 %	3,54 %	3,50 %	3,46 %	3,43 %	3,39 %	3,36 %	3,36 %

10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet



Figur 10.1: Netto driftsrentabilitet vs. netto driftskrav



Figur 10.2: Egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav

Figur 10.1 og 10.2 viser utviklingen over budsjettperioden for netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, med tilhørende avkastningskrav.

I den interne analysen, jfr. kapittel 4.3, konkluderte vi med at Norwegian har midlertidige fortrinn når det gjelder flyflåte, forhold til leverandører, finansiering og ledelse, samt varige fortrinn i merkenavn og rutenett i Norden. Lønnsomhetsanalysen, jfr. kapittel 8.5,

konkluderte imidlertid med at den historiske strategiske fordel (7,53 %) i hovedsak har vært en finansieringsfordel (6,51 %), med en svak driftsfordel (1,02 %).

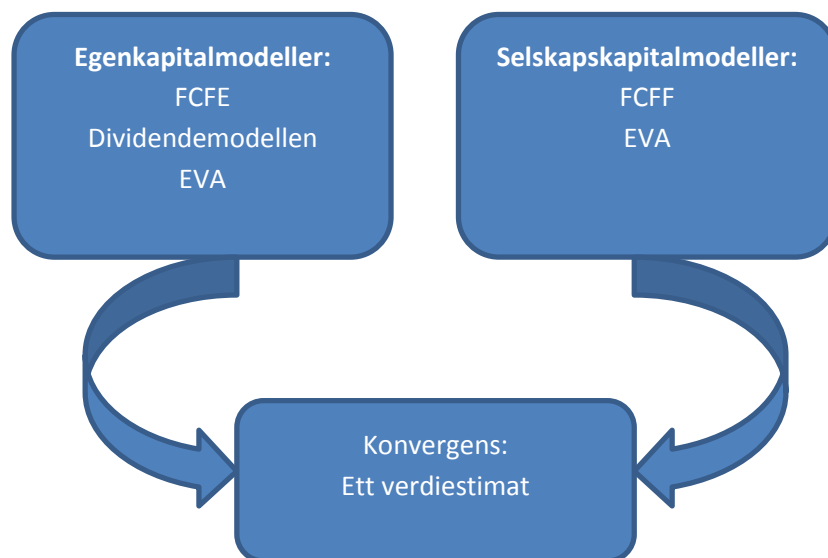
I fremtidsregnskapet ble det ikke budsjettert med noen finansieringsfordel, men vi mener likevel at det er grunnlag for en høyere driftsfordel fremover. Som vi var inne på i budsjetteringen av netto driftsmargin, tror vi ikke at de historiske regnskapstallene har gitt et riktig bilde av hvilke konkurransefortrinn Norwegian innehar. Stor vekst og lave stordriftsfordeler (relativt til bransjen), kombinert med det som kanskje har vært unormalt høy konkurranse har gjort det vanskelig å levere resultater utover avkastningskravene når det gjelder drift. Det midlertidige fortrinnet når det gjelder flyflåte er for eksempel ett forholdsvis «nytt fortrinn», som vi mener Norwegian vil profitere mer på fremover.

Vi mener derfor at en utvikling som vist i figur 10.1 og 10.2 er sannsynlig. Figur 10.1 viser at ettersom veksten avtar, vil konkurransefortrinnene i større grad komme til sin rett. Og etter hvert som de midlertidige konkurransefortrinnene «spises opp» vil ndr konvergere mot ndk jfr. «mean reversion» (Kinserdal, 2012). Men i og med at Norwegian innehar varige ressursfordeler budsjetteres det med en strategisk fordel også i «steady state». I 2026 (T+2) er det budsjettert med en strategisk fordel i drift (ndr-ndk) på 2,24 %, og en total driftsfordel (ekr-ekk) på 5,62 %. Det innebærer en «gearingfordel» i drift (ndr-ndk)nfgg på 3,38 %. Vi mener det kan forsvares ut fra de varige ressursfortrinnene som Norwegian besitter i form av merkenavn og rutenett i Norden. Figur 10.2 viser meravkastningen til egenkapital. Meravkastningen er veldig høy ved starten av budsjettperioden, men er avtagende ettersom både den strategiske fordel i drift (ndr-ndk) og netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) reduseres over budsjettperioden.

11. Fundamental verdsettelse

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Innenfor fundamental verdsettelse finnes det en rekke ulike modeller, men i realiteten er disse egentlig varianter (modeller) av henholdsvis selskapskapital- og egenkapitalmetoden. Modellene innenfor henholdsvis selskaps - og egenkapitalmetoden vil gi samme resultat ved konsistent bruk når en bruker balansevekta avkastningskrav. Men for at egenkapitalmetoden skal gi samme resultat som selskapskapitalmetoden må avkastningskravene vektet med virkelige verdier (Damodaran, 2012), noe vi kommer tilbake til i kapittel 11.3.



Figur 11.1: Verdsettelsesmetoder og modeller

Egenkapitalmodeller

FCFE - modellen

Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE) er den kontantstrømmen som er tilgjengelig for aksjeeierne, altså etter at långivere og andre har fått sin del. Forventet FCFE diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen, og verdien av egenkapitalen (EKV) beregnes så direkte (Damodaran, 2012).

$$EKV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)} + \frac{[FCFE_{n+1}/(ekk_n - g)]}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)}$$

Figur 11.2: FCFE-modellen (Damodaran, 2012)

Der g = evig vekstrate etter budsjettperioden.

Dividendemodellen

En variant av FCFE - modellen kalles dividendemodellen, og bygger på at verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av forventede dividendeutbetalinger. Modellen vil gi samme resultater som FCFE-metoden bare når FCFE=dividende, eller når FCFE er høyere enn dividende, men overskytende kontanter (FCFE minus dividende) blir investert i prosjekter med nåverdi lik null (Damodaran, 2012).

$$EKV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)} + \frac{[D_{n+1}/(ekk_n - g)]}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)}$$

Figur 11.3: Dividendemodellen (Damodaran, 2012)

Der D = dividendeutbetalinger

EVA (Superprofitt) – modellen

EVA (Economic Value Added) - eller superprofitt-modellen, går ut på at verdien av egenkapitalen vil være lik den bokførte egenkapitalen (EK_{t-1}), i tillegg til nåverdien av den avkastning utover avkastningskravet en greier å generere, i absolutte verdier (Damodaran, 2012).

$$EKV = EK_{t-1} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)} + \frac{[EVA_{n+1}/(ekk_n - g)]}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_n)}$$

Figur 11.4: EVA (Superprofitt) – modellen (Damodaran, 2012)

Der $EVA_t = (ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}$

Selskapskapitalmodeller

FCFF - modellen

Den frie kontantstrømmen til selskapet (FCFF) er den kontantstrømmen som er tilgjengelig for både aksjeeiere, långivere, obligasjonseiere og andre som kunne ha et krav på deler av den fremtidige kontantstrømmen til selskapet. FCFF diskonteres med avkastningskravet til selskapskapitalen for å beregne verdien av selskapskapitalen (VNDK). Verdien av egenkapitalen finnes så ved trekke ifra den virkelige verdien av netto finansiell gjeld. (Damodaran, 2012). Benytter en fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FKS), vil det riktige være å trekke ifra kun den finansielle gjelden (FG). Det vanlige er imidlertid å bruke den frie kontantstrømmen til drift (FKD), og da skal en altså trekke ifra netto finansiell gjeld (NFG) (Knivsflå, 2006).

$$VNDK = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_n)} + \frac{[FCFF_{n+1}/(ndk_n - g)]}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_n)}$$

Figur 11.5: FCFF – modellen (Damodaran, 2012)

EVA (Superprofitt) - modellen

EVA (Economic Value Added) - eller superprofitt-modellen, går ut på at verdien av selskapskapitalen vil være lik den bokførte selskapskapitalen (NDK_{t-1}), i tillegg til nåverdien av den avkastning utover avkastningskravet en greier å generere, i absolutte verdier. For å finne egenkapitalverdien må en trekke ifra netto finansiell gjeld, på samme måte som for FCFF – modellen (Damodaran, 2012).

$$VNDK = NDK_{t-1} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_n)} + \frac{[EVA_{n+1}/(ndk_n - g)]}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_n)}$$

Figur 11.6: EVA (Superprofitt) – modellen (Damodaran, 2012)

Der $EVA_t = (ndr_t - ndk_t) \cdot NDK_{t-1}$.

11.2 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

FCFE- og dividende – modellen

I og med at netto betalt utbytte (NBU) faller sammen med fri kontantstrøm til egenkapital (FKE) i vårt fremtidsregnskap, vil FCFE – og dividendemodellen beregnes identisk. FKE/NBU i terminalåret er lik FKE/NBU i år 2026(T+2) pluss den evige vekstraten på 2,5 %. Avkastningskravet i år 2026 (T+2) er benyttet til å beregne terminalverdien (TV).

Tabell 11.1: Verdsettelse ved FCFE/dividende – modellen. Tall i NOK 1000

År	31.12.2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FKE=NBU		-185 020	-280 319	-200 397	-130 729	-207 286	-43 434	89 409
/ Diskonteringsfaktor		1,10	1,19	1,28	1,37	1,46	1,55	1,64
= Nåverdi 2013 -2026	1 383 290	-168 710	-234 874	-155 983	-95 129	-141 751	-28 038	54 675
+ Nåverdi av TV	32 823 047							
= Verdi av EK	34 206 338							
/ Utestående aksjer	35 162,139							
= Verdi per aksje (NOK)	972,82							

År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
FKE=NBU	88 877	451 383	542 342	650 608	328 693	1 162 204	1 191 259
/ Diskonteringsfaktor	1,72	1,81	1,89	1,97	2,06	2,14	2,23
= Nåverdi	51 654	250 054	287 048	329 586	159 640	541 891	533 228
						TV (g=2,5%)	73 328 341

EVA (Superprofitt) – modellen

EVA i terminalåret er lik EVA i år 2026(T+2) pluss den evige vekstraten på 2,5 %. Avkastningskravet i år 2026 (T+2) er benyttet til å beregne terminalverdien (TV).

Tabell 11.2: Verdsettelse ved EVA (Superprofitt) – modellen. Tall i NOK 1000

År	31.12.2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EVA		266 381	341 424	410 951	603 686	743 834	1 025 373	1 194 539
/ Diskonteringsfaktor		1,10	1,19	1,28	1,37	1,46	1,55	1,64
= Nåverdi 2013-2026	6 760 861	242 900	286 073	319 872	439 290	508 666	661 899	730 481
+ Nåverdi av TV	25 325 158							
+ Balanseført EK	2 120 319							
= Verdi av EK	34 206 338							
/ Utestående aksjer	35 162,139							
= Verdi per aksje (NOK)	972,82							

År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
EVA	988 719	1 094 883	1 182 091	1 018 516	863 487	896 717	919 135
/ Diskonteringsfaktor	1,72	1,81	1,89	1,97	2,06	2,14	2,23
= Nåverdi	574 627	606 535	625 651	515 961	419 380	418 105	411 421
						TV (g=2,5%)	56 577 678

Som en ser av tabell 11.1 og 11.2 gir egenkapitalmetoden et foreløpig verdiestimat på NOK 972,82 per aksje.

11.3 Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden

FCFF – modellen

Velger å bruke den frie kontantstrømmen fra drift (FKD), diskontert med netto driftskravet (ndk) for beregne verdien selskapskapitalen (NDK). FKD i terminalåret er lik FKD i år 2026(T+2) pluss den evige vekstraten på 2,5 %. Avkastningskravet i år 2026 (T+2) er benyttet til å beregne terminalverdien (TV).

Tabell 11.3: Verdsettelse etter FCFF – modellen. Tall i NOK 1000

År	31.12.2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FKD		-1 989 716	-848 185	-1 045 952	-1 008 495	-1 277 760	-1 123 552	-440 820
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,08	1,12	1,16	1,20	1,24	1,29
= Nåverdi 2013 -2026	-635 199	-1 917 110	-787 580	-936 403	-870 778	-1 064 405	-903 292	-342 151
+ Nåverdi av TV	92 806 343							
= Verdi av NDK	92 171 144							
- NFG	14 452 794							
= Verdi av EK	77 718 350							
/ Utestående aksjer	35 162,139							
= Verdi per aksje (NOK)	2 210,29							

År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
FKD	592 211	1 469 639	1 292 237	2 088 715	1 211 514	1 241 802	1 272 847
/ Diskonteringsfaktor	1,33	1,38	1,43	1,48	1,53	1,58	1,63
= Nåverdi	443 934	1 064 435	904 657	1 413 806	793 155	786 544	779 989
						TV (g=2,5%)	151 448 593

EVA (Superprofitt) – modellen

EVA i terminalåret er lik EVA i år 2026(T+2) pluss den evige vekstraten på 2,5 %. Avkastningskravet i år 2026 (T+2) er benyttet til å beregne terminalverdien (TV).

Tabell 11.4: Verdsettelse etter EVA (Superprofitt) - modellen

År	31.12.2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EVA		266 381	341 424	410 951	603 686	743 834	1 025 373	1 194 539
/ Diskonteringsfaktor		1,04	1,08	1,12	1,16	1,20	1,24	1,29
= Nåverdi 2013 -2026	8 581 649	256 661	317 028	367 909	521 248	619 632	824 360	927 164
+ Nåverdi av TV	67 016 382							
+ Balanseført NDK	16 573 113							
= Verdi av NDK	92 171 144							
- NFG	14 452 794							
= Verdi av EK	77 718 350							
/ Utestående aksjer	35 162,139							
= Verdi per aksje	2 210,29							

År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (T+1)	2026 (T+2)
EVA	988 719	1 094 883	1 182 091	1 018 516	863 487	896 717	919 135
/ Diskonteringsfaktor	1,33	1,38	1,43	1,48	1,53	1,58	1,63
= Nåverdi 2013 -2026	741 164	793 006	827 547	689 411	565 309	567 972	563 238
						TV (g=2,5%)	109 362 533

Som en ser av tabell 11.3 og 11.4 gir selskapskapitalmetoden et foreløpig verdiestimat på NOK 2210,29 per aksje.

11.4 Konvergens mot endelig egenkapitalverdi

Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ga, som vi så i kapittel 11.2 og 11.3, to vidt forskjellige estimat på egenkapitalverdi. I følge Damodaran (2012) vil metodene gi det riktige (samme verdi for begge metodene) verdiestimatet når en gjør konsistente antagelser, dvs. antagelser i henhold til den økonomiske teorien. Våre estimat på egenkapitalverdi fra kapittel 11.2 og 11.3 ble, som vi så i kapittel 10, beregnet ved å bruke balanseførte verdier til å vekte avkastningskravene. Teorien sier derimot at avkastningskravene skal vektet ved bruk av markedsverdier (Damodaran, 2012).

I vårt fremtidsregnskap som ble presentert i kapittel 9 er det antatt at netto finansiell gjeld er ført til virkelig verdi, da $n_{fgr} = n_{fgk}$ i hele prognosen. Egenkapital blir bare en regnskapsstørrelse i fremtidsregnskapet, og må justeres til virkelig verdi, slik at fremtidskravene blir verdibaserte.

Ved å sekvensielt oppdatere vektene i balansen vil egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden konvergere mot et felles verdiestimat. Oppdateringen av vektene skjer i fem steg, basert på Knivsflå (2006): Alle beløp i NOK 1000.

1. EK per 31.12.2012 er lik det utarbeida verdiestimatet etter FKE/NBU metoden, dvs. 34 206 338.
2. NDK per 31.12.2012 er lik balanseført NDK pluss merverdien i EK, dvs. $16\,573\,113 + (34\,206\,338 - 2\,120\,319) = 48\,659\,132$.
3. NDR i 2013 er lik den justerte NDK fra steg 2 (inngående) multiplisert med ndk, dvs. $48\,659\,132 \cdot 7,66\% = 3\,729\,493$.
Endring i NDE i 2013 er lik NDR minus FKD, dvs. $3\,729\,493 - (-1\,989\,716) = 5\,719\,209$.
4. NDE per 31.12.2013 er lik den justerte NDE fra steg 2 (inngående) minus endring i NDE, dvs. $48\,659\,132 - (-5\,719\,209) = 54\,378\,341$.
5. EK per 31.12.2013 er lik balanseført EK per 31.12.2013 pluss merverdien i NDE, dvs. $2\,776\,696 + (54\,378\,341 - 19\,456\,875) = 37\,698\,162$.

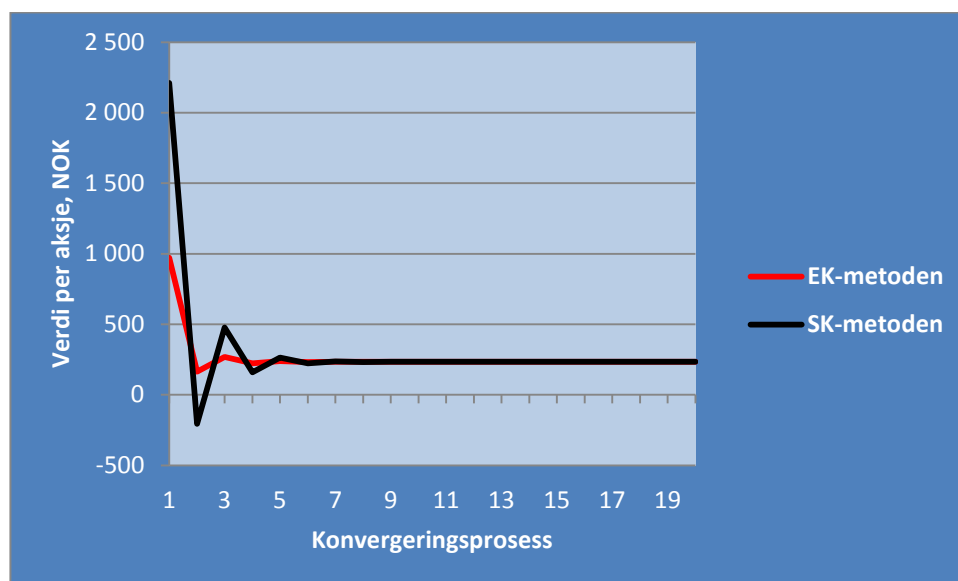
Stegene fra 3 til 5 gjentas for hvert år i fremtidsregnskapet, dvs. frem til 2026 (T+2), slik at alle avkastningskravene for alle årene blir oppdaterte med verdibaserte vekter. Når en da får et nytt estimat etter både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, har en gjennomført

en konvergeringsprosess. Det nye estimatet blir så brukt som et estimat på EK per 31.12.12 og en starter på en ny konvergeringsprosess, helt til metodene konvergerer.

Vi valgte å bruke verdiestimatet beregnet etter FKE/NBU modellen gjennom hele prosessen, men det har egentlig ingen betydning hvilket estimat en bruker. For hver konvergeringsprosess beregnet vi verdiene etter fri kontantstrøm -og EVA-modellen for både egenkapital- og selskapskapitalmetoden, for å være sikre på at vi hadde regnet riktig.

Tabell 11.5: Konvergering mot et verdiestimat. Verdi per aksje i NOK

Prosess	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
EK-metoden	972,8173	163,9174	268,0133	222,2509	237,8947	231,9438	234,1210	233,3128	233,6112	233,5008
SK-metoden	2210,2850	-206,9552	476,1411	158,8193	262,8916	222,9024	237,4922	232,0702	234,0713	233,3308
Avvik	-77,752 %	-1723,472 %	-55,937 %	33,291 %	-9,983 %	3,976 %	-1,430 %	0,534 %	-0,197 %	0,073 %
Prosess	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
EK-metoden	233,5417	233,5266	233,5321	233,5301	233,5308	233,5306	233,5307	233,5306	233,5306	233,5306
SK-metoden	233,6045	233,5033	233,5407	233,5269	233,5320	233,5301	233,5308	233,5306	233,5307	233,5306
Avvik	-0,027 %	0,010 %	-0,004 %	0,001 %	-0,001 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %



Figur 11.7: Konvergering mot et verdiestimat

Som en ser av tabell 11.5 og figur 11.7 konvergerer EK - og SK-metoden ved en verdi på NOK 233,5306 per aksje, som verdsetter egenkapitalen i Norwegian til NOK 8 211 437 (i 1000). Ved å beregne fundamentalt pris/bok og pris/fortjeneste forhold kan en vurdere rimeligheten av anslagene.

Tabell 11.6: Fundamentalt pris/bok

Verdi per aksje (NOK)	233,53
/ Bokført EK per aksje 31.12.2012	60,30
= P/B	3,87

Som en ser av tabell 11.6 er fundamentalt pris/bok forhold lik 3,87. Høy pris/bok indikerer, som vi så i kapittel 10.4, at vi skal ha en rentabilitet fra driften som overstiger avkastningskravet i lang tid, samtidig som veksten er høy. Videre betyr det at selskapet enten bør operere i en bransje med god lønnsomhet og/eller bør besitte konkurransefortrinn det er vanskelig å kopiere (Kaldestad & Møller, 2011). Vi mener at verdiestimatet er rimelig ut fra at vi i kapittel 10.4 argumenterte for at konkurransefortrinnene kommer til å gjøre seg mer gjeldende fremover, og skape superrentabilitet både på kort og lang sikt.

Tabell 11.7: Fundamentalt pris/fortjeneste

Verdi per aksje (NOK)	233,53
/ NRE per aksje i 2012	14,65
= P/E	15,94

Som en ser av tabell 11.7 er fundamentalt pris/fortjeneste forhold lik 15.94. Alt annet like bør et selskap med høy forventet vekst i resultatet prises på en høyere pris/fortjeneste multiplenum enn selskaper med forventet lav eller negativ vekst (Kaldestad & Møller, 2011). Den høye fundamentale pris/fortjeneste multiplenum anses å være rimelig ut fra at driftsinntektene er ventet å vokse med hele 10,75 % årlig (geometrisk) fra 2013 til «steady state» i 2024, samtidig som det er ventet superrentabilitet både på kort og lang sikt.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

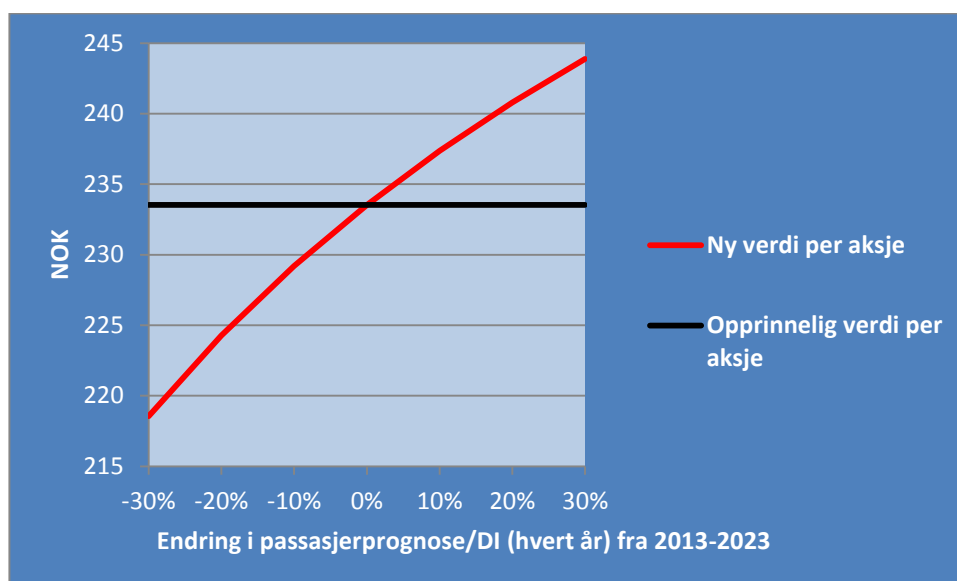
Verdiestimatet fra kapittel 11.4 er den forventede aksjeverdien, basert på den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverne. Men utviklingen i budsjett- og verdidriverne er usikker og det er derfor viktig å gjøre analyser av denne usikkerheten (Knivsflå, 2006). Vi vil derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse.

Sensitivitetsanalyse

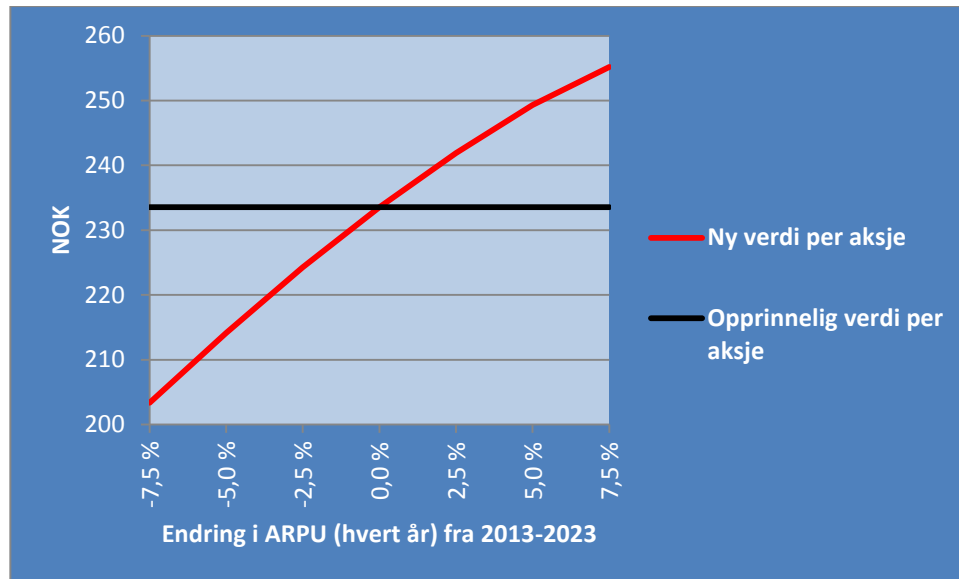
En sensitivitetsanalyse tester hvordan aksjeverdien påvirkes av endringer i nøkkelparametere (budsjett – og verdidrivere). Fra et investorperspektiv kan en sensitivitetsanalyse gi et bilde av hvilke parametere som bør undersøkes nærmere og/eller overvåkes (Koller, et al., 2010). Hvordan driften utvikler seg er vanligvis mest kritisk for verdsettelsen (Knivsflå, 2006). Vi vil derfor fokusere på sensitivitet overfor endringer i driftsinntekter, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Vi vil også gjøre sensitivitetsanalyser av komponentene i avkastningskravet til egenkapital.

Driftsinntekter (DI)

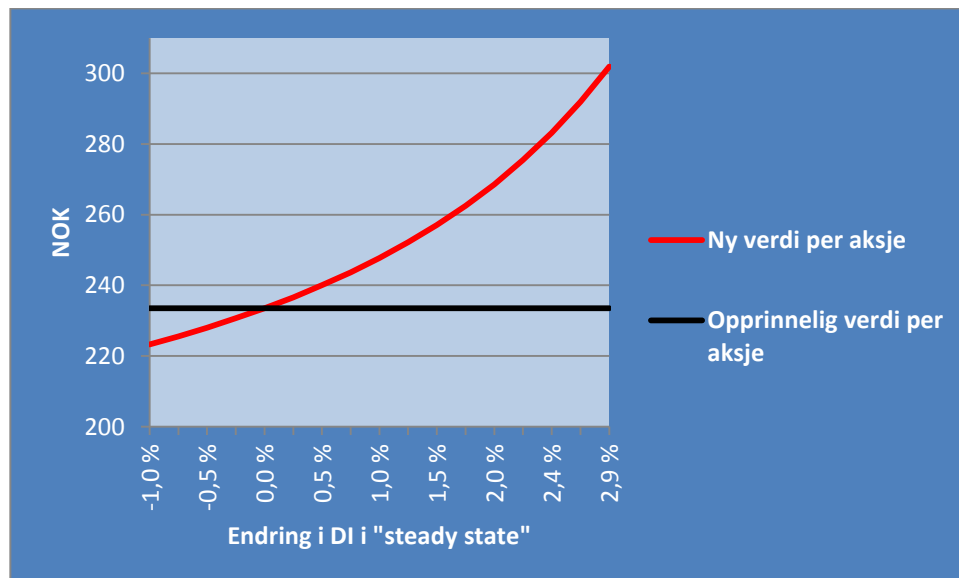
Driftsinntektene i fremtidsregnskapet ble beregnet ved å multiplisere antall passasjerer og gjennomsnittsinntekt per passasjer (ARPU). Vi fokuserer på sensitivitet ovenfor endringer i disse variablene frem til «steady state», mens veksten for inntektene totalt blir analysert i «steady state». Endringen i passasjerprognosene vil ha samme effekt som om en gjorde endringene i driftsinntektene totalt.



Figur 11.8: Verdi per aksje ved endrede passasjerprog./DI 2013-2023



Figur 11.9: Verdi per aksje ved endret ARPU 2013-2023

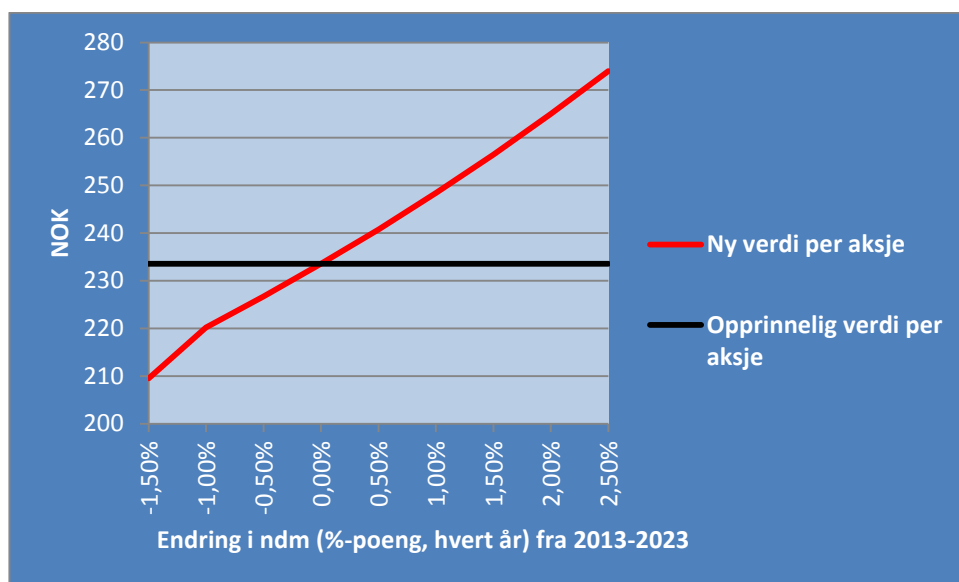


Figur 11.10: Verdi per aksje ved endrede DI i «steady state»

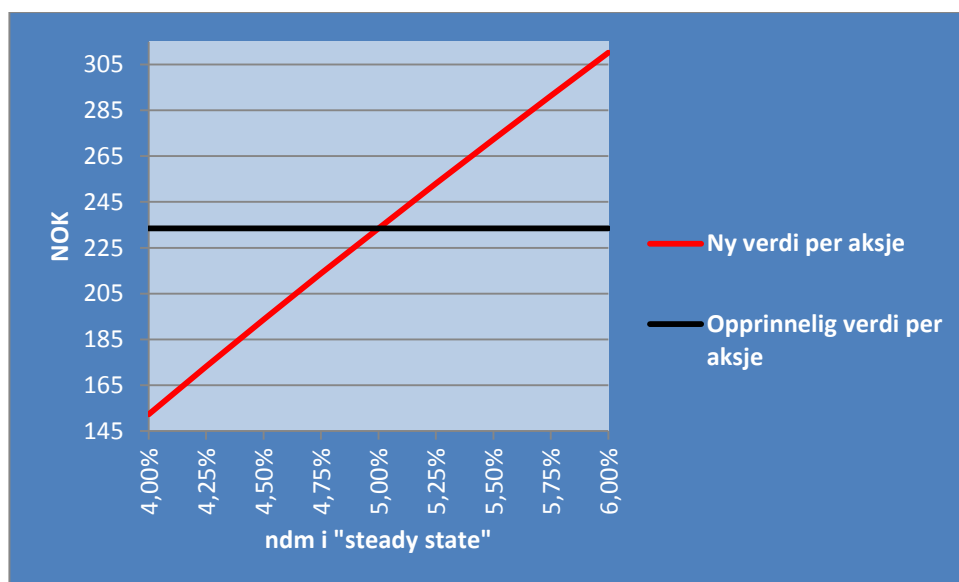
Som en ser av figur 11.8 er verdien per aksje lite sensitiv ovenfor endringer i passasjerprognosene/driftsinntektene før en når «steady state». En nedgang i passasjerantallet/driftsinntektene på 30 %, fører bare til en 6,41 % nedgang i verdien per aksje, mens en økning på 30 % kun gir 4,43 % oppgang. Figur 11.9 viser at verdien per aksje er mer sensitiv ovenfor endringer i ARPU enn passasjerantallet. ARPU er også mer sensitiv overfor negative endringer enn positive. Så lenge en altså klarer å opprettholde ARPU, har det ikke så stor betydning at passasjerantallet går ned.

Endringer i «steady state» er vanligvis mest utslagsgivende for verdien per aksje, og som figur 11.10 viser, er dette også tilfellet for Norwegian. Verdien per aksje er mye mer sensitiv overfor endringer i «steady state», enn endringer i perioden fra 2013-2023. En økning i driftsinntektene på 2,0 % gir for eksempel en øking i verdien per aksje på omtrent 15 %.

Netto driftsmargin (ndm)



Figur 11.11: Verdi per aksje ved endret ndm 2013-2023

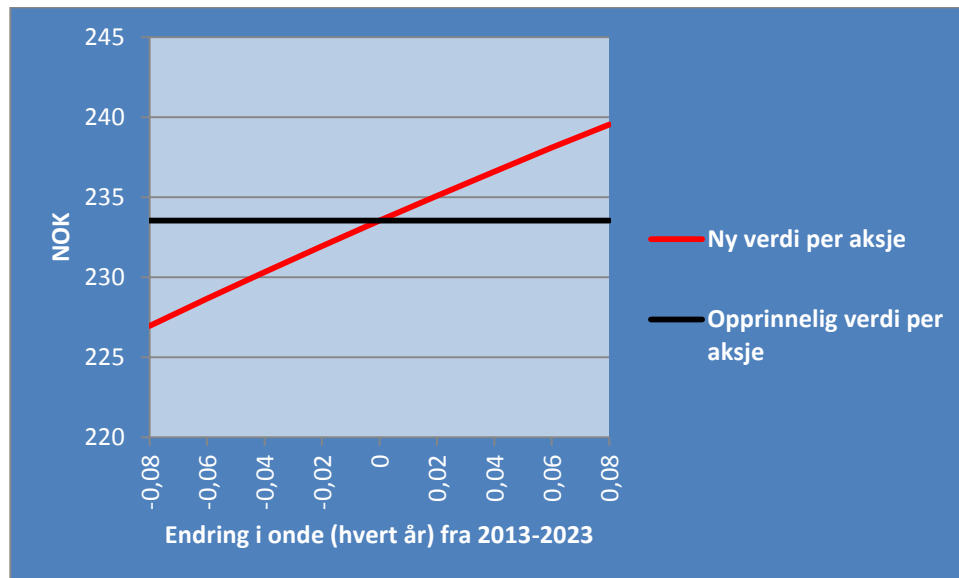


Figur 11.12: Verdi per aksje ved endret ndm i «steady state»

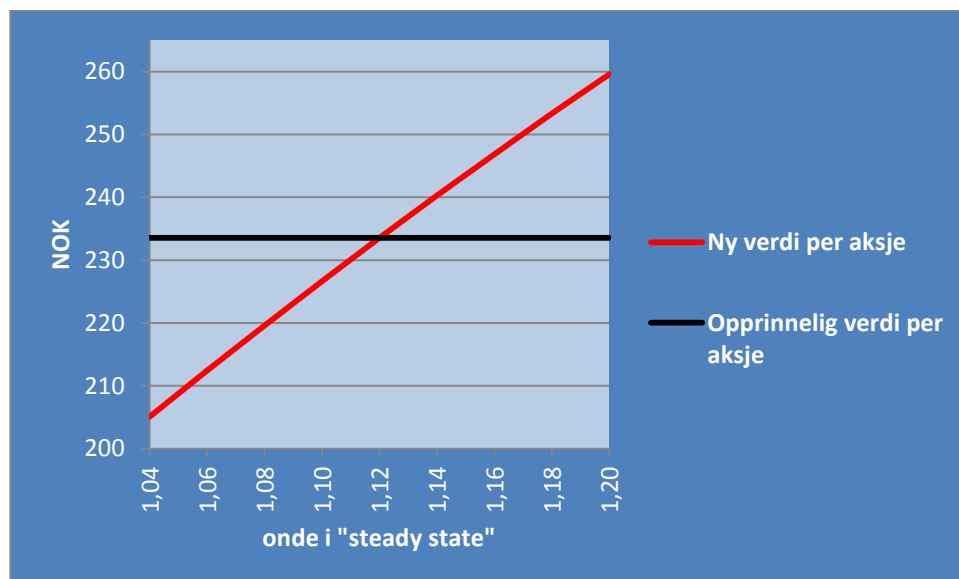
Figur 11.11 og 11.12 viser at endringer i netto driftsmargin har stor effekt i budsjettperioden og enda større effekt i «steady state». En økning på 1 % -poeng i for årene 2013-2023 fører

for eksempel til en økning i verdien per aksje på 6,36 %, mens en tilsvarende økning i «steady state» vil gi en verdiøkning per aksje på 32,83 %.

Omløpet til netto driftseiendeler (onde)



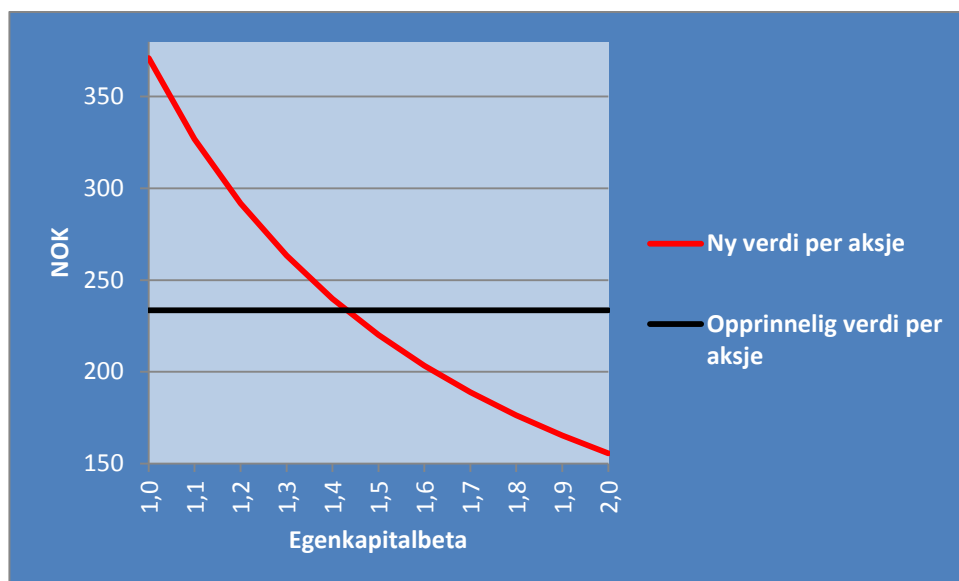
Figur 11.13: Verdi per aksje ved endret onde 2013-2023



Figur 11.14: Verdi per aksje ved endret onde i «steady state»

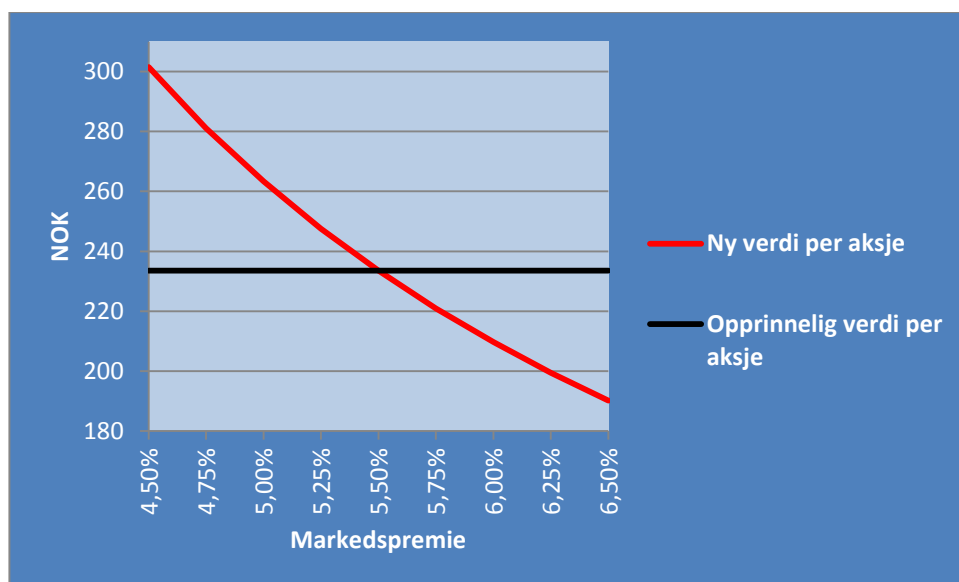
Verdien per aksje er lite sensitiv overfor endringer i onde på kort sikt, mens den er noe mer sensitiv overfor endringer i «steady state», jfr. figur 11.13 og 11.14.

Avkastningskrav til egenkapitalen



Figur 11.15: Verdi per aksje ved endret egenkapitalbeta

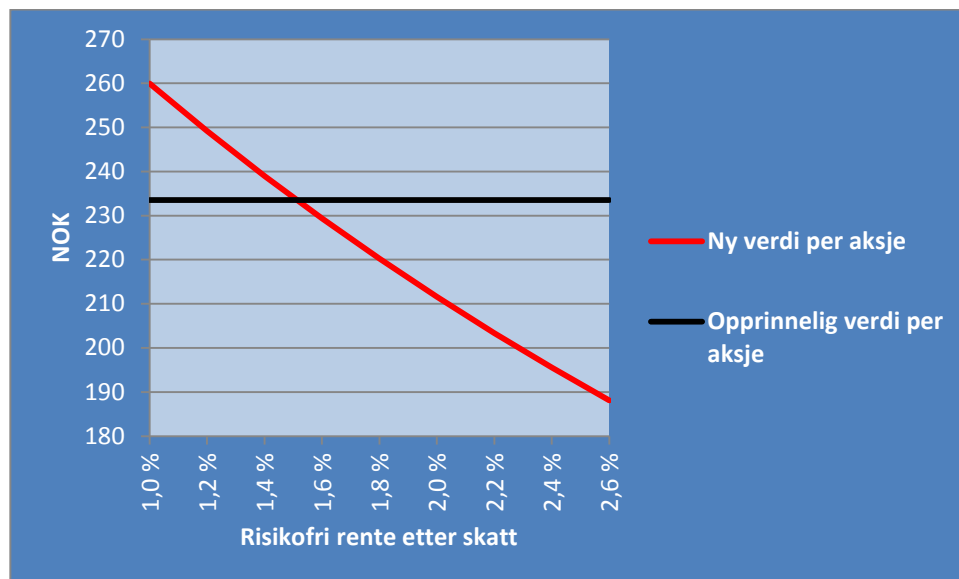
Vi så i kapittel 7.1 at egenkapitalbetaen til Norwegian har variert mye de siste 6 årene, og det er derfor viktig å være klar over hvilken effekt en endret egenkapitalbeta har for verdien per aksje. En nedgang vil, som vi ser av figur 11.15, gi en høyere verdi per aksje fordi avkastningskravet til egenkapitalen reduseres.



Figur 11.16: Verdi per aksje ved endret markedspremie

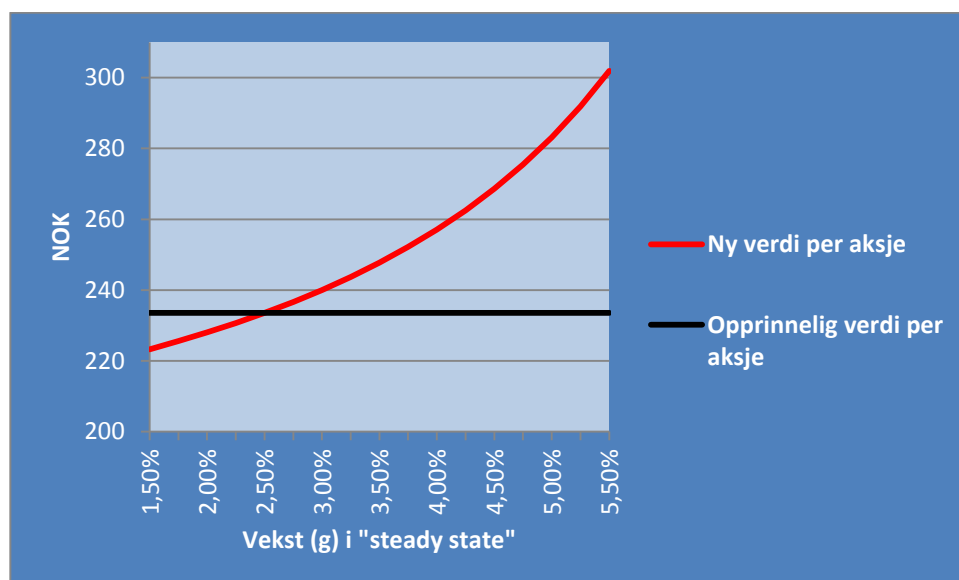
Når det gjelder størrelsen på markedspremien så vi i kapittel 7.1 at den har variert en hel del historisk, samtidig som det er mange meninger om hvor stor den bør være fremover. Det er

derfor nyttig å vite markedspremien sin påvirkning på verdien per aksje, og som en ser av figur 11.16 er verdien per aksje meget sensitiv overfor endringer.



Figur 11.17: Verdi per aksje ved endret risikofri rente

Den risikofrie renten har vært lav helt siden finanskrisen i 2008 jfr. kapittel 7.1, og det kan derfor være ekstra nyttig å se hvordan verdien per aksje vil synke dersom renten øker. En økning i den risikofrie renten fra vårt estimat på 1,51 % til for eksempel 2,0 % vil gi en reduksjon i verdien per aksje på 9,4 %, jfr. figur 11.17.



Figur 11.18 Verdi per aksje ved endret vekst i «steady state»

Vi har vurdert veksten i «steady state» til å bli 2,5 %. Det er et forholdsvis konservativt anslag jfr. kapittel 9.2, og det kan derfor være ekstra interessant å se hvordan verdien per aksje påvirkes av en økning. Som en ser av figur 11.18 er aksjekursen meget sensitiv overfor endringer. Figur 11.18 har identisk «innhold» som figur 11.10, bare kategorien på x – akse skiller de to.

11.6 Oppsummering

Egenkapital- og selskapskapitalmetoden ga i utgangspunktet en verdi per aksje på henholdsvis NOK 972,82 og NOK 2210,29 ved bruk av balansevekta avkastningskrav. Vektene i avkastningskravene skal i teorien skje til virkelige verdier, og da vil også egenkapital- og selskapskapitalmetoden konvergere mot et felles, riktig, verdiestimat. Ved å sekvensielt oppdatere vektene i avkastningskravene med virkelige verdier av egenkapitalen, konvergente metodene etter 19 såkalte konvergeringsprosesser, til et fundamentalt verdiestimat på NOK 233,53 per aksje. I og med at konkurssannsynligheten (0,26 % jfr. tabell 6.5) ikke er signifikant basert på en forventet fremtidig rating lik BBB, har vi sett bort fra dette utfallet.

Verdiestimatet indikerer fundamentalt pris/bok forhold på 3,87, samt pris/fortjeneste forhold på 15,94. Pris/bok er forholdsvis høyt fordi vi forventer superrentabilitet (og vekst) over både budsjettperioden og i «steady state» grunnet midlertidige og varige konkurransefortrinn jfr. kapittel 4.3. Med dette forventer vi at ressursene i større grad enn tidligere (jfr. regnskapsanalyse), vil kunne skape merverdier. Vi forventer også stor vekst i resultatet fremover, og det er derfor naturlig at pris/fortjeneste forholdet er høyt. Enorme flyordrer kombinert med solid ledelse i selskapet taler for dette.

Usikkerheten i verdiestimatet ble analysert ved å foreta en sensitivitetsanalyse av relevante budsjett- og verdidrivere. Når det gjelder budsjettdriverne (DI, ndm, onde) viste analysen at endringer i «steady state» har mye større innvirkning på verdien per aksje enn endringer i selve budsjettperioden. Verdien er også mer avhengig av fremtidige driftsinntekter og netto driftsmarginer enn omløpet til netto driftseiendeler. Analysen av parameterne i egenkapitalavkastningskravet viste at verdien per aksje er mer sensitiv overfor endringer i disse enn budsjettdriverne. Sensitivitetsanalysen viser hvor vanskelig det er å beregne et selskap sin egenkapitalverdi basert på en fundamental verdsettelse, og faren ved utelukkende å basere seg på det første verdiestimatet.

12. Komparativ verdsettelse

Som vi skrev i kapittel 3.2, vil vi gjennomføre en komparativ multiplverdsettelse for å vurdere rimeligheten av vårt anslag på Norwegians fundamentale verdi.

Også innenfor komparativ verdsettelse skiller en mellom å verdsette egenkapitalen direkte (egenkapitalmetoden) eller indirekte (selskapskapitalmetoden), ved hjelp av multipler. Substansverdimetoden er en variant av selskapskapitalmetoden. Multipler er mye benyttet fordi de både er enkle å bruke, og kommunisere, samtidig som de krever færre forutsetninger enn fundamental verdsettelse. I tillegg vil en multipl i større grad fange opp stemningen i markedet, da den måler relativ verdi (og ikke egenverdi). En må imidlertid være klar over at multipler kan lede til feilbeslutninger fordi risiko, vekst og kontantstrømmer i stor grad blir ignorert. Videre kan sammenlignbare selskaper være under- eller overvurdert i markedet, og følgelig føre til for lave eller høye multipler. Det er også lettere å manipulere resultatene når en benytter multiplverdsettelse, fordi avhengig av hvilken multipl- og sammenlignbart selskap en velger, kan en komme frem til en rekke ulike resultater. Generelt vil multiplverdsettelse lede til en verdi som ligger nærmere markedsverdien enn fundamental verdsettelse for alle selskaper (Damodaran, 2012).

Vi har, som tidligere i oppgaven, valgt å benytte SAS og Ryanair som komparative virksomheter. Benytter omgrupperte (normaliserte) og justerte regnskapstall, jfr. kapittel 5 og tabell 12.2, siden de er mer fremtidsretta enn de originale finansregnskapene. Vi kunne alternativt benyttet egne- eller analytikeranslag på fremtidig inntjening. Siden SAS i 2012 hadde negativ inntjening (NRE) gir det lite mening å benytte inntjeningsbaserte multipler. Vi har derfor valgt å benytte følgende multipler: EV/EBITDA, Pris/Bok og EV/Salg. Vi har valgt å benytte et likevekta gjennomsnittet for bransjen som komparativ multipl. Verdiestimatene er beregnet til å gjelde per 31.12.2012.

Tabell 12.1: Markedsverdier per 15.2.2013 (bloomberg.com, 2013)

Aktør	NAS	SAS	RYA
Aksjekurs (NOK)	196,10	12,20	42,29
• Utestående aksjer (1000)	35 162	329 000	1 454 263
= Markedsverdi av EK (NOK 1000)	6 895 295	4 013 800	61 502 400

Tabell 12.2: Omgrupperte og justerte regnskapstall for 2012 i NOK 1000

Symbol	Aktør	NAS	SAS	RYA
	Resultat			
DI	Driftsinntekter	12 859 100	36 323 088	37 137 231
EBITDA	Driftsres. før renter, skatt, avskr., nedskr.	1 600 319	1 077 331	8 040 579
DR	Driftsresultat (EBIT)	1 215 119	-388 139	5 592 936
NDR	Netto driftsresultat	901 845	-255 800	4 902 956
NRE	Nettoresultat til egenkapital (earnings)	515 118	-997 056	4 397 573
	Balanse			
EK	Egenkapital	2 120 319	1 229 772	23 811 387
NFG	+ Netto finansiell gjeld	14 452 794	18 331 393	11 697 351
NDK	= Netto driftskapital	16 573 113	19 561 165	35 508 738

EV/EBITDA

Er i følge Damodaran (2012) forholdet mellom EV (Enterprise Value), dvs. selskapskapitalverdien, og EBITDA (driftsresultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger), og er gitt ved:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{EBITDA}$$

EV/EBITDA er en multiplum som verdsetter selskapskapitalen, og således egenkapitalen indirekte. Metoden har vokst frem til å bli en anerkjent og mye brukt metode av flere grunner. Siden langt flere selskaper har positiv EBITDA enn positivt resultat før skatt, vil en kunne ta med langt flere selskaper i analysene. EBITDA er heller ikke påvirket av avskrivningsmetoder, men det viktigste er at multiplumet kan brukes på selskaper med ulik gjeldsgrad (Damodaran, 2012). En må imidlertid være klar over at metoden ignorerer forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov (Kaldestad & Møller, 2011). Basert på våre tidligere brukte notasjoner vil EV tilsvare virkelig verdi av netto driftskapital (VNDK).

Tabell 12.3: EV/EBITDA i NOK 1000

Aktør	NAS	SAS	RYA	Bransje (B)
VNDK	21 348 090	22 345 193	73 199 751	
/EBITDA	1 600 319	1 077 331	8 040 579	
= VNDK/EBITDA	13,34	20,74	9,10	14,39
EBITDA for NAS	1 600 319			
• VNDK/EBITDA (B)	14,39			
= Verdi av NDK	23 036 562			
- NFG	14 452 794			
= Verdi av EK	8 583 767			
/ Utestående aksjer	35 162,139			
= Verdi per aksje (NOK)	244,12			

Pris/Bok

Er i følge Damodaran (2012) forholdet mellom prisen per aksje (P) og bokført verdi av egenkapital per aksje (B), og er gitt ved:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje}}$$

Markedsverdien av aksjen reflekterer markedets forventning til inntjening og kontantstrømmer, mens den bokførte egenkapitalen er forskjellen mellom bokført verdi av eiendeler og gjeld. Bokført egenkapital blir i stor grad bestemt av regnskapsregler. Multiplene er mye benyttet fordi den er enkel både å bruke og å kommunisere, samt at den er relativt stabil. Ved konsistent bruk av regnskapsregler, kan pris/bok gi en indikasjon på over-/underpris når en sammenligner «like» selskaper. Det er også en fordel at selskaper med negativ inntjening kan verdsettes, da det er langt sjeldnere at selskaper har negativ egenkapital enn inntjening. Ulempene er imidlertid at bokført egenkapital varierer mye for eksempel på grunn av avskrivninger og nedskrivninger. Dessuten finnes det flere ulike regnskapsstandarder. Videre vil metoden gi liten innsikt i service – og teknologiselskaper med små materielle eiendeler (Damodaran, 2012).

Tabell 12.4: Pris/Bok

Aktør	NAS	SAS	RYA
Pris per aksje (NOK)	196,10	12,20	42,29
/ Bokført EK per aksje (NOK)	60,30	3,74	16,37
= P/B	3,25	3,26	2,58

Knivsflå (2006) peker imidlertid på at pris/bok multiplene bør justeres forskjellene i kapitalstruktur, og at pris/bok forholdet uten netto finansiell gjeld («unlevered» P/B) kan beregnes som i tabell 12.5.

Aktør	NAS	SAS	RYA	Bransje (B)
(PB+nfgg)	10,07	18,17	3,07	
/(1+nfgg)	7,82	15,91	1,49	
= VNDK/NDK	1,29	1,14	2,06	1,50

Benytter det likevekta gjennomsnittet på 1,50 til å bestemme det komparative pris/bok forholdet, som etter Knivsflå (2006) er gitt ved:

$$PB_{NAS} = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B + \left[\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B - 1\right] \cdot nfgg_{NAS} = 4,89$$

Som gir en verdi per aksje i Norwegian på:

$$P_{NAS} = B_{NAS} \cdot PB_{NAS} = 60,30 \cdot 4,89 = 294,70 \text{ NOK}$$

EV/Salg

Er i følge Damodaran (2012) forholdet mellom EV (Enterprise Value), dvs. selskapskapitalverdien, og salg, og er gitt ved:

$$EV/Salg = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Salg}}$$

I likhet med EV/EBITDA – metoden verdsetter en her egenkapitalen indirekte ved først å beregne verdien av selskapskapitalen. Multiplene har sin fordel i at den kan benyttes på nærmest alle selskaper, inkludert selskaper i vanskeligheter og/eller unge selskaper. Det er også vanskeligere å manipulere salg enn resultatelementer, og samtidig er regnskapsstandardene mer samstemte når det kommer til salg. Salg er også mindre påvirket av de økonomiske konjunktorene enn resultatelementer. Ulempen er imidlertid at selskaper i stor vekst kan bli verdsatt høyt selv om de taper penger. Til syvende og sist er en nødt til å skape resultater/kontantstrømmer for å skape verdier (Damodaran, 2012). Basert på våre tidligere brukte notasjoner vil EV tilsvare virkelig verdi av netto driftskapital (VNDK), mens salg vil tilsvare driftsinntekter (DI).

Tabell 12.5: EV/Salg i NOK 1000

Aktør	NAS	SAS	RYA	Bransje (B)
VNDK	21 348 090	22 345 193	73 199 751	
/DI	12 859 100	36 323 088	37 137 231	
= VNDK/DI	1,66	0,62	1,97	1,42
DI for NAS	12 859 100			
• VNDK/EBITDA (B)	1,42			
= Verdi av NDK	18 201 602			
- NFG	14 452 794			
= Verdi av EK	3 748 808			
/ Utestående aksjer	35 162,139			
= Verdi per aksje (NOK)	106,61			

Komparativt verdiesimat

Med utgangspunkt i tre multipler, derav to resultat- og kontantstrømorienterte multipler (EV/EBITDA og EV/salg) og en balanseorientert multiplere (pris/bok) har vi verdsatt Norwegian. Både EV/EBITDA og pris/bok ga et verdiesimat som var høyere enn den fundamentale verdien, mens EV/salg ga en mye lavere verdi. Som vi har vært inne på ovenfor har de ulike multiplene sine styrker og svakheter. Vi mener imidlertid at EV/EBITDA er den beste multiplere av de tre fordi den i liten grad er påvirket av regnskapsregler, i motsetning til pris/bok, samtidig som den tar høyde for resultatene som skapes, i motsetning til EV/salg. Vi velger derfor å vekte verdiesimatene for å komme frem til et endelig komparativt verdiesimat. Verdiesimatet etter EV/EBITDA vektet med 3/5, mens verdiesimatene etter pris/bok og EV/salg vektet med 1/5 hver.

$$\text{Komparativt verdiesimat} = \frac{3}{5} \cdot 244,12 + \frac{1}{5} \cdot 294,70 + \frac{1}{5} \cdot 106,61 = 226,73$$

Det komparative verdiesimatet er med det marginalt lavere enn det fundamentale verdiesimatet. Verdiesimatet er beregnet til å gjelde per 31.12.2012.

13. Konklusjon

Målet med denne masterutredningen var å beregne verdien per aksje i Norwegian. Med utgangspunkt i fundamental verdsettelse har vi beregnet verdien av Norwegians totale egenkapital til NOK 8 211 437 (i 1000), som gir en verdi per aksje på NOK 233,53. Verdien er beregnet til å gjelde per 31.12.2012. Vi har basert vårt verdiestimat på offentlig tilgjengelig informasjon frem til 15.2.2013, og på dette tidspunkt ble Norwegian aksjen handlet til NOK 196,10 per aksje på Oslo Børs. Vårt fundamentale verdiestimat er med det 19,09 % høyere enn markedsverdien, og vi mener derfor at aksjen er noe underpriset. Vår anbefaling blir dermed KJØP av aksjen.

Kjøpsanbefalingen bygger på at vi mener Norwegian besitter en rekke verdifulle ressurser som vil bidra til å skape større «superprofitt» fremover, enn hva «markedet» tror. Høy vekst og lave stordriftsfordeler (relativt til bransjen), har etter vår mening gjort at de verdifulle ressursene ikke har kommet så godt frem i regnskapstallene til nå. Når det gjelder veksten fremover, kan det imidlertid virke som om både vi og «markedet» har en felles oppfatning av hvordan det kommer til å utvikle seg.

Det er imidlertid viktig å være klar over at den fundamentale verdien ikke bør betraktes som en fasit for hvor mye selskapet er verdt. Både fremtidsregnskapet i kapittel 9 og avkastningskravene i kapittel 10 inneholder en rekke variabler som er fastsatt på bakgrunn av skjønn. Sensitivitetsanalysen viste dessuten at verdien per aksje er meget sensitiv overfor endringer i driftsinntekter og/eller netto driftsmargin, spesielt i «steady state». Endring av variabler i avkastningskravet til egenkapitalen er også av stor betydning. I og med at flybransjen er konjunkturfølsom, samt preget av stor konkurranse og lave marginer, vil sensitivitetsanalysen være ekstra interessant.

Den komparative verdsettelsen bygger opp under vårt estimat fra den fundamentale verdsettelsen om at aksjen er noe underpriset, da den ga et verdiestimat på NOK 226,73 per aksje.

Litteraturliste

Bøker

Barney, J. B., 2010. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 4 ed. New Jersey: Pearson Education.

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

Gjesdal, F. & Johnsen, T., 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. 1 red. Oslo: Cappelen.

Holloway, S., 2008. *Straight and Level - Practical Airline Economics*. 3 red. Oxford: Ashgate Publishing Limited.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering - Teoretiske Modeller og Praktiske Teknikker for å Verdsette Selskaper*. 1 red. Oslo/Bergen: DnR Kompetanse AS.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. 5 ed. New Jersey: John Wiley & Sons.

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5 red. Columbia University: McGraw-Hill Companies.

Roos, G., von Krogh, G. & Roos, J., 2005. *Strategi - en innføring*. 4 red. Bergen: Fagbokforlaget.

Trumpy, J., 2012. *Høyt Spill - Norwegians vei til himmels: kampene, sjansene, suksessen*. 1 red. Oslo: Kagge Forlag.

Års- og kvartalsrapporter

Norwegian, *Årsrapport 2005-2010*

Norwegian, 2012. *Årsrapport 2011*

Norwegian, 2013. *4-kvartalsrapport 2012*

Ryanair, *Årsrapport 2005-2010 (avvikende regnskapsår 1.4-31.03 t+1)*

Ryanair, 2012. *Årsrapport 2011 (1.4.11-31.03.12)*

Ryanair, 2013. *3 - kvartalsrapport 2012 (1.4.12-31.12.12)*

SAS, *Årsrapport 2005-2011(vanlig regnskapsår)*

SAS, 2013. *Årsrapport 2012 (1.1-31.10.12)*

SAS, 2013. *1-kvartalsrapport 2012-2013 (1.11.12-31.1.13)*

Forelesningsnotater

Harris, R., 2013. *FIE 435 - Applied Finance*, Bergen: NHH.

Kinserdal, F., 2012. *BUS 425 - Verdsettelse*. Bergen: NHH.

Knivsfå, K. H., 2006. *BUS 425 - Budsjettering og verdivurdering*. Bergen: NHH.

Knivsfå, K. H., 2011. *BUS 424 - Strategisk Rekneskapsanalyse*. Bergen: NHH.

Knivsfå, K. H., 2012. *BUS 424 - Strategisk Rekneskapsanalyse*. Bergen: NHH.

Artikler / publikasjoner

Andersen, E., 2011. *Derfor har SAS problemer*. [Internett]

Available at: <http://www.aftenposten.no/meninger/kronikker/article1329908.ece>

[Funnet 12 Februar 2013].

Dagens Næringsliv, 2012. SAS-ledelse startet på bar bakke. *Dagens Næringsliv*, 26 November, p. 16.

iata.org, 2012. *Industry Outlook December*. [Internett]

Available at: <http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Industry-Outlook-Dec2012.pdf>

[Funnet 27 Januar 2013].

Kjørstad, K. & Nordheim, B., 2010. *Markedspotensialet for høyhastighetstog*. [Internett]

Available at:

http://www.urbanet.no/media/publiseringer/UAnotat29_2010_HHtog_Oslo_Kbenhavn.pdf

[Funnet 27 Januar 2013].

norges-bank.no, 2012. *Pengepolitisk rapport 3/12*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/pengepolitisk-rapport/>

[Funnet 4 Februar 2013].

Norwegian, 2003. *Prospekt*. [Internett]

Available at:

<http://www.norwegian.no/Global/english/aboutnorwegian/IR/doc/prosp/NASProspektWebNorsk.pdf>

[Funnet 18 Januar 2013].

Olsen, Ø., 2011. *Handlingsmønsteret i pengepolitikken ligger fast*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/kronikk-2011-08-15-olsen/>

[Funnet 4 Februar 2013].

Qvigstad, J. F., 2012. *Derfor er Norges Banks styringsrente lav*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/norges-banks-styringsrente/>

[Funnet 4 Februar 2013].

Transportøkonomisk institutt, 2012. *Reisevaner på fly 2011 1209/2012*. [Internett]

Available at: http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20_Reisevaner

[Funnet 21 Januar 2013].

Internettkilder

Apeland, 2012. *Omdømmescore for Norges 50 mest synlige virksomheter*. [Internett]

Available at: http://www.apeland.no/filer/RepTrakNorge_2012.pdf

[Funnet 28 Februar 2013].

bloomberg.com, 2013. *Market Data*. [Internett]

Available at: <http://www.bloomberg.com/quote/NAS:NO>

[Funnet 26 Februar 2013].

bloomberg.com, 2013. *Market Data*. [Internett]

Available at: <http://www.bloomberg.com/quote/SAS:SS>

[Funnet 26 Februar 2013].

bloomberg.com, 2013. *Market Data*. [Internett]

Available at: <http://www.bloomberg.com/quote/RYA:ID>

[Funnet 26 Februar 2013].

db.no, 2012. -*SAS ledelsen skal ikke ha mer lønn enn statsministeren*. [Internett]

Available at: <http://www.dagbladet.no/2012/11/11/nyheter/sas/sparepakke/24309826/>

[Funnet 9 Juni 2013].

dn.no, 2012. *Nordmenn flyr mest i Europa*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2512454.ece>

[Funnet 9 Juni 2013].

dn.no, 2012. *Norwegian kjøper fly for 127 mrd*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2316828.ece>

[Funnet 10 Februar 2013].

dn.no, 2013. - *Det er ren matte*. [Internett]

Available at: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2598612.ece>

[Funnet 18 April 2013].

e24.no, 2011. *Europas gjeld nesten doblet på 10 år*. [Internett]

Available at: <http://e24.no/makro-og-politikk/europas-gjeld-nesten-doblet-paa-10-aar/20124151>

[Funnet 9 Juni 2013].

e24.no, 2012. - *En SAS-konkurs kan bli farlig for Norwegian*. [Internett]

Available at: <http://e24.no/boers-og-finans/en-sas-konkurs-kan-bli-farlig-for-norwegian/20297659>

[Funnet 7 Mars 2013].

e24.no, 2012. *Truer med utflagging over fagforeningskravene*. [Internett]

Available at: <http://e24.no/naeringsliv/norwegian-truer-med-utflagging-over-fagforeningskravene/20276424>

[Funnet 9 Juni 2013].

eia.gov, 2013. *Spot Prices*. [Internett]

Available at: http://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm

[Funnet 8 Februar 2013].

eksportkreditt.no, 2012. *Om oss*. [Internett]

Available at: <http://www.eksportkreditt.no/no/Om-Eksportkreditt/>

[Funnet 2 Juni 2013].

euroinvestor.no, 2013. *euroinvestor.no*. [Internett]

Available at: <http://www.euroinvestor.no/markeder/aksjer/europa/norge>

[Funnet 4 April 2013].

exim.gov, 2013. *About us*. [Internett]

Available at: <http://www.exim.gov/about/>

[Funnet 2 Juni 2013].

miljostatus.no, 2013. *CO2-avgift*. [Internett]

Available at: <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/Tiltak-og-virkemidler/CO2-avgift/>

[Funnet 11 Februar 2013].

miljostatus.no, 2013. *Klimakvoter*. [Internett]

Available at: <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/Tiltak-og-virkemidler/Nasjonalt-kvotesystem/>

[Funnet 11 Februar 2013].

na24.no, 2010. *Vi tapte minst 100 millioner på dette*. [Internett]

Available at: <http://www.na24.no/article2898946.ece>

[Funnet 7 Februar 2013].

na24.no, 2012. *Slik tar du rotta på Ryanairs skjulte gebyrer*. [Internett]

Available at: <http://www.na24.no/article3447663.ece>

[Funnet 9 Juni 2013].

norgesbank.no, 2013. *norgesbank.no*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner->

rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/

[Funnet 1 Mai 2013].

norges-bank.no, 2013. *Prisstabilitet*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/>

[Funnet 21 Mai 2013].

norges-bank.no, 2013. *Rentestatistikk*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-effektiv-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-data/>

[Funnet 4 Mars 2013].

norges-bank.no, 2013. *Valutakurser*. [Internett]

Available at: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>

[Funnet 4 Februar 2013].

norwegian.no, 2012. *Historiens største flyordre i Europa: Norwegian kjøper 222 nye fly*.

[Internett]

Available at: <http://media.norwegian.com/#!/pressrelease/view/historiens-stoerste-flyordre-i-europa-norwegian-kjoeper-222-nye-fly-726503>

[Funnet 6 Februar 2013].

norwegian.no, 2012. *Samfunnsansvar*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/>

[Funnet 9 Juni 2013].

norwegian.no, 2012. *WiFi om bord*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/Nyttig-pa-reisen/Reisetjenester/wifi/>

[Funnet 9 Juni 2013].

norwegian.no, 2013. *Best på avgangspunktighet i 2012!*. [Internett]

Available at:

http://www.norwegian.no/punktighet?utm_campaign=212928_Torp_push_&utm_medium=email&utm_source=!!listname!!-All_Recipients

[Funnet 7 Juni 2013].

norwegian.no, 2013. *Dette er Norwegian*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/dette-er-norwegian/>

[Funnet 25 Februar 2013].

norwegian.no, 2013. *Flåte*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/flate>

[Funnet 8 Februar 2013].

norwegian.no, 2013. *Ledelsen*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/selskapet/ledelse/>

[Funnet 26 Februar 2013].

norwegian.no, 2013. *The Share*. [Internett]

Available at: <http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/the-share/>

[Funnet 26 Mai 2013].

nrk.no, 2010. *Klimavoter blir obligatorisk*. [Internett]

Available at: <http://www.nrk.no/okonomi/klimavoter-bli-obligatorisk-1.7378155>

[Funnet 3 Februar 2013].

Offshore.no, 2012. *IEA venter lavere oljepris*. [Internett]

Available at: http://www.offshore.no/sak/36256_iea_venter_lavere_oljepris

[Funnet 2 Februar 2013].

oslobors.no, 2013. *Kurser og marked*. [Internett]

Available at:

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=NAS&newt_menuCtx=1.1.20

[Funnet 26 Mai 2013].

regjeringen.no, 2013. *Internasjonal luftfart og utlendingsforskriften*. [Internett]

Available at:

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/pressemeldinger/2013/internasjonalluftfart-og-utlendingsfors.html?id=712159>

[Funnet 26 Januar 2013].

sas.no, 2013. *Rutekart*. [Internett]

Available at: <http://www.sas.no/reise/rutekart/>

[Funnet 28 Februar 2013].

sb.no, 2013. *Ryanair vil fly innenlands, hvilke ruter vil du ha fra Torp?*. [Internett]

Available at: <http://www.sb.no/nyheter/ryanair-vil-fly-innenlands-hvilke-ruter-vil-du-ha-fra-torp-1.7712730>

[Funnet 28 Februar 2013].

snl.no, 2012. *merkevarebygging*. [Internett]

Available at: <http://snl.no/merkevarebygging>

[Funnet 9 Juni 2013].

ssb.no, 2013. *Folkemengd, etter alder og fylke*. [Internett]

Available at: <http://www.ssb.no/emner/02/01/10/folkemengde/tab-2013-02-21-01.html>

[Funnet 26 Februar 2013].

ssb.no, 2013. *Framleis sterk folkevekst*. [Internett]

Available at: <http://www.ssb.no/emner/02/02/folkendrkv/>

[Funnet 26 Februar 2013].

The Conference Board, 2013. *Trusted Insights for Business Worldwide*. [Internett]

Available at: <http://www.conference-board.org/data/globaloutlook.cfm>

[Funnet 25 April 2013].

tns-gallup.no, 2013. *Omdømme og merkevare, to sider av samme sak?*. [Internett]

Available at: <http://www.tns-gallup.no/?aid=9082293>

[Funnet 28 Februar 2013].

vg.no, 2012. *Fortsatt forbud mot bonuspoeng på innenriksfly*. [Internett]

Available at: <http://www.vg.no/reise/artikkel.php?artid=10055259>

[Funnet 2 Februar 2013].

vg.no, 2013. *Dreamliner kan bli stående på bakken et år*. [Internett]

Available at: <http://www.vg.no/reise/artikkel.php?artid=10119835>

[Funnet 5 Februar 2013].