



Norwegian Air Shuttle ASA

En strategisk og regnskapsbasert kredittvurdering

Ronny Edvin Uglebakken Johansen

Veileder: Øystein Foros

Masteroppgave, Økonomi og Administrasjon, 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 inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en avsluttende del av mitt masterstudium i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Utredningen er en obligatorisk del av utdanningen, og tilsvarer 30 studiepoeng.

Gjennom min fordypning i finansiell økonomi har jeg utviklet en stor interesse for regnskap, kapitalstrukturer og hvordan bruken av gjeld kan påvirke et selskap. Ut i fra dette så var en kredittvurdering et naturlig valg for meg. En kredittvurdering krever kunnskap fra flere forskjellige fagområder som finans, regnskap og strategi, samt grunnleggende økonomisk teori, og har derfor vært en flott måte å oppsummere studiene på.

Norwegian Air Shuttle ASA ble hovedsakelig valgt som analyseobjekt på bakgrunn av en nedgradering Moody's foretok av Norwegian kreditt sommeren 2017, men også på grunn av sterke og splittede meninger om hvor vidt Norwegian kommer til å overleve på lang sikt eller gå konkurs. Oppgaven har gitt meg en god forståelse av flyindustrien og hva som driver et selskap som Norwegian i et marked som er notorisk for pressede marginer og sterk konkurranse.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder professor Øystein Foros for gode og konstruktive tilbakemeldinger gjennom prosessen.

Bergen 20.06.2018

Ronny Edvin Uglebakken Johansen

Sammendrag

Norwegian Air Shuttle ASA har i de siste årene vært i stor vekst, hvor spesielt gjeld er blitt brukt som en finansieringskilde. All den gjelden har lagt press på lønnsomheten til Norwegian, og førte til at Moody's nedgraderte gjelden til Norwegian sommeren 2017. Denne masterutredningen er en strategisk og regnskapsbasert kredittvurdering av Norwegian. Målet med oppgaven er å tildele Norwegian en kredittklasse som skal gjenspeile kredittrisikoen rundt Norwegian, og deretter kvantifisere denne kredittrisikoen gjennom tapstillegg og lånerenter.

Forskjellige analytiske metoder og modeller benyttes til å vurdere kredittrisikoen til Norwegian. I den eksterne strategiske analysen blir PESTEL og Porters Five Forces brukt til å avdekke risikofaktorer knyttet opp mot eksterne og interne bransjefaktorer. Intern risiko knyttet opp mot strategiske ressurser analyseres med en VRIO-analyse. Regnskapsanalysen fokuserer på likviditet, lønnsomhet og soliditet, hvor finansielle nøkkeltall blir benyttet. Sammen med denne analysen blir statistiske konkursmodeller brukt til å vurdere den finansielle kredittrisikoen. Basert på regnskapsanalysen blir det deretter foretatt en syntetisk kredittrating, som vil bli anvendt som et utgangspunkt i den endelige kredittratingen. Som siste del av analysen blir framtidsutsiktene til Norwegian vurdert ved hjelp av en scenarioanalyse, hvor scenarioene skal bli simulert basert på et Monte Carlo rammeverk. Helt til slutt i oppgaven skal den avdekkede risikoen fra både den strategiske og regnskapsbaserte analysen knyttet sammen til en samlet endelig kredittrating, og deretter kvantifisert i form av tapstillegg og lånerenter.

Norwegian har ingen offisiell kredittrating, men analyser og rapporter tilsier at Norwegian har operert med en kredittrating på om lag «B+/stabile utsikter» tidligere. Resultatene fra analysene avdekket en høy grad av kredittrisiko og argumenterer derfor for en nedgradering til «CCC/negative utsikter». Dette er beregnet å føre til et gjennomsnittlig tapstillegg og lånerente på henholdsvis 10,63 % og 11,48 %. Disse resultatene tilsier en økt kredittrisiko for Norwegian.

Innholdsfortegnelse

FORORD.....	2
SAMMENDRAG	3
INNHOLDSFORTEGNELSE.....	4
1. INNLEDNING	7
1.1 Problemstilling	7
1.2 Avgrensninger	7
1.3 Oppgavens struktur og rammeverk	8
1.4 Generelt om gjeldsfinansiering	9
1.5 Generelt om kravsetting av finansiell gjeld.....	10
2. PRESENTASJON AV FLYINDUSTRIEN	13
2.1 Et Overblikk	13
2.2 Airline economics	15
2.3 Luftfartsfinansiering og bruken av gjeld	16
2.4 Konkurs i flyindustrien	18
2.5 Makroforhold	19
2.6 Norwegian og Komparative Selskaper	20
2.7 Norwegian sin bruk av gjeld.....	27
3. STRATEGISK RISIKOANALYSE	29
3.1 Rammeverk for strategisk risikoanalyse	29
3.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	30
3.2.1 PESTEL-analyse	30
3.2.2 Porters Five Forces	35
3.3 Intern ressursorientert analyse.....	41
3.4 Oppsummering – strategisk risiko (SWOT).....	45
4. REGNSKAPSANALYSE	48
4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	48

4.2 Rapporterte tall	49
4.3 Utarbeiding av «trailing»	51
4.4 Omgruppering for analyse.....	53
4.5 Omgruppert finansregnskap	56
4.6 Justering av målefeil.....	57
4.6.1 Kilder til målefeil	58
4.6.2 Justering for risikoanalyse.....	58
4.7 Omgruppert og justert finansregnskap	60
5. LIKVIDITETSANALYSE - REGNSKAP	62
5.1 Rammeverk for likviditetsanalyse.....	62
5.2 Likviditet i balansen	62
5.3 Likviditet gjennom resultat	66
5.4 Kontantstrømanalyse	67
5.5 Forfallsstruktur på gjeld og lånevilkår	68
5.6 Oppsummering av likviditetsanalyse	70
6. SOLIDITET- OG LØNNSOMHETSANALYSE - REGNSKAP	71
6.1 Rammeverk for soliditet- og lønnsomhetsanalyse	71
6.2 Egenkapitalprosent	71
6.3 Analyse av rentabilitet.....	72
6.4 Statisk finansieringsanalyse	74
6.5 Oppsummering av soliditets- og lønnsomhetsanalyse	76
7. STATISTISKE KONKURSMODELLER.....	77
7.1 Beavers én-faktor modell	77
7.2 Altmans Z-score	78
7.3 Ohlsons logitmodell	79
7.4 Zmijewskis probitmodell.....	81
7.5 Begrensninger ved bruk statiske konkursmodeller	82

7.6 Oppsummering av de statistiske konkursmodellene	83
8. REGNSKAPSBASERT SYNTETISK KREDITTRATING	85
8.1 Generelt om kredittrating og Norwegians kredittrating	85
8.2 Historisk regnskapsbasert kredittrating av Norwegian	87
9. FREMTIDSREGNSKAP OG UTSIKTER FOR NORWEGIAN	91
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	91
9.2 Estimering av budsjett drivere.....	91
9.2.1 Driftsinntekter	92
9.2.2 Netto driftsresultat.....	94
9.2.3 Netto finansinntekt	95
9.2.4 Netto driftseiendeler	97
9.2.5 Netto finanskostnader.....	98
9.3 Presentasjon av fremtidsregnskapet	100
9.4 Scenario simulering.....	101
10. ENDELIG KREDITTRATING AV NORWEGIAN	106
11. VURDERING AV NY GJELD	109
11.1 Vurdering av lånevilkår for eventuell ny gjeld	109
11.2 Avkastningskrav på eventuell ny gjeld	111
12. OPPSUMMERING – KONKLUSJON	115
12.1 Kort om oppkjøpsrykter og milliardemisjon	115
LITTERATURLISTE.....	117
APPENDIKS.....	133
Appendiks 1: Beavers én-faktor modell.....	133
Appendiks 2: Scenarioregnskap	134

1. Innledning

I dette innledningskapittelet vil problemstillingen denne oppgaven ønsker å besvare bli presentert og redegjort for. Deretter vil de enkelte avgrensninger som er tatt i oppgaven forklares. Strukturen i oppgaven vil også presenteres, samt en forklaring av rammeverket som er benyttet til å vurdere kredittrisiko og prisingen av denne risikoen. Helt til slutt vil grunnleggende teori om gjeldsfinansiering og kravsetting redegjøres for.

1.1 Problemstilling

Målet med denne oppgaven er å gi Norwegian Air Shuttle ASA, heretter Norwegian, en endelig kredittvurdering ved hjelp av strategiske og regnskapsbaserte analyser, supplert med scenario simuleringer. Den endelige kredittratingen til Norwegian vil kunne anvendes til å prise risikoen rundt forskjellige typer gjeld Norwegian har utestående, samt vurdere Moody's nylige nedgradering av Norwegian sin gjeld. Den endelige problemstillingen blir presentert nedenfor:

«Hva er den endelige kredittratingen til Norwegian Air Shuttle ASA, og hva er prisen på risikoen denne kredittratingen medfører?»

1.2 Avgrensninger

En kredittanalyse kan være svært omfattende og tidkrevende. Det er derfor nødvendig å ta noen avgrensninger med tanke på den gitte tidsfristen for ferdigstilling av oppgaven 20.06.2018. Avgrensningene blir nevnt nedenfor.

Oppgaven vil kun basere seg på offentlig informasjon, så denne oppgaven vil kunne bære preg av en informasjonssvakhet siden detaljert innsideinformasjon ikke er tilgjengelig. Nyhetsbilde og informasjonsflyten gjennom både media og Norwegian er dynamisk, og derfor vil denne oppgaven vil for enkelhetsskyld avgrense informasjonen som benyttes i oppgaven. Informasjon som er publisert etter 01.02.2018 vil dermed ikke bli tatt hensyn til. Dette ekskluderer derfor fjerde kvartalsrapport for 2017, årsrapporten for 2018 og sist men ikke minst, oppkjøpsryktene som begynte å florere i løpet av April.

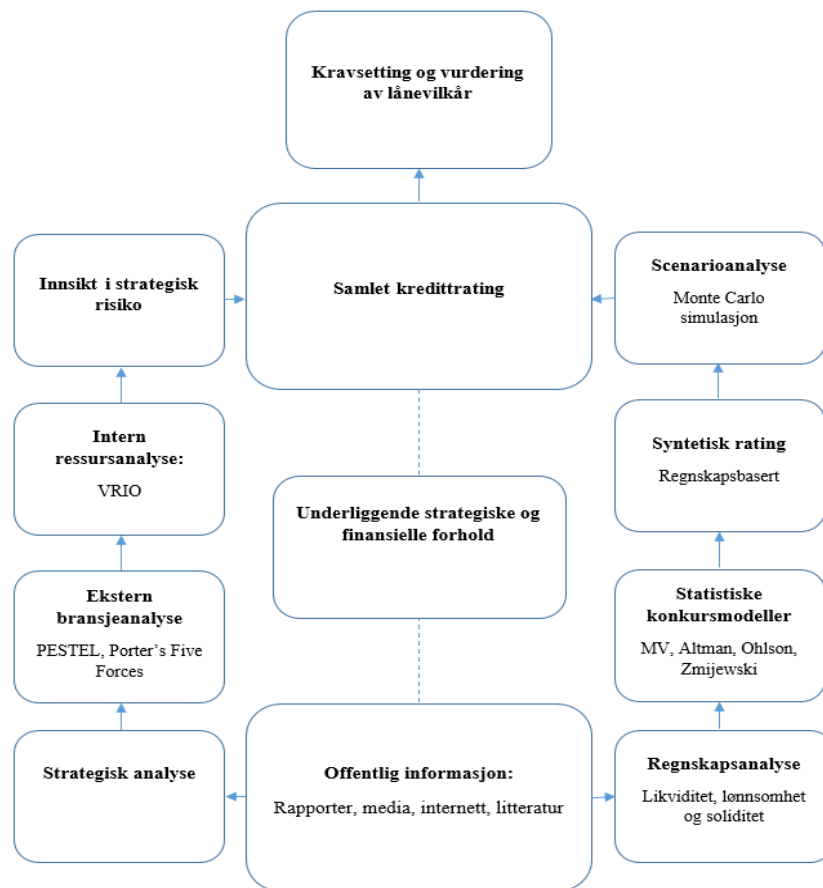
Regnskapstallene som benyttes i oppgaven er tatt ut fra konsernregnskapene til Norwegian og de utvalgte konkurrentene. De fleste flyselskaper driver virksomhet i andre områder enn bare flytransport, så andre virksomheter enn flytransport vil bli tatt med videre i oppgaven. Dette

antas derimot å ha liten effekt på konkursjonen i oppgaven, da disse sidevirkningene er relativt små i forhold til deres hovedvirkning som er kommersiell lufttransport.

Bransjen som vil fungere som et sammenligningsgrunnlag i oppgaven bør helt ideelt inneholde alle konkurrentene i bransjen for å kunne gjenspeile bransjen på en best mulig måte. Det er derimot svært tidkrevende å inkludere alle konkurrentene til Norwegian, derfor er det gjort en avgrensning i antallet konkurrenter som skal representere bransjen. Dette blir videre redegjort for i kapittel 2.5.

1.3 Oppgavens struktur og rammeverk

Denne oppgaven starter ved å gi en kort introduksjon av flyindustrien og Norwegian sammen med deres konkurrenter i kapittel 2. Her vil det bli redegjort for generelle forhold i flybransjen, men også mer spesifikt om hvordan bransjens forhold til gjeld og konkurser er. Helt til slutt i kapittel 2 blir viktige makroforhold drøftet sammen med en kort introduksjon av Norwegian og de utvalgte konkurrentene. Kapittel 3 inneholder den strategiske analysen der eksterne og interne faktorer blir analysert ved hjelp av PESTEL, Porters Five Forces og VRIO-analyse. I kapittel 4, 5 og 6 blir det utført en regnskapsanalyse av både Norwegian og den utvalgte bransjen. Først blir de regnskapene over analyseperioden klargjort for en kreditororientert analyse, deretter blir de finansielle forholdstallene knyttet opp mot likviditet, lønnsomhet og soliditet både analysert og vurdert. I løpet av kapittel 7 blir klassiske konkursmodeller benyttet for å vurdere Norwegians konkurssannsynlighet. Modellene som blir brukt er Beavers, Altmans, Ohlsons og Zmijewskis konkursmodeller. En regnskapsbasert syntetisk kredittrating blir utført i løpet av kapittel 8, hvor enkelte finansielle forholdstall vil bli benyttet til å plassere Norwegian i en kredittklasse som vil bli brukt som et utgangspunkt i den endelige kredittklassen. Kapittel 9 vil inneholde den siste analysedelen. Her vil fremtiden til Norwegian bli vurdert og simulert ved hjelp av en Monte Carlo simulering. Den endelige kredittratingen av Norwegian vil bli konkludert i kapittel 10. Her vil analysene fra tidligere kapittel bli satt sammen til en endelig kredittrating. På bakgrunn av den endelige kredittratingen, vil eventuell ny gjeld vurderes med tanke på nye lånevilkår og kravsetting i kapittel 11. Helt til slutt i kapittel 12 vil konklusjonen bli presentert, samt at viktige hendelser som har skjedd etter informasjonsavgrensningen blir diskutert og vurdert. Rammeverket er illustrert i figur 1.1 nedenfor:



Figur 1.1 Rammeverk for kredittvurdering

1.4 Generelt om gjeldsfinansiering

Det er hovedsakelig to hovedkategorier når det kommer til finansiering. Selskaper kan velge mellom å finansiere virksomheten med eksklusivt egenkapital eller gjeld, eller mer vanlig, en kombinasjon av de to. Dette kalles selskapets kapitalstruktur og har potensialet til å påvirke hvordan selskapet drives med tanke på kostnader og risiko (Berk & DeMarzo, 2017, s.521). Denne oppgaven vil ikke fokusere på finansiering ved hjelp av egenkapital, men finansiering ved hjelp av gjeld.

Som nevnt tidligere har selskaper mulighet til å benytte seg av gjeld til å finansiere virksomheten. Gjeld fungerer slik at eksterne aktører tilbyr å låne penger til selskapet, i bytte mot å få betalt for risikoen långiveren tar på seg i tillegg til lånebeløpet. Det finnes flere typer gjeld som kan benyttes. Berk & DeMarzo (2017, s.898-907) kategoriserer gjeld inn i offentlig og privat gjeld. Offentlig gjeld er gjerne obligasjoner som utstedes i en markedsfunksjon og kan være både pantsatt eller ubeskyttet av eiendeler. Privat gjeld kan være private obligasjoner

som selges direkte til investorer, eller lån gjennom bank som kan for eksempel være syndikert eller knyttet opp mot forskjellige fasiliteter. Utover de typene gjeld som er nevnt, finnes det også gjeld som er knyttet opp mot nasjoner eller kommuner for å nevne noen. Gjeld kan også besitte opsjonsegenskaper for både selskapet og kreditoren.

Det forsket mye på kapitalstrukturer, men kanskje den største og mest kjente forskningen ble gjort av Miller og Modigliani (1958), heretter kalt M&M. De la fram en teori om hvordan gjeld påvirker egenkapitalen i et selskap med tanke på verdi og risiko. Det bør nevnes at M&M sin teori antar perfekte kapital markeder. Ved et perfekt marked mener man at investorer kan kjøpe og selge egenkapital til «fair value», det er ingen skatt eller transaksjonskostnader, og selskapets finansieringsvalg påvirker ikke kontantstrømmen til selskapet. Miller & Modigliani (1958, s.522-523) første proposisjon kom fram til at ved perfekte kapitalmarkeder vil ikke selskapsverdien påvirkes av gjeld. Grunnen til dette var at kontantstrømmen fra selskapet, uansett gjeld, er lik kontantstrømmen fra prosjektet, og derfor må verdien være den samme. Denne teorien er også kalt «Law of one price». Miller & Modigliani (1958, s.530-533) andre proposisjon sier at egenkapitalkostnaden øker når gjeldsandelen øker. Dette vil tilsi at den gjennomsnittlige kapitalkostnaden vil holde seg stabil, uansett finansiering, og dermed vil verdien av kontantstrømmene ikke endre seg. En av de største svakhetene med M&M teori er at de antar perfekte markeder som er vanskelige å komme over i praksis. I virkeligheten oppstår det ofte transaksjonskostnader, asymmetriske skatter og mange investorer har ikke tilgang til den samme informasjonen for å nevne noen problemer M&M møter på. En annen svakhet er at M&M teorien ikke tar hensyn til konkurskostnader, eller såkalt «bankruptcy cost». Dette er en kostnad som oppstår ved høye belåningsgrader, og betyr at konkursrisikoen øker. Denne risikoen vil investorer ta seg betalt for i den virkelige verden. I de fleste utviklede kapitalmarkeder er skattefordeler, i tillegg til billig finansiering, lagt til rette for at selskapene skal ta opp gjeld for å stimulere markedet. I dag kan selskaper skape noe som kan kalles et «skatteskjold» som reduserer beskatningen av selskapene på grunn av rentekostnadene, og dermed fungerer som en insentiv til å ta opp gjeld (Berk & DeMarzo, 2017, s.552-554).

1.5 Generelt om kravsetting av finansiell gjeld

I teorien kan kapitalverdi modellen benyttes til å fastsette et avkastningskrav på selskapets gjeld, men modellen fungerer dårlig i praksis på grunn av spesielle forhold ved gjeld og hvordan kostnader ved gjeld defineres (Frøystein & Johnsen, 1999, s.40). Generelt så vil kreditorer kreve lånerenter basert på faktorer som risikofri rente som fungerer som et minstekrav, en

risikopremie som skal kompensere kreditorer for konjunkturelle og ikke-diversifiserbar variasjon i mulige tap på enkelte lån, et tapstillegg som skal dekke forventede tap og til slutt eventuelle administrasjonskostnader ved utlån.

$$\text{Lånerente} = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{tapstillegg} + \text{adm. kostnader}$$

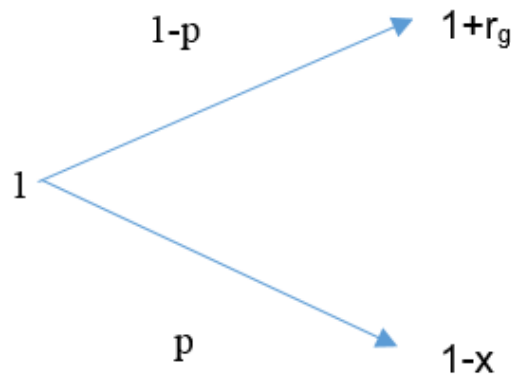
I denne oppgaven skal det derimot argumenteres for at risikopremien er som regel så liten og nærmest neglisjerbar i forhold til andre tillegg at den ikke trengs å tas hensyn til (Frøystein & Johnsen, 1999, s.40). Kapitalverdimodellen antar at risikopremien fastslås som gjeldsbeta (β_G) multiplisert med markedspremien (MP), og forklarer konjunkturelle svingninger i sannsynligheten for mislighold, samt størrelsen på misligholdet. Dette åpner opp for flere prinsipielle og praktiske problemer ved beregningen av selskapets gjeldsrisiko. Det første problemet er at kapitalverdimodellen antar en normalfordelt avkastning. En kreditors avkastning er derimot svært skjevt fordelt mot negative verdier. Den forventede kreditoravkastningen er som regel lik lånerenten og null sannsynlighet for at avkastningen blir større enn låne renten, samt små sannsynligheter for at det oppstår store tap. Tolkningen av gjeldsbeta blir derfor problematisk. Om disse problemene ikke er nok så oppstår det også problemer hvis eier- og kreditorinntekter beskattes ulikt. Alle disse problemene tilsier at bruken av kapitalverdimodellen på gjeld er lite anvendbar i praksis. Frøystein & Johnsen (1999, s.42-48) sin hovedpåstand er som nevnt tidligere at risikopremien for kreditorer er svært liten i forhold til andre tillegg i lånerenten. Hovedårsaken er at risikoen knyttet til kredittapets størrelse er svært liten i forhold til markedsrisikoen, og at svært mye av denne risikoen er bedriftsspesifikk som kan diversifiseres vekk. Dichev (1998, s.1132) argumenterer også for at risikoen for mislighold eller konkurs er stort sett avhengig av usystematisk risiko, som tilsier at konkursrisiko er urelatert til systematisk risiko. Det kan derfor antas at en kreditor vil spre sine utlån over flere bedrifter og bransjer. Derfor vil forskjellen mellom lånerenten og risikofri rente kunne være tilnærmet tapstillegget, som følge av en gjeldsbeta (β_G) lik null. Ut ifra denne utledningen så er lånerenten lik risikofri rente (r_f) tillagt ett tapstillegg (FT) og administrasjonskostnader (AK).

$$r_g = k_g + FT + AK = (r_f + \beta_G \times MP) + FT + AK$$



$$r_g = r_f + FT + AK$$

Modellen som benyttes til å fastsette lånerenten kreditorene kan kreve med tanke på risikoen knyttet opp mot Norwegian er en relativt enkel, men realistisk modell. Prinsippet bak modellen er at et selskap har en konkurssannsynlighet (p) og en overlevelsessannsynlighet ($1-p$), og en kreditor kan forvente å enten få lånerenten sin tilbake ($1+r_g$) eller en gitt gjenvinningsandel ($1-x$) betinget konkurs. En illustrasjon av modellen gitt en gjeld med 1-års løpetid er vist i figur 11.1 nedenfor.



Figur 1.2 Illustrasjon av avkastningsmodell for gjeld med 1-års løpetid. Modell fra Frøystein & Johnsen (1999).

Denne modellen kan også benyttes for gjeld med flere års løpetid. Dette forutsetter at det er et fravær av migrasjonsrisiko, som vil si at kredittkvaliteten ikke skifter kvalitet over tid. For at dette skal være oppfylt må sannsynligheten for mislighold være konstant og uavhengig, samt at gjenvinningsandelen også må holdes konstant. Dette vil føre til at sannsynligheten for mislighold vil øke eksponentielt over perioden, og lånerenten blir dermed svært sensitiv for endringer i misligholdsannsynligheten, spesielt ved høye sannsynligheter. Formlene ovenfor indikerer at tapstillegget vil øke med rentenivået, ceteris paribus, fordi avkastningskravet øker. En økende gjenvinningsandel vil derimot kunne redusere lånerenten da risikoen for at kreditoren ikke får tilbakebetalt andelen sin synker. Et lån som har en gjenvinningsandel lik 100 % vil være proporsjonalt med rentenivået da dette er en risikofri plassering, antatt et fravær av administrasjonskostnader (Saunders & Cornett, 2012, s.42).

2. Presentasjon av Flyindustrien

Dette kapittelet skal gi et helhetlig overblikk over flyindustrien. Her vil typiske karakteristikk for lønnsomhet, geografiske områder og forretningsmodeller innad i bransjen presenteres. Flybransjen er en kapitalintensiv bransje og er derfor sterkt avhengig av finansiering. Kapittelet vil således ta for seg luftfartsfinansiering og hvordan selskapene benytter gjeld som kilde til finansiering. Det vil også gis en kort presentasjon av de mer generelle makroforhold som påvirker bransjen. Norwegian og de komparative selskapene som benyttes som grunnlaget for sammenligning vil helt til slutt bli kort presentert, der fokuset er spesielt på hvordan Norwegian benytter seg av gjeld som finansieringskilde.

2.1 Et Overblikk

Flybransjen er en stor bransje som i 2016 transporterte 4,1 milliarder passasjerer og hadde totale inntekter lik USD 754 billioner. Bransjen har derimot lave marginer, som betyr at selskapene ikke sitter igjen med mye av inntektene etter alle fradrag. I 2016 var driftsmarginen 8,3 % og resultatmarginen 4,6 % globalt (IATA, 2017a, s.2). En beskrivelse av flyindustrien ifølge U.S General Accountability Office (2005, s.2) var at industrien er karakterisert av høye faste kostander, syklisk etterspørsel, intenst konkurranse og sensitiv for eksterne makrosjokk. Som følge av dette har industrien vært mer utsatt for svake økonomiske resultater og konkurser enn de fleste andre industrier.

Gjennom historien har det skjedd mange endringer i flyindustrien. Alt fra teknologiske gjennombrudd til endringer i lovverk og reguleringer. Det er derimot bransjens problemer med å skape reell profitabilitet som har vært konstanten gjennom historien (Morrison & Winston, S, 1995, s.3-5). På bakgrunn av dette har flere profilerte investorer som Warren Buffet og Richard Branson stemplet flyindustrien som en dårlig investering (NY Times, 2016).

Flyindustrien deles som regel inn i seks regioner: Afrika, Asia-Pacific, Midtøsten, Latin Amerika, Nord Amerika og Europa. Alle regionene har noen spesifikke karakteristikk som skiller de fra hverandre fra ett analytisk standpunkt. Nord Amerika og Europa er helt klart de regionene som er sett på som finansielt sterkest, mens på den andre siden er Afrika og Latin Amerika regnet som de svakeste regionene. Det Europeiske markedet er derimot ett av de hardeste markedene å konkurrere i på grunn av ett relativt fritt marked og høye regulatoriske kostnader som begge presser marginene nedover (IATA, 2017a, s.6).

Man kan også dele flybransjen inn i tre forretningsmodeller: Full-service (FSC), Lavkost (LCC) og Charter (CC) (Cento. A, 2009, s.18). Disse forretningsmodellene kjennetegnes ved forskjellige elementer og karakteristikk. Denne oppgaven vil ikke fokusere på CC modellen, da dette er noe utenfor Norwegian sitt marked. Generelt benytter FSCs og LCCs forskjellige forretningsmodeller for å posisjonere seg forskjellig i forhold til enhetskostnader og enhetsinntekt, også kalt yields. LCCs konkurrerer på et produkt/pris konsept basert på lave enhetskostnader og deretter lave yields ved å tilby et svært enkelt produkt som er strippet ned. FCS konkurrerer derimot på et produkt/pris konsept basert på høyere enhetskostnader og deretter høye yields ved å tilby et produkt av høy kvalitet.

FSC har historisk sett vært statlig eide flyselskap som har fungert som et flaggskip for nasjonal flyindustri. De har historisk tatt nytte av svært gode markedsforhold i en statlig regulert industri, men som følge av deregulering og økt privatisering har disse selskapene sett seg nødt til å forandre seg for å overleve. De kjennetegnes ved at de har høye operasjonelle kostnader, ekstensive rutenettverk gjennom store «hubber», komplekse distribusjonssystemer og en diversifisert flåte blant annet (Cento. A, 2009, s.18-19).

LCC er en konkurransedyktig forretningsmodell som har blitt mer vanlig de siste tiårene. Dette er en forretningsmodell som prøver å presse ned kostnadene så lavt som mulig slik at de har mulighet til å gi de billigste billettene til kundene. Noen kjennetegn på et lavkostselskap er som regel meget lave operasjonelle kostnader, ikke-diversifisert flåte, mange tilleggskostnader, point-to-point ruter og utnyttelse av såkalte «secondary airports». De generelle forskjellene mellom FSC og LCC er presentert i tabell 2.1 nedenfor:

<i>Lavkost flyselskap</i>	<i>Full-service flyselskap</i>
Generelt lav service før, under og etter reisen	Generelt høy service før, under og etter reisen
Raske «turnaround» tider	Trege «turnaround» tider
Homogen flåte	Heterogen flåte
Point-to-Point system	«Hub-and-spoke» system
Høyere sete-tetthet	Lav sete-tetthet

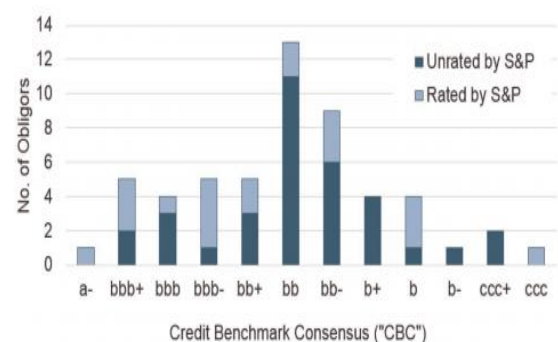
Sekundære og regionale flyplasser	«Hubber» og primære flyplasser
Fokus på direkte salg og distribusjon	Muligheter for direkte og indirekte salg og distribusjon

Tabell 2.1 Sammenligning av *LCC* og *FSC*

Credit Benchmark (2017), et kredittanalyse selskap, hadde i 2017 en analyse av flysektoren der de inkluderte 54 flyselskaper fra hele verden. De fant ut at selskapene hadde en gjennomsnittlig kredittrating på B+, der 34 av 54 selskaper hadde en langsiktig kredittrating utført av Standard & Poor's, mens de resterende ikke hadde det.

Resultatene fra analysen ga indikasjoner på at kredittrisiko er positivt korrelert med netto gjeld, og svakt negativt korrelert med produkt- og sikkerhetsrangeringer, samt at LCC generelt har lavere kredittrisiko enn FCC. At gjelden i flyindustrien har sikkerhet gjennom en selvstendig stat er ikke uvanlig. Bruken av EETC, kort for «Enhanced Equipment Trust Certificate»,

hvor for eksempel USA står som sikkerhet, er spesielt ment til å finansiere flyflåten til selskapene. Rapporten konkluderte med at bruken av denne typen gjeld reduserer kredittrisikoen til de enkelte selskapene. EETC blir forklart nærmere i kapittel 2.3.



Figur 2.1 Kredittrating i flybransjen (Credit Benchmark, 2017)

2.2 Airline economics

Flyindustrien er som flere andre industrier underlagt lover om tilbud og etterspørsel. Økonomisk teori tilsier at det bør være likevekt mellom tilbud og etterspørsel, men det er ofte vist at flybransjen lider av en likevekt i ubalanse. Begynner man med å se på tilbudet først, så er et problem i flybransjen at det er perioder med en stor overkapasitet. Dette kan forklares ved blant annet en syklisk etterspørsel, inventar som ikke kan varelagres, høye faste kostnader, lang leveringstid på fly (fly blir bestilt i gode tider, men blir levert i dårlige tider), og en reduksjon av kapasitet øker enhetskostnaden og dermed reduserer produkttilbudet. På den andre siden har man en etterspørsel som også kan variere mellom perioder og derfor vanskelig å estimere. Dette kan hovedsakelig forklares ved at den er svært syklisk og sensitiv for endringer i verdensøkonomien, teknologisk utvikling, forskjellig priselastisitet mellom flere segmenter og at flyreiser er sett på som en fungibelt gode (Dempsey, 2017, s.3-14). Som et resultat av

faktorene nevnt for både tilbud og etterspørsel, er ofte sammenhengen mellom de vanskelig å estimere, og derfor skapes det ofte en ubalanse. Neste er forholdet mellom kostnader og pris. Ideelt bør disse to faktorene krysse hverandre på et bærekraftig nivå, men i flyindustrien er det derimot svært ofte disse to krysser hverandre på et nivå som ikke er bærekraftig på lang sikt. Problemene med kostnadene i flyindustrien er at flyselskapene ikke klarer å dekke de allokerede kostnadene sine. Forklaringen for dette er hovedsakelig at bransjen er intensiv i form av kapital, arbeidskraft og regulering, men dette kan bli forklart litt nærmere økonomisk. Bransjen har disproporsjonale faste kostnader etter kjøp av fly, trening av mannskap og fastsetting av avganger, og dermed blir marginalkostnaden ved å legge til en ekstra passasjer lik null. Flyselskapene har også vanskeligheter ved å tillegge samlede kostnader for individuelle passasjerer ved nettverkskryssing (Dempsey, 2017, s.20-34). For å dekke de allokerede kostnadene, må prisen settes opp, men det viser seg at flyselskapene ofte tilbyr en pris som ikke vil kunne klare å dekke kostnadene over tid. Noen forklaringer på dette er at inntekten kommer før leveringen av produktet, og derfor klarer ikke selskapene å fange en skarp økning i kostnader. Passasjerer er som regel sensitiv for skarpe prisøkninger og i motsetning til transport av cargo, er ikke passasjerer nødt til å benytte seg av tjenesten og kan derfor stå over å reise. På lang sikt må flyselskapene dekke inn sine allokerede kostnader, eller gå konkurs (Dempsey, 2017, s.43-47). Faktorene nevnt i dette kapittelet forklarer til en viss grad hvorfor flybransjen sliter med lønnsomheten, og noen av de vil bli nærmere redegjort for senere i oppgaven.

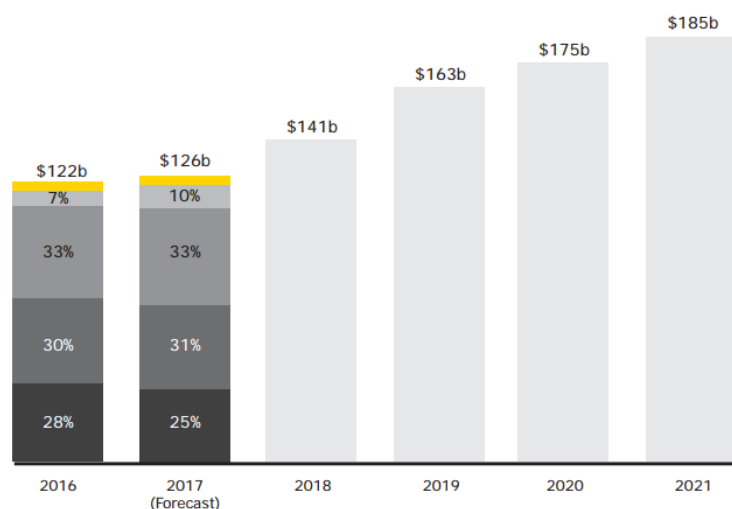
2.3 Luftfartsfinansiering og bruken av gjeld

Luftfartsfinansiering omhandler hovedsakelig hvordan fly- og leasingselskapene finansierer kjøp av kommersielle fly (EY, 2016, s.2). Behovet for luftfartsfinansiering har steget kraftig de siste årene som følge av den økte

etterspørselen etter flyreiser.

Volumet har mer enn doblet seg i løpet av de siste 15 årene som en respons av en voksende verdensøkonomi. I 2016, leverte Boeing og Airbus til sammen fly for rundt USD 122 milliarder, og denne verdien er ventet å øke til USD 185 milliarder innen 2021

(EY, 2017, s.2). Som vist av



Figur 2.2 Finansierungsbehov i flyindustrien 2016-2021 (EY, 2016)

figur 2.2 består luftfartsfinansiering hovedsakelig av tre kilder. Størst er bruken av bank, nært fulgt opp av henholdsvis kapitalmarkeder og kontanter. Det er også to marginale grupper bestående av eksportkreditt og leverandørstøtte. Historisk sett har bank vært den virkelige store finansieringskilden for flyindustrien, men i løpet av den siste tiden har utviklingen og bruken av innovative produkter i kapitalmarkeder gjort det slik at nye investorer har fått tilgang til å investere i flyindustrien. Myndigheters regulering av banker gjennom Basel IV har også ført til begrensinger for banker å finansiere flyindustrien gjennom nye kapitalkrav også videre. (EY, 2016, s.3). Formene for luftfartsfinansiering er som regel delt inn i to grupper, sikrede og usikrede lån. Sikrede lån har ofte selve flymaskinene som sikkerhet, mens usikrede lån som regel er selskapsobligasjoner som ikke er knyttet til noen form for eiendeler. I følge EY (2016, s. 6-7) er karakteristikken ved å investere i gjeld innenfor flyindustrien gitt som følger:

- Kontantstrømmene fra luftfartsgjeld har som regel en veldig stabil profil og lite volatilitet.
- Gjeld, spesielt EETC, har en veldig langsiktig kontantstrøm. En A-transje har en gjennomsnittlig levetid på 12 år.
- Sikkerhet i fleksible eiendeler som lett kan re-lokaliseres. Sikkerhet i fly som er relativt ny og moderne blir som regel lite påvirket av markedsstress.
- Investoren har en høy grad av regulatorisk beskyttelse gjennom ulike lovverk som beskytter selve kreditoren, men også som ser til at alle flyselskapene innretter seg etter bransjestandard i henhold til sikkerhet og miljø for å nevne noen.
- Høye gjenvinningsrater. Bransjen har generøse sikkerhetsordninger og regulatorisk beskyttelse. Historisk fra 1994 til 2014 har gjenvinningsrate på henholdsvis A, B og C-transjer vært 99,8 %, 96,1 % og 92,7 % (Aviation Finance, n.d).
- Gjeld blir hovedsakelig denominert i USD, men i løpet av de siste årene har det blitt utviklet produkter som blir denominert i andre valutaer. Dette kan være nyttig for investorer som ønsker å valuta-matche.
- Luftfartsfinansiering tilbyr investorer mer diversifisering i forhold til andre mer tradisjonelle aktiva.

En meget attraktiv finansieringsmetode som flyselskapene benytter seg av, og som regel er en stor del av finansieringen, er EETC finansiering. EETC er det samme som ETC, bare at ved EETC er gjelden brutt opp i flere transjer hvor hver enkelt transje har unike egenskaper som for eksempel prioritering ved mislighold og kredittrisiko. EETC blir utstedt av flyselskapene

direkte eller indirekte til investorer gjennom et såkalt *spesial purpose vehicle*, som fungerer som en eier av flyene som blir bestilt, og dermed unngår investorene insolvensrisiko. Denne typen gjeld er svært attraktiv for begge parter fordi den gir en større grad av beskyttelse for kreditorer enn tradisjonell gjeld. Den gir også fordelaktige prisingsmuligheter for utstederen på bakgrunn av en økt kredittrating (AWG, 2016, s.6). I følge Aviation Working Group (2016, s.7) er noen av karakteristikene ved EETC strukturer at de gir investorer lett tilgang til eiendelene som blir stilt som sikkerhet ved mislighold gjennom ulike lovverk og reguleringer. De sikrer også tilgang til likviditetsfasiliteter for kreditorene. Dette betyr at kreditorene har muligheten til å motta kuponger i perioden mellom mislighold og gjenoppretting av hovedstolen fra de sikkerhetsstilte eiendelene. En EETC struktur krever også at flyselskapene stiller med sikkerhet som har større verdi enn det utestående lånebeløpet. Dette er for å skape en buffer mot et nedgående marked og fallende eiendelsverdier. Sist men ikke minst er EETC strukturer delt i flere deler som kalles for transjer. Hver transje er unike produkter som har forskjellige betalingsprioritet som kan redusere førstetapsrisikoen da den skyver andre kreditorer med lavere prioritet ned på rangstigen. På bakgrunn av dette er hver transje knyttet opp mot en egen risiko, og dermed mottar de forskjellige kredittratinger fra kreditratingbyråene.

2.4 Konkurser i flyindustrien

I følge en studie gjennomført i 2005 av Government Accountability Office om flyindustrien hovedsakelig i USA, men også globalt, viste at konkurser er epidemisk i flyindustrien. Dette kan særlig bli forklart av langvarige strukturelle utfordringer og svake finansielle resultater (Government Accountability Office, 2005, s.12). Flyselskapene har historisk brukt konkursforhandlinger som en respons til press på likviditeten og som et verktøy til å reorganisere kostnadene sine. Studien viser derimot blandede resultater med tanke på om flyselskapene faktisk klarer å redusere kostnadene sine under konkursforhandlinger. Flyindustrien er karakterisert av intens konkurranse, høye faste kostnader, syklisk etterspørsel og eksponering mot eksterne sjokk. Dette har ført til at flyindustrien har høyere rater av konkurser enn de fleste andre industrier (Government Accountability Office, 2005, s.14). Konkursprosessen i flyindustrien er stort sett velutviklet, men kan fortsatt skape gnister mellom interessenter som ansatte og kreditorer. Generelt sett er også konkursprosesser i flyindustrien annerledes enn for de fleste andre industrier. Prosessene varer typisk lengre og resulterer som regel i likvidering av selskapet. Luftfart hadde en gjennomsnittlig prosessetid på 714 dager, sammenlignet med det totale gjennomsnittet på 518 dager (Government Accountability Office, 2005, s.22-24). Det ble ikke funnet noe som tilsier at konkursrammede flyselskaper skader

industrien som en helhet ved å skape overkapasitet eller underprising av konkurrenter. Det ble derimot funnet resultater som tilsier at likvidering kan føre til redusert kapasitet på kort sikt, men at kapasiteten øker relativt raskt tilbake til det normale. Til og med når dominerende flyselskap trekker seg tilbake fra en rute på grunn av likvidering eller endring av strategi, vil andre selskap utnytte muligheten til å ekspandere kapasiteten sin for å kompensere for det konkursrammede selskapet med liten eller ingen innvirkning på prisen (Government Accountability Office, 2005, s.27-28). Med få unntak har de fleste selskapene som har gått konkurs ikke klart å ta opp driften igjen som følge av konkursprosessen. Mange av fordelene med konkursprosessen går ut på at selskapet får beskyttelse fra kreditorer, men disse fordelene kommer med høye kostnader i form av kontrolltap over virksomheten og skadet forhold til ansatte, investorer og leverandører (Government Accountability Office, 2005, s.35).

2.5 Makroforhold

Flyindustrien er industri som kan være svært komplisert, og er utsatt for endringer i forskjellige makroforhold. Denne oppgaven vil fokusere på makroforhold som kan karakteriseres som politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske. Forholdene vil bli nærmere analysert i kapittel 3.2. Det kan også nevnes at flere av disse faktorene kan være knyttet nært opp mot hverandre, det kan dermed være at noen faktorer bør kategoriseres under flere kategorier. Det er derfor viktig å ikke tenke på disse faktorene som eksklusive for hver enkelt kategori.

Politiske og juridiske faktorer har en stor innflytelse på flyindustrien. Flyindustrien har historisk blitt strengt regulert av myndigheter med store eierandeler i selskapene (Salvanes, Steen & Sørgard, 2000, s.150). I de siste tiårene har derimot flyindustrien blitt mer og mer liberalisert, spesielt i Europa. Sett bort fra liberaliseringen er flyindustrien fortsatt under strenge regulatoriske krav og regler som de må etterfølge. Som for eksempel EU sin adopsjon av «freedoms of the air», regulering av statlig støtte og passasjerrettigheter (European Commission, 2017, s. 148).

Økonomiske forhold vil også kunne påvirke flyindustrien på lik linje som politiske og juridiske faktorer. Flyselskapene er avhengig av at kundene har et behov, samtidig som de har kjøpekraft til å reise. Flyselskapene er derfor eksponert for verdensøkonomiens sykluser, både opp- og nedgang. Noen av de mest signifikante kostnadspostene for et flyselskap er drivstoffpriser og personalkostnader. Dette åpner opp for eksponering mot oljeprisen og tilgangen på arbeidskraft.

I og med at flyindustrien er en meget kapitalintensiv bransje som krever store investeringer, så er finansiering et viktig element for en flyselskap. Dette åpner derimot opp for eksponering mot renteendringer og likviditetsproblemer (European Commission, 2017, s.22).

Flyindustrien er også påvirket av *sosiokulturelle* og *miljømessige* forhold. Dette kan bety at endringene i hvordan mennesker ser på flyreiser vil kunne påvirke flyselskapene positivt eller negativt. For eksempel kan slike faktorer være miljøhensyn, merkeloyalitet og holdninger om sosial status.

Teknologiske forhold er også svært viktig for flyindustrien siden det er en veldig teknisk bransje som krever mye av både hardware og software for å kunne etterfølge strengere krav til effektivitet, miljøhensyn og sikkerhet. Dette kan for eksempel være utvikling innen cyber security, automatisering og alternative energikilder.

2.6 Norwegian og Komparative Selskaper

Dette kapittelet skal gi en kort presentasjon av Norwegian og de sammenlignbare selskapene som benyttes som bransjegrunnlaget ved analyser senere i oppgaven. Damodaran mener at et sammenlignbart selskap er et selskap der kontantstrømmene, vekstpotensial og risiko er likt med det selskapet som analyseres (Damodaran, 2012, s.462-463). Disse kriteriene er derimot vanskelig å oppfylle i praksis. Bransjen som Norwegian skal sammenlignes med er valg ut i fra flere faktorer. Først og fremst er både lavkost- og fullservice selskaper inkludert i sammenligningen. Dette er fordi i dagens marked så opererer selskapene på de samme rutene der de kjemper om de samme kundene. Alle selskapene har sin hovedvirksomhet i Europa, der de blir eksponert mot de samme reguleringene og markedsforhold. I og med at dette er en kredittanalyse, er det også interessant å se på selskaper som har misligholdt gjelden sin eller gått konkurs. Oppgaven har derfor også inkludert Air Berlin som gikk konkurs i løpet 2017, men blir holdt ekskludert fra bransjen i analysene.

Stiftet: 1993

Land: Norge

Flyflåte: 149 fly (Boeing og Airbus)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 3,6 år



Figur 2.3 Norwegian logo (Norwegian, 2018a)

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 7,238 Milliarder

Grunnlagt i 1993 av nåværende administrerende direktør Bjørn Kjos, og er i skrivende stund det sjette største lavprisselskapet i verden med omlag 9000 ansatte og rundt 500 ruter til mer enn 150 reisemål i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Asia, Sør-Amerika og USA. I 2017 fraktet Norwegian over 33 millioner passasjerer. Ved enden av 2016 kunne Norwegian rapportere driftsinntekter på rundt NOK 26 milliarder og et årsresultat på rett i underkant av NOK 1,135 milliarder (Norwegian, 2018a).

Norwegian har ifølge de selv en av de yngste og grønneste flåtene i verden, som består av fly med en høy drivstoffeffektivitet som sparer miljøet og holder drivstoffkostnadene nede. NAS sin flyflåte består i dag av nesten 150 fly av merket Boeing 737-800, 737 MAX og 787 Dreamliner, og gjennomsnittsalderen på flåten er 3,6 år. De siste årene har Norwegian sin flåte vokst kraftig, og de har rundt 250 fly av typen Boeing og Airbus på bestillingslisten (Norwegian, 2018b). Norwegians markedsverdi var per 14.02.2018 lik NOK 7,238 milliarder (Bloomberg, 2018a).

Stiftet: 1985

Land: Irland

Flyflåte: 300 fly (Boeing)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 5,5 år

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 183,770 Milliarder



Figur 2.4 Ryanair logo (Ryan Air, 2018)

Et Irsk flyselskap som ble grunnlagt i 1985 og er i dag det største lavkost flyselskapet i Europa som frakter 131 millioner passasjerer per år fordelt på mer enn 2 000 daglige flygninger fra 205 destinasjoner i 33 land. Ryanair er et selskap som har vært svært fremgangsrik ved å implementere lavkostmodellen, da de er det første Europeiske flyselskapet til å frakte 1 milliard passasjerer. I løpet av 2016 kunne Ryanair rapportere en inntekt og et årsresultat på henholdsvis EUR 6 535 millioner og EUR 1 559 millioner (Ryanair, 2018a).

Ryanair sin flåte består utelukkende av Boeing 737-800. Som nevnt tidligere så hjelper dette Ryanair med å holde kostnadene lave. I dette øyeblikket har Ryanair en flåte bestående av 300

fly med en gjennomsnittsalder på 5,5 år. I et forsøk for å redusere gjennomsnittsalderen har Ryanair bestilt inn 183 nye Boeing 737-800, og de har en opsjon på nye 100 Boeing 737 MAX 200. Går denne utvidelsen etter planen, vil Ryanairs flåte være på 520 operasjonelle fly som er i stand til å frakte 160 millioner passasjerer per år (Ryanair, 2018b). Markedsverdien til Ryanair var per 14.02.2018 lik NOK 183,770 milliarder (Bloomberg, 2018b).

Stiftet: 1995

Land: Storbritannia

Flyflåte: 279 fly (Airbus)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 7,6 år

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 70,888 Milliarder



Figur 2.5 Easyjet logo (Easyjet, 2018)

Lavkostselskapet Easyjet ble stiftet i 1995 i Storbritannia og er i dag det største flyselskapet i Storbritannia, samt et av de største lavkostselskapene i Europa med over 10 000 ansatte verden over. Easyjet tilbyr kundene sine 802 ruter i hovedsakelig Europa, men de har også flygninger til Nord-Afrika. Ved enden av 2016 kunne Easyjet rapportere GBP 4 587 millioner i inntekter og et årsresultat på GBP 439 millioner (Easyjet, 2018a).

Flåten til Easyjet består av 279 fly av typen Airbus A319, A320 og A320neo. I tillegg til dette har Easyjet 98 Airbus A320neo på bestilling. Den gjennomsnittlige alderen på Easyjets flåte er 7,6 år. Easyjet har tidligere hatt en flåte bestående av Boeing fly, men som et følge av et ønske om å redusere utslipp og kostnader har disse flyene blitt faset ut til fordel for Airbus fly (Easyjet, 2018b). Markedsverdien av Easyjet per 14.02.2018 er lik NOK 70,888 milliarder (Bloomberg, 2018c).

Stiftet: 1946

Land: Skandinavia

Flyflåte: 164 fly (Boeing og Airbus)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 10 år

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 6,831 Milliarder



Scandinavian Airlines

Figur 2.6 SAS logo (Scandinavian Airline System, 2018)

Dette Skandinaviske flyselskapet ble grunnlagt i 1946, og er i dag det største flyselskapet i Skandinavia. SAS tilbyr over 800 daglige flygninger og frakter mer enn 29 millioner passasjerer per år til om lag 120 destinasjoner i Europa, USA og Asia. SAS er i dag medlem av Star Alliance som gjør det mulig å forlenge rutenettverket utover der de opererer og øker tilgangen til store «hubbene» (Scandinavian Airline Systems, 2018a). Markedsverdien til SAS er per 14.02.2018 lik NOK 6,831 milliarder (Bloomberg, 2018d).

Historisk har SAS vært et flaggskip for Skandinavisk luftfart der både Norske, Svenske og Danske myndigheter har vært eiere av selskapet. Gjennom økt privatisering har offentlig eierskap blitt redusert, men Skandinaviske myndigheter er fortsatt eiere i selskapet. SAS har historisk fulgt fullservice-modellen, men har over tid sett seg nødt til å endre forretningsmodellen for å kunne overleve til en mer lavkost tilnærming. I dag kan SAS sees på som en blanding av *FS* og *LC* der de leverer mer gratistjenester enn *LCC* men tar fortsatt betalt for noen ekstratjenester. Til tross for underskudd over flere år og endringsprosesser, ser det nå ut til at SAS har snudd trenden og blitt ett mer lønnsomt selskap (Scandinavian Airline Systems, 2018b).

SAS sin flåte er bestående av 164 fly av typen Boeing og Airbus, og alderen er relativt høy med en gjennomsnittsalder på 10 år. SAS har oppgitt at de bare har ett fly på bestilling, men de har akkurat gått gjennom deres største flåteoppgradering noensinne (Scandinavian Airline Systems, 2018c).

Stiftet: 1923

Land: Finland

Flyflåte: 67 fly (Airbus og Embraer)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 9,3 år

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 10,816 Milliarder



Figur 2.7 Finnair logo (Finnair, 2018)

The Finske flyselskapet Finnair ble grunnlagt i 1923 under navnet Aero. I dag tilbyr Finnair 17 ruter til Asia, fire ruter til USA og over 70 ruter i Europa. De har i dag rundt 5 000 ansatte. Ved enden av 2016 kunne Finnair rapportere inntekter lik EUR 2 392 millioner og et årsresultat på EUR 85,20 millioner (Finnair, 2018a). Markedsverdien av Finnair er per 14.02.2018 lik NOK 10,816 milliarder (Bloomberg, 2018f).

Finnair sin flåte består av 67 fly, som hovedsakelig er av typen Airbus A-3, men består også av Brasilanske fly av typen Embraer ERJ. Gjennomsnittsalderen på flyene er rundt 9,3 år (Finnair, 2018b).

Stiftet: 1919

Land: Nederland

Flyflåte: 119 (Airbus og Boeing)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 11,1 år

Markedsverdi 14.02.2018: N/A



Figur 2.8 KLM logo (KLM Corporate, 2017)

Dette nederlandske flyselskapet ble grunnlagt i 1919, og er det eldste flyselskapet i verden som fortsatt opererer under sitt originale navn. KLM flyr i dag til rundt 225 destinasjoner over hele verden og frakter rundt 30 millioner passasjerer hvert år. I 2016 genererte KLM rundt EUR 10 milliarder i inntekter og ansetter rundt 32 000 mennesker (KLM Corporate, 2017). KLM er eid av Air France-KLM gruppen, som for så vidt også eier Air France.

KLM sin flåte består av 119 fly av flere forskjellige flytyper. Flåten består hovedsakelig av Airbus A3-serien, samt Boeing 7-serien. Per i dag har KLM tre nye fly som er bestilt av typen

Boeing 787 Dreamliner. Flåten til KLM er relativt gammel med en gjennomsnittsalder på 11,1 år (Planespotters, 2018a).

Stiftet: 2004

Land: Spania

Flyflåte: 107 fly (Airbus)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 7,2 år

Markedsverdi 14.02.2018: N/A



Figur 2.9 Vueling Airlines logo (Vueling Airlines, 2017)

Vueling er et relativt ungt flyselskap som startet sin virksomhet i 2004, og har sitt hovedkvarter i Spania. Vueling tilbyr i dag mer enn 345 ruter til 137 flyplasser i Europa, Midtøsten og Afrika. I løpet av 2016 kunne Vueling rapportere inntekter på rundt EUR 2 milliarder og ett resultat på om lag EUR 14 millioner (Vueling Airlines, 2017).

Flåten til Vueling består av 107 fly som er bare av typen Airbus A3-serien. Det er også planlagt og bestilt fem fly. Gjennomsnittsalderen til flyflåten er på 7,2 år (Planespotters, 2018b).

Stiftet: 1926

Land: Tyskland

Flyflåte: 728 fly (Boeing, Airbus og Bombardier)

Gjennomsnittsalder flyflåte: 11,7 år

Markedsverdi 14.02.2018: NOK 116,467 Milliarder



Figur 2.10 Lufthansa logo (Lufthansa, 2018)

Lufthansa er et Tysk flyselskap som opprinnelig ble grunnlagt etter en sammenslåing av Deutsche Aero Lloyd og Junkers Luftverkehr, og er i dag Europas største flyselskap målt i antall fraktete passasjerer. I 2016 fraktet Lufthansa litt under 110 000 millioner passasjerer fordelt på over 1 million flyvninger. Den siste årsrapporten kunne vise til inntekter lik EUR 31,660

milliarder og et årsresultat på om lag EUR 1,776 milliarder (Lufthansa, 2018a). Markedsverdien til Lufthansa per 14.02.2018 var lik NOK 116,467 milliarder (Bloomberg, 2018f).

Flyflåten til Lufthansa består i dag av 728 fly med en gjennomsnittsalder på 11,4 år. Flåten består hovedsakelig av fly av typen Airbus og Boeing, men den inneholder også fly av typen Bombardier og Embraer. Lufthansa hadde en stor vekst i flåten sin i løpet av forrige år på 111 fly. Denne veksten skyldtes hovedsakelig konsolidasjonen med Air Brussels og kjøp av fly fra konkursrammede Air Berlin (Lufthansa, 2018b).

Stiftet: 1978

Land: Tyskland

Flyflåte: 387

Gjennomsnittsalder flyflåte: N/A

Markedsverdi 14.02.2018: Konkurs



Figur 2.11 Air Berlin logo (Air Berlin, 2017)

Air Berlin ble stiftet i 1978 av tidligere US-American og PanAm pilot Kim Lundgren. I løpet av 2016 fraktet Air Berlin om lag 29,9 millioner passasjerer til mer enn 135 destinasjoner rundt om i verden. Totalt hadde Air Berlin 8,481 ansatte. Etter flere års underskudd så gikk Air Berlin konkurs året 2017, men opererte i kort stund etter konkursen med støtte av Tyske myndigheter. Air Berlin var en gang det fjerde største flyselskapet i Europa (Air Berlin, 2017).

Flåten til Air Berlin besto av totalt 387 fly som hovedsakelig var av typen Airbus A3 modellene, men de tok også i bruk noen Boeing fly av typen 737 (Planespotters, 2018c).

2.7 Norwegians sin bruk av gjeld

Norwegian har de siste årene vært i stor vekst gjennom blant annet en historisk stor ordre på nye fly som ikke bare skal brukes i segmentet kortdistanseflyvninger, men også i Norwegian sitt nye satsingsområde, langdistanseflyvninger. Denne veksten har krevd et enormt finansieringsbehov fra Norwegian sin

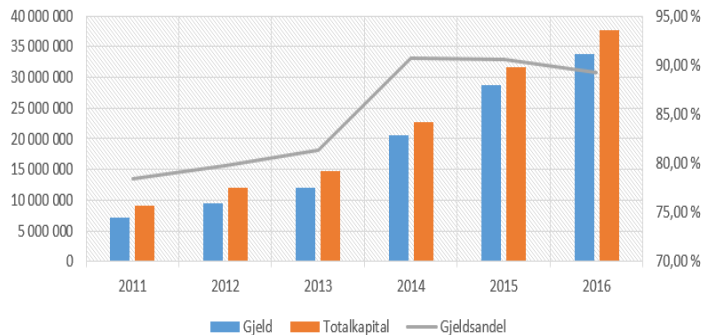
side, og da har gjeldsfinansiering vært en mye brukt kilde til kapital. Basert på årsregnskapet fra 2016, kan man få et oversikt over hvordan Norwegian er finansiert med tanke på gjeld. I slutten av 2016 var altså Norwegian

finansiert med 89 % gjeld totalt. Av denne gjelden var 60 % langsiktig, og

de resterende 40 % kortsiktig. At Norwegian har mer langsiktig gjeld enn kortsiktig gjeld er vanlig i kapitalintensive bransjer der man har mye anleggsmidler som skal finansieres. Norwegian sine viktigste eiendeler er blant annet flyene som enkelt kan stilles som sikkerhet ved langsiktige lån. En videre analyse av gjelden viser at hovedformålet med gjelden er å finansiere de viktigste eiendelene og kjernen av driften, altså flyene. Totalt så brukes om lag 70 % av gjelden til å finansiere flyene, hvor 92 % er langsiktig. Når det kommer til Norwegian og bruken av gjeld så kommer det fram i regnskapene at de bruker flere kilder til finansiering. Den langsiktige finansieringen består hovedsakelig av såkalte EETC og obligasjoner, som gjør opp nesten hele den langsiktige finansieringen av fly på henholdsvis 84 % og 16 %. Bruken av forhåndsfinansiering er derimot marginal. Dette forholdet gjenspeiler at EETC er en meget attraktiv finansieringsmetode for flyselskapene. På den kortsiktige siden av finansieringen tar Norwegian i bruk noen flere metoder i motsetning til den langsiktige finansieringen. Her bruker Norwegian EETC, forhåndsfinansiering av fly, obligasjoner og kredittfasiliteter på henholdsvis 39 %, 29 %, 25 % og 7 %. Det kan være verdt å merke at den kortsiktige delen av finansieringen av fly, som regel er langsiktig gjeld som forfaller om under ett år og er derfor blitt omklassifisert.

Som tidligere nevnt i dette kapittelet er en av karakteristikkene ved luftfartsfinansiering at kreditorene krever sikkerhet i form av eiendeler, og som regel er en stor del av sikkerheten satt i flyene som selskapene eier. Norwegian er ingen unntak. Gjennom årsregnskapene til Norwegian føres det opp hvilke typer eiendeler som er satt av som sikkerhet for de ulike

Utvikling i Norwegians bruk av gjeld



Figur 2.12 Utvikling i gjeld over perioden 2011-2016. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2016. Tall oppgitt i NOK 1000.

forpliktelsene. Den totale gjeldssummen som er sikret er på om lag NOK 19,54 milliarder, og denne gjelden er sikret av eiendeler som har en bokverdi på rundt NOK 22,87 milliarder. Dette er i tråd med at EETC strukturer krever at sikkerhetsverdien skal overgå låneverdien. Totalt sett tilsier dette at Norwegian stiller sikkerhet på rundt 58 % av gjelden sin, og at de stiller om lag 63 % av eiendelene sine som sikkerhet. Som forventet utgjør fly og flykontrakter mesteparten av eiendelene som stilles til sikkerhet, rundt 96 % av sikkerhetseiendelene er fly. Resterende eiendeler som stilles som sikkerhet er bygninger og aksjer i Norwegian Finans Holding ASA som Norwegian har eierskap i. På gjeldssiden er hele EETC gjelden sikret. At store eller hele EETC strukturer er sikret er et krav (AWG, 2016, s.6). De fleste obligasjonene Norwegian utsteder er på rundt 4 år og er som regel usikret. I følge årsrapport 2016 er bare 5,4 % av utestående obligasjonsverdier sikret.

År	2016	(%)
Sikret gjeld		
- Sikret obligasjon	224 364	1 %
- Kredittfasiliteter	325 000	2 %
- EETC	17 579 735	90 %
- Forhåndsfinansiering av fly	1 415 715	7 %
Sum sikret gjeld	19 544 814	100 %
Eiendeler stilt som sikkerhet		
- Forhåndskontrakter og fly	22 982 733	96 %
- Bygninger	268 270	1 %
- Aksjer i Norwegian Finans Holding ASA	615 949	3 %
Sum eiendeler stilt som sikkerhet	23 866 952	100 %
Differanse	-4 322 138	

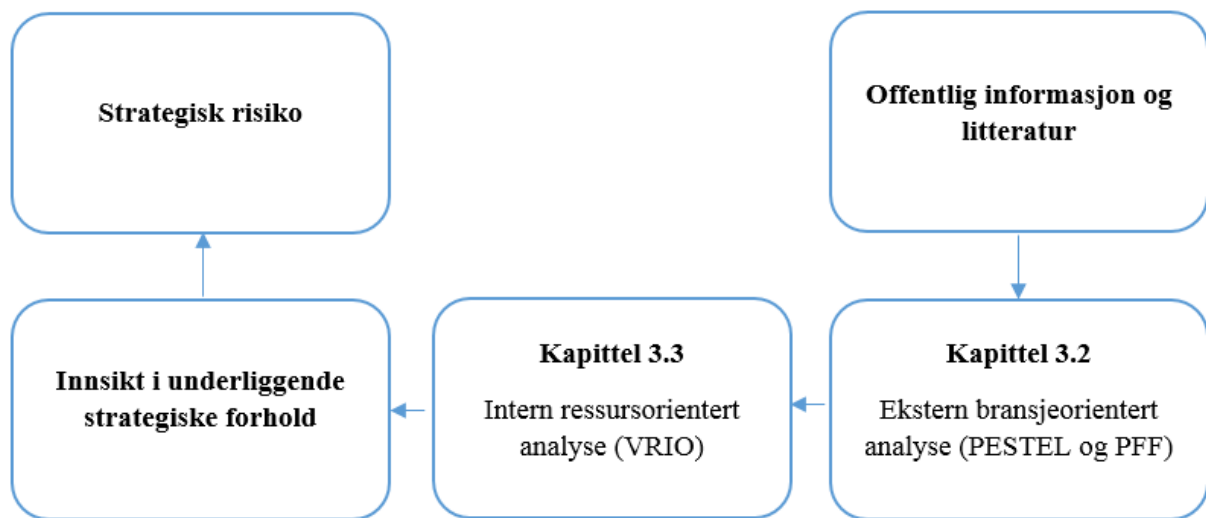
Figur 2.13 Norwegians usikrede og sikrede gjeld. Tall er oppgitt i NOK 1000.

Norwegian har over de siste årene tatt opp mye gjeld, og dette vil påvirke risikoen knyttet opp mot kreditten til Norwegian. Over analyseperioden har gjeldsandelen økt med en gjennomsnittlig vekstrate på rundt 2,63 % per år. Gjeldsandelen vil bli nærmere analysert i kapittel 7.

3. Strategisk Risikoanalyse

Dette kapittelet tar for seg den strategiske analysen av Norwegian. Denne analysen utføres for å få et bedre bilde av Norwegian sin strategiske posisjon i markedet, altså evnen til å generere en strategisk fordel, og risikomomenter som vil kunne påvirke Norwegian på gjelds- og lønnsomhetssiden.

3.1 Rammeverk for strategisk risikoanalyse



Figur 3.1 Rammeverk for strategisk analyse

Som første del av den strategiske risikoanalysen vil det gjennomføres en bransjeanalyse for å få innsikt i flybransjen og om den besitter en iboende strategisk fordel. En eventuell strategisk fordel vil si at flybransjen skaper en avkastning som er større enn avkastningskravet. Deretter vil det utføres en ressursanalyse for å avdekke ut om Norwegian sine ressurser gir de en strategisk fordel ovenfor konkurrenter i flybransjen. Dette vil si at ressursanalysen vil finne ut om Norwegian leverer høyere avkastning enn bransjen. Siden kreditorer er mest eksponert mot nedside, vil denne analysen legge mest vekt på nedsiderisiko. Det er derimot også viktig for kreditorer å se på opp-siden ettersom det gir et bilde av selskapets evne til å betjene gjeld i dag og i framtiden.

Rammeverket som brukes til å analysere bransjen er henholdsvis PESTEL og Porters Five Forces (PFF). PESTEL-analysen redegjør for makroforholdene som tidligere er nevnt i kapittel 2.2. PFF er et analyseverktøy som skal redegjøre for konkurransekraftene innad i bransjen, og

hvordan disse kan påvirke Norwegian. I ressursanalysen blir VRIO-rammeverket benyttet til å redegjøre for ressurser Norwegian innehar som kan gi de en strategisk fordel. For å oppsummere den strategiske risikoanalysen benyttes en SWOT-matrise for å gi en oversikt av styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene Norwegian står ovenfor.

3.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Norwegian, som alle andre selskaper, bør ikke bare ta hensyn til sin egen virksomhet, men også om hvordan de eksterne faktorene endrer seg og hvordan de vil påvirke virksomheten. Dette kapitlet vil prøve å drøfte ulike problemstillinger knyttet opp mot bransjen Norwegian opererer i. Vil ut i fra dette ta stilling til hvordan bransjen vil kunne påvirke Norwegian med tanke på risiko, og da spesielt kredittrisiko. Dette kapitlet vil hovedsakelig ta utgangspunkt i hvordan Standard & Poor's (2010) vurderer flyindustrien.

3.2.1 PESTEL-analyse

PESTEL-rammeverket er brukt for å analysere makroomgivelsene til et selskap og kan gi en bred oversikt over disse makroforholdene, og kan dermed være et viktig verktøy for å analysere konsekvenser av endringer i omgivelsene. Som nevnt i kapittel 2.2 kategoriserer PESTEL-analysen makroomgivelser inn i kategorier som politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljø og juridiske (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regner, 2014, s.35). Det er viktig å nevne at en PESTEL-analyse sjeldent er så omfattende at den dekker alle faktorene, men denne oppgaven skal prøve å dekke de viktigste faktorene og hvordan de vil kunne endre seg i framtiden. Johnson et al. (2014, s.37) påpeker at det er viktig å kartlegge de viktigste driverne i bransjen slik at man kan fokusere på dem.

I analysen er politiske og juridiske faktorer slått sammen til én kategori på grunn av den nære sammenhengen mellom dem. Det samme gjelder også for sosiokulturelle og miljømessige faktorer.

Politiske og juridiske forhold:

Liberalisering av Europeisk luftfartsindustri: Som nevnt tidligere har flyindustrien blitt regulert av offentlig myndigheter til en høy grad, både i forhold til operasjonelle reguleringer og gjennom eierskap der myndigheter sitter som store eiere. Rasjonalet bak denne reguleringen har vært at flyreiser er et offentlig gode der kunder og tjenester bør beskyttes fra konkurransekraftene, og for å ivareta nasjonale interesser. Derfor gikk de representative

myndighetene inn for å lage ett nasjonal flaggbærende flyselskap som nevnt tidligere. Denne tankegangen begynte sakte men sikkert å forsvinne da flere begynte å bli kritisk til regulering og økonomer argumenterte at en deregulering burde skje (Scharpenseel, 2001, s.93). De gjeldene reguleringene begrenset friheten til prising og produkt differensiering, som igjen begrenset kapasitetsvekst og ekskluderte nye aktører. En deregulering ville kunne skape fordeler for kundene gjennom lavere priser og mer produkt differensiering. Lavere priser gjorde det slik at flyselskapene måtte revurdere kostnadsstrukturen sin for å forbedre effektiviteten og produktiviteten, samt tvinge selskaper som ikke omstiller seg ut av markedet. Dereguleringen av flyindustrien i Europa førte til at det dukket opp flere nye aktører i markedet, blant annet Ryanair, og konkurransenivået økte slik at prisene falt.

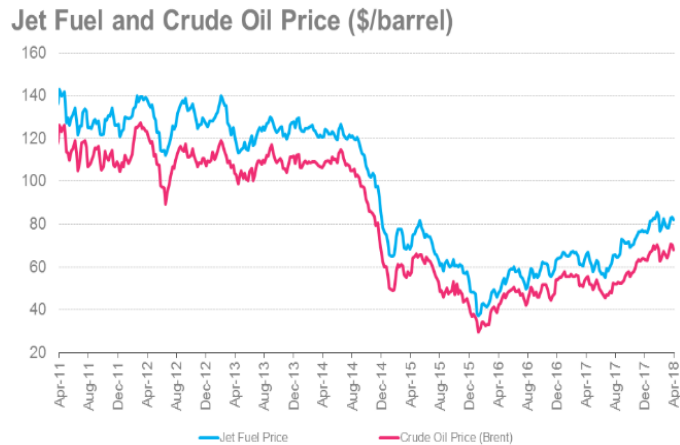
Til tross for liberaliseringen, har fortsatt myndigheter makt til å påføre flyselskapene store kostnader. Etter terrorangrepet 11.september 2001, har flyselskapene sett seg nødt til å bli underlagt sikkerhetstiltak som har ført til at bransjen har blitt mer kostbar (Clark, McGibany & Myers, 2009, s.75). Dyrere billetter og et større tidsbruk på flyplasser gjør alternativ transport attraktivt. Samtidig som økte sikkerhetstiltak presser ned bunnlinjen, så begrenser EUs regelverk flyselskapenes muligheter til å ta i bruk arbeidskraft utenfor EUs grenser. Dette er en stor ulempe siden flyselskapene konkurrerer som regel på en internasjonal basis og må dermed konkurrere med selskaper som har tilgang til arbeidskraft til en betydelig billigere penge (IATA, 2013). Reguleringer som beskytter kunder er også et faremoment for flybransjen. Økende rettigheter for kunder kan også bety høyere kostnader for selskapene, hvor selskapene kan bli pliktig til å blant annet kompensere losji og andre utgifter ved for eksempel kanselleringer og forsinkelser.

De politiske og juridiske forholdene er antatt å bli tildelt en høy risiko basert på faktorene nevnt ovenfor.

Økonomiske forhold:

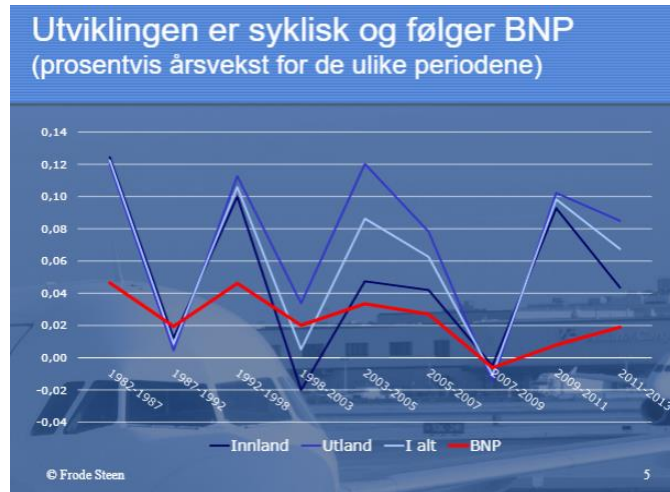
Noen av de viktigste økonomiske forholdene som kan påvirke flyindustrien er prisen på olje, BNP vekst og rentenivået. En de største operasjonelle kostnadspostene for et flyselskap er drivstoffkostnader, og denne posten er nært knyttet opp mot *oljeprisen* og dens utvikling. IATA (2017b) estimerer drivstoffkostnadene står for 17 % av de operasjonelle kostnadene for et flyselskap ved en pris

på 54,2 USD/Fat. Det er ventet at drivstoff vil kunne stå for 20 % av operasjonelle kostnader i 2018. Oljeprisen er som kjent veldig volatil og blir dermed et stort usikkerhetsmoment for flyselskapene. Oljeprisen vokste voldsomt fra rundt 20 USD/Fat til nesten 140 USD/Fat fra 2002 opp til finanskrisen, som førte til en nedgang til rundt 40 USD/Fat. Etter finanskrisen opplevde oljeprisen en solid oppgang til godt over 100 USD/Fat. Denne oppgangen var derimot kortvarig siden prisen falt dramatisk i løpet av 2014. I dag per 16.02.2018 er oljeprisen lik 64,43 USD/Fat. En lav oljepris representerer store innsparingsmuligheter for flyselskapene som vil kunne potensielt føre til kostnadskutt og økt kapasitet til å senke priser for å øke antallet passasjerer. I følge ALAFCO (2016, s.1-3) så vil ikke den lave oljeprisen føre til lavere investering i ny teknologi eller færre bestillinger på nye fly på lang-sikt. Dette på grunn av volatiliteten til oljemarkedet og faren for at oljeprisen vil øke igjen. I tillegg til lavere drivstoffkostnader, vil nye fly og teknologiske løsninger føre til lavere utslipp, reduserte vedlikeholdskostnader og en bedre kundeopplevelse. Men kanskje den viktigste muligheten en lav oljepris gir, er at nye fly kan brukes som en utvidelse av den allerede eksisterende flåten, og ikke en erstatning for gamle fly. Gamle fly vil kunne få en lengre levetid når oljeprisen er lav.



Figur 3.2 Korrelasjonen mellom prisen på drivstoff og olje (IATA, 2018)

Den generelle tilstanden til *verdensøkonomien* er også av viktighet for flyindustrien. I følge Steen (2016, s.5-6) har litteraturen lenge kommet fram til at konjunkturer i flybransjen og passasjervekst er bundet opp mot BNP konjunkturer. Altså øker flytrafikken med BNP, og følger syklusen til BNP. I Norge er det vist at utlandstrafikken har økt forholdsvis mest relativt til innlandstrafikken. Alt i alt så er det vist at 1 % økning i BNP gir en 2-3 % økning i all flytrafikk (Steen, 2016, s.6). Det er da viktig å indentifisere hva som driver konjunkturerne. I Norge er det primært oljeprisen som driver konjunkturer, men vekslingsforholdet mot Euro og USD vil også kunne fungere som drivere. I luftfarten er det en trade-off mellom en lav(høy) oljepris som vil gi lav(høy) BNP, men lavere(høyere) kostnader. Det vil si at en lav oljepris er dårlig for etterspørselen, men gode nyheter for kostnadene (Steen, 2016, s.9). Observasjonene til Steen støttes også av forskning som konkluderer med at inntektselastisiteten mot flyreiser er større enn én (Intervistas, 2007, s.4).



Figur 3.3 Korrelasjon mellom flybransjen og BNP (Steen, 2016)

Flyindustrien er en kapitalintensiv bransje og krever derfor store investering i hovedsakelig fly og teknologi. For å finansiere slike investeringer tar de fleste i bruk langsiktig gjeldsfinansiering som eksponerer de mot renteendringer. Helt siden finanskrisen har rentenivået i Europa vært historisk lavt (IMF, 2017, s.49). Disse omstendighetene har gjort det mulig for flyselskapene å ta opp store lån til gunstige renter. Norwegian har utnyttet denne muligheten til å bruke gjeld til å finansiere den historiske store bestillingen av fly (Financial Times, 2017).

Ifølge IMF (2018) er verdensøkonomien akkurat nå i en oppgangskonjunktur med jevn vekst som er forventet til å fortsette, i alle fall på kort sikt. Europa og Asia er verdensdeler som har vist spesielt mye opp-side som har overgått både utviklede og fremvoksende økonomier. Politisk ustabilitet blir sett på som en av de største risikomomentene for veksten, og da spesielt i Europa.

Basert på faktorene og effekten disse kan ha på bransjen, vil det være rimelig å tildele økonomiske forhold en høy grad av risiko.

Sosiokulturelle og miljømessige forhold:

Disse forholdene omhandler blant annet endringer i kultur og demografi (Johnson et al, 2014, s.35). En av de viktigste faktorene flybransjen står ovenfor er holdningsendringer blant den nye generasjonen, også kalt «millennials», når det gjelder blant annet merkevarelojalitet. I følge Barton, Haywood, Jhunjhunwala og Bhatia (2013) har millennials, som i likhet med den tidligere generasjon, stor grad av merkelojalitet for enkelte produkter og industrier. Millennials avviker derimot fra forrige generasjon når det gjelder merkevarelojalitet til flyselskaper. Barton et al. (2013) mener dette kan ha noe med at flyreiser blir sett på som ett standardisert og homogent produkt der forskjellene er marginale. Dette fører til flyselskapene må være mer prisbevisste for å vinne over millennials som differensierer på pris og som allerede i stor grad benytter seg av prisportaler for å finne de billigste reisene. Det er ventet at millennials allerede vil utgjøre flybransjens største segment innen 2020.

I følge Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) produserer flybransjen rundt 2 % av verdens mandat for karbonutslipp, men til tross for stor passasjervekst har flybransjen klart å redusere utslippet relativt til passasjerveksten takket være investeringer i ny og mer miljøvennlig teknologi (IATA, 2016, s.5). Norske flyselskap er per i dag under EUs kvotesystem der det blir satt en pris på klimagassutslipp fra flygninger i Norge og EU (Miljødirektoratet, 2009). Dette har som hensikt å begrense luftfartens miljøutslipp, samt skape insentiver for å modernisere og investere i miljøvennlig flyteknologi. Per i dag er det vanskelig si noe om høyere avgifter og skatter, men det kan tenkes at dette kan bli en realitet i framtiden. Det er også muligheter for at det utvikles alternative energikilder som vil kunne substituere dagens flybensin på lang sikt.

På grunnlag av faktorene nevnt ovenfor så konkluderes det med en lav/medium risiko knyttet opp mot sosiokulturelle og miljømessige forhold.

Teknologiske forhold:

Flybransjen er en teknologisk bransje som krever nye løsninger for å effektivisere driften og vinne over kunder i et meget konkurranseutsatt marked. Nye fly vil både kunne fly mer effektivt, øke komforten ved reise og samtidig møte strenge miljøkrav som er essensiell for driften. Samtidig som flybransjen bør tenke på sin egen teknologiske utvikling, burde de også tenke på den teknologiske utviklingen hos alternative framkomstmuligheter som for eksempel tog, buss og bil. Disse alternative framkomstmetodene er nok ikke en så stor trussel på lengre

distanser, men de vil kunne utgjøre en trussel på de kortere distansene hvis de kan utfordre flyselskapene på pris, effektivitet og komfort gjennom teknologisk innovasjon.

Måten mennesker kommuniserer på via teknologi vil også kunne ha en negativ effekt på flybransjen. Teknologien har gitt mennesker muligheten til å kommunisere med hverandre på en effektiv måte uansett hvor lang distanse det er mellom partene. Dette er spesielt viktig for forretningsreisende som har mye møteaktiviteter verden over. Mennesker og selskaper vil nødvendigvis ikke se nyttheten å sende representanter på møter via fly når man kan ha et like effektivt møte via internett. Det kan tenkes at dette er en utvikling som er vanskelig for flyselskapene å jobbe mot, og kan potensielt redusere det viktige segmentet «forretningsreisende». Det er dog ikke forventet at dette vil kunne ha stor innvirkning på kort sikt.

På bakgrunn av drøftingen av de teknologiske faktorene er det rimelig å anta en lav/medium teknologisk risiko.

3.2.2 Porters Five Forces

For å kunne analysere Norwegian sin strategiske posisjon i henhold til den interne konkurransesituasjonen i bransjen, benytter denne oppgaven en PFF-analyse. Denne typen analyse legger vekt på å analysere nye aktører, substitutter, rivalisering og forhandlingskraften til både kunder og leverandører. Hvis disse kreftene har lav påvirkningskraft vil det generelt si at Norwegian er i en sterk strategisk posisjon, men er derimot påvirkningskraften sett på som høy, er Norwegian sin strategiske posisjon ansett som svak (Porter, 1979, s.25-27).

Nye aktører:

Hvor lett det er å trenge inn i en industri påvirker graden av konkurransen innad i industrien. Jo større trussel for at nye aktører trer inn i industrien, jo verre er det for de selskapene som allerede opererer i industrien. En attraktiv industri har høye barrierer som hindrer nye aktører å tre inn i markedet. Noen eksempler på barrierer er stordriftsfordeler, erfaring, tilgang til distribusjonsnettverk, konkurransehemmende lovverk og rovprising (Johnson et al, 2014, s.44).

Tilgang på flyplasser: Den begrensende tilgangen på flyplasser har lenge vært et problem for flyindustrien i Europa, hvor de største nasjonale flyselskapene som regel har hatt den beste tilgangen (European Commission, 2000, s.3). Dette har ført til at de små flyselskapene har hatt problemer med å etablere seg. For å bekjempe dette problemet har EU siden den gang lagt fram

et lovverk som har til hensikt å regulere allokeringen av tilgangen på flyplasser på bakgrunn av den store veksten i flyindustrien. Lovverket baserer seg på at flyplassene skal allokere plasser på en transparent, nøytral og ikke-diskriminerende måte (European Commission, 2000, s.9). En undersøkelse gjort av European Commission (2000, s.23-24) viser også at Europeiske flyselskaper er generelt fornøyde med lovverket, men det er fortsatt noen problemer der enkelte flyselskaper har mer rettigheter enn andre på de store flyplassene. Det er derimot mulig å anta at dette ikke er et så stort problem for LCC siden de som regel ikke benytter seg av store «hubber», men heller sekundære flyplasser der konkurransen er noe mindre.

Rovprising: Denne barrieren baserer seg på at allerede eksisterende selskaper i en industri presser ut nye aktører ved å midlertidig senke prisene til et svært lavt nivå, slik at de nye aktørene ikke har mulighet til å matche prisen. Nye aktører har som regel ikke kapital nok til å overleve slike priskriger og vil dermed trekke seg ut av markedet. I en kontekst av flyindustrien vil rovprising som regel gjelde når LCCs prøver å etablere seg på en rute der det allerede opererer FSCs. Da kan FSC selskapet senke prisene til et så lavt nivå at LCC selskapet ikke klarer å matche prisene. Teoretiske modeller har ofte problemer med å inkludere rovprising siden de er statisk av natur, og kan dermed ikke fange opp rovprisingsoppførsel som er basert på et dynamisk marked. Klassisk rovprisingsteori tilsier at etter hver priskrig, så følger det med en periode der selskapet som driver med rovprising setter opp prisen for å hente seg inn igjen. Denne økningen i pris vil føre til en ny runde med nye aktører som trer inn i markedet og igjen fører til en ny runde med priskrig (Church & Ware, 2000, s.645-646). Denne teorien tar derimot ikke med effekten av blant annet merkevareskade, finansielle ressurser og asymmetrisk informasjon. Det kan tenkes at disse variablene kan være vanskelig å måle, det er derfor vanskelig å si noe om enkelte prisstrategier vil ha en effekt på konkurransen på lang sikt, eller om rovprising bare er ett tegn på sunn konkurranse. Det er med tanke på flyindustrien svært vanskelig å si noe om rovprising på grunn av en konstant dynamisk evolusjon fra regulering til deregulering av bransjen og allianser som Star Alliance som har begynt å operere som LCCs (Morrison, 2004, s.87-95). Flyindustrien i Europa går under EUs regelverk kalt «Treaty of Rome» som omhandler konkurranse og fair trade. Rovprising havner da også under dette lovverket. Gjennom de siste to tiårene har det vært rettsaker med store selskaper som har blitt anklaget for rovprising, blant annet AKZO og Tetra Pak. Utfallet av disse rettsakene var at de ble funnet skyldig i ulovlig rovprising (Grout, 2001, s.1-2). Disse utfallene viser at det er et fungerende lovverk som beskytter nye aktører for utpressing, og det vil derfor antas at flyindustrien har et funksjonelt lovverk som beskytter nye aktører.

Stordriftsfordeler: I følge tidligere forskning gjort av White (1978, s.573) er ikke naturlige monopoler og stordriftsfordeler et problem i flyindustrien når man ser på industrien som en helhet. Dette gjelder også hvis man ser på populære by-par som London-Dubai. Han konkluderte med at det er umulig å utnytte stordriftsfordeler fra teorien i en liberalisert flyindustri. Dette ville ha vært å benyttet store fly der gjennomsnittskostnaden per passasjer er mindre enn i et lite fly, og samtidig redusere avganger for å maksimere load-faktoren. Dette kan derimot vise seg å være svært vanskelig å få til, spesielt i by-par som London-Dubai, der det kreves høy avgangsfrekvens for å møte kundenes behov. Stordriftsfordeler er derfor ikke en stor inngangsbarriere i flyindustrien.

På grunnlag av faktorene ovenfor vil det være rimelig å anta at nye aktører utgjør en høy grad av risiko.

Kundenes forhandlingskraft:

Hvis kunder har stor forhandlingskraft er det mulig for de å kreve lavere priser eller økt kvalitet, som begge vil føre til redusert profitt. Kunder vil mest sannsynlig ha stor forhandlingskraft i en industri der det er en høy konsentrasjon av kjøpere, lave byttekostnader og/eller der kunder kan bli selvforsynt. En industri er attraktiv der kunder har en lav grad av makt (Johnson et al, 2014, s.46).

Kunder har historisk hatt liten makt over flyindustrien. Kundene har vært lite konsentrert og hatt lite valg når det kommer alternative reisemetoder. Endringer i kultur og teknologi har derimot endret på maktforholdet mellom kunder og flyselskapene. Holdningsendringene til såkalte millennials sammen med prisportaler som kan bearbeide store mengder av data for å finne de billigste prisene, har gjort det veldig lett for kunder å finne de beste tilbudene blant de fleste aktørene. Denne utviklingen har lagt press på flyselskapene til å holde prisene lave og transparente. Det er heller ingen byttekostnader ved å bytte flyselskap som regel, som igjen gir kundene mer makt (Palepu, Healy & Peek, 2016, 52).

På grunnlag av faktorene nevnt ovenfor så konkluderes det med en høy grad av risiko knyttet opp mot kundenes forhandlingskraft.

Leverandørenes forhandlingskraft:

Leverandører er de som forsyner selskapet med det den trenger for å produsere produktet eller tjenesten selskapet leverer. I tillegg til råvarer som metaller og olje, kan dette også være

arbeidskraft eller kilder til finansiering. Faktorer som bestemmer leverandørenes grad av forhandlingsmakt kan som regel spores til konsentrasjonen av leverandører, høye byttekostnader og muligheter for leverandører til å kutte ut kjøpere som mellomledd. En industri er mer attraktiv jo lavere grad av makt leverandørene besitter (Johnson et al, 2014, s. 46). Et eksempel på høy grad av forhandlingsmakt i flyindustrien er forholdet mellom flyselskapene og reisebyråer. I stedet for at flyselskapene skal selge billetter gjennom reisebyråer, kutter mange ut reisebyråene som mellomledd og heller selger direkte til kundene.

Flyprodusenter: Som nevnt tidligere skaper en høy konsentrasjon av leverandører en høy grad av forhandlingsmakt på leverandørenes side. I flyindustrien er disse omgivelsene høyst relevant, hvor det bare er to selskaper som kan betegnes som de virkelige store selskapene innen flyproduksjon, Airbus og Boeing. Leverandørene øker også makten sin ved at de leverer produkter som flyselskapene ikke kan substituere, altså fly. Introduksjonen av nye forretningsmodeller som fokuserer på kostnadsbesparing, sammen med implementeringen av opsjonsbestillinger har gjort det slik at flyprodusentene har måtte omstille seg for å overleve. Flyprodusentene har dermed gitt fra seg deler av makten ved å støtte opp under de nye forretningsmodellene. Dette kan vises gjennom flere eksempler på at både Boeing og Airbus har sett seg nødt til å gi store rabatter for å få gjennom salg av flyene sine og tilbyr finansieringsplaner til fordel for kundene sine (Cameron & Wall, 2017).

Flyplasser: Leverandørrollen flyplassene har for flyselskapene er ikke bare å stille med ledige plasser, men også tilby tjenester som ground-handling, navigering og sikkerhet for å nevne noen. Som nevnt tidligere reduserer LCCs flyplasskostnadene ved å ta i bruk sekundære og regionale flyplasser der trafikken er lavere enn ved store «hubbene». Det bør også nevnes at LCCs ikke krever like mye av flyplassene som FSCs, og dermed gjør de seg mindre avhengig av flyplassens tjenester. Flyplasser klarer ofte ikke å tilrettelegge for begge forretningsmodellene, det er derfor en ofte ser at store flyplasser ikke velger å gjøre forretninger med LCCs og skaper en «push» effekt mot små flyplasser. Flyselskapene har derimot mer makt når det kommer til kontraktforhandling. Dette er hovedsakelig siden flyselskaper, i likhet med shippingsleksaper, har en virksomhet som ikke er bundet fast på et geografisk område. De har mulighet å flytte virksomheten sin fra flyplass til flyplass uten store problemer eller hindringer hvis betingelsene er for dårlige.

Ut ifra det som er nevnt ovenfor blir en middels risiko knyttet opp mot leverandørenes forhandlingskraft.

Substitutter:

Substitutter er produkter eller tjenester som tilbyr like fordeler til en industris produkter eller tjenester, men har noen forskjellige nøkkelkarakteristikker. For eksempel så kan aluminium erstatte stål i bilindustrien. Substitutter kan redusere etterspørselen for et spesifikk produkt/tjeneste som blir byttet ut med det nye substituttproduktet. Det er derimot ikke bare utbyttingseffekten som er en trussel, men substitutter vil også kunne sette et tak på hvor høy pris man kan kreve i en industri. To viktige punkter å tenke på når man snakker om substitutter er pris/kvalitet forholdet og hvorvidt substituttene kommer utenfra industrien. Jo lavere trusselen er fra substitutter, jo mer attraktiv er industrien (Johnson et al, 2014, s. 45). Det er gjort svært lite forskning på alternative framkomstmidler relativt til fly når det gjelder bil, buss og privateid luftfart. Denne oppgaven vil derfor ikke gå inn på disse metodene, men heller fokusere på framkomstmetoden som har blitt forsket mye på som alternativ til fly, høyhastighetstog.

Høyhastighetstog: Av alle framkomstmidlene, så er høyhastighetstog kanskje den metoden som er den største trusselen for flyindustrien. I Europa har nå TGV og Eurostar etablert høyhastighetstoglinjer mellom de store Europeiske byene og vil nå kunne utfordre flyselskapene på enkelte ruter (Bloomberg, 2018g). Feldman (1998) motargumenterte bekymringene om at tog vil kunne ta over for fly ved bare 2-3 % av flyindustrien er eksponert mot trusselen fra tog. Dette er på grunn av flere faktorer som lengden på rutene, geografisk område og befolkning ved enkelte ruter ikke tillater lønnsomme togreiser. I et forsøk på å se om tog faktisk kan erstatte fly på enkelte strekninger, bør man sammenligne faktorer som tidsbruk og kostnad med hverandre på de store Europeiske strekningene. I følge tall fra Bloomberg (2018g) kan man se at fly som regel er raskere og/eller billigere enn tog. Unntaket er ruten mellom Paris-Lyon der toget både er raskest og billigst. Det er derfor antatt at den kortsiktige trusselen fra høyhastighetstog er lav.

Basert på drøftingen ovenfor så konkluderes det med at substitutter utgjør en lav risiko på kort sikt for Norwegian.

Rivalisering:

Rivalisering omhandler konkurransesituasjonen mellom selskapene i bransjen og hvordan den påvirker risikoen til Norwegian. Faktorer som balanse mellom konkurrenter, industrivekst, høye faste kostnader og utgangsbarrierer og lav differensiering vil som regel forklare graden av

rivalisering innad i en industri. Jo mer rivalisering det er innad i en industri, jo mindre attraktiv er industrien (Johnson et al, 2014, s. 41-44). Det er viktig å skille mellom rivalisering og substitutter. Rivaliseringen mellom British Airways og Air France er et eksempel på rivaliseringsrisiko, mens et høyhastighetstog utgjør en substituttsrisiko.

I løpet av de siste tiårene har rivaliseringen innad i flyindustrien økt som følge av EUs liberalisering av flyindustrien. Flyselskapene, spesielt etter LCCs entret markedet, prøver å få prisene så lave som mulig for å kunne overleve på lengre sikt. Denne oppgaven velger å splitte opp rivaliseringen i to deler. Konkurransen mellom LCCs og FSCs, og konkurransen innad i LCC markedet.

LCC vs. FSC: Introduksjonen av LCCs har endret markedet for FSCs, som har blitt nødt til å omstille seg etter markedsforholdene. En studie som ble utført i 2012 viste at inntredelsen av LCCs i Europa førte til en generell nedgang i flypriser, hvor FSCs reduserte prisen sin med EUR 32 i gjennomsnitt (Alderighi, Cento, Nijkamp & Rietveld, 2012, s.232). FSCs som tidligere har blitt beskyttet av offentlige myndigheter, er nå nødt å matche LCCs på pris eller levere ett bedre produkt gjennom overlegen service. I følge en studie fra 2004 av Franke (2004), har etterspørselen på flyreiser firedoblet seg etter at Ryanair entret Dublin-London ruten, samtidig som markedsandelen til British Airways og Air Lingus falt. Yelden falt også så mye som en fjerdedel. Dette indikerer at den makroøkonomiske «villigheten til å betale» for flyreiser har holdt seg stabil (Franke, 2004, 16-19). Dette er tegn på det kan være en høy grad av rivalisering mellom LCCs og FSCs. Som nevnt tidligere har LCCs en kostnadsfordel når de flyr point-to-point ruter der de unngår mellomlandinger. Norwegian flyr hovedsakelig point-to-point så det er forventet at Norwegian vil holde på en strategisk fordel over FSCs på de fleste ruter, i form av en kostnadsfordel (Dempsey, 2017, s.37). Tradisjonelt så har FSCs benyttet seg av lojalitetsprogram som en kilde til differensiering, og da spesielt fra LCCs, der kundene oppbygger seg fordeler gjennom å benytte seg av samme flyselskap over lang tid. En studie gjort av Tomova & Ramajova (2014) påpeker derimot at denne tendensen har blitt mindre, da også LCCs også har begynt å ta i bruk slike lojalitetsprogram for å tiltrekke seg kunder og deretter beholde dem. I en perioden mellom 2005 og 2013 hadde de registrert så mye som elleve nye Europeiske LCCs som hadde implementert en form for lojalitetsprogram inn i forretningsmodellen sin (Tomova & Ramajova, 2014, s.793). Dette resultatet var i tråd med Klopheus, Conrady & Fichert (2012) sine argumenter at den økte konkurransen i flymarkedet blant annet har ført til en re-evaluering av forretningsmodellen til LCCs, hvor flere og flere har begynt å bruke lojalitetsprogram som en differensieringskilde. Denne implementeringen av

slike lojalitetsprogram av LCCs kan tolkes som hybridiseringsmodell der selskapene prøver å finne en blanding av både FSC og LCC. På bakgrunn av dette forventes det at konkurransen mellom FSC og LCCs vil ta seg opp i løpet av de neste årene.

LCCs vs. LCCs: Introduksjonen av LCCs har ikke bare økt konkurransen for FSCs, men også konkurransen mellom LCCs har også økt kraftig (Pitfield, 2008). Norwegian konkurrerer med flere LCCs på forskjellige ruter rundt omkring i Europa, og sammen med trusselen om stadig flere aktører danner dette en høy grad av rivalisering mellom LCC markedet. Som tidligere nevnt blir flyreiser, spesielt for LCCs, sett på som et homogent produkt. Derfor er prisingen svært viktig differensieringskilde for de fleste LCCs, dette fører til at prisene presses svært lavt. Som en respons på dette prøver nå flere LCCs å differensiere seg fra hverandre på andre måter, blant annet gjennom lojalitetsprogrammer. Dette kan presse marginene til lavkost selskapene ytterligere i framtiden hvor LCCs kjemper om markedsandeler.

Basert på faktorene nevnt ovenfor blir rivalisering tildelt en høy grad av risiko.

3.3 Intern ressursorientert analyse

For å analysere ressursene til Norwegian, og finne ut om de besitter en strategisk fordel relativt til konkurrentene sine, benytter denne oppgaven seg av en VRIO-analyse. Denne analysen ser på ressursene til Norwegian i forhold til konkurrentene, og vurderer ressursene opp mot fire kriterier (Johnson et al, 2014, s.76).

- Verdi (Value): Ressurser som skaper verdi for kundene og hvis, bare hvis, den generer høyere inntekter eller lavere kostnader eller begge deler.
- Sjelden (Rarity): Ressurser som er eid av ett eller få selskaper.
- Imiterbare (Imitable): Ressurser som konkurrenter finner vanskelig eller kostbart å imitere eller lage substitutter for.
- Organisert (Organized): Er selskapet organisert slik at det kan utnytte og støtte ressursene på en god og effektiv måte.

Flyflåte: Flåten til Norwegian er som tidligere nevnt en av de yngste og mest miljøvennlige flåtene i bransjen. Flåten består av nesten 150 fly av typen Boeing og har en gjennomsnittsalder på 3,6 år. Norwegian vil også utvide flåten sin ytterligere med nesten 250 fly, som igjen vil redusere gjennomsnittsalderen ytterligere. Denne bestillingen vil bestå av fly fra både Boeing

og Airbus. Det skal også nevnes at tilgangen på fly også er begrenset, og at en stor bestilling fra Norwegian kan resultere i en redusert tilgang til fly for konkurrenter.

En av ressursfordelene Norwegian har er at flåten er relativt moderne med en lav gjennomsnittsalder. En moderne flyflåte vil kunne føre til flere strategiske fordeler ovenfor konkurrentene i form av kostnadsbesparelser, overlegen kundeopplevelse og posisjonering for eventuelle reguleringer og krav. Nye fly er som regel mer effektive når det kommer til drivstofforbruk og vedlikehold. Dette åpner opp for store kostnadsbesparelser da drivstoff og vedlikehold er store kostnadsposter i Norwegian sitt regnskap og sett i lys at marginene er så lave i flyindustrien er kostnadsbesparelser svært viktige. En moderne flyflåte vil også kunne levere en overlegen kundeopplevelse gjennom lyd stille kabiner, design og løsninger innad i kabinen. Å vinne over kunder, som har stor forhandlingskraft, er svært viktig i flyindustrien. Hvis Norwegian klarer å levere lave priser, men samtidig også levere overlegen kundeopplevelse i forhold til konkurrentene, vil Norwegian kunne besitte en stor strategisk ressursfordel. Sist men ikke minst gir en moderne flyflåte Norwegian muligheten til posisjonere seg for framtiden. Det kan være nye regulatoriske retningslinjer, etterspørselsvekst eller miljøhensyn som må tas i betraktning. På den andre siden vil Norwegian sin flyflåte miste noe av homogeniteten sin på grunn av introduksjonen av Airbus-fly i flåten. En homogen flåte er noe som er viktig for LCCs, der for eksempel Ryanair og Easyjet har så si helt homogene flåter. Norwegian sin ressursfordel knyttet til flyflåten sin kan tenkes å være en fordel som kun er på kort eller mellomlang sikt, siden konkurrenter også kan investere i nye fly på lik linje med Norwegian. Dette gjelder spesielt i dagens makroøkonomstendigheter der rentenivåene er rekordlave og finansiering er billig.

Lav-kost forretningsmodellen: Som nevnt tidligere opererer Norwegian med forretningsmodell der fokuset er på å redusere kostnadene så mye som mulig gjennom tiltak som bruken av sekundære flyplasser, reduserte bakketjenester og homogenisering av flyflåten. Denne forretningsmodellen har i de siste tiårene blitt mer populær og tatt markedsandeler fra de selskapene som har operert med en full-service modell (Rozenberg, Szabo & Sebescakova, 2014). Denne utviklingen kan tenkes å fortsette på bakgrunn av kundenes vektlegging av pris, samt LCCs satsning på langdistanseflygninger der FSCs opererer i stor grad i dag (Reuters, 2017a).

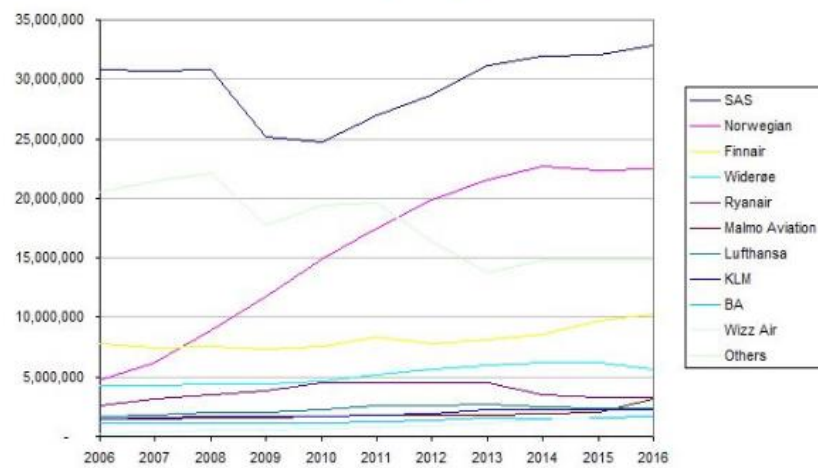
Finansiering: Norwegian har hovedsakelig benyttet seg av finansiering gjennom den Amerikanske EX-IM banken, også kalt Export-Import Bank of the United States og The

European Credit Agencies (NAS, 2017b). EX-IM er det offisielle kredittbyrået i USA, og er en uavhengig, selvstående filial med hensikt å støtte opp Amerikanske jobber ved å tilrettelegge for eksport av Amerikanske produkter og tjenester (EXIM, 2018). Fordelen med å bruke slike kredittfasiliteter er at risikopremien blir betydelig mindre ved at gjelden er sikret av kredittbyråene, som igjen er sikret av kreditten til USA og Europa. Dette er derimot ingen fordel Norwegian har i forhold til sine konkurrenter da de også har tilgang til disse kredittfasilitetene.

Sterk strategisk posisjon i Norden: I Norden finner man tre av selskapene som denne oppgaven tar for seg, Norwegian, SAS og Finnair. Norden har vist seg å være en viktig ressurs for disse selskapene og har et stort

vekstpotensial hvor kundene er reiseglade og besitter en stor kjøpekraft. Tidligere har for eksempel Ryanair og Easyjet prøvd å kapre markedsandeler innenfor Norden uten stor suksess. Dette kan bety at Norden er et vanskelig marked å lykkes i. SAS er

Nordic countries* scheduled airline seats (one way) by airline 2006 to 2016



Figur 3.4 Flysete utvikling i Norden 2006-2016 (CAPA, 2016)

fortsatt det største flyselskapet i Norden, men Norwegian har over flere år vist stor vekst slik at de har tatt veldig innpå SAS (CAPA, 2016). Det kan derfor tenkes at Norwegian sin sterke markedsposisjon innenfor Norden kan sees som en ressursfordel (Moody's, 2017). Det kan argumenteres på hvor varig ressursfordelen er, men denne oppgaven anser den som varig på grunn av forretningsmodellfordelen Norwegian har ovenfor SAS og Finnair, og siden Norden kan sees på som et vanskelig marked å komme inn på.

Merkenavn: Norwegian har tidligere gjort det bra på omdømme undersøkelser gjort både nasjonalt og internasjonalt, men i den siste tiden har det blitt verre for Norwegian. Omdømmet til Norwegian på det norske markedet har gått ned som ifølge kommunikasjonssjef i Norwegian Lasse Sandaker-Nilsen er på grunn av oppmerksomheten Norwegian fikk som følge av pilotmangel og kanselleringer. Norwegian er fortsatt i topp-20 i Norge når det gjelder omdømme. Det skal også nevnes at denne undersøkelsen inneholder alle Norske selskaper, og ikke bare flyselskaper (E24, 2017a). Hvis man ser på omdømmeundersøkelser av Europeiske

flyselskaper utført av Skytrax, så kommer Norwegian veldig godt ut. I Europa kommer Norwegian på 8. plass og ut av de komparable selskapene, er Norwegian bare slått av Finnair på 7. plass (Skytrax, 2017). Norwegian sitt omdømme vil derimot ikke nødvendigvis bety at de har en fordel. Dette kan tenkes på bakgrunn av tidligere drøfting av «millennials» og deres holdninger til merkeloyalitet. I et marked der konsumentene hovedsakelig jakter laveste pris vil som regel ikke merkeomdømme ha mye å si, så lenge merket ikke inngår kompromisser på bekostning av sikkerhet, punktlighet også videre.

Ledelse: Denne ressursen omhandler hvor dyktig ledelsen til Norwegian er i forhold til sine konkurrenter. Faktorer som kan bestemme hvor god ledelsen er kan være mengden erfaring, historiske resultater også videre. Det er derimot veldig vanskelig å si noe hvorvidt ledelsen til Norwegian gir selskapet et varig konkurranse fortrinn. Denne oppgaven antar derfor at ledelsen til Norwegian ikke gir et konkurranse fortrinn.

Godkjent USA-lisens og utflagging: Norwegian har i en årrekke kjempet for å få gjennom en lisens som gjør slik at datterselskapet Norwegian UK skal få tillatelse til å fly over Atlanteren til USA. Denne lisensen ble godkjent av Amerikanske myndigheter sommeren 2017 med umiddelbar virkning, som betyr at Norwegian nå kan operere med langdistanseruter mellom Storbritannia, Europa og USA. Nå som Norwegian har muligheten til å åpne flere baser i både Europa og USA vil dette kunne føre til at Norwegian kan operere sin langdistanseflåte mer effektivt i forhold til tidligere (E24, 2017b). Hvis langdistansesatsningen til Norwegian blir vellykket, kan dette være en stor fordel ovenfor konkurrentene. Ikke bare entrer Norwegian et markedssegment der det er svært få LCC konkurrenter, men Norwegian vil også kunne operere med en del lavere kostnader på ruter som hovedsakelig består av FCC selskaper. USA-lisensen åpner ikke bare opp for nye ruter, men også en ytterligere utflagging av virksomheten. Norwegian har ut i fra regnskapene en høyere andel lønnskostnader i forhold til totale kostnader når man sammenligner med de største LCC konkurrentene Ryanair og Easyjet. Lønnskostnadene til Norwegian utgjør omtrent 14 %, mot rundt 12 % til både Ryanair og Easyjet. Dette virker kanskje som marginale forskjeller, men i en bransje som Norwegian opererer i er marginene svært viktig. En utflagging til land der lønnsvilkårene er generelt lavere vil kunne skape en strategisk fordel for Norwegian mot konkurrentene i bransjen.

Ressurs	Flyflåte	Forretningsmodell	Finansiering	Posisjon i Norden	Merkenavn	Ledelse	USA- lisens
(V) Verdifull	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja
(R) Sjelden	Middels	Nei	Nei	Middels	Nei	Nei	Middels
(I) ikke- Imiterbar	Middels	Nei	Nei	Middels	Ja	Nei	Middels
(O) Organisert	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja
Fortrinn	Midlertidig	Nei	Lav grad	Varig	Nei	Nei	Varig

Tabell 3.2 Oppsummering av VRIO-analysen

3.4 Oppsummering – strategisk risiko (SWOT)

Faktorene som ble drøftet i den strategiske analysen vil nå bli oppsummert i SWOT-matrise som vil gi en oversikt over styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene Norwegian står ovenfor. Styrkene og svakhetene kommer hovedsakelig fra den interne VRIO analysen, mens mulighetene kommer fra den eksterne analysen.

Styrker	Svakheter
- Moderne flyflåte - Sterk posisjon i Norden - LCC forretningsmodell* - Posisjonert for framtiden	- Høy grad av lånefinansiering - Høye operasjonelle kostnader - Flyindustrien er historisk sett ulønnsom - Ingen tillatelse til å fly over Russisk luftrom
*Lav grad	

Muligheter	Trusler
- Langdistanse flygninger - Senke lønnskostnader gjennom utflagging	- Reguleringer og miljøkrav - Nye aktører innenfor Norden - Høyhastighetstog - Høy rivalisering - Oppkjøp

Tabell 3.3 SWOT

I en kredittanalyse er det også viktig å se på styrker og bekymringer knyttet opp mot kredittbetjeningen til Norwegian. Basert på den strategiske analysen, både eksternt og internt, ble det avdekket både faktorer og ressurser som vil kunne påvirke gjeldsbetjeningen til Norwegian. Tabell 3.4 viser de største styrkene og bekymringene rundt Norwegian sin kredittverdighet.

Kredittstyrker	Kredittbekymringer
- En av de laveste enhetskostnadene i bransjen - Ung og moderne flåte med en sterkt verdi gir god tilgang til finansiering - Godt posisjonert for framtidig etterspørselsvekst og strengere miljøkrav. - Sterk markedsandel i Norden og en økende markedsandel internasjonalt gjennom et effektivt point-to-point nettverk	- Omfattende planer om ekspandering som vil sette press på balansen og nøkkeltall knyttet opp mot kreditten - Ekstraordinære kostnader, samt problemer med å få i gang langdistanseflygninger - Eksponert mot en høy grad av forretningsrisiko i form av sykluser, rivalisering og høye krav til kapital - Meget eksponert mot volatilitet i priser på drivstoff og valutakurser

Tabell 3.4 Kredittstyrker – og bekymringer

Faktorene i PESTEL-analysen som ble drøftet, avdekket at det mest sannsynlig ikke forekommer noen bransjefordel i flybransjen. Dette kan også støttes av den dårlige lønnsomheten historisk sett. Liberaliseringen av flyindustrien har åpnet opp for konkurranse, men samtidig er industrien fortsatt regulert til en viss grad. Denne reguleringen har vært med

på å drive opp de operasjonelle kostnadene gjennom for eksempel ansettelsesbegrensninger og sikkerhetstiltak.

Det er også et generasjonsskifte som kan ha stor betydning for flyindustrien som en helhet. Forskning viser at den nye generasjonen, millennials, viser en redusert grad av merkevarelojalitet mot flyindustrien. Dette har ført til at pris er blitt en hovedkilde til differensiering, og sammen med framgangen av internett og søkeportaler har det blitt enda mer viktig for selskapene å holde prisene lav.

Økte skatter og avgifter knyttet opp mot miljøutfordringer er noe som allerede presser selskapenes lønnsomhet nedover. Det er tenkelig at presset kan øke ytterligere i framtiden. Utviklingen til måten mennesker kommuniserer på er også noe som vil kunne true lønnsomheten til flyindustrien i framtiden. Et voksende bruk av internettkonferanser vil kunne redusere etterspørselen i forretningssegmentet i framtiden, men ikke på kort sikt.

Porters Five Forces avdekket at flyindustrien ikke er en svært attraktiv bransje å operere i. Flyindustrien er en bransje der trusselen fra nye aktører er høy, kundene har en høy grad av forhandlingskraft, leverandørene har en middels forhandlingskraft og rivaliseringen innad i bransjen er høy.

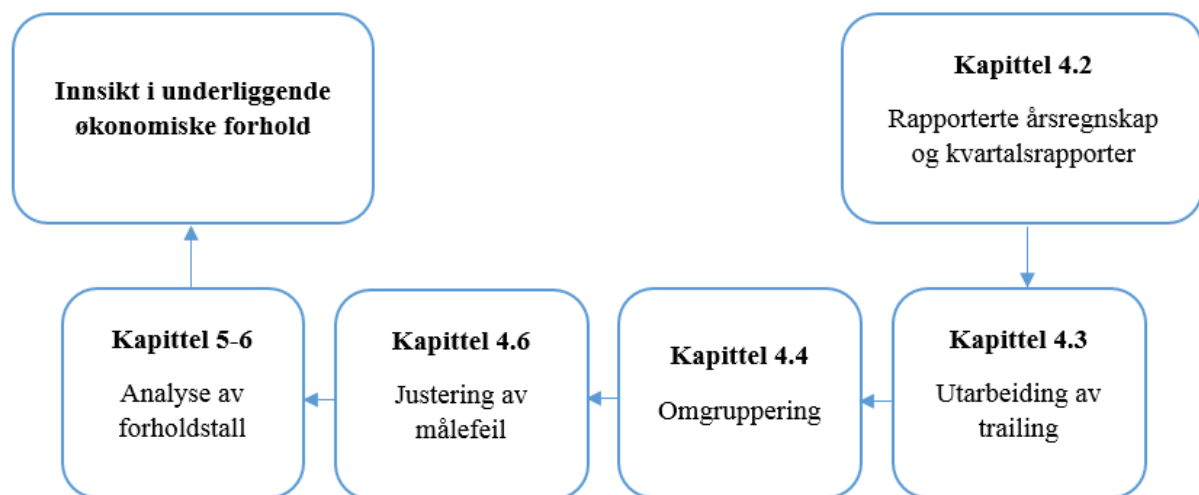
VRIO-analysen kom fram til at de sterkeste ressursene som vil kunne gi Norwegian en strategisk ressursfordel er den moderne flåten, Norwegian sin sterke posisjon i Norden og USA-lisensen. Også forretningsmodellen til Norwegian gir en ressursfordel til en litt lavere grad, siden Norwegian konkurrerer med selskaper med FS-modellen. Utover dette forventes det ikke at merkenavn, ledelse eller finansiering vil kunne gi en strategisk ressursfordel.

Alt i alt avdekket den strategiske analysen at det trolig ikke forekommer noen strategisk fordel av å operere i flyindustrien, men det kan på den andre siden forventes at Norwegian vil kunne besitte en svak grad av strategisk fordel ovenfor konkurrentene. Styrkene Norwegian har i henhold til kredittverdigheten sin er nært knyttet opp mot flyflåten og posisjonen sin i det nordiske markedet, men det er på andre siden også store bekymringer rundt kreditten til Norwegian i form av operasjonelle problemer, eksponering mot markedsfaktorer og en aggressiv ekspanderingsstrategi.

4. Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil regnskapene til Norwegian bli presentert. Først vil de rapporterte regnskapene for perioden 2011 til 2016 legges fram før det vil utarbeides et «trailing» regnskap. Deretter vil regnskapene bli omgruppert for å gi et mer riktig bilde av den økonomiske situasjonen i selskapet. Deretter vil det bli gjort en justering for eventuelle målefeil som kan oppstå. Helt til slutt i dette kapittelet vil de omgrupperte og justerte regnskapene bli presentert med ett integrert «trailing» regnskap.

4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket som blir brukt for regnskapsanalysen følger Prof. Knivsflå (2017) sitt rammeverk for analyse av regnskap. Regnskapstallene som blir benyttet i denne analysen er de konsoliderte regnskapstallene, og ikke regnskapene for de ulike forretningsområdene. Dette er fordi det er svært begrenset med tilgjengelig informasjon på de ulike virksomhetsområdene, samt at størrelsen på de ulike virksomhetene er marginal, og gir dermed lite utslag på analysen. Informasjonen vil også kun basere seg på offentlig informasjon. Det kan være verdt å nevne at «trailing» regnskapet baserer seg på ureviderte kvartalsrapporter som vil kunne føre med seg noe usikkerhet i utarbeidelsen. I følge Damodaran (2012, s.644) bør analyseperioden velges ut ifra livssyklusen til et selskapet. Analyseperioden som er brukt er på syv år. Grunnen til en relativ kort analyseperiode er at Norwegian har vært, og er, i sterk vekst og da vil det ikke være hensiktsmessig å bruke en lang analyseperiode da historiske data langt tilbake ikke gir ett

realistisk bilde av selskapet i dag (Knivsflå, 2017). De sammenlignbare selskapene som benyttes i regnskapsanalysen ble presentert i kapittel 2.4. Selskapene som benyttes som analysegrunnlag er Ryanair, Easyjet, SAS, Finnair, Vueling Air, KLM, Lufthansa og Air Berlin. Regnskapene til de nevnte selskapene vil også bli omgruppert og justert i henhold til Prof. Knivsflå (2017) sitt rammeverk, og satt sammen til ett bransjegjennomsnitt som har som hensikt å gi et bilde av bransjen Norwegian opererer i. Det benyttes et verdivektet gjennomsnitt som inkluderer Norwegian i analysen. Tanken bak dette er at Norwegian er en del av markedet, og bør derfor også inkluderes for å gi et bedre bilde av markedet (Knivsflå, 2017). Air Berlin inkluderes ikke i bransjen, men benyttes som en referanse for et konkursrammet flyselskap.

4.2 Rapporterte tall

Nedenfor blir det rapporterte resultat- og balanseregnskapet til Norwegian over perioden 2011-2016 presentert. Norwegian er børsnotert på Oslo Børs (OSE) så de er pålagt å rapportere regnskapene sine etter IFRS. Tallene er oppgitt i NOK 1000.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544	25 950 554
Annen inntekt	3 471	17 851	68 326	0	7 603	103 971
Totale driftsinntekter	10 532 191	12 859 042	15 579 544	19 540 039	22 491 147	26 054 525
Driftskostnader	7 818 926	9 131 424	11 370 597	15 360 124	15 839 048	18 024 344
Personalkostnader	1 836 194	2 068 202	2 478 294	3 208 987	3 433 703	3 971 412
Avskrivning	293 950	385 244	529 825	748 138	1 133 287	1 295 825
Nedskrivning	0	0	0	0	0	0
Andre driftskostnader	472 908	534 336	733 319	1 049 577	1 263 185	1 519 111
Andre tap/(gevinst)	-305 720	336 385	-502 148	583 751	474 150	-576 553
Driftsresultat	415 933	403 451	969 657	-1 410 538	347 774	1 820 386
Renteinntekter	35 665	55 127	176 920	215 077	74 181	43 623
Rentekostnader	70 246	118 845	755 794	489 216	463 348	685 990
Annen finansinntekt (Kostnad)	-23 134	-39 087	-26 154	-5 027	12 988	117 513
Nettoreultat fra tilknyttet virksomhet	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	212 801
Resultat før skatt	377 736	333 486	411 226	-1 632 073	75 036	1 508 333
Skattekostnad	44 416	166 535	115 817	-557 284	-171 114	373 353
Ordinært resultat	333 320	166 951	295 409	-1 074 789	246 150	1 134 980
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	1 158	-1 158	0	0
Aktuarielle gevisnter og tap	0	0	0	-52 493	44 533	24 452
Differanser i valutakurs	-1 694	303	-2 925	467 359	421 093	-103 124
Deler av fullstendig resultat fra tilknyttet virksomhet	0	0	0	0	0	1 232
Fullstendig resultat	331 626	167 254	293 642	-661 081	711 776	1 057 540

Figur 4.2 Resultatregnskap for Norwegian over perioden 2011-2016 gitt i NOK 1000. Hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2016.

Resultatregnskapet til Norwegian kan vise til en inntektsvekst over hele perioden, men denne veksten er også fulgt av en formidabel kostnadsvekst, noe som har blitt et problem for

Norwegian de siste årene (e24, 2018). Driftsresultatene har derimot vært stort sett positive, sett bort fra 2014 der Norwegian rapporterte et driftsunderskudd på NOK 1 410 538 000.

Driftsinntektene til Norwegian består hovedsakelig av flybillettsalg og salg av tilleggstenester, som er i tråd med lavkost-modellen Norwegian opererer med. Tilleggstenester er typisk inntekter fra ekstra bagasje, matservering, setereservasjoner osv. «Andre inntekter» består hovedsakelig av Norwegian sine frakt- og cargotjenester.

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ANLEGGSMIDLER							
Immatrielle eiendeler		236 216	237 774	225 270	206 826	206 675	198 260
Utsatt skattefordel		2 069	4 293	28 517	518 915	593 626	241 499
Fly, deler og installasjoner på utleide fly		3 869 159	5 597 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706	22 571 775
Utstyr og inventar		31 991	58 476	72 972	83 687	79 508	88 361
Bygninger		9 525	9 525	14 966	252 236	285 674	283 236
Finansielle leasing eiendeler		27 882	24 562	21 242	19 234	0	114 476
Finansielle eiendeler for salg		2 689	2 689	82 689	82 689	82 689	82 689
Investering i tilknyttet virksomhet		82 091	116 050	164 575	223 594	328 127	609 110
Forhåndsbetalinger til flyprodusenter		2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281	7 156 303
Andre fordringer		113 061	135 562	199 036	421 060	501 811	623 606
Sum ANLEGGSMIDLER	AM	6 501 637	9 031 047	10 850 856	18 438 837	26 525 097	31 969 315
OMLØPSMIDLER							
Inventar		81 994	68 385	74 135	82 851	104 141	102 465
handel og andre fordringer		1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716	3 013 978
Derivater		242 790	0	37 389	0	0	353 246
Finansielle eiendeler for salg		0	10 172	11 158	0	0	0
Kontanter		1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139	2 454 160	2 323 647
Sum OMLØPSMIDLER	OM	2 502 227	2 906 010	3 911 887	4 267 512	5 109 017	5 793 336
Sum EIENDELER		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651
EGENKAPITAL							
Egenkapital	EK	1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 965 314	4 038 206
Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	10 770
Sum EGENKAPITAL		1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 965 314	4 048 976
LANGSIKTIG GJELD							
Pensjonsforpliktelser		151 187	18 009	127 821	201 883	134 516	107 379
Provisjon for periodisk vedlikehold		81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465
Utsatt skatt		134 646	301 042	443 991	169 851	80 338	85 166
Lån		2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 405	18 706 062
Finansiell leasing forpliktelser		15 485	10 853	6 860	3 227	0	27 939
Sum LANGSIKTIG GJELD	LG	3 066 071	4 672 064	6 728 305	11 160 669	17 935 772	20 303 011
KORTSIKTIG GJELD							
Kortsiktig del av lån		1 551 926	1 349 359	768 401	3 330 387	3 041 388	4 768 812
Handel og annen leverandørgjeld		1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566	3 881 684
Forpliktelser ved lufttrafikkoppgjør		1 208 326	1 739 681	2 566 518	2 965 428	4 014 428	4 666 212
Derivater		539	190 356	0	458 958	782 523	86 306
Skyldig skatt		488	0	0	2 211	32 123	7 650
Sum KORTSIKTIG GJELD	KG	3 992 214	4 844 351	5 284 610	9 437 429	10 733 028	13 410 664
Sum GJELD		7 058 285	9 516 415	12 012 915	20 598 098	28 668 800	33 713 675
Sum EGENKAPITAL OG GJELD		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651

Figur 4.3 Balanseregnskap for Norwegian over perioden 2011-2016 oppgitt i NOK 1000. Hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2016.

Balansen til Norwegian kan vise til en stor vekst i totalkapitalen over analyseperioden. Denne veksten kan hovedsakelig forklares av sterk vekst i antall fly og langsiktig gjeld. Norwegian har den siste tiden fokusert mye på vekst, og da spesielt gjennom å utvide flyflåten sin. Dette har ført til poster som «Fly, deler og installasjoner på utleide fly» og «forhåndsbetalinger til flyprodusenter» har økt mye. Denne utvidelsen har også ført med seg en stor grad av gjeldsfinansiering, hvor posten «Lån», som er rentebærende gjeld som benyttes hovedsakelig til å finansiere fly, har økt i takt med veksten av flyflåten.

4.3 Utarbeiding av «trailing»

Nedenfor i figur 4.4 er «trailing» regnskapet presentert. Denne oppgaven har benyttet seg av rammeverket til Prof. Knivsflå (2017) til å utarbeide «trailingregnskapet». Dette regnskapet blir utarbeidet på grunn av den begrensede informasjonen som er tilgjengelig og hvor man bare har tilgang til kvartalsrapporter og ikke årsrapporter. «Trailingregnskapet» tar utgangspunkt i kvartalsrapportene og antar at tidligere kvartalsrapporter kan si noe om veksten i det fjerde kvartalet som denne oppgaven mangler informasjon om. Det er en antakelse om de normale postene blir tildelt vekst basert på historiske data, mens de unormale postene ikke blir tildelt noe vekst hvis de anses som en engangspost. Noen av Norwegian sine poster kan sees på som noe høy, men denne veksten må sees i forhold til den store veksten Norwegian har hatt den siste tiden. På bakgrunn av den formidable utvidelsen Norwegian har foretatt på flyflåten sin vil man kunne forvente høy vekst på kort sikt (Financial Times, 2017). Det skal også nevnes at denne metoden forsøker å predikere fremtiden basert på historiske tall, det er derfor mye usikkerhet tilknyttet estimatene. Framgangsmåten til å estimere det ukjente «trailingåret» 2017 er som følger:

$$2017T = (Q1 + Q2 + Q3)_{2017} \times \frac{(Q1 + Q2 + Q3 + Q4)_{2016}}{(Q1 + Q2 + Q3)_{2016}}$$

Ut i fra beregningene og antakelsene som er gjort, er det forventet at Norwegian vil gå med underskudd. Noen årsaker til dette underskuddet kan man finne ved å se på poster som «driftskostnader», «lønnskostnader» og ikke minst «leasing». Dette er poster som er estimert til å øke markant og dermed presse ned marginene til Norwegian.

År	2017	2016	Vekst/justering		2017	
Kvartal	Q1-Q3	Q1-Q3	Q1-Q4	%	NOK	Q1-Q4
Driftsinntekter	23 103 900	19 953 000	26 054 500	31 %	7 065 025	30 169 000
Totale driftsinntekter	23 103 900	19 953 000	26 054 500	31 %	7 065 025	30 169 000
Driftskostnader	14 444 100	11 087 900	15 182 500	37 %	5 333 996	19 778 096
Lønnskostnader	3 827 200	2 880 000	3 971 400	38 %	1 450 349	5 278 000
Andre driftskostnader	856 000	1 384 100	942 600			865 000
Totaledriftskostnader	19 127 300	15 352 000	20 096 500			25 921 096
EBITDAR	3 976 600	4 601 000	5 958 000			4 247 904
Leasing	2 850 600	2 157 800	2 841 900	32 %	903 742	3 754 342
EBITDA	1 126 000	2 443 200	3 116 100			493 562
Avskrivning	1 041 200	958 200	1 295 800	35 %	366 843	1 408 000
Nedskrivning	645 562	0	0			645 562
Driftsresultat	-560 762	1 485 000	1 820 300			-1 560 000
Renteinntekt	60 000	31 200	43 600			80 000
Rentekostnad	690 200	441 800	573 600			920 270
Annen renteinntekt (kostnad)	1 848 000	-27 600	5 100			1 848 000
Netto finansresultat	1 217 800	-438 200	-524 900	20 %	240 948	1 007 730
Resultat fra tilknyttet virksomhet	121 500	162 000	212 800	31 %	38 100	160 000
Resultat før skatt	778 538	1 208 800	1 508 200	25 %	192 831	-392 270
Skattekostnad	-255 568	270 800	373 400			-271 000
Nettoresultat til egenkapital	1 034 106	938 000	1 134 800	21 %	216 964	-121 270
Aktuarielle gevinst (tap)	0	0	24 500			0
Valutagevinst	-306 100	-319 600	-103 000			-306 000
Verdijusteringer gjennom FNR	448 600	0	0			449 000
Resultat fra tilknyttet virksomhet	-3 100	3 200	1 200			-3 000
Fullstendig resultat	1 173 506	621 600	1 057 500			18 730

Figur 4.4 Utarbeiding av «trailingregnskap» gitt i NOK 1000. Informasjon hentet fra kvartalsrapporter 2016-2017

Poster som «renteinntekt», «rentekostnad» og «skattekostnad» er ikke beregnet på vekstjusteringsmetoden nevnt ovenfor, men ved hjelp av formlene nedenfor.

$$FK_{2017T} = \frac{FK_{Q1-Q3\ 2017}}{\text{Gjennomsnittlig } FG_{2017T}} * \left(\frac{4}{3}\right) * \text{Gjennomsnittlig } FG_{2017T}$$

$$FI_{2017T} = \frac{FI_{Q1-Q3\ 2017}}{\text{Gjennomsnittlig } FE_{2017T}} * \left(\frac{4}{3}\right) * \text{Gjennomsnittlig } FE_{2017T}$$

$$SK = dss * DR + fiss * (FI + UFR) * fkss * FK$$

4.4 Omgruppering for analyse

Regnskapet blir omgruppert slik at de essensielle faktorene for kreditorer blir avdekket, altså evnen selskapet har til å tilbakebetale gjelden sin. En omgruppering involverer å reklassifisere regnskapselementer slik at de kan gi ett bedre bilde av underliggende verdier. I følge Penman kan også denne prosessen avdekke karakteristikk for finansieringen som ikke kan vises i pengebeløp på balansen, men som fortsatt er viktig i vurderingen av kredittrisikoen. Denne oppgaven bruker framgangsmåten til Penman for å omgruppere balansen og resultatet (Penman, 2013, s.682-684).

Ett omgruppert *resultat* har som hensikt å avdekke selskapets evne til å generere driftsinntekter til å dekke netto rentekostnader. Derfor vil et omgruppert resultat som skiller driftsinntekter etter skatt fra netto finanskostnader etter skatt være tilfredsstillende i en kredittanalyse. Det samme kan sies om å skille mellom normale og unormale elementer for å se om kjernedriften til selskapet kan dekke framtidige finansielle forpliktelser. Det er også nødvendig å identifisere det fullstendige resultatet, og deretter identifisere dirty-surplus.

Balansen trenger generelt lite omgruppering før en kredittanalyse. Dette er på grunn av at balansen allerede er strukturert og formulert til fordel for kreditorer og ikke egenkapital investorer. For en kredittanalyse, trenger man ikke å skille mellom drifts- og finansiell gjeld. Begge er krav som må betales tilbake uansett. Denne oppgaven vil derimot omgruppere balansen slik at man skiller mellom drift og finansiell gjeld siden det skal brukes senere i regnskapsanalysen. Noen vurderinger som bør gjøres ifølge Penman (2013, s.683), hvis nødvendig, er listet nedenfor:

- Ulike gjeldsklasser kan ha varierende karakteristikk, og informasjon om dette kan finnes i fotnoter i årsregnskapet.
- Gjelden til ikke-konsoliderte subsidier (hvor morselskapet eier mindre enn 50 %, men har effektiv kontroll) bør bli tatt hensyn til.
- Langsiktige aksjer kan noen ganger være tilgjengelig for salg på kortsikt ved et pengebehov. Derfor bør man klassifisere disse som kortsiktige eiendeler ved en kortsiktig likviditets analyse.
- Utsatt skatt, som mest sannsynlig ikke blir tilbakebetalt, bør flyttes fra forpliktelser til egenkapital.

- Legg til LIFO reserver til inventar og egenkapital for å omgjøre LIFO inventar til FIFO inventar. FIFO er nærmest nåværende kost og vil derfor være en bedre indikator for kontanter som kan bli generert fra inventaret.
- Ta hensyn til eventuell «off-balance-sheet» gjeld.
- Betinget gjeld som kan bli estimert bør tas med i den omgrupperte balansen.
- Risikoen i derivater og andre finansielle instrumenter bør bli tatt hensyn til så godt som mulig.

Omgruppering av resultatet:

Steg 1 er å identifisere fullstendig resultat og eventuelt «dirty-surplus». God norsk regnskapsskikk (GRS) tilsier at man skal føre totalresultatet til egenkapitalen, men dette er noe som IFRS ikke krever. Det er derfor mulig for Norwegian å føre enkelte inntekts- og kostnadsposter direkte mot egenkapital uten å gå via totalresultatet. Denne typen regnskapsføring vil dermed føre til brudd på kongruensprinsippet (Regnskapsloven, 1998, § 4-3). «Dirty-surplus» vil derfor legges til det rapporterte fullstendige resultatet.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat	333 320	166 951	295 409	-1 074 789	246 150	1 134 980	-121 270
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	1 158	-1 158	0	0	0
Aktuarielle gevinster og tap	0	0	0	-52 493	44 533	24 452	-306 000
Differanser i valutakurs	-1 694	303	-2 925	467 359	421 093	-103 124	449 000
Deler av fullstendig resultat fra tilknyttet virksomhet	0	0	0	0	0	1 232	-3 000
Fullstendig resultat til EK	331 626	167 254	293 642	-661 081	711 776	1 057 540	18 730
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0
Finansielt dirty surplus							
+Emmisjonskostnader	8 844	0	0	0	0	0	0
Fullstendig resultat til EK	340 470	167 254	293 642	-661 081	711 776	1 057 540	18 730

Figur 4.5 Justering for «dirty-surplus» gitt i NOK 1000.

Steg 2 er å fordele FNR slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt. Dette går hovedsakelig ut på å skille mellom drifts- og finansposter i regnskapet. Vurderingsgrunnlaget er basert på de offentlige regnskapene til Norwegian og de tilhørende notene. Med driftsposter menes det poster som er knyttet opp mot kjernevirksomheten til selskapet. I Norwegian sitt tilfelle vil dette typisk gjelde poster knyttet opp mot flydrift og personal. Av poster funnet i regnskapene, er poster som «driftskostnader», «personalkostnader», «avskrivning», «nettoresultat fra tilknyttet virksomhet», «nedskrivning», «andre driftskostnader» og «driftsresultat fra tilknyttet virksomhet» ansett som driftsposter. Disse inneholder hovedsakelig kostnader knyttet opp mot drivstoff, lønninger, vedlikehold og bakketjenester. Posten «andre

tap/gevinst» består av derivater, og vil som regel kunne vurderes som en finanspost, men i Norwegian sitt tilfelle er det antatt at denne er en driftspost. Dette er fordi Norwegian hovedsakelig bruker derivater til å sikre seg mot endringer i drivstoffpriser, valutakurser og markedssykluser. Dette er variabler som er nært knyttet opp mot driften til Norwegian, og er dermed ikke brukt til finansielle formål. Klassifiseringen er også i henhold til Prof. Knivsflås (2017) tommelfingerregel om at derivater blir klassifisert som drift hvis de sikrer en driftsposisjon i regnskapet. Finansposter er poster som er finansielle av natur, og består typisk av salg av aksjer og andre finansielle eiendeler, samt renter. Postene «renteinntekter», «rentekostnader» og «annen finansinntekt/kostnad» er klassifisert som finansielle poster i de omgrupperte regnskapene.

Steg 3 er å skille mellom normale og unormale poster. Dette er for å få et mer «normalisert» regnskap som viser den normale virksomheten som man kan forvente år etter år (Knivsflås, 2017). En normal post er dermed en post som man kan forvente kontinuerlig over en lang periode, mens en unormal post kan forventes å ta slutt i løpet av kort tid. Nedskrivninger i et nedgående marked er et eksempel på en slik unormal post. I Norwegian sitt tilfelle har poster som «nedskrivning», «andre driftskostnader», «andre tap/gevinst» og «annen finansinntekt/kostnad» blitt klassifisert som unormale.

Steg 4 er å fordele skattekostnadene mellom de normale og unormale postene. Det normale driftsresultatet benytter en normalisert driftsskattekostnad lik 18 %. Dette er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden. Den unormale skatten på det normale driftsresultatet er skattlagt med differansen mellom driftsskattesatsen det relevante året og den normaliserte driftsskattesatsen. Skatt på finansinntekter er lik 16 % på grunn av fritaksmetoden. Finanskostnader skattlegges med en selskapsskattesats lik 24 %.

Omgruppering av balansen:

Omgrupperingen av balansen går hovedsakelig ut på å skille drift fra finans, samt langsiktige poster fra kortsiktige poster. Klassifiseringene består av drifts – og finansrelaterte anleggs- og omløpsmidler, egenkapital og drifts – og finansrelatert gjeld som skal splittes opp i langsiktig og kortsiktig gjeld. Driftsrelaterte anleggsmidler er lange eiendeler som støtter driften til Norwegian. Typiske eiendeler for Norwegian og andre flyselskaper i denne kategorien er fly og flykontrakter. Neste kategori er driftsrelaterte omløpsmidler. I Norwegian sitt tilfelle består driftsrelaterte omløpsmidler hovedsakelig av posten «handel og andre fordringer». Neste steg

er å skille de finansielle anleggsmidlene fra de finansielle omløpsmidlene. For Norwegian er dette poster som hovedsakelig består av eiendeler som er for salg eller kontanter. Siste steg er å identifisere og skille gjeld som kan regnes som driftsrelatert eller finansiell, og deretter skille mellom kortsiktig eller langsiktig gjeld. Norwegian sin driftsrelaterte gjeld består typisk av pensjonsforpliktelser, utsatt skatt og leverandørgjeld. På den andre siden er Norwegian sin finansielle gjeld typisk poster som rentebærende lån og finansielle leieforpliktelser. Etter at det er skilt mellom drift og finans, identifiseres forfallsdatoen på den aktuelle gjelden. Gjeld som forfaller innen ett år klassifiseres som kortsiktig, mens gjeld som forfaller om mer enn ett år blir klassifisert som langsiktig. De omgrupperte regnskapene blir presentert i neste delkapittel.

4.5 Omgruppert finansregnskap

De omgrupperte regnskapene til Norwegian er presentert nedenfor. Omgrupperingene og antakelsene som er gjort ble forklart i kapittel 4.4.

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	DI1	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544	25 950 554	30 169 000
+ Annen inntekt	DI2	3 471	17 851	68 326	0	7 603	103 971	0
= Driftsinntekter	DI	10 532 191	12 859 042	15 579 544	19 540 039	22 491 147	26 054 525	30 169 000
- Driftskostnader	DK	7 818 926	9 131 424	11 370 597	15 360 124	15 839 048	18 024 344	23 532 000
- Lønnskostnad	LK	1 836 194	2 068 202	2 478 294	3 208 987	3 433 703	3 971 412	5 278 000
- Avskrivning	AV	293 950	385 244	529 825	748 138	1 133 287	1 295 825	1 408 000
= Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	583 121	1 274 172	1 200 828	222 790	2 085 109	2 762 944	-49 000
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	104 962	229 351	216 149	40 102	375 320	497 330	-8 820
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NRD	478 159	1 044 821	984 679	182 688	1 709 789	2 265 614	-40 180
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	NRT	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	212 801	160 000
= Netto driftsresultat	NDR	497 677	1 077 661	1 031 276	240 319	1 813 230	2 478 415	119 820
+ Netto finansinntekt	NFI	29 959	46 307	148 613	180 665	62 312	36 643	67 200
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	527 636	1 123 968	1 179 889	420 983	1 875 542	2 515 058	187 020
- Netto finanskostnad	NFK	53 387	90 322	574 403	371 804	352 144	521 352	699 405
- Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	474 249	1 033 646	605 485	49 179	1 523 398	1 993 706	-512 385
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-123 190	-833 558	-291 032	-704 880	-822 532	-1 034 877	-1 021 205
+ Unormal netto finansresultat	UNFR	-19 433	-32 833	-20 811	-5 381	10 910	98 711	1 552 320
+ Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	331 626	167 254	293 642	-661 081	711 776	1 057 540	18 730
- Netto betalt utbytte	NBU	181 941	-307 809	-35 544	-19 504	-165 284	-6 125	-746 413
= Endring i egenkapital	ΔEK	149 685	475 063	329 186	-641 577	877 060	1 063 665	765 143

Figur 4.6 Omgruppert resultatregnskap for Norwegian over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon er hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsfå (2017).

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER								
Immatrielle eiendeler		236 216	237 774	225 270	206 826	206 675	198 260	409 096
Utsatt skattefordel		2 069	4 293	28 517	518 915	593 626	241 499	539 048
Fly, deler og installasjoner på utleide fly		3 869 159	5 597 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706	22 571 775	24 688 172
Utstyr og inventar		31 991	58 476	72 972	83 687	79 508	88 361	151 472
Bygninger		9 525	9 525	14 966	252 236	285 674	283 236	308 094
Investering i tilknyttet virksomhet		82 091	116 050	164 575	223 594	328 127	609 110	522 122
Forhåndsbetalinger til flyprodusenter		2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281	7 156 303	8 019 891
Andre fordringer		113 061	135 562	199 036	421 060	501 811	623 606	707 686
SUM DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER	DAM	6 471 066	9 003 796	10 746 925	18 336 914	26 442 408	31 772 150	35 345 581
DRIFTSRELATERTE OMLØPSMIDLER								
Inventar		81 994	68 385	74 135	82 851	104 141	102 465	151 758
Handel og andre fordringer		1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716	3 013 978	3 817 526
Derivater		242 790	0	37 389	0	0	353 246	126 312
SUM DRIFTSRELATERTE OMLØPSMIDLER	DOM	1 397 281	1 164 943	1 734 603	2 256 373	2 654 857	3 469 689	4 095 596
SUM DRIFTSEIENDELER	DE	7 868 347	10 168 739	12 481 528	20 593 287	29 097 265	35 241 839	39 441 177
FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER								
Finansielle eiendeler for salg		27 882	24 562	82 689	82 689	82 689	82 689	148 784
Finansielle leasing eiendeler		2 689	2 689	21 242	19 234	0	114 476	47 871
SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER	FAM	30 571	27 251	103 931	101 923	82 689	197 165	196 655
FINANSIELLE OMLØPSMIDLER								
Finansielle eiendeler for salg		0	10 172	11 158	0	0	0	4 651
Kontanter		1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139	2 454 160	2 323 647	3 613 536
SUM FINANSIELLE OMLØPSMIDLER	FOM	1 104 946	1 741 067	2 177 284	2 011 139	2 454 160	2 323 647	3 618 187
SUM FINANSIELLE EIENDELER	FE	1 135 517	1 768 318	2 281 215	2 113 062	2 536 849	2 520 812	3 814 842
SUM EIENDELER		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651	43 256 019
EGENKAPITAL								
Egenkapital majoritet	EK	1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 985 311	4 038 206	4 810 918
Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	10 770	3 201
SUM EGENKAPITAL og MI	EK+MI	1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 985 311	4 048 976	4 814 119
LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD								
Pensjonsforpliktelser		151 187	18 009	127 821	201 883	134 516	107 379	240 915
Provisjon for periodisk vedlikehold		81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465	1 477 620
Utsatt skatt		134 646	301 042	443 931	169 851	80 338	85 166	366 834
SUM LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD LDG		367 698	494 357	984 549	1 207 214	1 392 367	1 569 010	2 085 369
DRIFTSRELATERT KORTSIKTIG GJELD								
Handel og annen leverandørgjeld		1 230 935	1 564 955	1 949 631	2 680 445	2 862 566	3 881 684	4 614 325
Forpliktelser ved lufttrafikkoppgjør		1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428	4 666 212	5 770 070
Derivater		539	190 356	0	458 958	782 523	86 306	509 650
Skyldig skatt		488	0	0	2 211	32 123	7 650	14 791
KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	KDG	2 440 288	3 494 992	4 516 210	6 107 041	7 691 640	8 641 852	10 908 836
SUM DRIFTSRELATERT GJELD	DG	2 807 986	3 989 349	5 500 759	7 314 255	9 084 007	10 210 862	12 994 205
LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD								
Lån		2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 408	18 706 061	20 612 851
Finansiell leasing forpliktelser		15 485	10 853	6 860	3 227	0	27 939	15 522
SUM LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD	LFG	2 698 373	4 177 707	5 743 756	9 953 455	16 543 408	18 734 000	20 628 373
KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD								
Kortsiktig del av lån		1 551 926	1 349 359	768 400	3 330 388	3 021 388	4 768 813	4 819 322
SUM KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD	KFG	1 551 926	1 349 359	768 400	3 330 388	3 021 388	4 768 813	4 819 322
SUM FINANSIELL GJELD	FG	4 250 299	5 527 066	6 512 156	13 283 843	19 564 796	23 502 813	25 447 695
SUM GJELD		7 058 285	9 516 415	12 012 915	20 598 098	28 648 803	33 713 675	38 441 900
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651	43 256 019

Figur 4.7 Omgruppert balanseregnskap for Norwegian over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon er hentet års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

4.6 Justering av målefeil

Regnskapsregler har potensial til å gi et feil bilde av den økonomiske tilstanden til et selskap, og det er derfor investorer og kreditorer bør justere regnskapet for målefeil. Målefeil er avvik mellom selskapets virkelige tall og de tallene som blir rapportert i regnskapene (Knivsflå, 2017). Dette kapittelet vil ta for seg justeringer i Norwegian sine regnskap, og til slutt legge fram de omgrupperte og justerte regnskapene som da er klar til analyse.

4.6.1 Kilder til målefeil

I følge Prof. Knivsflå (2017) så er det hovedsakelig tre kilder til målefeil.

- Målefeil 1: Regnskapene føres etter historisk kost, og dermed oppstår det differanser mellom kapitalens virkelige og historisk bokførte verdi.
- Målefeil 2: Oppstår som følge av manglende balanseføring, bruk av feil målemodell eller feil periodisering.
- Målefeil 3: Som følge av kreativ regnskapsføring. Denne typen vil kunne antas å ikke eksistere ettersom regnskapet til Norwegian og de andre selskapene har blitt ført etter IFRS.

Omfanget av målefeil vil kunne variere med både bransjen og selskap. Med tanke på Norwegian og flyindustrien er det spesielt én justering som bør gjøres, og det er justering for operasjonell leasing. I følge IFRS, skal en leieavtale som klassifiseres som finansiell føres mot balansen. Dette gjelder da ikke for leieavtaler som klassifiseres som operasjonelle da disse skal resultatføres (Kvifte, Tofteland & Bernhoft, 2014). Denne praksisen vil kunne føre til at balansen blir undervurdert, og dermed vil for eksempel lønnsomheten til Norwegian bli overvurdert (Knivsflå, 2017). Denne oppgaven vil ikke fokusere på målefeil av typen 1 og 3.

4.6.2 Justering for risikoanalyse

Finansielle kreditorer er opptatt av risiko i form av sannsynligheten for mislighold og hvor stor del av gjelden som vil misligholdes ved en eventuell konkurs. Disse faktorene avhenger av likvidasjons- og substansverdier (Knivsflå, 2017). I motsetning med egenkapital investorer, bør kreditorer være forsiktige med å justere for immaterielle verdier i balansen, som for eksempel FoU og markedsføringsutgifter. I følge Moody's (Moody's, 2010, s.2) bør operasjonelle leieavtaler justeres for i balansen, siden de skaper eiendomsrettigheter og gjeldsforpliktelser.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Forfall innen 1 år	1 389 566	1 575 852	2 034 125	2 603 334	3 128 516	3 946 432	4 978 183
Forfall 1-5 år	5 879 524	6 652 348	6 724 240	8 894 137	20 261 852	24 421 103	29 434 144
Forfall lengere enn 5 år	5 702 109	7 046 957	6 167 172	7 167 035	19 882 063	22 805 259	26 158 243
Sum leasingforpliktelser	12 971 199	15 275 157	14 925 537	18 664 506	43 272 431	51 172 794	60 570 570
Diskonteringsrente	4,0 %	3,1 %	3,3 %	3,5 %	3,3 %	3,5 %	3,5 %
Nåverdi 31.12	10 074 247	12 479 410	12 208 188	15 172 805	34 724 290	40 675 423	48 454 785

Figur 4.8 Justering for leieforpliktelser over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon er hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Leieavtalene til Norwegian er beskrevet i regnskapsnotene og er kategorisert i tre kategorier: De avtalene som forfaller innen ett år, mellom ett og fem år og lengre enn fem år. Disse avtalene gjelder hovedsakelig fly, men har også marginale andeler som omhandler leieavtaler i bil og bygninger. Diskonteringsrenten som er brukt er den diskonteringsrenten som Norwegian har betalt i gjennomsnitt for finansiering av flyene sine.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftseiendeler	10 074 247	12 479 410	12 208 188	15 172 805	34 724 290	40 675 423	48 454 785
- Utsatt skatt (ndss)	1 813 364	2 246 294	2 197 474	2 731 105	6 250 372	7 321 576	8 721 861
= Netto driftseiendeler	8 260 882	10 233 117	10 010 714	12 441 700	28 473 918	33 353 847	39 732 924
+ Kortsiktig finansiell gjeld	1 740 830	2 176 659	2 124 957	2 635 516	6 044 110	7 065 321	8 420 957
+ Langsiktig finansiell gjeld	6 520 052	8 056 458	7 885 757	9 806 184	22 429 808	26 288 526	31 311 967
= Netto finansiell gjeld	8 260 882	10 233 117	10 010 714	12 441 700	28 473 918	33 353 847	39 732 924

Figur 4.9 Justering for leieforpliktelser over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon er hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Som kapitaliseringen av operasjonelle leieavtaler viser ovenfor, ser man at netto finansiell gjeld øker ettersom låten til Norwegian øker og må finansieres. Denne økningen i gjeld vil for eksempel gi et negativt utslag på egenkapitalandelen til Norwegian som følge av kapitaliseringen.

4.7 Omgruppert og justert finansregnskap

De omgrupperte og justerte regnskapene til Norwegian er presentert nedenfor. Dette er de endelige regnskapene som benyttes fremover i oppgaven. Prosessen for omgrupperingen og justeringen er forklart henholdsvis i kapittel 4.4 og 4.6.

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	DI1	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544	25 950 554	30 169 000
+ Annen inntekt	DI2	3 471	17 851	68 326	0	7 603	103 971	0
= Driftsinntekter	DI	10 532 191	12 859 042	15 579 544	19 540 039	22 491 147	26 054 525	30 169 000
- Driftskostnader	DK	7 818 926	9 131 424	11 370 597	15 360 124	15 839 048	18 024 344	23 532 000
- Lønnskostnad	LK	1 836 194	2 068 202	2 478 294	3 208 987	3 433 703	3 971 412	5 278 000
- Avskrivning	AV	293 950	385 244	529 825	748 138	1 133 287	1 295 825	1 408 000
= Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	583 121	1 274 172	1 200 828	222 790	2 085 109	2 762 944	-49 000
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	104 962	229 351	216 149	40 102	375 320	497 330	-8 820
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NRD	478 159	1 044 821	984 679	182 688	1 709 789	2 265 614	-40 180
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	NRT	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	212 801	160 000
= Netto driftsresultat	NDR	497 677	1 077 661	1 031 276	240 319	1 813 230	2 478 415	119 820
+ Netto finansinntekt	NFI	29 959	46 307	148 613	180 665	62 312	36 643	67 200
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	527 636	1 123 968	1 179 889	420 983	1 875 542	2 515 058	187 020
- Netto finanskostnad	NFK	53 387	90 322	574 403	371 804	352 144	521 352	699 405
- Netto minoritetsresultat	NMR	0	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	474 249	1 033 646	605 485	49 179	1 523 398	1 993 706	-512 385
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-123 190	-833 558	-291 032	-704 880	-822 532	-1 034 877	-1 021 205
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	-19 433	-32 833	-20 811	-5 381	10 910	98 711	1 552 320
+ Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	331 626	167 254	293 642	-661 081	711 776	1 057 540	18 730
- Netto betalt utbytte	NBU	181 941	-307 809	-35 544	-19 504	-165 284	-6 125	-746 413
= Endring i egenkapital	ΔEK	149 685	475 063	329 186	-641 577	877 060	1 063 665	765 143

Figur 4.10 Omgruppert og justert resultatregnskap for Norwegian over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER								
Immatrielle eiendeler		236 216	237 774	225 270	206 826	206 675	198 260	409 096
Utsatt skattefordel		2 069	4 293	28 517	518 915	593 626	241 499	539 048
Fly, deler og installasjoner på utleide fly		3 869 159	5 597 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706	22 571 775	24 688 172
Utstyr og inventar		31 991	58 476	72 972	83 687	79 508	88 361	151 472
Bygninger		9 525	9 525	14 966	252 236	265 674	283 236	308 094
Investering i tilknyttet virksomhet		82 091	116 050	164 575	223 594	328 127	609 110	522 122
Forhåndsbetalinger til flyprodusenter		2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281	7 156 303	8 019 891
Andre fordringer		113 061	135 562	199 036	421 060	501 811	623 606	707 686
SUM DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER	DAM	6 471 066	9 003 796	10 746 925	18 336 914	26 442 408	31 772 150	35 345 581
DRIFTSRELATERTE OMLØPSMIDLER								
Inventar		81 994	68 385	74 135	82 851	104 141	102 465	151 758
Handel og andre fordringer		1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716	3 013 978	3 817 526
Derivater		242 790	0	37 389	0	0	353 246	126 312
SUM DRIFTSRELATERTE OMLØPSMIDLER	DOM	1 397 281	1 164 943	1 734 603	2 256 373	2 654 857	3 469 689	4 095 596
SUM DRIFTSREIENDELER	DE	7 868 347	10 168 739	12 481 528	20 593 287	29 097 265	35 241 839	39 441 177
FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER								
Finansielle eiendeler		27 882	24 562	82 689	82 689	82 689	82 689	148 784
Finansielle leasing eiendeler		2 689	2 689	21 242	19 234	0	114 476	47 871
SUM FINANSIELLE ANLEGGSMIDLER	FAM	30 571	27 251	103 931	101 923	82 689	197 165	196 655
FINANSIELLE OMLØPSMIDLER								
Finansielle eiendeler for salg		0	10 172	11 158	0	0	0	4 651
Kontanter		1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139	2 454 160	2 323 647	3 613 536
SUM FINANSIELLE OMLØPSMIDLER	FOM	1 104 946	1 741 067	2 177 284	2 011 139	2 454 160	2 323 647	3 618 187
SUM FINANSIELLE EIENDELER	FE	1 135 517	1 768 318	2 281 215	2 113 062	2 536 849	2 520 812	3 814 842
SUM EIENDELER		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651	43 256 019
EGENKAPITAL								
Egenkapital majoritet	EK	1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 985 311	4 038 206	4 810 918
Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	10 770	3 201
SUM EGENKAPITAL og MI	EK+MI	1 945 579	2 420 642	2 749 828	2 108 251	2 985 311	4 048 976	4 814 119
LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD								
Pensjonsforpliktelser		151 187	18 009	127 821	201 883	134 516	107 379	240 915
Provisjon for periodisk vedlikehold		81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465	1 477 620
Utsatt skatt		134 646	301 042	443 991	169 851	80 338	85 166	366 834
SUM LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD LØG		367 698	494 357	984 549	1 207 214	1 392 367	1 569 010	2 085 369
DRIFTSRELATERT KORTSIKTIG GJELD								
Handel og annen leverandørgjeld		1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566	3 881 684	4 614 325
Forpliktelser ved lufttrafikkoppgjør		1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428	4 666 212	5 770 070
Derivater		539	190 356	0	458 958	782 523	86 306	509 650
Skyldig skatt		488	0	0	2 211	32 123	7 650	14 791
KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	KDG	2 440 288	3 494 992	4 516 210	6 107 041	7 691 640	8 641 852	10 908 836
SUM DRIFTSRELATERT GJELD	DG	2 807 986	3 989 349	5 500 759	7 314 255	9 084 007	10 210 862	12 994 205
LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD								
Lån		2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 408	18 706 061	20 612 851
Finansiell leasing forpliktelser		15 485	10 853	6 860	3 227	0	27 939	15 522
SUM LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD	LFG	2 698 373	4 177 707	5 743 756	9 953 455	16 543 408	18 734 000	20 628 373
KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD								
Kortsiktig del av lån		1 551 926	1 349 359	768 400	3 330 388	3 021 388	4 768 813	4 819 322
SUM KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD	KFG	1 551 926	1 349 359	768 400	3 330 388	3 021 388	4 768 813	4 819 322
SUM FINANSIELL GJELD	FG	4 250 299	5 527 066	6 512 156	13 283 843	19 564 796	23 502 813	25 447 695
SUM GJELD		7 058 285	9 516 415	12 012 915	20 598 098	28 648 803	33 713 675	38 441 900
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		9 003 864	11 937 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114	37 762 651	43 256 019

Figur 4.11 Omgruppert og justert balanseregnskap for Norwegian over perioden 2011-2017T gitt i NOK 1000. Informasjon er hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

5. Likviditetsanalyse - Regnskap

I dette kapitlet vil en analyse av likviditeten til Norwegian utføres. En likviditetsanalyse er en analyse av selskapets betalingsevne, og innebærer en kartlegging av selskapets evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2012, s. 491).

5.1 Rammeverk for likviditetsanalyse

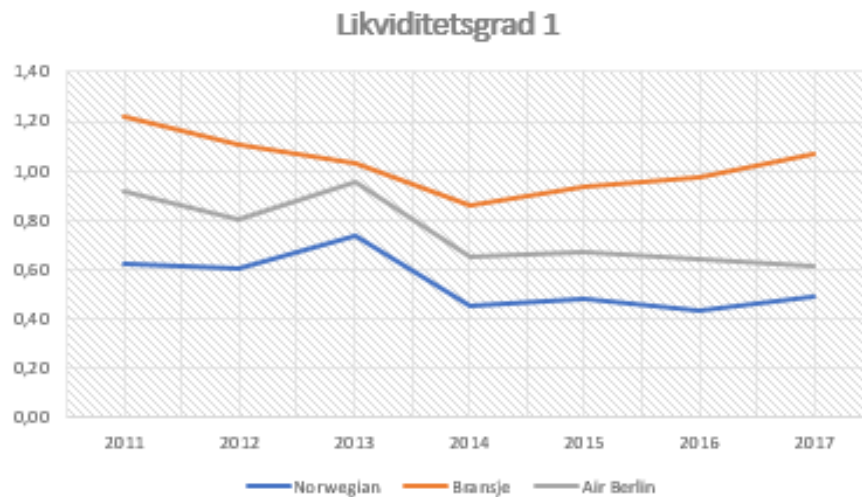
Likviditetsanalysen vil følge Kristoffersen (2012, s.491-496) sitt rammeverk der man ser på gjeldsdekning gjennom balansen og resultatet. Gjeldsdekningen i balansen vil bli analysert ved hjelp av likviditetsgrad 1 og 2, samt kortsiktig og langsiktig finansiell gjeldsdekning. Gjeldsdekningen i resultatet vil bli analysert ved hjelp av rentedekningsgraden. Forholdstallene vil bli sammenlignet med bransjen bestående av selskapene nevnt i kapittel 2.3, samt flyselskapet Air Berlin som gikk konkurs i løpet av 2017 (Telegraph, 2018).

5.2 Likviditet i balansen

I følge Kristoffersen (2012) er likviditetsgrad 1 ($lg1$) definert som forholdet mellom omløpsmidler (OM) og kortsiktig gjeld (KG). Omløpsmidlene består av både drift og finansielle omløpsmidler, og den kortsiktige gjelden består av drift og finansiell kortsiktig gjeld.

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

Likviditetsgrad 1 indikerer i hvilken grad selskapet har likvide midler til å dekke gjeld som forfaller innen 1 år. Forholdstallet bør helst være så høyt som mulig, som betyr at det er liten risiko for at selskapet vil havne i en likviditetsskvis der selskapet må selge eiendeler for å få likvide midler. Tommelfingerregelen tilsier at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, men det er som regel best å sammenligne likviditetsgrad 1 med bransjen.



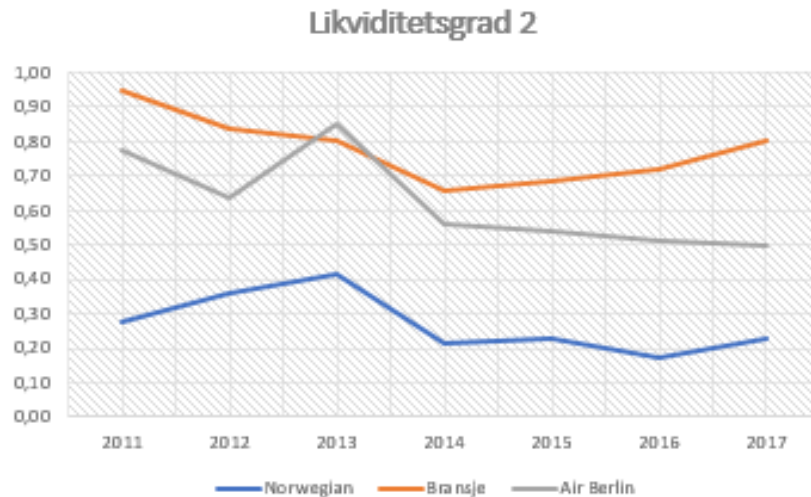
Figur 5.1 Utvikling i likviditetsgrad 1 for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Som grafen ovenfor viser så er Norwegian sin lg1 lavere enn både bransjen og Air Berlin. Norwegian har hatt en synkende, men relativt stabil utvikling i lg1. Hovedårsaken til de lave tallene til Norwegian er den sterke økningen i kortsiktig gjeld som presser likviditeten nedover. Dette forholdstallet er meget lavt, og gir et klart rødt flagg for kreditorer i Norwegian.

Kristoffersen (2012) definerer *likviditetsgrad 2* (lg2) som forholdet mellom finansielle omløpsmidler (FOM) og den kortsiktige gjelden (KG). Finansielle omløpsmidler er som regel kontanter, børsnoterte aksjer, bankinnskudd osv.

$$Lg2 = \frac{FOM}{KG}$$

Likviditetsgrad 2 indikerer, i motsetning til likviditetsgrad 1, i hvilken grad de finansielle omløpsmidlene kan dekke den kortsiktige gjelden. I likhet med likviditetsgrad 1 bør dette forholdstallet være så høyt som mulig, da det reduserer risikoen for likviditetsproblemer. Historisk sett er tommelfingerregelen at likviditetsgrad 2 bør være høyere enn 1, men som nevnt over så bør man heller sammenligne likviditetsgrad 2 med bransjen.



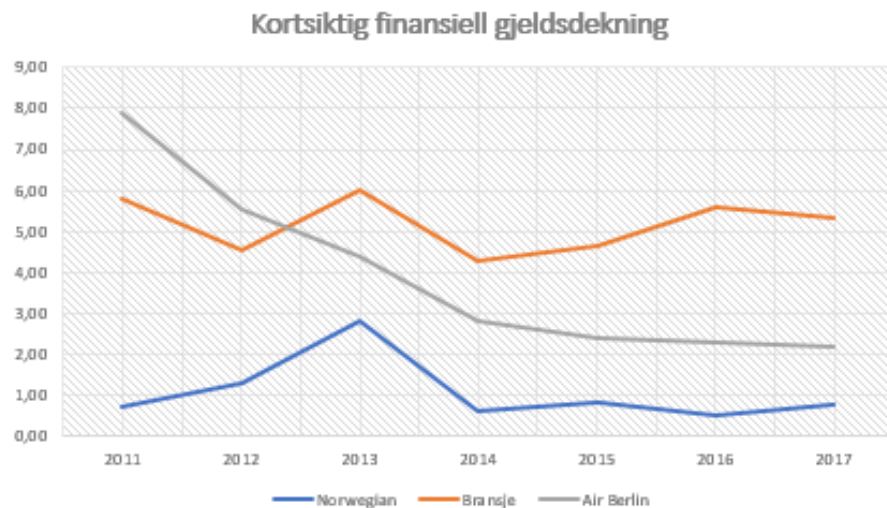
Figur 5.2 Utvikling i likviditetsgrad 1 for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Norwegian har hatt en relativt stabil likviditetsgrad 2 over perioden med en liten økning helt i starten av perioden. Ved å se på Norwegian sin likviditetsgrad 2 sammenlignet med bransjen og Air Berlin, ser man igjen at likviditeten svært lav. Igjen er den store økningen i kortsiktige gjeld og omløpsmidler som ikke holder følge med denne økningen, hovedårsaken på den lave graden av likviditet. Dette er ett rødt flagg som kreditorene bør holde et øye med.

Kristoffersen (2012) definerer *Kortsiktig finansiell gjeldsdekning* som forholdet mellom finansielle omløpsmidler (FOM) og finansiell kortsiktig gjeld (KFG).

$$\text{Kortsiktig gjeldsdekning} = \frac{FOM}{KFG}$$

Forholdstallet indikerer i hvilken grad selskapet har finansielle omløpsmidler til å dekke den finansielle kortsiktige gjelden, og et høyt forholdstall som mulig indikerer lav risiko for likviditetsproblemer.



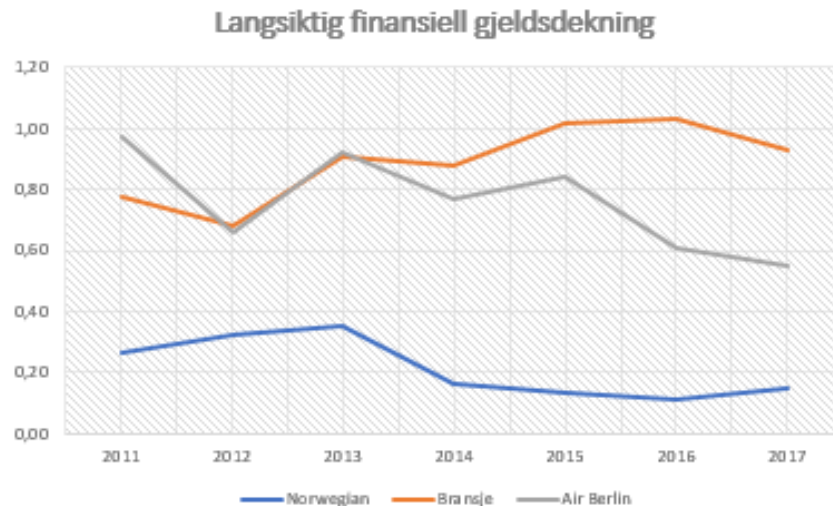
Figur 5.3 Utvikling i kortsiktig finansiell gjeldsdekning for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017.
Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Av figur 5.3 ovenfor ser man Norwegian hadde et stort hopp i finansiell gjeldsdekning i løpet av 2013, men etter opptaket av gjeld i 2014 har graden av finansiell gjeldsdekning blitt redusert. Sammenlignet med bransjen og Air Berlin har Norwegian en svært lav grad av kortsiktig finansiell gjeldsdekning. I likhet med likviditetsgradene nevnt ovenfor er opptaket av kortsiktig gjeld i løpet av 2014 årsaken for de lave verdiene. Dette gjør Norwegian sårbar for likviditetsproblemer innen kort tid. Dette er et rødt flagg for kreditorer.

Langsiktig finansiell gjeldsdekning er ifølge Kristoffersen (2012) definert som forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG). Finansielle eiendeler inneholder både finansielle omløps- og anleggsmidler, og finansiell gjeld inneholder rentebærende gjeld.

$$\text{Langsiktig finansiell gjeldsdekning} = \frac{FE}{FG} = \frac{FOM + FAM}{LFG + KFG}$$

Langsiktig gjeldsdekning indikerer i hvilken grad selskapet har finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. I likhet med kortsiktig gjeldsdekning så bør den langsiktige gjeldsdekningen være så høy som mulig da den indikerer lav risiko for langsiktige likviditetsproblemer.



Figur 5.4 Utvikling i langsiktig finansiell gjeldsdekning for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017.
Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

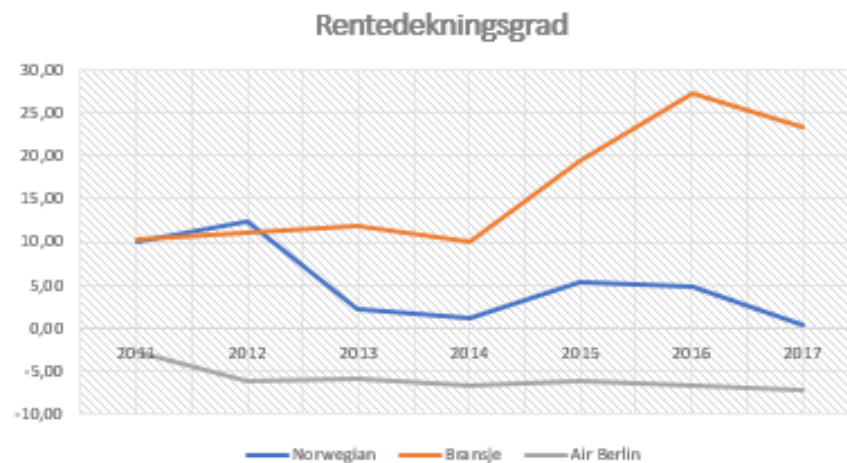
Av figur 5.4 så ser man igjen at Norwegian har ett lavt nøkkeltall i forhold til bransjen og Air Berlin. Dette forholdstallet sier at Norwegian få finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld og dette eksponerer Norwegian for likviditetsproblemer på lang sikt.

5.3 Likviditet gjennom resultat

For å analysere likviditeten gjennom resultatet benytter denne oppgaven Norwegians rentedekningsgrad. I følge Kristoffersen (2012) er rentedekningsgraden definert som nettoresultatet til sysselsatt kapital (NRSK) dividert på netto finanskostnad (NFK).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRSK}{NFK} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

Rentedekningsgraden indikerer i hvilken grad resultatet fra driften og finansinntektene er i stand til å betale finanskostnadene. En negativ rentedekningsgrad betyr at selskapet går med underskudd og ikke klarer å dekke finanskostnadene.



Figur 5.5 Utvikling i rentedekningsgrad for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Når man ser på Norwegian sin rentedekningsgrad sammenlignet med bransjen og Air Berlin, ser man at Norwegian sin rentedekningsgrad har vært på bransje nivå, men utover perioden har differansen mellom Norwegian og bransjen økt. Norwegian har derimot holdt nivået på rentedekningsgraden over Air Berlin som er på vei til å bli slått konkurs i slutten av analyseperioden. Norwegian sin rentedekningsgrad har vært meget volatil over analyseperioden med både oppturer og nedturer, mens bransjen sitt nivå stort sett har gått oppover. Årsaken til denne volatiliteten kan i stor grad spores tilbake til varierende driftsresultat og finanskostnader som følge av store opptak av gjeld, og i mindre grad av finansinntekter som har holdt seg relativt stabil over perioden. Kreditorer bør holde et øye med dette nøkkeltallet da man bør behandle det som et rødt flagg i regnskapene til Norwegian.

5.4 Kontantstrømanalyse

Denne delen omhandler gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm. Tabellen nedenfor viser hvordan de mest likvide eiendelene til Norwegian, finansielle eiendeler, utvikler seg med tanke på kontantstrømmen. Det er verdt å nevne at kontantstrømmen fra driften er stort sett negativ over hele perioden, og dette skyldes store investeringer i netto driftseiendeler. De finansielle eiendelene har derimot økt over perioden til tross for negative kontantstrømmer fra driften, og dette kan hovedsakelig spores til opptaket av finansiell gjeld.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	497 677	1 077 661	1 031 276	240 319	1 813 230	2 478 415	119 820
+ Unormal netto driftsresultat	-123 190	-833 558	-291 032	-704 880	-822 532	-1 034 877	-1 021 205
- ΔNetto driftseiendeler		1 119 029	801 379	6 298 263	6 734 226	5 017 719	1 415 995
= Fri kontantstrøm fra drift	374 487	-874 926	-61 135	-6 762 824	-5 743 527	-3 574 181	-2 317 380
- Netto finanskostnad	53 387	90 322	574 403	371 804	352 144	521 352	699 405
+ ΔFinansiell gjeld		1 276 767	985 090	6 771 687	6 280 953	3 938 017	1 944 882
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	321 100	311 518	349 552	-362 941	185 281	-157 516	-1 071 903
- Netto betalt utbytte	181 941	-307 809	-35 544	-19 504	-165 284	-6 125	-746 413
= Fri kontantstrøm til finansielle inv. Fra drift	139 159	619 327	385 096	-343 437	350 565	-151 391	-325 490
+ Netto finansinntekter	29 959	46 307	148 613	180 665	62 312	36 643	67 200
+ Unormal netto finansresultat	-19 433	-32 833	-20 811	-5 381	10 910	98 711	1 552 320
= ΔFinansielle eiendeler	149 685	632 801	512 897	-168 153	423 787	-16 037	1 294 030
+ Finansielle eiendeler 01.01	985 832	1 135 517	1 768 318	2 281 215	2 113 062	2 536 849	2 520 812
= Finansielle eiendeler 31.12	1 135 517	1 768 318	2 281 215	2 113 062	2 536 849	2 520 812	3 814 842

Figur 5.6 Kontantstrømanalyse – Utviklingen av finansielle eiendeler over perioden 2011-2017 gitt i NOK 1000. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

Analysen av kontantstrømmen viser hvorfor det har vært et stort behov for å ta opp mye finansiell gjeld over perioden. Store investeringer i driftseiendeler og sterk vekst har krevd en stor grad av gjeldsfinansiering fra Norwegian sin side da inntjeningen til Norwegian ikke har vært stor nok til å finansiere investeringene. Det kan tenkes at netto driftsresultat er noe som vil stabilisere seg over tid når veksten avtar, og dermed vil endringen i driftseiendelene også stabilisere seg.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	497 677	1 077 661	1 031 276	240 319	1 813 230	2 478 415	119 820
+ Unormalt netto driftsresultat	-123 190	-833 558	-291 032	-704 880	-822 532	-1 034 877	-1 021 205
- Δ Netto driftseiendeler	926 821	1 119 029	801 379	6 298 263	6 734 226	5 017 719	1 415 995
= Fri kontantstrøm fra drift	-552 334	-874 926	-61 135	-6 762 824	-5 743 527	-3 574 181	-2 317 380
+ Netto finansinntekter	29 959	46 307	148 613	180 665	62 312	36 643	67 200
+ Unormalt netto finansresultat	-19 433	-32 833	-20 811	-5 381	10 910	98 711	1 552 320
- Δ Finansielle eiendeler	365 821	632 801	512 897	-168 153	423 787	-16 037	1 294 030
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-907 629	-1 494 254	-446 231	-6 419 387	-6 094 093	-3 422 790	-1 991 890
+ Netto betalt utbytte	181 941	-307 809	-35 544	-19 504	-165 284	-6 125	-746 413
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-725 688	-1 802 063	-481 775	-6 438 891	-6 259 377	-3 428 915	-2 738 303
+ Netto finanskostnad	53 387	90 322	574 403	371 804	352 144	521 352	699 405
= Behov for ny finansiell gjeld	-672 301	-1 711 741	92 629	-6 067 087	-5 907 232	-2 907 562	-2 038 898

Figur 5.7 Kontantstrømanalyse – Utvikling i behovet for ny finansiell gjeld over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

5.5 Forfallsstruktur på gjeld og lånevilkår

Norwegian sin utestående gjeld har like generelle finansielle lånevilkår. De generelle lånevilkårene er som følgende (Norwegian, 2015):

- Ved mislighold skal alle kreditorer sidestilles. Dette prinsippet er også kalt *pari passu*.

-
- Usteder skal ikke ha tillatelse til å foreta noen oppkjøp selv, eller forsikre at andre datterselskap foretar oppkjøp av andre selskaper. Dette gjelder også reorganiseringer av selskapet som involverer konsolidering av eiendeler og forpliktelser.
 - Det er ikke tillat for utsteder eller datterselskap å foreta fisjoner eller reorganiseringer som fører til splittelse av utsteder eller datterselskap i to eller flere enheter.
 - Utsteder skal fortsette virksomheten og ikke gjøre endringer som påvirker den naturlige virksomheten til utsteder.
 - Utsteder har ikke tillatelse til å selge eller kvitte seg med essensielle eiendeler i forhold til virksomheten og selskapet.
 - Usteder eller datterselskap har ikke tillatelse til å foreta transaksjoner som strider mot *Arm's Length Transaction* prinsippet. Det vil si at alle transaksjoner må skje mellom uavhengige parter som ikke presses av motsatt part.
 - Usteder har ikke tillatelse til å forandre virksomhetens juridiske natur.
 - Utsteder har ansvar for at en selv og datterselskap etterfølger lover og regler for virksomheten.
 - Utsteder har ikke tillatelse til å betale ut dividende, tilbakekjøp av aksjer eller andre bidrag til aksjonærer. Dette fraviker hvis den bokførte egenkapitalen overstiger NOK 3 000 millioner, likviditeten overstiger NOK 1 000 millioner.

Utover disse generelle lånevilkårene har også Norwegian finansielle lånevilkår de må etterfølge. De finansielle lånevilkårene til Norwegian omhandler stort sett at Norwegian må opprettholde ett minimumsnivå på egenkapitalen og likviditeten. Det første finansielle lånevilkåret kreves at Norwegian opprettholder et minimumsnivå på den bokførte egenkapitalen lik NOK 1 500 millioner. Dette er for å forsikre kreditorene at Norwegian jobber kontinuerlig med å opprettholde en solid form for finansiering, som vil fungere som en buffer i dårlige tider. På den andre siden krever kreditorene at Norwegian opprettholder et likviditetsnivå på om lag NOK 500 millioner. Likviditet blir definert i prospektusene som den aggregerte bokførte verdien av Norwegian sine ubegrensede kontanter og kontantekvivalenter.

Per dags dato er ikke noen av lånevilkårene brutt og derfor vil ikke noen av lånene forfalle med umiddelbar virkning. Det største faremomentet for Norwegian i henhold til lånevilkårene er egenkapitalnivået. Som nevnt er ikke egenkapitalvilkåret brutt, men dette kan bli et problem litt lengre fram i tid. Dette diskuteres videre i kapittel 7.2.

5.6 Oppsummering av likviditetsanalyse

Analysen av Norwegian sin likviditet gjennom både balansen, resultatet og kontantstrømmen tilsier at Norwegian har en lavere grad av likviditet i forhold til bransjen og Air Berlin. Likviditetsgrad 1 og 2 var begge under bransjen og Air Berlin sitt nivå, og dette er noen klare røde flagg som bør tas hensyn til av kreditorer. Norwegian sine regnskap vil også kunne vise til svakheter gjennom både kort- og langsiktig gjeldsdekning i balansen. Norwegian sine nivåer er klart under nivået til bransjen og Air Berlin. Rentedekningsgraden til Norwegian begynte derimot positivt hvor den la seg på bransjeggjennomsnittet, men utover perioden ble den negative differansen mellom Norwegian og bransjen stor. Faktorene over er som nevnt alle røde flagg som kreditorer må ta stilling til før de investerer i Norwegian.

På en annen side kan det tenkes at bransjeggjennomsnittet er en urettferdig «benchmark» for Norwegian å forholde seg til. Dette kan være på grunn av den markante vekstperioden Norwegian har vært i gjennom de siste årene der det har blitt gjort store investeringer i flyflåten med store andeler gjeld. Disse faktorene kan gi et galt bilde av Norwegian som et selskap i sterk vekst.

6. Soliditet- og lønnsomhetsanalyse - Regnskap

I dette kapittelet vil soliditeten og lønnsomheten til Norwegian bli analysert. Dette er to egenskaper ved et selskap som kreditorer vil legge mye vekt på, da det sier mye om selskapets evne til å tåle tap og selskapets evne til å genere overskudd ifølge Kristoffersen (2012, s. 471).

6.1 Rammeverk for soliditet- og lønnsomhetsanalyse

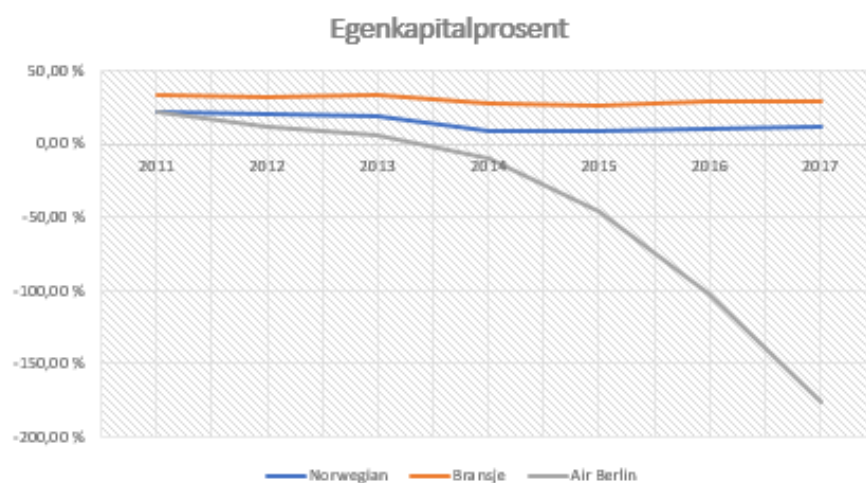
Både soliditets- og lønnsomhetsanalysen vil følge rammeverket til Kristoffersen (2012, s.473-488). Forholdstallet som vil bli benyttet i soliditetsanalysen er egenkapitalandelen, mens lønnsomhetsanalysen vil benytte både netto driftsrentabilitet og totalkapitalrentabilitet. Norwegian sine forholdstall vil bli sammenlignet med gjennomsnittet for bransjen, samt Air Berlin sine forholdstall. Etter analysen av forholdstallene, så vil kapitalstrukturen bli analysert gjennom en statisk finansieringsanalyse.

6.2 Egenkapitalprosent

Kristoffersen (2012) definerer egenkapitalprosenten ved en risikoanalyse som forholdet mellom egenkapitalen (EK) og totalkapitalen (TK).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{TK}$$

Egenkapitalprosenten indikerer for både kreditorer og investorer hvor solid selskapet er og i hvilken grad selskapet kan tåle tap før egenkapitalen er redusert til null. Den skal altså kunne gi et langsiktig bilde av risikoen for at Norwegian vil kunne gå konkurs.



Figur 6.1 Utvikling i egenkapitalprosent for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Figur 6.1 viser at egenkapitalandelen til Norwegian har utviklet seg likt som bransjen sin egenkapitalandel, men den er derimot på lavere nivå. Som forventet ble egenkapitalandelen redusert etter 2014 på grunn av økningen av gjeld. I 2017 er egenkapitalandelen til Norwegian estimert til å være 11,13 % mot bransjegjennomsnittet på 30,23 %. Dette er en klar svakhet som Norwegian besitter og kan skape problemer ved dårlige tider. Air Berlin som er på vei mot konkurs har ett typisk bilde av egenkapitalandelen hvor store tap over lange perioder reduserer egenkapitalen mer og mer over tid. Ved en analyse av egenkapitalen til Norwegian bør det også nevnes at Norwegian er per dags dato i en strid med Finanstilsynet om hvor vidt Norwegian har bestemmende innflytelse på Bank Norwegian eller ikke. Dersom Finanstilsynets foreløpige syn at Bank Norwegian er datterselskapet til Norwegian vil dette føre til nedskrivninger av egenkapitalen på om lag NOK 2 milliarder (e24, 2018b). Skadevirkningen av denne typen nedskrivninger vil kunne være stor med tanke på hvor lavt Norwegian sin egenkapitalandel allerede er i forhold til bransjen. En nedskrivning på NOK 2 milliarder i 2017 ville for eksempel presse ned egenkapitalandelen fra 11,13 % ned til 6.50 %. Som tidligere nevnt i kapittel 6.5 så er det stilt krav rundt egenkapitalen til Norwegian, som er på NOK 1 500 millioner. Nedskrivningen vil ikke i seg selv føre til at lånevilkåret blir brutt, men det reduserer marginen kraftig. Norwegian bør kanskje se etter kilder til økt egenkapital finansiering for å øke avstanden mellom egenkapitalen nedre grense i henhold til lånevilkårene. Kreditorer må derfor følge nøye med på utviklingen til egenkapitalen i Norwegian i løpet av de neste årene.

6.3 Analyse av rentabilitet

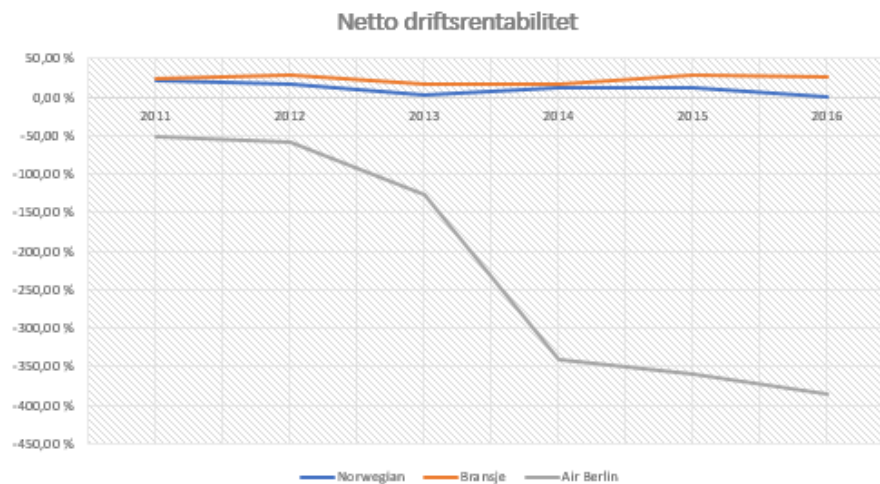
Netto driftsrentabilitet har som hensikt å vise hvor mye avkastning det er på netto driftskapital. Nøkkeltallet har egenskapen med å kunne si noe om både lønnsomhet og soliditet siden den sier noe om hvor godt selskapet kan skape verdier før man tar finansiering inn i bilde (Knivsflå, 2017).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDK_t}{2}} * 100\%$$

Hvor:

NDR = Netto driftsresultat

NDK = Netto driftskapital



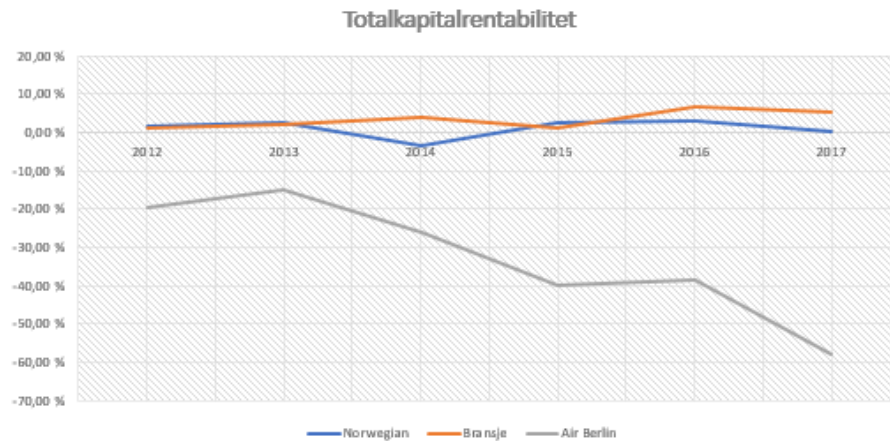
Figur 6.2 Utvikling i netto driftsrentabilitet for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Ut i fra analysen av netto driftsrentabiliteten til Norwegian, kan man se at den varierer over perioden, men stort sett er det en negativ trend for Norwegian. I år 2011 hadde Norwegian en netto driftsrentabilitet på om lag 21 %, og utover perioden har rentabiliteten forverret seg til 0,47 %. Bilde er derimot motsatt for bransjen som også har opplevd variasjoner, men ser en økning i netto driftsrentabiliteten totalt sett. Bransjen starter analyseperioden med en netto driftsrentabilitet rundt 24 % og ender analyseperioden med en rentabilitet på om lag 27 %. Igjen så viser grafen til Air Berlin et typisk bilde av et selskap som sliter med lønnsomheten.

Totalkapitalrentabiliteten er ifølge Kristoffersen (2012) definert som forholdet mellom driftsresultatet (DR) tillagt finansinntekter (FI) dividert på totalkapitalen (TK).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{DR + FI}{TK} * 100\%$$

Totalkapitalrentabiliteten gir et bilde på hvor mye den samlede kapitalen i selskapet kaster av seg. Er totalkapitalrentabiliteten større enn lånerenten vil dette føre til en økt avkastning på egenkapitalen.



Figur 6.3 Utvikling i totalkapitalrentabilitet for Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Ut i fra analysen av totalkapitalrentabiliteten ser man at både Norwegian og bransjen opplevde store variasjoner over analyseperioden. Norwegian kan for eksempel vise til en totalkapitalrentabilitet på -3,44 % i 2014 og året etter 2,65 %. Over perioden har Norwegian vist evne til å holde seg på bransjenivået hvor de til og med var over bransjen i 2015. Til tross for dette gir bilde av Norwegian sin totalkapitalrentabilitet et negativt bilde sammenlignet med bransjen, som leverer en estimert totalkapitalrentabilitet på 5,49 % mot Norwegian sine 0,05 %. Igjen ser man at Air Berlin hadde problemer med å generere avkastning i årene før konkursen.

6.4 Statisk finansieringsanalyse

Den statiske finansieringsanalyse baserer seg på Kristoffersen (2012) sitt rammeverk, og har som hensikt å vise hvordan selskaper eller bransjer er finansiert i forhold til likviditet og tidshorisont. Eiendelene er rangert etter likviditet der driftsrelaterte anleggsmidler er minst likvide og finansielle omløpsmidler er mest likvide. Kapitalen er i motsetning til eiendelene rangert etter hvor lang tidshorisont de har, der egenkapitalen har lengst tidshorisont og kortsiktig finansiell gjeld har kortest tidshorisont. Tanken bak denne matrisen er at jo raskere finansieringen «går ned» mot bunnen, jo lavere er graden av kortsiktig finansiering og dermed er risikoen bundet til finansieringen lavere. Se figur 6.4 som illustrerer finansieringsmatrisen.



Figur 6.4 Illustrasjon av graden av risiko i finansieringsmatrisen. Oppsett fra Kristoffersen (2012).

Analysene nedenfor av både Norwegian og bransjen sin finansiering i 2017 viser at Norwegian har mer risiko knyttet opp mot finansieringen av selskapet. Bransjen kan vise til en mer diversifisert finansieringsstruktur hvor den langsiktige finansieringen som regel er den største delen av finansieringen. Norwegian derimot kan vise til en langt mer ensidig finansieringsstruktur der kortsiktig gjeld utgjør store deler av finansieringen. De største faresignalene ved finansieringen til Norwegian er den lave egenkapitalprosenten i forhold til bransjen og mangelen på langsiktig finansiering.

Norwegian	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	13,61 %	5,90 %	58,36 %	22,13 %		81,71 %
FAM				100,00 %		0,45 %
DOM				70,60 %	29,40 %	9,47 %
FOM				0,00 %	100,00 %	8,36 %
TK	11,12 %	4,82 %	47,69 %	25,22 %	11,14 %	100,00 %

Figur 6.5 Norwegians finansieringsmatrise gitt i prosent. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2017. Oppsett fra Kristoffersen (2012).

Bransje	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	58,76 %	11,07 %	28,54 %	1,63 %		62,68 %
FAM			75,00 %	25,00 %		1,66 %
DOM			53,94 %	46,06 %		9,20 %
FOM			7,22 %	75,00 %	17,78 %	26,46 %
TK	29,56 %	6,11 %	29,13 %	28,21 %	6,99 %	100,00 %

Figur 6.6 Bransjens finansieringsmatrise gitt i prosent. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2017. Oppsett fra Kristoffersen (2012).

6.5 Oppsummering av soliditets- og lønnsomhetsanalyse

Analysen av soliditeten til Norwegian gir stort sett indikasjoner på at Norwegian har en lav grad av lønnsomhet i en bransje som allerede har lav lønnsomhet, og at Norwegian er dårlig rustet for dårlige tider med tanke på hvor solid selskapet er finansiert. En av de største røde flaggene i Norwegian sitt regnskap er det lave egenkapitalnivået. Norwegian har et markant lavere egenkapitalandel i forhold til bransjen, hvor Norwegian har en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 14,44 % mot bransjen sitt gjennomsnitt på 30,23 % over analyseperioden. Det er ytterligere bekymring rundt Norwegian sin egenkapital ettersom den står i fare for å bli nedskrevet med om lag NOK 2 milliarder som følge av striden med Finanstilsynet om eierskapet i Bank Norwegian. Finansieringsanalysen viste også grunn til bekymring for Norwegian sin finansiering, hvor de har en større andel av kortsiktig finansiering i forhold til bransjen. Lønnsomheten til Norwegian sett mot bransjen er ikke tilsynelatende lav, men dette må også sees i forhold til at flyindustrien har svært lave marginer. Det skal derfor ikke mye til for at ulønnsomme selskaper blir presset ut av markedet. En årsak til at lønnsomheten til Norwegian er lavere i forhold til bransjen kan være at Norwegian har vært i stor vekst fase med store investeringer, slik at den langsiktige og stabile lønnsomheten ikke kommer fram i regnskapene.

7. Statistiske konkursmodeller

Å predikere konkurs basert på historisk data kan gjøres på flere måten, men dette kapittelet vil fokusere på modeller der det brukes én eller flere faktorer til å predikere sannsynligheten for konkurs. Første modell som skal gjennomgå er Beavers én-faktor modell, mens de andre modellene er henholdsvis Altmans Z-score, Ohlsons Logit modell og Zmijewskis Probit modell som benytter seg av flere faktorer i estimeringen av konkurs.

7.1 Beavers én-faktor modell

Ut av 30 finansielle forholdstall fant William Beaver at seks av de var nyttig til å predikere selskapers konkurs. Analysen gikk ut på at Beaver sammenlignet finansielle forholdstall mellom friske selskaper og selskaper som gikk konkurs over en fem års periode, og ut ifra dette observere utviklingen til forholdstallene. Analysen viste at selskaper på randen av konkurs kan vise til dårligere forholdstall enn de friske selskapene, samt at den negative utviklingen for konkursselskapene blir sterkere jo nærmere de kommer konkursen. Det er altså nivået og utviklingen til forholdstallene som kan inneholde nyttig informasjon til å predikere en konkurs. Beavers modell skiller mellom to typer feil, type 1 og 2. Feil av type 1 klassifiserer et selskap som lite sannsynlig for å gå konkurs, mens selskapet faktisk går konkurs. Feil av type 2 klassifiserer et selskap som har høy sannsynlighet for konkurs, mens det faktisk ikke går konkurs. Begge feiltypene er knyttet opp mot kostnaden til långiveren. Type 1 feil kan være kostbart siden långiver er i fare for å ikke få tilbakebetalt gjelden, mens type 2 kan være kostbart siden långiveren vil gå glipp av verdifulle kunder (Beaver, 1966, 71-111). Nedenfor kan man se et utdrag av feiltype 1 og 2 basert på forholdstallet «kontantstrøm/gjeld».

Predikert	Konkurs	Overlevelse	Overlevelse	Konkurs				
Utfall	Konkurs	Konkurs	Overlevelse	Overlevelse	Total	Korrekt	Type 1	Type 2
1 år før konkurs	62	17	75	4	158	87 %	22 %	5 %
2 år før konkurs	50	26	71	6	153	79 %	34 %	8 %
3 år før konkurs	47	28	69	6	150	77 %	37 %	8 %
4 år før konkurs	33	29	64	2	128	76 %	47 %	3 %
5 år før konkurs	31	23	60	3	117	78 %	43 %	5 %

Figur 7.1 Feiltype 1 og 2 ved bruken av «kontantstrøm/gjeld» (Beaver, 1966).

Basert på figur 7.1 ovenfor kan man se hvordan feiltypene utvikler seg jo nærmere selskapet kommer konkurs. Utviklingen til feiltype 2 er ikke noe nevneverdig da den virker mer tilfeldig, men utviklingen til feiltype 1 er derimot mer interessant. Fem år før konkurs er feiltype 1 ikke mye bedre enn et myntkast, men jo nærmere man kommer konkursen så reduseres

sannsynligheten for type 1 feil, sett bort fra fire år før konkurs. Når selskapet er ett år fra konkurs er sannsynligheten for type 1 feil så godt som halvert.

Figurene i appendiks 1 viser utviklingen til nøkkeltallene etter Beavers rammeverk til Norwegian, Air Berlin og Bransjen. Ut i fra analysen av nøkkeltallene så kan man se at Norwegian stort sett er under bransje nivået på samtlige nøkkeltall. Bare ved analysen av «kontantstrøm fra drift/Gjeld» og «netto resultat/Eiendeler» kan man se Norwegian levere bedre enn bransjen enkelte år, men totalt sett har Norwegian ligget under bransjens nivå. Det er derimot sammenligningen med Air Berlin som er det viktige i denne analysen. Beaver mente altså ved å sammenligne nøkkeltallene med konkurssrammede selskaper, ville man kunne si noe om konkurssannsynligheten til selskapet. Grafene til Air Berlin viser helt klare tegn på at selskapet slet med lønnsomheten, soliditeten og kontantstrømmen før konkursen. Grafene er svært like de grafene som Beaver (1966) produserte i sin studie for flere tiår siden. Sammenligningen mellom Norwegian og Air Berlin gir ikke et sterkt inntrykk av at konkurssannsynligheten rundt Norwegian er svært stor. Stort sett er utviklingen nærmest parallell med bransjen, bare på et lavere nivå, mens Air Berlin følger en typisk «konkursutvikling». Det er analysen av likviditetsgraden som gir et faresignal når man sammenligner med Air Berlin. Her er likviditetsnivået til Norwegian lavere enn Air Berlin sitt likviditetsnivå. Det man derimot kan se er at utviklingen mellom de to er motsatt i slutten av perioden. Dette kan vise til et tilfeldig utslag eller at Norwegian har en likviditetssituasjon som er i en positiv trend. Alt i alt så gir ikke denne analysen grunn til stor bekymring blant kreditorer, men den gir en indikasjon på at likviditeten bør holdes et ekstra godt øye med i løpet av de kommende årene.

7.2 Altmans Z-score

Denne statistiske modellen til Altman (1968) ble, i likhet med Beavers modell, utviklet ved å gruppere selskaper som er på randen av konkurs og selskaper som er stabile i hver sin gruppe. Modellen prøver å utarbeide en lineær kombinasjon av finansielle forholdstall som skal kunne skille mellom de to gruppene, og dermed også være i stand til å predikere konkurser. Basert på de to gruppene, velger modellen ut ett sett av forholdstall som koeffisienter som vil bli multiplisert med selskapenes forholdstall som vil gi den såkalte «Z-scoren». Altman fant fra 22 forskjellige forholdstall at fem av de hadde den beste forklaringskraften til å predikere konkurs (Altman, 1968). Z-scoren er estimert på måten vist nedenfor:

$$Z - score = 1,2 \left(\frac{\text{Arbeidskapital}}{\text{Eiendeler}} \right) + 1,4 \left(\frac{\text{Tilbakeholdt fortjeneste}}{\text{Eiendeler}} \right) + 3,3 \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{Eiendeler}} \right) + 0,6 \left(\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokverdi av forpliktelser}} \right) + 1,0 \left(\frac{\text{Inntekter}}{\text{Eiendeler}} \right)$$

Altman (1968) fant at selskaper som får en Z-score lavere enn 1,81 har en høyere sannsynlighet for å gå konkurs, mens selskaper som får en Z-score høyere enn 2,99 har en lav sannsynlighet for å gå konkurs. Selskapene som har en Z-score mellom 1,81 og 2,99 er inne i en gråsoner, og bør derfor analyseres nærmere. Modellen klassifiserer 95 % av observasjonene korrekt ett år før konkursen, og det er en 6 % sannsynlighet for type 1 feil og 3 % sannsynlighet for type 2 feil.

Altman's Z-score	Koeffisient	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt score
Arbeidskapital/Eiendeler	1,2	-0,17	-0,16	-0,09	-0,23	-0,18	-0,20	-0,19	-0,17
Tilbakeholdt fortjeneste/Eiendeler	1,4	0,09	0,11	0,11	0,02	0,02	0,05	0,02	0,06
EBIT/Eiendeler	3,3	0,06	0,11	0,08	0,01	0,07	0,07	0,00	0,06
Markedsverdi EK/Bokverdi gjeld	0,6	0,27	0,53	0,55	0,47	0,40	0,30	0,16	0,38
Inntekter/Eiendeler	1	1,17	1,08	1,06	0,86	0,71	0,69	0,70	0,89
Score		1,47	1,70	1,69	0,93	0,99	0,94	0,59	1,19

Figur 5.2 Norwegians Z-score. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Tabellen ovenfor viser Z-scoren til Norwegian over perioden. Ut i fra analysen kan man se at Norwegian har en volatil Z-score som totalt sett har en negativ trend mot år 2017. Det er verdt å merke seg at Norwegian scorer veldig dårlig på denne testen, og ut ifra observasjonene til Altman er Norwegian i risikoområdet hvor det er høy sannsynlighet for konkurs på kort sikt.

7.3 Ohlsons logitmodell

Logit regresjon er en alternativ til Z-score metoden nevnt i forrige delkapittel. Denne modellen var utviklet av Dr. James Ohlson (1980) som baserer seg på andre forholdstall enn Z-score modellen. Denne modellen definerer sannsynligheten for konkurs slik:

$$\text{Sannsynlighet for konkurs} = \frac{1}{1 + e^{-y}}$$

Hvor y beregnes slik:

$$\begin{aligned}
y = & -1,32 - 0,407 \log\left(\frac{Eiendeler}{BNP \text{ prisindeks}}\right) + 6,03 \left(\frac{Forpliktelsler}{Eiendeler}\right) \\
& - 1,43 \left(\frac{Arbeidskapital}{Eiendeler}\right) + 0,076 \left(\frac{Kortsiktig gjeld}{Omløpsmidler}\right) - 2,37 \left(\frac{Resultat}{Eiendeler}\right) \\
& - 1,33 \left(\frac{Kontantstrøm fra drift}{Forpliktelsler}\right) + 0,285(Dummy1) - 1,72(Dummy2) \\
& - 0,521 \left(\frac{\Delta Resultat}{|Resultat_t| + |Resultat_{t-1}|}\right)
\end{aligned}$$

Hvor dummy1 er lik 1 hvis resultatet var negativt de to foregående årene og 0 ellers, og dummy2 er lik 1 hvis forpliktelsene overgår eiendelene og 0 ellers. Utregningen av Norwegians konkurssannsynlighet i år 2017 er presentert nedenfor.

$$Sannsynlighet \text{ for konkurs (2017T)} = \frac{1}{1 + e^{-(0,21)}} = 0,4483$$

Ohlsons Logit modell	Koeffisient	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt score
Konstant	-1,32	-2,32	-1,32	-1,32	-1,32	-1,32	-1,32	-1,32	-1,46
log(Eiendeler/BNP prisindeks)	-0,407	-1,21	-2,61	-2,11	-0,88	-3,18	-1,96	-0,33	-1,75
Forpliktelsler/Eiendeler	6,03	-0,52	0,48	0,38	0,49	0,56	0,62	0,52	0,36
Arbeidskapital/Eiendeler	-1,43	-0,17	-0,16	-0,09	-0,23	-0,18	-0,20	-0,19	-0,17
Kortsiktig gjeld/Omløpsmidler	0,076	1,60	1,67	1,35	2,21	2,10	2,31	2,04	1,90
Resultat/Eiendeler	-2,37	0,05	0,09	0,04	0,00	0,05	0,05	-0,01	0,04
KS fra drift/Forpliktelsler	-1,33	0,11	0,07	0,17	0,12	0,01	0,07	0,08	0,09
Dummy1	0,285	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dummy2	-1,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$\Delta Resultat/(Resultat_t + Resultat_{t-1})$	-0,521	0,10	0,37	-0,26	-0,85	0,94	0,13	-1,00	-0,08
Score		-2,35	-1,42	-1,84	-0,46	-1,03	-0,29	-0,21	-1,08
Konkurssannsynlighet		8,71 %	19,54 %	13,72 %	38,72 %	26,39 %	42,84 %	44,83 %	27,82 %

Figur 7.3 Norwegians O-score og tilknyttet konkurssannsynlighet. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Utregningene i figur 7.3 ovenfor viser at Norwegian kommer svært dårlig ut i testen. Ut ifra de ti koeffisientene og nøkkeltallene til Norwegian har konkurssannsynligheten til Norwegian variert kraftig over perioden. Ser man på år 2014 så ser man det samme som i regnskapsanalysen i kapittel 6 og 7. Man kan se at den store graden belåning som oppsto i 2014 gir store utslag på både lønnsomheten og soliditeten til Norwegian. De svake tallene viser seg tydelig i denne testen der konkurssannsynligheten øker med hele 25 % i løpet av 2014. Sett bort fra 2015, så har konkurssannsynligheten økt totalt sett etter år 2014.

7.4 Zmijewskis probitmodell

Zmijewski (1984) sin konkursmodell er lik Ohlsons modell nevnt i kapittel 7.3, men i stedet for å benytte seg av en logit tilnærming bruker Zmijewski en probit tilnærming. Forskjellen på disse to er hovedsakelig at probitmodeller antar at tilfeldige variabler er normalfordelt (uavhengige variabler i modellen), og derfor generer logit tilnærminger «fetere haler» (Kliestik, Kocisova & Misankova, 2014, s.853). De fleste konkursmodeller velger ut uavhengige variabler basert på teori, og deretter velger de ut de med mest forklarende kraft. Zmijewski valgte derimot uavhengige variabler utelukkende basert på deres forklarende kraft i tidligere modeller. Selskapene som ble inkludert i modellen var listet på NYSE mellom 1972 og 1978, samt at han ekskluderte selskaper fra finanssektoren og de med svært distinkte balanser. Zmijewski mente det var to problemer med måten tidligere konkursmodeller var konstruert. The første problemet oppstår når forskere matcher utvalgene av selskaper som ikke er konkurs og de som er det. Når et konkursrammet selskap velges først, og deretter basert på enkelte kriterier så velges en match ut. Utvalgene er dermed ikke lengre tilfeldig. Det andre problemet var at selskaper med ufullstendig data blir ekskludert fra datasettet (Timmermans, 2015, s.11). De tre variablene som blir benyttet i Zmijewski sin modell er som følger:

$$Zm = -4,336 - 4,513 * \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Totalkapital}} + 5,679 * \frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}} - 0,004 * \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Modellen er basert på 40 selskaper som gikk konkurs mot 800 selskaper som ikke gikk konkurs. Zmijewski kunne rapportere treffsikkerhet på 99 % ved bruk av hele utvalget, mens treffsikkerheten for bruken av underutvalg ikke ble rapportert (Timmermans, 2015, s.12). Et selskap med en score større enn 0,5 er klassifisert som et selskap som har en relativt høy sannsynlighet for konkurs, og en score lavere enn 0,5 tilsier en lav sannsynlig for konkurs.

Zmijewskis probit modell	Koeffisient	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt score
Konstant	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336	-4,336
Nettoresultat/Totalkapital	-4,513	-0,238	-0,391	-0,185	-0,010	-0,217	-0,238	0,053	-0,175
Gjeld/Totalkapital	5,679	4,452	4,527	4,621	5,152	5,143	5,070	5,047	4,859
Omløpsmidler/Kortsiktig gjeld	-0,004	-0,003	-0,002	-0,003	-0,002	-0,002	-0,002	-0,002	-0,002
Zm score		-0,124	-0,202	0,097	0,804	0,588	0,494	0,762	0,346

Figur 7.4 Norwegians Zm-score. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Norwegian sin utvikling i Zm-score er vist i figur 7.4 ovenfor, og den viser at Norwegian har hatt en stort sett negativ utvikling. Starten av analyseperioden kan vise til en tilfredsstilt Zm-score på under 0,5 poeng, men utover analyseperioden forverrer scoren seg. På det meste er scoren på 0,804 poeng i 2014 før en reduksjon ned mot 0,494 poeng i 2016. Norwegian avslutter analyseperioden med en score på rundt 0,762 poeng. Over perioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig score på 0,346. Stort sett så scorer Norwegian utilfredsstillende på Zmijewski sin probit modell, og viser høy sannsynlighet for konkurs. Denne testen støtter opp de tidligere testene om at det er en del røde flagg rundt Norwegian sin virksomhet og fremtid.

7.5 Begrensninger ved bruk statiske konkursmodeller

Ved bruk av statistiske modeller er det viktig å kunne tolke og forstå resultatene som de generere, men det er like viktig å kunne forstå hvilke svakheter og begrensninger slike modeller har. I en studie utført av Grice & Dugan (2001) der de så på bruken av statistiske konkursmodeller, og da spesielt Ohlson og Zmijewski sine modeller, fant de flere svakheter ved bruken av slike modeller. Studien gikk ut på teste modellene ut med nye datasett og oppdaterte variabler som tidsperiode, valg av industri og finansielle forhold som ikke ble brukt i de originale modellene. Funnene som ble gjort i studien var at treffsikkerheten til modellene falt drastisk når de ble prøvd ut med alternative utvalg. Zmijewski og Ohlson kunne originalt rapportere en treffsikkerhet på henholdsvis 98,2 prosent og 96,4 prosent når de brukte data fra 1970 til 1978. Studien kunne derimot rapportere en treffsikkerhet som varierte mellom 34,8 prosent og 81,3 prosent. Derfor kan det se ut som forholdet mellom finansielle forholdstall og konkurssannsynlighet varierer med tiden. Det kan også nevnes at Zmijewski sin modell presterte signifikant bedre i å forutse konkurs enn Ohlson sin modell (Grice & Dugan, 2001, s. 164). Begge modellene kunne også vise til en viss sensitivitet i forhold til industribetingelser. Ohlsons modell viste enn større sensitivitet i forhold til Zmijewskis modell. Det ble derimot vist at modellene ikke var sensitive for forskjellige finansielle krisesituasjoner som var tilstede i deler av utvalget av selskaper. Derfor kan det sies at modellene var mer nyttig til å forutsi generelle økonomiske vanskeligheter enn å forutsi den mer begrensede klassifiseringen konkurs. Kort oppsummert så anbefalte Grice & Dugan (2001, s.164) at brukerne av modellen til å ha et kritisk blikk til de resultatene de kan generere. Ved å utsette modellene for andre tidsperioder og industrier enn de som ble benyttet ved utarbeidelsen av modellene kan potensielt redusere treffsikkerheten dramatisk, samt at modellene ikke alltid trenger å være sensitiv for forskjellige finansielle forhold.

Disse begrensningene vil kunne være svært aktuelle i Norwegian sitt tilfelle. Modellene som er benyttet i denne oppgaven er de originale, og det kan derfor være en fare for at forholdet mellom finansielle forholdstall og konkurssannsynlighet kan være utdatert. En løsning på dette problemet kunne ha vært å utarbeide oppdaterte modeller, men med tanke på tidsbegrensninger og omfang vil denne oppgaven benytte seg av de originale modellene. Et annet problem kan være at modellene kan være dårlig utarbeidet for den Europeiske flyindustrien som Norwegian opererer i, fordi selskapene som ble benyttet eksklusivt var Amerikanske selskaper og en relativt lav andel av flyselskaper.

7.6 Oppsummering av de statistiske konkursmodellene

Dette kapittelet tok for seg statistiske konkursmodeller som har med hensikt å gi et bilde av eller estimere konkurssannsynligheten til Norwegian. De modellene hadde til felles var at de benyttet seg av finansielle nøkkeltall. Den første modellen som ble brukt var Beavers én-faktor modell som gikk ut på å sammenligne utviklingen i bestemte nøkkeltall til både Norwegian og et selskap som går mot konkurs. Denne modellen ga ikke noen virkelig store røde flagg for Norwegian. De fleste nøkkeltallene har som regel en parallell utvikling med bransjen, men bare på et litt lavere nivå. Norwegian viste derfor ikke stort sett noen felles trekk med konkursrammede Air Berlin. Det som kom fram i Beavers modell var at Norwegian har svært lave likviditetsreserver. Den andre modellen som ble anvendt for å undersøke kredittrisikoen rundt Norwegian var Altmans Z-score. Utslaget av testen var hovedsakelig negativ for Norwegian. Z-scoren til Norwegian var under nedre grense på 1.81 hele perioden med få oppturer. Det denne testen indikerer er at Norwegian har høy risiko for konkurs, og bør analyseres nærmere. Den tredje testen som ble anvendt var Ohlsons Logit-modell. Denne testen, i likhet med Altmans test, ga en del røde flagg rundt konkurstrisikoen til Norwegian. I følge modellen har Norwegian en konkurssannsynlighet på om lag 44,83 %, som er svært høyt. Zmijewskis modell kunne også vise til stort sett negative resultater, med en økende trend i konkurstrisikoen totalt sett over hele perioden. Ved endt analyseperiode endte Zm-scoren på om lag 0,762 poeng som indikerer høy konkurssannsynlighet. Kort oppsummert så kunne tre av de fire testene vise til en høy konkurstrisiko. Det ble derimot drøftet potensielle svakheter og begrensninger ved bruken av statistiske modeller i kapittel 7.5. Basert på en studie utført av Grice & Dugan (2001) kan treffsikkerheten til slike modeller falle kraftig ved å utsette modellene for ulike tidsperioder og industrier enn de som ble benyttet under utarbeidelsen av de originale modellene, og at de fungerer bedre å forutse generelle økonomiske vanskeligheter. På bakgrunn av dette kan det være rimelig å anta at modellene kan være utdaterte og ikke

utarbeidet for det Europeiske flymarkedet. Modellene som ble benyttet har derimot en nytteverdi gjennom å kunne forutsi økonomiske vanskeligheter, og kan derfor fungere som en pekepinn på hvordan den generelle økonomiske situasjonen er rundt Norwegian. Modellene vil da vise til at Norwegian har økonomiske utfordringer, og det vil dermed være en relativt høy risiko tilknyttet Norwegian. Denne innsikten vil bli tatt hensyn til videre i oppgaven når Norwegian vil få endelig kredittrating.

Konkursmodell	Score (2017)	Grad av risiko
Beavers én-faktor	N/A	Lav
Altmans Z-score	0,59	Høy
Ohlsons O-score	-0,21	Høy
Zmijewskis Zm-score	0,762	Høy

Figur 7.5 Oppsummering av konkursmodellene.

8. Regnskapsbasert syntetisk kredittrating

I dette kapittelet vil det gjennomføres en syntetisk kredittrating av Norwegian kun basert på finansielle forholdstall, men først vil det redegjøres for hva en syntetisk kredittrating er og eventuelt hvilken offisiell kredittrating Norwegian har fått tidligere. Her vil informasjon fra profesjonelle kredittratingbyrå, samt informasjon fra analyserapporter utført av kredittanalytikere benyttes. Helt til slutt vil Norwegian tildeles en kredittklasse basert på finansielle forholdstall som likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsmargin. Denne kredittklassen vil benyttes som ett utgangspunkt i den endelige kredittratingen.

8.1 Generelt om kredittrating og Norwegians kredittrating

En kredittvurdering fokuserer på selskapets evne til å oppfylle sine forpliktelser til avtalt løpetid. Den vurderer sannsynligheten for at selskapet skal misligholde gjelden sin, og hvor stort tapspotensial misligholdet fører med seg, også kalt Loss Given Default (LGD). Det er viktig å merke seg at mislighold ikke er det samme som at selskapet går konkurs, da det er mulig å løse misligholdproblemer og dermed føre driften videre (Petersen. C, Plenborg. T & Kinserdal. F, 2017, s.371). De som hovedsakelig benytter seg av kredittanalyser er banker og institusjonelle investorer som forsikringsselskaper og pensjonsfond. Banker benytter slike analyser når de skal prise og gi ut lån, mens institusjonelle investorer benytter analyser for å vurdere investeringer i gjeldsinstrumenter. En kredittanalyse er derimot ikke bare benyttet av banker og institusjonelle investorer. Andre typer selskap kan også analysere kreditten til både kunder og leverandører som de benytter. Det skal også nevnes at estimatene i kredittanalyse, i likhet ved en verdivurdering, er høyt usikre siden man trekker konklusjoner fra historiske tall og forventinger om framtiden (Petersen et al., 2017, s.372). Selskaper betaler ofte selvstendige ratingselskaper som Moody's eller Standard & Poor's for å kunne få offisielle kredittratinger. Disse kredittratingene skal kunne gi en indikasjon på hvor kredittverdig ett selskap er basert på forskjellige metodikker (Ganguin, B & Bilardello, J. 2005. s.295-296). De største ratingselskapene opererer med like klasser der de skiller mellom «Investment grade» og «Junk grade». Disse klassene representerer risikoen rundt kreditten til selskapet, der «Investment grade» er sett på som stort sett trygt, mens «Junk grade» er kreditt med høy sannsynlighet for mislighold (Petersen et al, 2017, s. 389.390). Disse kredittratingene er som nevnt offisielle kredittratinger som investorer kan få tilgang til, men denne tilgangen er ikke mulig for alle selskaper. Investorer må derfor vurdere kredittverdigheten til selskaper på egen hånd, og dette

kan gjøres med hjelp av en syntetisk kredittrating. Hva en slik kredittrating prosess vektlegger vil kunne variere mellom både investorer og bransjer.

Norwegian har per i dag ikke en oppdatert offisiell kredittrating fra verken Moody's, S&P eller Fitch, men Moody's har satt sin kredittrating på Norwegian EETC gjeld. EECT er som tidligere nevnt en form for gjeld fra den Amerikanske stat og som Norwegian bruker til å finansiere flyflåten sin. Den opprinnelige kredittratingen på EETC gjelden til Norwegian var satt i 2016 til Baa3(BBB-) på klasse A-transjen, mens klasse B-transjen var ratet til Ba3(BB-). Sommeren året etter i 2017 kom det derimot nyheter om at Moody's hadde nedgradert begge EETC klassene. Nedgraderingen som ble gjort 31.juli 2017 og gjorde slik at klasse A gikk fra å være Baa3(BBB-) til å bli Ba1(BB+), og klasse B ble nedgradert fra Ba3(BB-) ned til B1(B+). Utsiktene som ble lagt ved kredittratingene var stabile (Moody's, 2017). Rasjonale bak denne nedgraderingen var svakere driftsresultater enn først antatt ved første kredittrating i 2016. Økt konkurranse, spesielt i det Europeiske markedet. Store investeringer i fly som har svekket Norwegian sin finansielle profil og struktur, samt svake likviditetsreserver. Fallende yields og driftsproblemer på langdistanse flyvningene. Norwegian sin posisjon som det tredje største lavkost selskapet, spesielt den sterke posisjonen i Norden og konkurransedyktig kostnadsstruktur takket være en moderne flyflåte og uorganisert arbeidskraft hindret derimot ytterligere nedgraderinger (Moody's, 2017). På grunn av manglende oppdaterte offentlige kredittratinger, kan man benytte seg av kredittratinger gjort av forskjellige finansielle institusjoner gjennom analyserapporter. Denne oppgaven vil benytte seg av kredittanalyser gjort i 2016 av DNB Markets og SEB Bank.

Kredittratingen utført av *DNB Markets* (2016) konkluderte med en kredittrating på en enkel B på selskapet som helhet, med stabile utsikter. Obligasjoner uten sikkerhet ble ratet til B- og kreditorene kan forvente å få tilbake 10-30 % ved mislighold. Det som mest sannsynlig vil utløse et mislighold for Norwegian, i DNB Markets sine øyne, er mye lavere passasjervekst enn antatt som resulterer i lavere inntekter og en overforsyning av fly. Norwegian sine styrker i forhold til kreditten deres ifølge rapporten er (1) fleksible finansieringsalternativer, (2) sterk markedsposisjon i Europa, (3) ung flyflåte, (4) høy driftseffektivitet og (5) geografisk diversifisert virksomhet. På den andre siden er svakhetene til Norwegian at de har (1) mye gjeld og er svært sensitiv for forandringer i yield, drivstoffpriser og valutakurser. Norwegian opererer i et (2) svært konkurransetungt marked med et høyt press på priser og sykliske svingninger, (3) samt et intensivt CAPEX program med stor finansieringsrisiko. Det er også noe (4) usikkerhet knyttet opp mot forhåndsfinansieringen av bestilte fly, eksponering mot (5) politisk og juridisk

risiko, og utfordringer relatert til (6) utviklingen av langdistanseflygninger (DNB Markets, 2016, s.164). DNB Markets (2016, s.166) er også bekymret for de lave likviditetsreservene til Norwegian, og anser likviditetsprofilen som svak sammenlignet med bransjen. Likviditeten ble analysert i kapittel 6 og ga også bekymringer for likviditeten til Norwegian. Som nevnt tidligere, har DNB Markets gitt kredittratingen til Norwegian stabile utsikter. Dette er begrunnet med at de forventer ikke at Norwegian vil redusere gjeldsandelen i løpet av nærmeste framtid på grunn av bestillinger og økt finansieringsbehov. Dette er til tross for en forventet økt lønnsomhet (DNB Markets, 2016, s.164).

SEB Bank utførte også en kredittrating av Norwegian i løpet av 2016. I likhet med DNB Markets, konkluderte SEB med den samme kredittratingen på B med stabile utsikter. Ifølge SEB (2016, s.2) er Norwegian sine kredittstyrker at de har en av de (1) laveste enhetskostnadene i bransjen, en (2) ung og moderne flyflåte som reduserer kostnader ytterligere, samt at flyflåten gir (3) gode muligheter for finansiering gjennom å stille de som sikkerhet. De nevner også at Norwegian har en (4) sterk posisjon i Norden og en (5) økende markedsandel internasjonalt. Kredittsvakhetene som blir nevnt i rapporten er derimot at Norwegian sitt CAPEX program setter et stort press på likviditeten til Norwegian. Det kan påløpe ekstraordinære kostnader og problemer knyttet opp mot satsingen på langdistanseflygninger og de er svært eksponert for risiko relatert til konkurranse, sykliske svingninger og intensive kapitalkrav i flybransjen. Sist men ikke minst er Norwegian sin kredittrisiko nært knyttet opp mot endringer i drivstoffpriser og valutakurser (SEB, 2016, s.1-4).

Samlet sett blir Norwegian sin kredittrating som regel satt på rundt B, med stabile utsikter. Det er viktig å huske på at dette ikke er fullt oppdaterte kredittrater, og mye kan ha skjedd siden kredittratingene ble satt. Kredittanalysene fra Moody's, DNB Markets og SEB vil derfor brukes som et supplement i den endelige kredittratingen.

8.2 Historisk regnskapsbasert kredittrating av Norwegian

Som nevnt tidligere kan forholdstallene som vektlegges i en syntetisk kredittrating variere fra modell til modell. Denne syntetiske kredittratingen vil følge Prof. Knivsflå (2017) sitt rammeverk der fokuset vil ligge på likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Nedenfor i figur 8.1 kan man se kriteriene for hver enkelt kredittrating i henhold til nøkkeltallene, samt en oversikt over sannsynlighetene for konkurs og risikopremiene gitt en kredittrating. Denne regnskapsbaserte kredittratingen bygger på historiske tall, og antar derfor at fortiden forklarer framtiden til Norwegian. Dette kan være

problematisk da dette ikke alltid stemmer, men det gir kreditorer noe handfast å forholde seg til i stedefor høy usikre antakelser om framtiden.

	Kredittklasse	lg1	rdg	ekp	ndr	Sannsynlighet for konkurs	Kredittrisikopremie
1	AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %	0,20 %
2	AAA/AA	8,900	11,600	0,895	0,308	0,01 %	0,30 %
3	AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %	0,40 %
4	AA/A	4,600	4,825	0,755	0,216	0,05 %	0,50 %
5	A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %	0,60 %
6	A/BBB	2,350	2,755	0,550	0,131	0,17 %	0,80 %
7	BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %	1,00 %
8	BBB/BB	1,450	1,690	0,380	0,082	0,62 %	1,85 %
9	BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %	2,70 %
10	BB/B	1,050	1,060	0,270	0,054	2,95 %	3,35 %
11	B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %	4,00 %
12	B/C	0,750	0,485	0,175	0,026	8,77 %	5,95 %
13	CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %	7,90 %
14	CCC/CC	0,550	-0,345	0,105	-0,002	20,29 %	11,20 %
15	CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %	14,50 %
16	CC/C	0,450	-1,170	0,030	-0,030	39,48 %	17,75 %
17	C	0,400	-1,158	-0,020	-0,044	50,99 %	21,00 %
18	C/D	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	68,27 %	24,30 %
19	D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %	27,60 %

Figur 8.1 Kredittratingstabell (Knivsflå, 2017).

Figuren ovenfor viser betingelsene hver kredittratingklasse har i forhold til nøkkeltallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Hver kredittrating er også knyttet opp mot gitte sannsynligheter for konkurs, og det som kan merkes er den eksponentielle utviklingen i konkurssannsynligheten når man øker kredittratingen. Den markante økningen i konkurssannsynlighet starter når kredittratingen ligger rundt B, og dette er ifølge de tre store ratingselskapene Moody's, S&P og Fitch da gjelden begynner å bli høyt spekulativt og blir omtalt som «Junk» (World Economic Forum, 2016). Denne typen gjeld er høyt risikabel, men kreditorene vil kunne ta seg betalt for den risikoen de påtar seg i stor grad i form av kredittrisikopremie.

	Moody's	S&P	Fitch	Meaning
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Prime
	Aa1	AA+	AA+	High Grade
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	Upper Medium Grade
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
Junk	Ba1	BB+	BB+	Non Investment Grade Speculative
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Highly Speculative
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Substantial Risks
	Caa2	CCC	CCC	Extremely Speculative
	Caa3	CCC-	CCC-	In Default w/ Little Prospect for Recovery
	Ca	CC	CC+	
		C	CC	
			CC-	In Default
	D	D	DDD	

Figur 8.2 Kredittklasser og risikoen knyttet opp mot de (World Economic Forum, 2016)

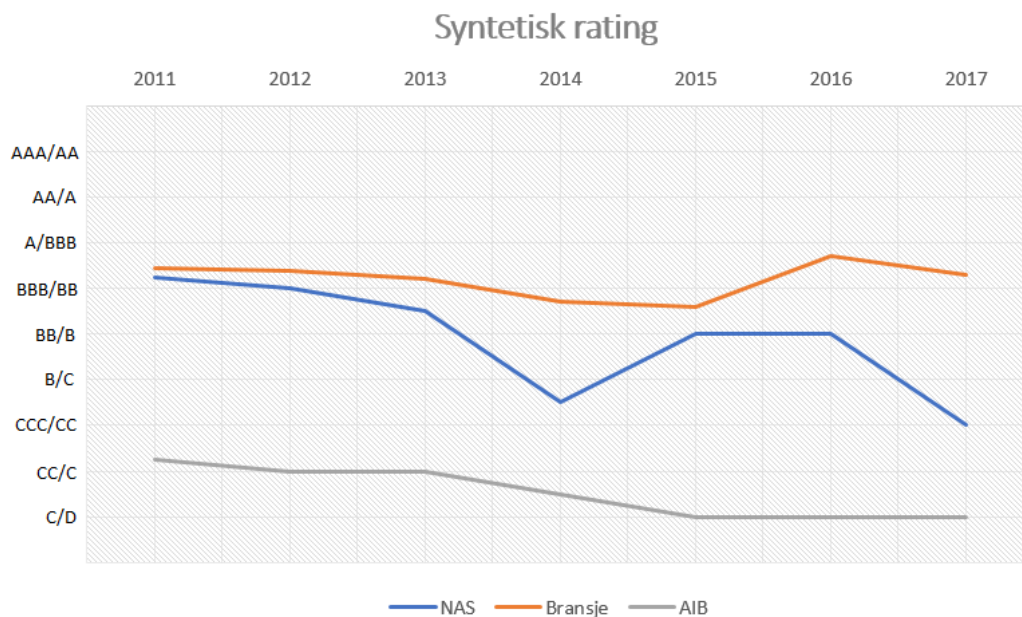
Figur 8.3 viser kredittratingen av Norwegian. Utviklingen i de relevante forholdstallene blir først regnet ut i tallverdi, for så å bli omgjort til kredittrating klasser i form av bokstaver. I følge Prof. Knivsflå (2017) bør man benytte seg av tidsvekting for hvert år som blir analysert. For de fleste selskaper vil nyere informasjon bedre reflektere fremtidig drift, og dette gjelder spesielt for Norwegian som er i stor vekst. På bakgrunn av dette blir 2017 og 2016 vektet med 30 %, 2015 og 2014 blir vektet med 15 %, og sist blir 2013, 2012 og 2011 vektet med 3,33 %. År langt tilbake tid får en relativt liten vekt på grunn av at en kredittvurdering er mest opptatt av dagens økonomiske tilstand. Med denne vektingen er den gjennomsnittlige kredittratingen på B, som vil bli brukt som et utgangspunkt i den endelige kredittvurderingen.

År	SYMBOL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Likviditetsgrad 1	lg1	CCC	CCC	B/C	CC/C	CC	CC/C	CC
Rentedekningsgrad	rdg	AAA/AA	AAA/AA	BBB	BB/B	AA/A	AA/A	CCC
Egenkapitalprosent	ekp	B	B	B/C	CCC/CC	CCC/CC	CCC/CC	CCC/CC
Netto driftsrentabilitet	ndr	AA/A	AA/A	A	B/C	A/BBB	A/BBB	CCC/CC
GJENNOMSNIITTSRATING		BBB/BB	BBB/BB	BB	CCC	BB/B	BB/B	CCC/CC

Figur 8.3 Utviklingen i Norwegians kredittrating over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

Figur 8.4 viser utviklingen for kredittratingene for Norwegian, bransjen og Air Berlin. Som forventet, basert på regnskapsanalysen i kapittel 6 og 7, scorer Norwegian dårligere enn bransjen på kredittratingen. Norwegian har scoret dårligere enn bransjen på de fleste nøkkeltallene i analysene og dette gir utslag på kredittratingen til Norwegian. Utviklingen i kredittratingen ser ut til å ha vært svært volatil i forhold til bransjen, mens kredittratingen til

Air Berlin har vært som forventet svært lav hele perioden. Igjen kan man se at kredittratingen tok et stort fall etter 2014 på grunn av en markant økning i gjeld.



Figur 8.4 Utviklingen i kredittratingen til Norwegian, bransjen og Air Berlin over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Oppsett fra Knivsflå (2017).

Resultatet av kredittratingen basert på historisk regnskapsinformasjon ga en kredittrating på B. Dette er også i tråd med analyse rapportene til DNB Markets og SEB. Mye av bekymringene som ble uttrykket i kredittrapportene som ble skrevet i 2016 viste seg fortsatt å gjelde i 2018. Hovedpoengene i rapporten var bekymring rundt Norwegian sin høye gjeldsandel og svake likviditetsreserver. Analysene i kapittel 6 og 7 konkluderte med at Norwegian sin likviditetsgrad er svært dårlig i forhold til bransjen og Air Berlin, samt at egenkapitalandelen er svært lav i forhold til bransjgjennomsnittet. Disse forholdene er hovedårsaken til den dårlige kredittratingen av Norwegian. Som tidligere nevnt er denne analysen basert på historiske data og tar dermed ikke hensyn til framtiden. Derfor bør en slik analyse ikke brukes alene som konklusjonsgrunnlag, men heller slås sammen med strategisk analyse som inneholder faktorer som regnskapsanalyser ikke kan ta hensyn til.

9. Fremtidsregnskap og utsikter for Norwegian

Ett av problemene med kredittratinger og finansielle nøkkeltall er at de ser bakover i tid og gir ikke informasjon om den framtidige kontantstrømmen. Det er derfor essensielt å estimere de framtidige kontantstrømmene. Hensikten er å avdekke om de framtidige kontantstrømmene som skal benyttes til å betjene gjelden til Norwegian er store nok til dekke framtidige rentekostnader og avdrag (Petersen et al, 2017, s.393). Oppgaven vil benytte seg av tre scenarioer i estimeringen, og disse scenarioene har som hensikt å dekke det verste, forventede og beste utfall. Helt til slutt vil en Monte Carlo simulasjon anvendes for å avdekke risikoen rundt den framtidige kontantstrømmen til gjeld.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Det finnes flere forskjellige rammeverk som kan benyttes ved estimering av fremtidsregnskapet. Denne oppgaven vil benytte seg av prof. Knivsflå (2017) sitt rammeverk, der man framskriver de budsjettdriverne som er ansett som de viktigste. Ved valg av tidsperiode legger oppgaven til grunn den gjennomsnittlige låneperioden Norwegian har på sine lån, fire år. I følge Damodaran (2012, s.272) bør man velge en budsjettperiode som dekker selskapets stabile fase. Dette er derimot ikke så viktig ved kredittanalyser, siden kreditorer er som regel bare interessert i selskapet så lenge de har gjeld utestående i selskapet. På bakgrunn av dette vil det fokuseres på den kortsiktige veksten og kredittrisikoen knyttet opp mot Norwegian i fremtidsregnskapet.

9.2 Estimering av budsjettdriverne

I estimeringen av budsjettdriverne vil denne oppgaven benytte seg av Prof. Knivsflå (2017) og Ganguin & Bilardello (2005) sitt rammeverk. De viktigste budsjettdriverne i resultatet som vil bli lagt vekt på i estimeringen er driftsinntekter, netto driftsresultat, netto finansinntekt og netto finanskostnader. Mens de viktigste budsjettdriverne i balansen for Norwegian er netto driftseiendeler, finansielle eiendeler, samt finansiell gjeld. I estimeringen av fremtidsregnskapet blir det antatt at alle betalingene blir foretatt ved årsslutt, slik at rentabiliteten kan beregne på inngående kapital. Rammeverket for budsjettdriverne er presentert i figur 9.1 nedenfor:

Resultat	Symbol	Drivere
Driftsinntekter	DI	Passasjerert·ARPU _t
Netto driftsresultat	NDR	Netto driftsmargint·Driftsinntektert
Netto finansinntekt	NFI	Finansiell eiendelsrentet·finansielle eiendelert-1
Netto finanskostnad	NFK	Rentekostnader/Gjennomsnittlig FG

Balanse	Symbol	Drivere
Netto driftseiendeler	NDE	Driftsinntektert/Omløpet til netto driftseiendelert
Finansielle eiendeler	FE	Finansiell eiendelsdelt·Driftsinntektert
Finansiell gjeld	FG	Finansiell gjeldsdelt·Netto driftseiendelert

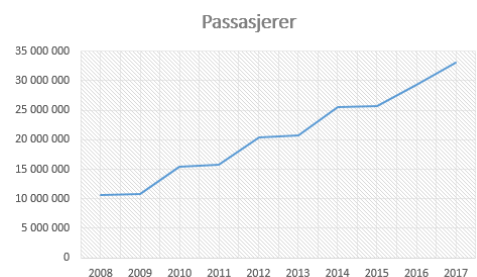
Figur 9.1 Rammeverk for budsjett drivere for resultat- og balanseregnskap. Oppsett fra Knivsflå (2017).

9.2.1 Driftsinntekter

$$\text{Driftsinntekter}_t = \text{Passasjerer}_t \times \text{ARPU}_t$$

Driverne for driftsinntektene til Norwegian er antatt å være antall passasjerer multiplisert med gjennomsnittlige inntekter per passasjer (ARPU).

Passasjerer er da individene som benytter seg av tjenestene til Norwegian. Som figur 9.2 viser så har antall passasjerer vokst for Norwegian, hvor den gjennomsnittlige veksten er på 13,52 % per år siden 2008. Norwegian har historisk hatt stabile kabinfaktorer, som betyr at de fyller flyene sine rimelig jevnt over og at Norwegian er gode til å vite hvilke ruter som vil fylle flyene stabilt. Denne oppgaven vil derfor bruke gjennomsnittlige passasjerer per fly til å estimere passasjertallene de neste fire årene fram over.



Figur 9.2 Utvikling i antall passasjerer for Norwegian 2008-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2008-2017.

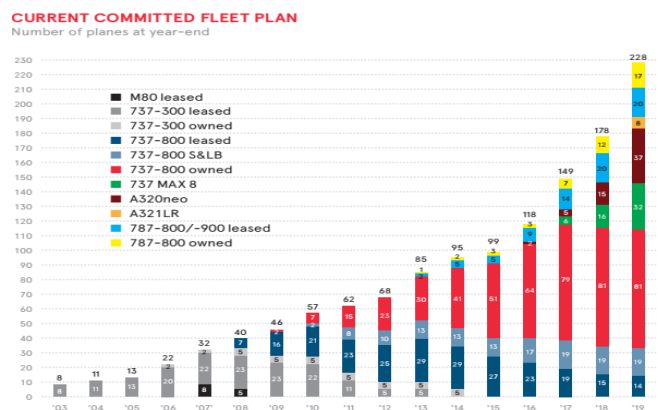
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Passasjerer	15 698 183	20 373 499	20 711 630	25 601 003	25 753 014	29 301 397	33 149 555	24 369 754
Antall fly	60	65	77	95	99	116	145	94
Passasjerer per fly	261 636	313 438	268 982	269 484	260 131	252 598	228 618	264 984

Figur 9.3 Utviklingen i passasjerer per fly 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Figur 9.3 viser en nedgang på antall passasjerer per fly. Det kan tenkes at noe av forklaringen ligger i at Norwegian økte flåten sin markant i løpet av 2017. Det skal også nevnes at økningen i flyflåten kan være misvisende når man ikke vet nøyaktig leveringsdato på de nye flyene. Fly som er levert sent på året vil senke antallet passasjerer per år. Flere faktorer som kan påvirke

gjennomsnittlig passasjerer per fly er moderniseringen av flyflåten til Norwegian. Større og mer effektive fly vil kunne frakte flere passasjerer enn de gamle. Det forventes derimot at denne økningen kan bli motvirket av satsingen på langdistanseflygninger Norwegian gjennomfører. Ut i fra den strategiske analysen ble det derimot gitt uttrykk for noen store risikomomenter i flybransjen. Det er hard konkurranse om kundene i flyindustrien, hvor noen LCC konkurrenter har en mer kostnadseffektiv organisering ved for eksempel en mer strømlinjet flåte enn Norwegian. Det er forventet at nedgangen i passasjerer per fly er permanent over de fire neste årene som følger av konkurrentenes inntog i markedet. Holder dermed passasjerer per fly konstant på år 2017 nivået.

Som nevnt tidligere har Norwegian tatt på seg store investeringer i å modernisere flyflåten sin og har dermed mange fly på bestilling som er ventet å leveres i løpet de nærmeste årene. Den eneste informasjonen man har om framtidig antall fly er vist i årsrapporten for 2016. Der kommer det fram at Norwegian planlegger å ha 178 og 228 fly i henholdsvis 2018 og 2019. Lite informasjon er gitt for antallet fly i år 2020 og 2021. Tidligere har administrerende direktør for Norwegian, Bjørn Kjos, uttalt at flyselskapene som overlever i Europa vil ha en gjennomsnittlig flåte på rundt 250 fly (DN, 2013). Dette er en økning på 11 fly i året fra år 2020 til 2021. Denne økningen virker oppnåelig med tanke på Norwegian sin vekststrategi.



Figur 9.4 Utviklingsplan for flyflåten til Norwegian (NAS, 2017).

År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Antall fly	178	228	239	250	224
Gjennomsnittlig passasjerer per fly	228 618	228 618	228 618	228 618	228 618
Passasjerer	40 694 004	52 124 904	54 639 702	57 154 500	51 153 278

Figur 9.5 Fremtidige passasjertall over perioden 2018-2021.

ARPU er altså den gjennomsnittlige inntekten per passasjer, og er en svært viktig lønnsomhetsdriver for flyselskapene. Norwegian sin ARPU har over perioden 2008-2017 vært stort sett vært stigende med en gjennomsnittlig vekst på 4,97 %. Hard konkurranse er noe som slår veldig hardt ut på et flyselskaps ARPU, og dette er grunnlaget for forventningen om at

Norwegian sin ARPU ikke vil opprettholde den samme vekstraten som tidligere. Ut i fra den strategiske analysen kan det forventes at rivaliseringen og konkurransen innad i flyindustrien vil kunne redusere veksten i ARPU for alle selskapene. Det kan derimot forventes en marginal økning i Norwegian sin ARPU grunnet deres satsing på langdistanseruter. Langdistanseflygninger kan være en viktig kilde til å øke ARPU. Norwegian vil ut i fra analysen ha en gjennomsnittlig årlig vekst i ARPU på 1,85 % fram til 2021.

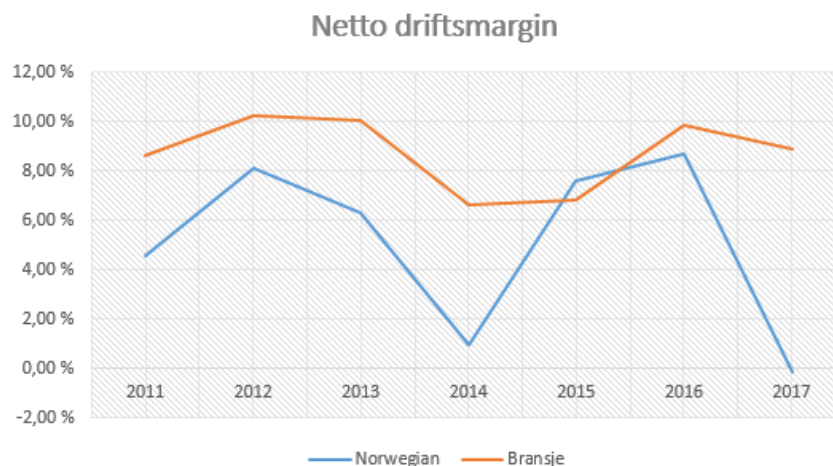
År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Passasjerer	40 694 004	52 124 904	54 639 702	57 154 500	51 153 278
ARPU	0,93	0,94	0,96	0,98	0,95
Driftsinntekter	37 845 424	48 997 410	52 454 114	56 011 410	48 827 089

Figur 9.6 Fremtidige driftsinntekter over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

9.2.2 Netto driftsresultat

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Driftsinntekter}_t \times \text{Netto driftsmargin}_t$$

Figuren under viser den historiske utviklingen i netto driftsmargin for både Norwegian og bransjen. Norwegian kan vise til en lavere netto driftsmargin enn bransjen, der Norwegian har 5,15 % og bransjen har 8,73 % gjennomsnittlig netto driftsmargin over perioden 2011-2017.



Figur 9.7 Utvikling i netto driftsmargin for Norwegian og bransjen over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Det er rimelig å anta at fokusområdet for Norwegian når det kommer til å forbedre netto driftsmarginen over de neste fire år er å operasjonelle kostnader. Det som forventes å bestemme netto driftsmarginen og senke de operasjonelle kostnadene er ressursene som Norwegian besitter. Som nevnt i VRIO-analysen i kapittel 3.3 besitter Norwegian ressurser som en

moderne flåte, konkurransedyktig forretningsmodell og en sterk markedsposisjon i Norden. Først og fremst kan det forventes at den moderne og unge flåten til Norwegian vil kunne bidra til en relativt stor reduksjon i de operasjonelle kostnadene gjennom lavt drivstofforbruk og mindre vedlikehold. Det som derimot taler mot marginene er at Norwegian fortsatt venter store leveringer av fly som krever finansiering og kostnader knyttet opp mot opplæring av nytt personale og klargjøring. Norwegian sin markedsposisjon som også ble nevnt i VRIO-analysen vil derimot også kunne motvirke reduksjonen av marginene. Norden er et verdifullt marked med høy vekst og kjøpekraft, og Norwegian sin posisjon i nettopp dette markedet vil kunne holde marginene oppe i de neste fire årene. På bakgrunn av den forventede leveringen av 105 fly i løpet av de neste fire årene og den sterke posisjonen Norwegian har i Norden, så forventes det at marginene til Norwegian vil holde seg lav og under gjennomsnittet i starten av budsjettperioden, for å så gå opp til Norwegian sitt historiske gjennomsnitt på 5,15 % ved slutten av budsjettperioden.

År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	37 845 424	48 997 410	52 454 114	56 011 410	48 827 089
Driftsmargin	1,29 %	2,58 %	3,86 %	5,15 %	3,22 %
Netto driftsresultat	488 206	1 264 133	2 024 729	2 884 588	1 665 414

Figur 9.8 Fremtidig netto driftsresultat over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

9.2.3 Netto finansinntekt

$$\text{Netto finansinntekt}_t = \text{Finansiell eiendelsrente}_t \times \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Netto finansinntekter er blitt satt til å drives av finansiell eiendelsrente (fer) multiplisert med inngående finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene er som regel investeringer, kontanter og fordringer. I et velfungerende kapitalmarked skal det ikke være noen form for finansieringsfordel (Knivsflå, 2017). Det er derfor rimelig å anta at avkastningen på de finansielle eiendelene i framtiden er lik avkastningskravet på de finansielle eiendelene.

Finansiell eiendelsrente:

Kravet på *investeringene* til Norwegian er rimelig å sette lik forventet avkastning på markedsporteføljen, og en gjennomsnittlig investeringsbeta lik 1 (Knivsflå, 2017). Markedsrisikopremien er differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. Det er ingen enkel og fastsatt metode for å estimere denne størrelsen på grunn av at man ikke kan observere markedets forventning på en klar måte. I denne oppgaven brukes

resultatet av PricewaterhouseCoopers (PwC) sin undersøkelse om markedsrisikopremie. I følge undersøkelsen fra PwC (2017) så er risikopremien i det norske markedet på 5 %. Grunnlaget ved undersøkelsen er forventningene og kunnskapen til analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet.

Kontanter er vanlig å anta som en risikofri plassering. Den **risikofrie renten** skal være en rente som ikke inneholder noen form for risiko i form av mislighold. I den virkelige verden er dette umulig, men det finnes gode tilnærminger for risikofrirente. Når man analyserer historiske data så vil det være naturlig å benytte 3mnd. NIBOR, som kan forklares som renten bankene tar når de låner mellom hverandre. Som nevnt så er det vanskelig å finne renter som gjenspeiler helt risikofri rente, så man kan trekke fra en estimert kredittrisikopremie. Denne oppgaven velger å trekke fra en kredittrisikopremie lik 0,4 %, som er lik Prof. Knivsflå (2017) sitt estimat for norske banker med AA-kredittrating.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NIBOR 3mnd.	2,95 %	2,29 %	1,75 %	1,70 %	1,29 %	1,07 %	0,89 %
- Kredittrisikopremie (0,4%)	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
= Risikofri rente før skatt	2,55 %	1,89 %	1,35 %	1,30 %	0,89 %	0,67 %	0,49 %
- 25 % skatt	0,69 %	0,51 %	0,36 %	0,35 %	0,24 %	0,18 %	0,13 %
= Risikofri rente etter skatt	1,86 %	1,38 %	0,99 %	0,95 %	0,65 %	0,49 %	0,36 %

Figur 9.9 Utvikling i risikofrirente over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra Oslo Børs (2018).

Kravet på *fordringer* kan være vanskelig å estimere på grunn av manglende informasjon. Ut i fra årsregnskapet fra 2016, oppgir Norwegian at rundt halvparten av fordringene har en kredittrating på A eller bedre, mens resten ikke har en kredittrating. Det kan derfor være rimelig å anta at den gjennomsnittlige kredittratingen på fordringene er på rundt BBB. Dette resulterer i en konstant kredittrisikopremie på 1 % etter skatt basert på kredittpåslagene fra USA (Knivsflå, 2017).

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
(Kontanter/Fin. Eiendeler)·rf	1,81 %	1,35 %	0,94 %	0,90 %	0,63 %	0,45 %	0,34 %	0,92 %
+ (Fordringer/Fin. Eiendeler)·(rf+KRP)	0,28 %	0,18 %	0,17 %	0,39 %	0,33 %	0,37 %	0,25 %	0,28 %
+ (Investeringer/Fin. Eiendeler)·(rf+MRP)	1,05 %	1,02 %	1,04 %	1,04 %	1,02 %	1,02 %	1,01 %	1,03 %
= Finansielt eiendelskrav (fek)	3,14 %	2,55 %	2,14 %	2,33 %	1,98 %	1,84 %	1,60 %	2,23 %

Figur 9.10 Utvikling i finansielt eiendelskrav over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

Finansielle eiendeler:

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsandel}_t \times \text{Driftsinntekter}_t$$

Norwegian sine finansielle eiendeler er forventet å bli bestemt av sammenhengen mellom finansiell eiendelsandel og driftsinntektene. Den finansielle eiendelsandelen har holdt seg relativt stabil over analyseperioden med et gjennomsnitt på 12 %. På kort sikt er det derimot ingen tegn på at dette forholdet vil endre seg noe drastisk i løpet av de neste fire årene. Det vil derfor antas at Norwegian vil holde den finansielle eiendelsandelen rundt gjennomsnittet på 12 % i de neste fire årene.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Finansiell eiendelsandel	12 %	12 %	12 %	12 %
Driftsinntekter	37 845 424	48 997 410	52 454 114	56 011 410
Finansielle eiendeler	4 519 214	5 850 900	6 263 673	6 688 459

Figur 9.11 Fremtidige finansielle eiendeler over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Finansielle eiendeler	4 519 214	5 850 900	6 263 673	6 688 459
fek	2,23 %	2,23 %	2,23 %	2,23 %
Netto finansinntekt	100 607	130 254	139 443	148 899

Figur 9.12 Fremtidig netto finansinntekt over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

9.2.4 Netto driftseiendeler

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_t}$$

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er et mål på selskapets evne til å generere inntekter på bakgrunn av investeringene i driftseiendelene. Figur 9.13 viser både Norwegian og bransjens utvikling i onde. Ut i fra analysen av onde så opererer Norwegian med en omløpsulempe i forhold til bransjen. Man kan også se at Norwegian sin onde har en negativ trend over perioden, og dette kan forklares av den store økningen i netto driftseiendelene. Det kan være vanskelig for et selskap å opprettholde onde under stor vekst. Det er dog forventet at Norwegians onde vil konvergere tilbake til sitt eget gjennomsnitt lik 1,92 på grunn av avtakende vekst over budsjettperioden og flere langdistanseflygninger som bidrar til en økt onde.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Norwegian	2,54	2,53	2,57	1,95	1,43	1,22	1,17	1,92
Bransje	2,32	2,3	2,49	2,67	3,08	3,84	3,68	2,91

Figur 9.13 Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017.

År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	37 845 424	48 997 410	52 454 114	56 011 410	48 827 089
Onde	1,5	1,8	1,85	1,92	1,77
Netto driftseiendeler	27 220 783	28 353 575	29 172 609	27 002 321	27 937 322

Figur 9.14 Fremtidige netto driftseiendeler over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

9.2.5 Netto finanskostnader

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{Finansielt gjeldskrav}_t \times \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

De antatte budsjettdriverne for netto finanskostnader er antatt til å være finansiell gjeldsrente multiplisert med inngående finansiell gjeld. Resonnementet og antakelsen om perfekte kapitalmarkeder og ingen finansierings- ulemper eller fordeler gjelder også her. Dette betyr at man kan innenfor rimelighetens grenser at Norwegian ikke har dårligere tilgang til finansiering enn konkurrentene i bransjen.

Finansiell gjeld:

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdelt}_t \times \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Den finansielle gjelden er antatt å bestemmes av den finansielle gjeldsdelen multiplisert med netto driftseiendeler. Den finansielle gjelden til Norwegian består hovedsakelig av EETC, obligasjoner og bank lån. Den totale utviklingen i den finansielle gjeldsdelen er økende over perioden, der den gjennomsnittlige årlige veksten har vært på 2,76 %. Denne utviklingen kan forventes å øke i samme rate i 2018 og 2019. Dette er på bakgrunn av den store leveringen av fly som vil forgå over denne perioden. Disse flyene må finansieres, og det er ingen indikasjoner på om Norwegian vil få inn noen store innskudd av egenkapital i nærmeste framtid. Derfor er det forventet at de vil benytte seg av gjeld til å finansiere disse flyene. I årene 2020 og 2021 vil det derimot leveres relativt få fly sammenlignet med de to foregående årene. Det er forventet at Norwegian vil få inn elleve fly i 2020 og 2021, sammenlignet med 33 og 50 fly i henholdsvis 2018 og 2019. Det er derfor rimelig å anta at den finansielle gjeldsdelsveksten vil avta noe.

Antar at veksten i den finansielle gjeldsdel i 2020 og 2021 er 1/3 av dagens gjennomsnittlige vekst.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Finansiell gjeldsdel	98,87 %	101,60 %	102,53 %	103,47 %

Figur 9.15 Fremtidig finansiell gjeldsdel over perioden 2018-2021.

Nedenfor kan man se Norwegian sin forventede utvikling i finansiell gjeld over de neste fire årene. Det er antatt at gjelden øker over hele perioden, men en relativt liten økning sammenlignet med tidligere år. Dette kan forklares ved at det er forventet at Norwegian vil gå inn for å redusere innkjøpet av fly og andre driftseiendeler siden de vil kunne oppnå et tilfredsstillende nivå på flyflåten i løpet av denne perioden.

År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Netto driftseiendeler	27 220 783	28 353 575	29 172 609	27 002 321	27 937 322
Finansiell gjeldsdel	98,87 %	101,60 %	102,53 %	103,47 %	101,62 %
Finansiell gjeld	26 914 109	28 806 740	29 911 140	27 940 244	28 393 058

Figur 9.16 Fremtidig finansiell gjeld over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

Finansielt gjeldskrav:

$$\text{Finansielt gjeldskrav}_t = \frac{\text{Netto rentekostnader}_t}{\frac{\text{Finansiell gjeld}_t + \text{Finansiell gjeld}_{t-1}}{2}}$$

Det kan fort oppstå problemer ved framskrivningen av det finansielle gjeldskravet, da dette vil variere med den risikoen og kontantstrømmen som er rundt gjelden til Norwegian. Dette skaper et ring resonnement hvor man trenger avkastningskrav til å bestemme rentekostnader, men man trenger rentekostnadene til å bestemme kontantstrømmen som benyttes til å sette avkastningskravet. En løsning på dette problemet kan ifølge Ganguin & Bilardello (2005) være å se på den historiske rentekostnaden i forhold til den gjennomsnittlige finansielle gjelden over analyseperioden. Denne metoden antar det historiske gjeldskravet ikke forandrer seg over budsjettperioden og dermed er det underforstått at kredittrisikoen til Norwegian er konstant, ceteris paribus. Utviklingen i finansielt gjeldskrav er vist i figur 9.17 nedenfor:

År	2011	2012	2013*	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Netto rentekostnader	53 387	90 322	574 403	371 804	352 144	521 352	699 405	380 403
Gjennomsnittlig FG	3 745 623	4 888 683	6 019 611	9 898 000	16 424 320	21 533 805	24 475 254	12 426 471
fgr	1,43 %	1,85 %	9,54 %	3,76 %	2,14 %	2,42 %	2,86 %	3,43 %

Figur 9.17 Utvikling i finansiell gjeldsrentabilitet over perioden 2011-2017. Informasjon hentet fra års- og kvartalsrapporter 2011-2017. Tall oppgitt i NOK 1000.

Den finansielle gjeldsrentabiliteten har økt noe over analyseperioden fra om lag 1,43 % til 2,86 %. Den totale økningen i rentabiliteten kan reflektere at verdensøkonomien har begynt å ta seg opp igjen etter finanskrisen i 2008 eller at det har skjedd forandringer i Norwegian sine lånebetingelser. I framskrivningen vil denne oppgaven benytte seg av en finansiell gjeldsrentabilitet på 3,43 % i beregningen av framtidig rente kostnader, noe som indikerer en historisk kredittrating på rundt B+. Det kan også nevnes at ekstreme verdier, som i år 2013, bør ekskluderes i beregningen av det framtidige gjeldskravet. Denne oppgaven har derimot inkludert år 2013 i beregningen siden den reflekterer risikoen som ble avdekket i den strategiske og finansielle analysen.

År	2018e	2019e	2020e	2021e	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %	3,43 %
Finansiell gjeld $t-1$	25 447 695	32 296 931	33 307 793	35 893 369	31 736 447
Netto finanskostnad	872 856	1 107 785	1 142 457	1 231 143	1 088 560

Figur 9.18 Fremtidig netto finanskostnad over perioden 2018-2021. Tall oppgitt i NOK 1000.

9.3 Presentasjon av fremtidsregnskapet

I dette delkapittelet vil fremtidsregnskapet til Norwegian bli presentert. Dette er den forventede utviklingen i budsjettdriverne som er forklart og redegjort for i kapittel 8.3.2.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Driftsinntekter	37 845 424	48 997 410	52 454 114	56 011 410
Netto driftsresultat	488 206	1 264 133	2 024 729	2 884 588
+ Netto finansinntekt	84 927	100 607	130 254	148 899
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	573 133	1 364 741	2 154 982	3 033 487
- Netto finanskostnad	872 856	1 107 785	1 142 457	1 231 143
= Netto resultat til egenkapital	-299 723	256 956	1 012 525	1 802 345
= Fullstendig nettoresultat	-299 723	256 956	1 012 525	1 802 345
- Netto utbetalt utbytte	-314 694	-314 890	885 118	1 576 951
= ΔEgenkapital	14 970	571 846	127 407	225 393

Figur 9.19 Fremtidig resultatregnskap over perioden 2018-2021. Oppsett fra Knivsflå (2017). Tall oppgitt i NOK 1000.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Netto driftseiendeler	27 220 783	28 353 575	29 172 609	27 002 321
+ Finansielle eiendeler	4 519 214	5 850 900	6 263 673	6 688 459
= Sysselsatte eiendeler	31 739 997	34 204 475	35 436 283	33 690 780
Egenkapital	4 825 888	5 397 735	5 525 142	5 750 535
+ Finansiell gjeld	26 914 109	28 806 740	29 911 140	27 940 244
= Sysselsatt kapital	31 739 997	34 204 475	35 436 283	33 690 780

Figur 9.20 Fremtidig utvikling i sysselsatt kapital og eiendeler over perioden 2018-2021. Oppsett fra Knivsflå (2017). Tall oppgitt i NOK 1000.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Sysselsatte eiendeler	31 739 997	34 204 475	35 436 283	33 690 780
- Finansielle eiendeler	4 519 214	5 850 900	6 263 673	6 688 459
= Netto driftseiendeler	27 220 783	28 353 575	29 172 609	27 002 321
Egenkapital	4 825 888	5 397 735	5 525 142	5 750 535
+ Netto finansiell gjeld	22 394 895	22 955 841	23 647 467	21 251 786
= Netto driftskapital	27 220 783	28 353 575	29 172 609	27 002 321

Figur 9.21 Utvikling i netto driftseiendeler og –kapital over perioden 2018-2021. Oppsett fra Knivsflå (2017). Tall oppgitt i NOK 1000.

År	2018e	2019e	2020e	2021e
Netto driftsresultat	488 206	1 264 133	2 024 729	2 884 588
- ΔNetto driftseiendeler	773 811	1 132 792	819 034	-2 170 288
= Fri kontantstrøm fra drift	-285 605	131 341	1 205 695	5 054 876
+ Netto finansinntekter	84 927	100 607	130 254	148 899
- ΔFinansielle eiendeler	704 372	1 331 686	412 773	424 785
= Fri kontantstrøm fra SS kapital	-905 051	-1 099 737	923 175	4 778 990
- Netto rentekostnad	872 856	1 107 785	1 142 457	1 231 143
= Kontantoverskudd	-1 777 907	-2 207 522	-219 283	3 547 848

Figur 9.22 Frikontantstrøm til gjeld over perioden 2018-2021. Oppsett fra Knivsflå (2017). Tall oppgitt i NOK 1000.

9.4 Scenario simulering

Et av problemene med kredittvurderingsmodeller og finansielle nøkkeltall er at de ofte ser bakover i tid, og tar dermed ikke hensyn til potensialet til de framtidige kontantstrømmene. Det kan derfor være hensiktsmessig å estimere de fremtidige kontantstrømmene under forskjellige

antakelser. Hensikten med å estimere disse kontantstrømmene er å avdekke om selskapet er i stand til å betjene gjelden sin i løpet av budsjettperioden. Dette er altså om selskapet har en stor nok kontantstrøm fra driften og investeringer til å dekke finanskostnader (Petersen et al, 2017, s.393). I tillegg til å estimere fremtidige kontantstrømmer, kan det også være nyttig å lage ulike scenarioer basert på den strategiske analysen, og som avviker fra det forventede scenarioet. Deretter kan man tilegne hvert scenario sannsynligheter som kan gi et bedre inntrykk av sannsynligheten for mislighold (Petersen et al, 2017, s.396). Denne metoden kan derimot bli litt simpel, da den bare tar hensyn til tre baner variablene kan ta. Denne oppgaven har derfor valgt å benytte en Monte Carlo simulering til å avdekke risikoen rundt de fremtidige kontantstrømmene som skal benyttes til å betjene gjeld. En Monte Carlo simulering baserer seg på tilfeldige tall og sannsynligheter til å lage scenarioer (Petersen et al, 2017, s.397). Konseptet bak Monte Carlo simuleringer er at hvis en statistikk fordeling er en tetthetsfunksjon av alle verdiene den kan ta, da kan simuleringen estimere den relative hyppigheten av verdiene som gis. En svakhet som en generell Monte Carlo simulering har er at det ikke er antatt noen korrelasjon mellom driverne, da de bare varierer uavhengig rundt en forventet verdi. Denne svakheten kan derfor skape noen svært urealistiske scenarioer (Mooney. C.Z, 1997, s.2.).

Denne oppgaven har tatt utgangspunkt i tre scenarioer som blir klassifisert som forventet utfall, optimistisk utfall og pessimistisk utfall. Det optimistiske og pessimistiske scenarioet har samme utgangspunkt som det forventede scenarioet, men de viktigste budsjettdriverne blir antatt å utvikle seg ulikt. Budsjettdriverne som er valgt som variabler var forklart i kapittel 9.2, og fremtidsregnskapene for de to scenarioene er presentert i appendiks 2.

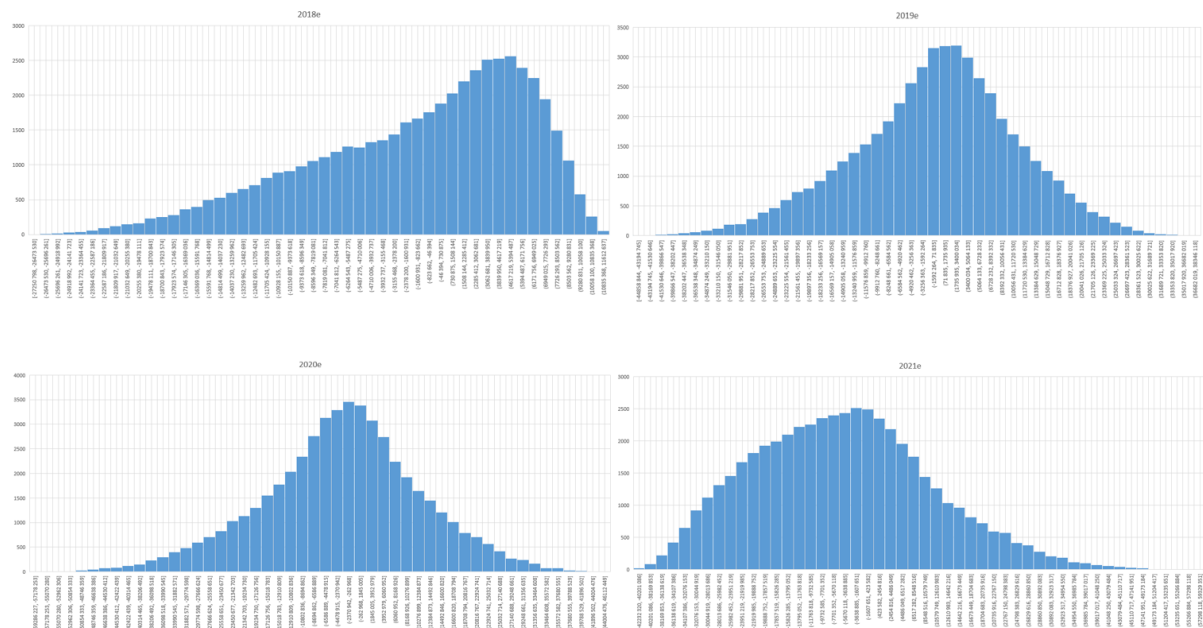
Optimistisk scenario: Dette scenarioet er det scenarioet som skal gjenspeile generell vekst i verdensøkonomien, og som tidligere nevnt er flyindustrien pro-syklisk (IATA, 2017d). Med tanke på VRIO analysen tidligere i oppgaven ble det nevnt at Norwegian har en flåte som er godt posisjonert til å møte gode tider med økt etterspørsel og generell vekst. Norwegian opplever i dette scenarioet økt etterspørsel på flyreiser og har gjennom en mer moderne flåte mulighet til å øke antallet passasjerer per fly per år. Etter en nedgang i passasjerer per fly i år 2017 er det forventet at Norwegian vil kunne gå tilbake til 264 984 passasjerer per fly, som er gjennomsnittet over analyseperioden. Dette resulterer i en årlig vekst på 3,76 % over perioden som sammenfaller med en forventet vekst i GDP på rundt 1-2 %. Sammen med veksten i etterspørsel og antall passasjerer, er det også forventet en vekst i ARPU over perioden. Denne veksten er også støttet av en vellykket satsning på langdistanseruter. Det er antatt at Norwegian vil klare å opprettholde veksten i ARPU på 4,97 % utover budsjettperioden. Dette er veksten

Norwegian har hatt over analyseperioden. I år 2017 var netto driftsmarginen til Norwegian negativ grunnet et driftsunderskudd. Over analyseperioden har Norwegian hatt en lavere netto driftsmargin enn bransjen, hvor Norwegian har hatt en netto driftsmargin på om lag 5,15 % mot bransjens 8,73 %. Dette scenarioet antar at gjennom en yngre flåte, problemfri implementering av langdistanseruter og delvis utflagging vil kunne redusere de operasjonelle kostnadene drastisk og dermed kunne øke netto driftsmarginen opp mot bransjenivået i løpet av budsjettperioden. Sist er utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler. Norwegian har over analyseperioden hatt en lavere gjennomsnittlig omløp enn bransjen. 1,92 mot 2,91. En forklaring for dette kan være at Norwegian har vært inne i en vekstperiode, og da kan det være vanskelig å opprettholde omløpet. En avtakende vekst i leveringene av fly og en økende vekst i driftsinntekter som følge av vekst i antall passasjerer og ARPU vil resultere i et økt omløp. Det er forventet at omløpet til netto driftseiendeler vil øke litt forbi bransjegjennomsnittet siden det antas at Norwegian vil kunne bli svært effektiv i måten de benytter seg av kapitalen sin. Omløpet vil øke jevnt over de neste fire årene til et omløp på rundt 3. Dette scenarioet fører til at Norwegian får et overskudd av kontanter fra sysselsatt kapital, som betyr at Norwegian vil være i stand til å betjene gjelden sin over perioden. Det skjer derfor ingen mislighold i dette scenarioet. Det samlede overskuddet av kontantstrømmer er estimert til å rundt NOK 13,6 milliarder.

Pessimistisk scenario: Dette scenarioet skal prøve å gjenspeile en plutselig nedgang i verdensøkonomien på størrelse med tidligere kriser, hvor man kan se en reduksjon i etterspørselen på flyreiser og forretningsaktivitet. Verdensøkonomiske kriser treffer som regel flyselskapene hardt, og i dette scenarioet treffer krisen Norwegian, som allerede er i dårlig stand til å tåle harde tider og lengre perioder med tap. Dette ble avdekket av soliditetsanalysen i kapittel 6. Kriser treffer som regel først på etterspørselssiden, og som tidligere nevnt så er etterspørselen på flyreiser om lag 2-3 gangen av forandringer i GDP (Steen, 2016, s.6). I følge Reinhart, Carmen & Rogoff (2009, s.470) har den gjennomsnittlige nedgangen i GDP per capita vært på -9,3 % under tidligere finans og bankkriser. Krisescenarioet benytter derfor en nedgang i etterspørselen på rundt 20 % over perioden. Dette fører til at Norwegian ikke klarer å opprettholde loadfaktoren fra tidligere år, og frakter nå i gjennomsnitt rundt 182 894 passasjerer per fly i året. Å fylle flyene er en av de viktigste målene for et flyselskap, så dette utfallet vil påvirke bunnlinjen til Norwegian. Neste variabel er ARPU, og den er forventet å bli redusert som følge av nedgangen i verdensøkonomien. Over analyseperioden har ARPU vært stigende med en årlig vekst på rundt 4,97%, men er antatt å bli redusert fra 2017 med -5,33 % fram til

år 2021. Dette fører til at Norwegian vil havne tilbake på sitt gamle gjennomsnitt over perioden. Netto driftsmarginen vil også bli negativt påvirket i krisescenarioet. Økte kostnader gjennom økte reguleringer og miljøkrav, lavere passasjervekst, problemer med langdistansesatsingen, høye lønnskostnader relativt til konkurrentene, økte drivstoffpriser og en sterkere Euro (CAPA, 2018) er faktorer som påvirker lønnsomheten til Norwegian i dette scenarioet. Økte operasjonelle kostnader sammen med reduserte driftsinntekter gjør slik at det forventes at Norwegian ikke klarer å opprettholde en positiv lønnsomhet fra drift over budsjettperioden, og det er antatt at netto driftsmarginen synker over perioden med -0,10 % per år som resulterer i en netto driftsmargin lik -0,50 % i år 2021. Som følger av dette genererer Norwegian et voksende driftsunderskudd over perioden. Den siste variabelen er omløpet til netto driftseiendeler. Denne er forventet å avta over budsjettperioden fra dagens nivå på 1,17 til en verdi rundt 0,95 i år 2021, som tilsvarer en årlig negativ vekst på rundt -5,1 %. Dette betyr at Norwegian har en avtakende effektivitet i kapitalbruken sin over perioden. Hovedargumentasjonen bak denne antakelsen er at veksten i Norwegian sin flyflåte over de siste årene har gjort store deler av flåten overflødig som følge av uventet reduksjon i etterspørselen. Norwegian er derfor nødt til å ha flere inaktive fly på bakken, og dette er svært dårlig nytt for et lavkostselskap. I dette scenarioet, som skal gjenspeile økonomisk krise, vil Norwegian allerede få et underskudd av kontanter i år 2018 på rundt NOK 7 milliarder, og har derfor ikke nok til å dekke de finansielle forpliktelsene sine som fører til mislighold. Det er også estimert underskudd av kontanter over samtlige år, så i dette tilfelle må Norwegian eventuelt samle inn ny egenkapital eller selge eiendeler som fly også videre for å kunne møte forpliktelsene sine. Det samlede underskuddet av kontantstrømmer er beregnet til å være på om lag NOK 16,3 milliarder.

Som nevnt tidligere i dette kapittelet kan metoden ved å lage kun tre scenarioer bli litt for simpel da den bare tar hensyn til tre utfall. Det bli derfor utført en Monte Carlo simulasjon med variablene som ble nevnt i kapittel 9.2. Simulasjonen er gjort slik at modellen tar utgangspunkt i det optimistiske og pessimistiske scenarioet ved å tilfeldig variere verdiene til de valgte variablene mellom de gitte intervallene scenarioene har gitt. Denne simulasjonen vil generere 100 000 observasjoner og en fordeling av en rekke kontantstrømoverskudd/underskudd som en funksjon av de utvalgte variablene, og man kan dermed få visualisert fordelingen av kontantstrømmene og risikoen knyttet opp mot de.



Figur 9.23 Scenarioanalyse – Fordeling av kontantstrøm til gjeld over perioden 2018–2021.

Figur 9.23 viser resultatet av simulasjonen for hvert av de fire årene. Fordelingene for år 2019 og 2020 er tilnærmet normalfordelt rundt en forventet verdi på henholdsvis NOK -3,8 millioner og NOK – 2,7 milliarder. Det er dog tegn til at fordelingene har en svak fet hale mot negative verdier. I årene 2018 og 2021 er det derimot svært lav grad av normalfordeling med forventede verdier på henholdsvis NOK -1,1 milliard og NOK -5,3 milliarder. De fete halene indikerer at frekvensen av observasjoner rundt en forventet verdi er høyere på en bestemt side, i dette tilfelle er det skjevhet mot negative verdier. Altså at det forekommer flere negative kontantstrømmer i forhold til positive kontantstrømmer. Dette betyr at det er generelt mer nedsiderisiko ved de fremtidige kontantstrømmene til Norwegian (Teiletche, 2015, s.6), og kan forklares ved at det forventes ut i fra scenarioene at Norwegian vil bli hardere rammet av et krisescenario enn et vekst scenario. Dette er på bakgrunn av regnskapsanalysen som viste at Norwegian er i svært dårlig stand til å tåle lengre perioder med tap og harde tider. Ut i fra modellen må Norwegian hente inn frisk kapital til rundt NOK 9,1 milliarder over de neste fire årene til å kunne dekke de forventede kontantunderskuddene. Ut i fra dette så kan framtidsutsiktene til Norwegian virke som å være negative.

10. Endelig kredittrating av Norwegian

Den endelige kredittratingen vil bli gjort på bakgrunn av både den strategiske og finansielle analysen, samt scenariosimuleringen. Den strategiske analysen hadde som hensikt å avdekke risikomomenter som kan påvirke Norwegian sin kredittverdighet, men også styrker og muligheter som Norwegian kan utnytte for å øke tilbakebetalingsevnen til selskapet. Regnskapsanalysen gikk ut på å se på forholdstall som skal gi et bilde av underliggende økonomiske forhold. Mer spesifikt, så hadde regnskapsanalysen hensikt i å avdekke både kortsiktig og langsiktig risiko i form av likviditet og soliditet. Som siste del av regnskapsanalysen ble statistiske konkursmodeller brukt til å gi en pekepinn på hvordan den økonomiske situasjonen for Norwegian har utviklet seg over analyseperioden og hvordan den er per dags dato. Sist ble det benyttet en Monte Carlo simulering til å visualisere risikoen rundt kontantstrømmene til Norwegian basert på utvalgte budsjett drivere.

Den strategiske analysen avdekket at det er generell høy risiko knyttet opp mot eksterne faktorer som kan påvirke kredittrisikoen til Norwegian. De politiske, juridiske og økonomiske forhold ble ansett som de makrofaktorene som har størst risiko og påvirkningskraft knyttet opp mot seg. Til tross for en sterk liberalisering av flyindustrien de siste tiårene, har myndigheter fortsatt stor makt til å påvirke bransjen. Det er antatt at reguleringer som øker kostnader i form av blant annet sikkerhetstiltak og miljøkrav vil kunne øke framover de neste årene som vil påvirke Norwegian sitt operasjonelle kostnadsnivå som allerede er relativt høyt i forhold til andre lavkost selskap. Den andre makrofaktoren med høy risiko som ble avdekket er generelle økonomiske forhold. Flybransjen er utsatt for sykluser i verdensøkonomien, hvor politisk ustabilitet er sett på som en av de største risikomomenter for vekst, da spesielt i Europa. På den andre siden har man oljeprisen som har enorm effekt på kostnadssiden i flyindustrien gjennom drivstoffkostnader, som er forventet å stå for 20 % av de operasjonelle kostnadene for et gjennomsnittlig flyselskap (IATA, 2017b). Utover dette ble også sosiokulturelle og teknologiske faktorer avdekket, men disse ble knyttet opp mot en lav til medium risiko. Sammen med de eksterne makroforholdene ble det også drøftet om interne markedsforhold. Denne analysen avdekket at det er generelt høy risiko knyttet opp mot flyindustrien som en helhet. De største risikomomentene, innad i bransjen, som ble redegjort for var trusselen fra nye aktører, rivalisering og en høy grad av forhandlingskraft fra kunder. Det ble avdekket at flyindustrien er kapitalintensiv, men det er generelt en lav terskel for at nye aktører kommer inn i markedet. Hovedsakelig på grunn av et lovverk som beskytter nye aktørers tilgang til flyplasser og mot rovprising. I andre industrier kan stordriftsfordeler fungere som en

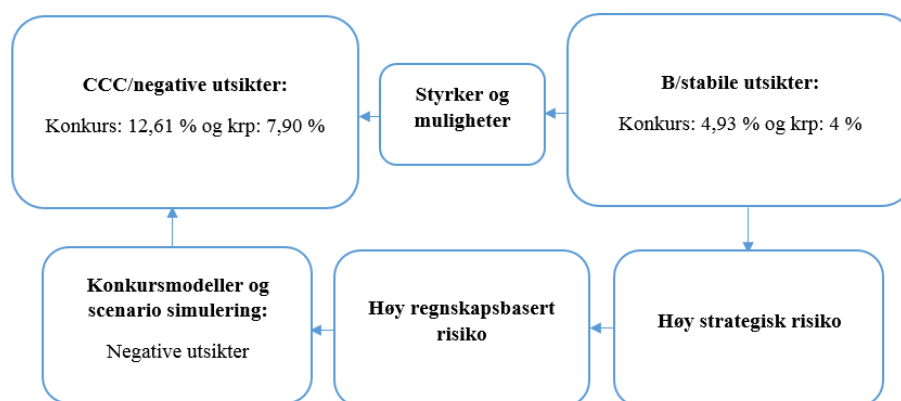
inngangsbarriere, men dette skal som regel ikke være et problem i flybransjen (White, 1978, s.573). Flyindustrien er kjent som en bransje der konkurransen er hard om kunder og rutelisenser. Dette presser marginene ned og faren for å miste markedsandeler øker med konkurransen. Det ble også argumentert for at kundene til flyselskapene har en stor grad av forhandlingskraft, hvor utviklingen av prisportaler gjør det mulig for kunder å finne de billigste reisene. Dette sammen med en generell lav merkevarelojalitet mot flyselskaper gjør det slik at flyselskapene må differensieres på pris til en stor grad. I tillegg ble leverandørenes forhandlingskraft vurdert til en middels risiko på kort sikt. I siste del av den strategiske analysen ble de interne ressursene til Norwegian vurdert. Det ble stort sett avdekket få ressurser som kan gi Norwegian et strategisk fortrinn over konkurrentene over de neste fire årene. De ressursene som derimot ble avdekket var en ung og moderne flyflåte, sterk posisjon i Norden og den nylig godtatte USA-lisensen som gir Norwegian mulighet til å operere flyvninger mellom Europa og USA.

Regnskapsanalysen startet med å analysere både kortsiktig og langsiktig risiko i form av henholdsvis likviditet og soliditet. Likviditetsanalysene genererte noen røde flagg, hvor Norwegian sine verdier som regel var både lavere enn bransjegjennomsnittet og viste en totalt sett negativ utvikling. Dette kan tyde på at Norwegian er i risiko for å kunne få likviditetsproblemer på kort sikt. Soliditetsanalysen ga derimot ikke et så negativt bilde av Norwegian som likviditetsanalysen, men dog negativt. Det mest urovekkende var den lave egenkapitalandelen Norwegian har i forhold til bransjen, 11,13 % mot bransjens 30,23 %. Egenkapitalandelen har også hatt en negativ utvikling over analyseperioden, mye på grunn av den markante økningen i gjeldsfinansieringen Norwegian har hatt over analyseperioden. Rentabilitetsmålingene viser at Norwegian har noe lavere lønnsomhet enn konkurrentene, men har vært over bransjegjennomsnittet enkelte år. Sist i den generelle regnskapsanalysen ble det utført en statisk finansieringsmatrise der risikoen i finansieringsstrukturen ble avdekket. Også der kom Norwegian dårligere ut enn bransjen, og dette tyder på at Norwegian har en generelt mer risikabel finansiering hvor bruken av kortsiktig finansiering er relativt høy. Sist ble statistiske konkursmodeller benyttet på Norwegian sine finansielle nøkkeltall. Disse ble benyttet for å få innsikt til å kunne konkludere med at Norwegian er vanskelig stilt økonomisk. Modellene ga stort sett et negativt bilde av Norwegian og den økonomiske situasjonen de er i.

Helt til slutt ble en scenarioanalyse og Monte Carlo simulering benyttet for å ta stilling til de framtidige kontantstrømmene og framtidsutsiktene til Norwegian. Simulasjonen av scenarioene ga fordelinger som hadde negative forventede verdier og skjevhet mot mislighold scenarioer.

Dette tyder på at det er mer nedsiderisiko knyttet opp mot de fremtidige kontantstrømmene og at det er negative framtidsutsikter for gjeldsbetjeningen til Norwegian. Disse resultatene kan hovedsakelig forklares ved at det er forventet at Norwegian vil bli rammet hardere i et nedgående marked enn i et marked som opplever stor vekst.

I Kapittel 8.2 ble en syntetisk kredittrating gjennomført på Norwegian, der resultat var en kredittrating lik B. Denne kredittratingen vil være knyttet opp mot en sannsynlighet for konkurs på om lag 4,93 % og en kredittrisikopremie på 4 %. Denne modellen var eksklusivt basert på historisk likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsmargin. En kredittrating på B stemmer overens med analyserapportene produsert i 2016 av DNB Markets (2016) og SEB (2016), der Norwegian fikk en kredittrating lik B med stabile utsikter. Basert på analysene utført i denne oppgaven derimot, så argumenterer de for en nedgradering av kredittratingen til Norwegian over de neste fire årene. I denne oppgaven er det gjort en avgjørelse om å nedgradere kredittratingen til Norwegian fra B/stabile utsikter, til en kredittrating lik CCC/negative utsikter. Som tilsier at kredittratingen faller og fører til at gjelden i Norwegian går fra høyt spekulativt til ekstremt spekulativ (World Economic Forum, 2016). En kredittrating lik CCC fører med seg en konkurssannsynlighet lik 12,61 % og en kredittrisikopremie lik 7,9 %, som igjen er økning på henholdsvis 7,68 % og 3,9 % fra kredittrating B. Det som derimot argumenterer mot en ytterligere nedgradering av kredittratingen til Norwegian er at Norwegian har en av bransjens laveste enhetskostnader som er svært viktig for å lykkes som et lavkostselskap. Denne fordelene vil bli amplifisert av ytterligere modernisering og oppgradering av flyflåten, som vil posisjonere Norwegian for en sterk markedsvekst og strengere miljøkrav. Sist så har Norwegian en sterk markedsposisjon i Norden, som virker til å være et svært attraktivt marked med stor kjøpekraft og reiselyst, samt at Norwegian har en økende markedsandel gjennom ett effektivt point-to-point nettverk.



Figur 10.1 Endelig kredittrating av Norwegian.

11. Vurdering av ny gjeld

I dette kapittelet vil eventuell ny gjeld i Norwegian bli redegjort for. Først vil eventuelle nye lånevilkår vurderes på bakgrunn av kreditorenes interesser og faremomentene som ble avdekket tidligere i oppgaven. Deretter vil risikoen rundt eventuell ny gjeld prises i form av tapstillegg og lånerenter.

11.1 Vurdering av lånevilkår for eventuell ny gjeld

De generelle lånevilkårene Norwegian har på sin utestående gjeld ble nevnt i delkapittel 5.5, og de gikk stort sett ut på at Norwegian ikke har tillatelse til å gjøre oppkjøp, fusjonere, fisjonere, gjøre signifikante endringer på virksomheten eller selge essensielle driftseiendeler uten tillatelse fra kreditorene. Disse generelle vilkårene har ikke blitt brutt i løpet av analyseperioden, og det er heller ikke ansett som en stor risiko at de blir brutt i nærmeste framtid. De lånevilkårene som er mer interessant for kreditorene i forhold til Norwegian, er de finansielle lånevilkårene som omhandler likviditeten og egenkapitalen. Per dags dato har Norwegian operert med lånevilkår som skal sørge for likviditet ved at Norwegian er nødt til å opprettholde en likviditet på minst NOK 500 millioner. Det andre finansielle lånevilkåret er at Norwegian skal opprettholde et egenkapitalnivå på minst NOK 1 500 millioner (Norwegian, 2015). Heller ikke disse ble brutt over analyseperioden, men det kan tenkes at det er større usikkerhet rundt de, enn ved de generelle lånevilkårene. Spesielt med tanke på den lave egenkapitalprosenten og likviditetsgraden som ble avdekket i regnskapsanalysen.

Som en kreditor vil man prøve å begrense risikoen i selskapet på grunn av den fundamentale forskjellen gjeld har fra egenkapital. Gjeld har svært sjeldent en oppside, men alltid et nedsidepotensial. Derfor vil ikke økt risiko føre til økt avkastningspotensial for en kreditor, som for en egenkapitalinvestor. Man kan derfor tenke på gjeld som en salgsopsjon, og egenkapital som en kjøpsopsjon (Damodaran, n.d). Nye kreditorer i Norwegian bør vurdere om veksten til Norwegian har vært en lønnsom vekst eller om det har vært en prematur vekstfase som vil kunne føre til overflødige fly og en svak balanse. Optimistiske kreditorer vil kanskje se seg fornøyd med dagens lånevilkår, hvor de forventer at flyindustrien er i en positiv syklus med økt etterspørsel og at Norwegian vil øke lønnsomheten sin en god del på grunn av den nye flåten og langdistanseflygninger. Mer pessimistiske kreditorer vil derimot kunne foretrekke å endre lånevilkårene for å kunne forhindre mer eksessiv vekst og gi seg selv mer innflytelse ovenfor egenkapitaleierne. En faktor som har vært en gjenganger i denne oppgaven har vært Norwegian sin hyppige belåning som følge av store innkjøp av nye fly, og denne belåningen har blitt et

stort risikomoment for Norwegian sin framtid. Nye pessimistiske kreditorer vil først og fremst prøve å benytte seg av lånevilkår som vil kunne forhindre eller kontrollere denne gjeldsveksten og/eller store investeringer som tærer på en allerede svak balanse. Hittil har Norwegian benyttet seg av en absolutt tallverdi som egenkapitalnivået ikke kan gå under, NOK 1 500 millioner. Dette tallet tar ikke hensyn til gjeldsfinansiering eller veksten av gjeld, så Norwegian har mulighet til å bruke gjeld fritt til å finansiere virksomheten. I en forskningsartikkel publisert av Gamba & Triantis (2013) ble effektiviteten av tre slike lånevilkår som har til hensikt å eliminere finansielle prinsipal-agent problemer og andre finansierings- og investeringsskjevheter gjennom å kontrollere finansierings- og investeringsaktiviteter under forskjellige økonomiske forhold. De tre lånevilkårene som ble analysert var såkalte asset- og debt-sweeps, samt Gjeld/EBITDA. Asset-sweep lånevilkåret krever at aksjonærene bruker den kapitalen som er opptjent gjennom et salg av selskapets eiendeler til å nedbetale gjeld, og gjennom dette beskytter kreditorene seg fra eiendelssalg som er kun for å finansiere utbetalinger til aksjonærer. Debt-sweep lånevilkåret sier derimot at nye utstedelser av gjeld skal benyttes til å betale ned allerede eksisterende gjeld, og har som hensikt å redusere opportunistisk og spekulativ gjeldsøkning. Det siste lånevilkåret er det finansielle nøkkeltallet Gjeld/EBITDA som aktiverer et mislighold hvis forholdet går over en bestemt grense, og begrenser selskapet i å ta opp ny gjeld hvis lønnsomheten er lav. Det viste seg i studien at disse lånevilkårene som direkte reduserer sannsynligheten til å ta opp ny gjeld eller øker insentivene til å redusere gjeld, også påvirker investeringsskjevheter til tross for at lånevilkårene ikke har som hensikt å påvirke investeringene direkte (Gamba & Triantis, 2013, s.3-4). Resultatet av forskningen var at alle lånevilkårene nevnt, var i stand til å påvirke både investerings- og finansieringsskjevheter til en varierende grad gitt bestemte økonomiske situasjoner. Norwegian sin situasjon er definert som en periode med lav lønnsomhet og høy belåningsgrad. For investeringsskjevheter viste lånevilkåret asset-sweep seg mest effektiv i å eliminere investeringsskjevheter ved høye gjeldsnivåer, som kan forklares ved at aksjonærer har mindre insentiver til å investere i eller selge eiendeler når store deler av opptjent kapital vil gå til kreditorene (Gamba & Triantis, 2013, s.20). Ved finansieringsskjevheter viste debt-sweep og Gjeld/EBITDA seg som svært konsistente og effektive i å eliminere disse skjevhetene. Debt-sweep lånevilkåret viste seg å fjerne insentivene for aksjonærene til å ta opp ny gjeld, mens Gjeld/EBITDA viste seg til å være effektiv til å redusere gjeldsnivået når selskapet er i en ulønnsom periode, men har tendensen til å være svært rigid og restriktiv da den skaper en spesifikk grense som ikke må brytes. Asset-sweep viste seg derimot også effektiv i å kontrollere gjelden til selskapet, siden aksjonærene ikke ønsker å ta opp ny gjeld som potensielt reduserer utbetalingspotensialet til aksjonærene

(Gamba & Triantis, 2013, s.21-22). Hva som skjer når lånevilkårene blir brutt er også av signifikans for en kreditor, da et brudd på ett lånevilkår skal ideelt gi muligheten for kreditorer til å styre selskapet i en ønsket retning. Gamba & Triantis (2013) så også på hvordan selskapene reagerer ved brudd på disse lånevilkårene. De tre viktigste funnene i studien var som følger: Både sannsynligheten og størrelsen på positive investeringer er redusert som følge av brudd på ett av lånevilkårene, sannsynligheten for en reduksjon av gjeld blir større ved ett brudd på lånevilkårene og sannsynligheten for å utstede ny egenkapital og størrelsen på utstedelsen øker ved brudd på ett av lånevilkårene. Effekten av brudd på lånevilkårene viste seg å være positivt korrelert med alvorlighetsgraden av bruddet (Gamba & Triantis, 2013, s.27).

Basert på funnene og resultatene i Gamba & Triantis (2013) sin forskningsartikkel, kan det argumenteres for at bruken av lånevilkår som asset-sweep, debt-sweep og/eller Gjeld/EBITDA kan være hensiktsmessig for kreditorene i Norwegian å vurdere, da de setter lys på noen av de store problemene Norwegian står ovenfor. Det er opp til kreditorene å vurdere hva som er den største risikofaktoren rundt Norwegian sin virksomhet. Er gjelden eller veksten ansett som den potensielt største faren, eller vil man eventuelt prøve å kontrollere begge elementene? For å kontrollere investeringsskjevheter så viste asset-sweep seg til å være mest effektiv, mens for finansieringsskjevheter så kan det argumenteres at Gjeld/EBITDA er mest hensiktsmessig for Norwegian sine kreditorer da den viste seg å være svært effektiv i selskaper med lav lønnsomhet og høy belåningsgrad. Demerjian (2016) argumenterer derimot i sin forskningsartikkel at intensiviteten i bruken av lånevilkår kan føre til en økt usikkerhet og at bevisene for at de kan eliminere prinsipal-agent problemer er begrenset. Usikkerhet i denne studien var definert som mangelen av informasjon om framtidige økonomiske hendelser og konsekvensene dette har for låners kredittverdighet. Han argumenterte for at kreditorer bør være forsiktige med å legge selskaper under unødvendige mange lånevilkår, da disse kan gi en større grad av risiko i stedet for å redusere den (Demerjian, 2016, s.18-31).

11.2 Avkastningskrav på eventuell ny gjeld

Når man skal fastsette et framtidig krav på den finansielle gjelden er det flere faktorer som må tas hensyn til. Blant annet må den fremtidige risikoen, konkurssannsynligheter, gjenvinningsandeler og den risikofrie renten bestemmes. I denne oppgaven skal en blanding mellom teori, egne forventninger og analyserapporter benyttes som grunnlag for framskrivningen av lånerenten for gjeld med en løpetid på ett til fire år. Modellen som benyttes ble forklart i kapittel 11.3. Det er også hensiktsmessig å forstå er hvilken type gjeld Norwegian

benytter seg av og hvordan de skiller seg fra hverandre (Petersen et al, 2017, s.375). I den endelige kredittratingen ble det argumentert for at Norwegian skal bli nedgradert fra B/stabile utsikter til CCC/negative utsikter. Den framtidige lånerenten bør derfor reflektere forventningen om at Norwegian sin kredittrating har negative utsikter, som da betyr at det kan forventes at lånerenten øker over tid. Derfor er det en antakelse i modellen at konkurssannsynligheten følger sammenhengen $1-(1-p)^t$, som gjør slik at sannsynligheten for konkurs øker eksponentielt over perioden. En annen antakelse er at gjenvinningsandelene ikke forandrer seg over perioden. Det er hovedsakelig tre typer gjeld med forskjellige karakteristikk som Norwegian benytter seg av. Den helt klart største gjeldstypen som står for 84 % av den langsiktige gjelden er som nevnt tidligere EETC og brukes til å finansiere flyflåten. Denne typen gjeld har som regel svært mye eiendeler stilt som sikkerhet, og i dette tilfellet er store deler av flåten til Norwegian stilt til sikkerhet. Historisk har EETC hatt svært gode gjenvinningsrater, hvor en B-transje har en gjenvinningsrate lik 96,1 % (Aviation Finance, n.d). Med tanke på at Moody's nedgraderte Norwegian sine transjer ned til klasse B (Moody's, 2017), vil en gjenvinningsrate lik 96,1 % bli brukt i estimeringen av lånerenten. Den neste gjeldstypen som Norwegian benytter seg av i stor grad er obligasjoner, som igjen kan splittes inn i obligasjoner med sikkerhet og uten sikkerhet. Obligasjoner står for rundt 16 % av den langsiktige gjelden, der 93 % er uten sikkerhet og 7 % er med sikkerhet. Ifølge DNB Markets (2016) sin analyserapport forventes det at obligasjonseierne uten sikkerhet kan forvente å få tilbake 10-30 % av investeringen ved konkurs. Grunnet Norwegians moderne flyflåte som vil kunne opprettholde høye verdier ved en eventuell likvideringsprosess, vil denne oppgaven benytte seg av en gjenvinningsandel lik 30 %. På grunn av manglende data på gjenvinningsrater på obligasjoner med sikkerhet, vil denne estimeringen benytte seg av data fra Moody's. De rapporterte at den gjennomsnittlige gjenvinningsraten for obligasjoner med sikkerhet er rundt 65 %, men med tanke på at flybransjen er kjent for høye gjenvinningsrater, velges det å justere denne opp til rundt 70 % (Moody's, 2011). Basert på disse parameterne vil den tapstillegget og lånerenten estimeres for gjeld med løpetid på 1-4 år. Figur 11.2 viser utviklingen i lånerenten:

Tid til forfall	1 år	2 år	3 år	4 år
Parameter				
Overlevelsessannsynlighet (1-p)	87,39 %	76,37 %	66,74 %	58,32 %
Konkurssannsynlighet (p)	12,61 %	23,63 %	33,26 %	41,68 %
risikofri rente	0,85 %	0,85 %	0,85 %	0,85 %
Obligasjon uten sikkerhet				
RR Oblig.uten sikkerhet	30 %	30 %	30 %	30 %
Oblig.uten sikkerhet forv.tap	70 %	70 %	70 %	70 %
Lånerente (rg)	11,07 %	22,77 %	36,16 %	51,48 %
Tapstillegg (FT)	10,22 %	21,92 %	35,31 %	50,63 %
Obligasjon med sikkerhet				
RR Oblig.med sikkerhet	70,00 %	70,00 %	70,00 %	70,00 %
Oblig.med sikkerhet forv.tap	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %
Lånerente (rg)	5,30 %	10,40 %	16,22 %	22,89 %
Tapstillegg (FT)	4,45 %	9,55 %	15,37 %	22,04 %
EETC				
RR EETC	96,1 %	96,1 %	96,1 %	96,1 %
EETC forv.tap	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %
Lånerente (rg)	1,54 %	2,32 %	3,22 %	4,24 %
Tapstillegg (FT)	0,69 %	1,47 %	2,37 %	3,39 %
Gjennomsnittlig lånerente	3,00 %	5,45 %	8,26 %	11,48 %
Gjennomsnittlig tapstillegg	2,15 %	4,60 %	7,41 %	10,63 %

Figur 11.1 Avkastningsberegning for gjeld med 1,2,3 og 4 års løpetid, og konkurssannsynlighet på 12,61 %. Modell fra Frøystein & Johnsen (1999).

Som vist ovenfor øker lånerentene jo lengre løpetid gjelden har. Dette kan fundamentalt forklares ved at risikoen øker med tidshorisonten, og spesielt i dette tilfelle der konkurssannsynligheten øker eksponentielt. I løpet av fire år er konkurssannsynligheten for Norwegian lik 41,68 %, som er svært høyt og risikabelt for en kreditor. Denne risikoen gjenspeiler seg i tapstilleggene og lånerentene, og da spesielt for obligasjonene med og uten sikkerhet. Lånerentene for obligasjoner uten sikkerhet med en løpetid på fire år er på hele 51,48 %, mens en obligasjon med sikkerhet med samme løpetid er på 22,89 %. Disse unormalt høye lånerentene er hovedsakelig forklart av den svært høye konkurssannsynligheten ved år fire. Lånerenten for EETC gjelden til Norwegian er derimot svært lav i forhold til lånerentene på obligasjonene. Lånerenten er lav på denne gjelden hovedsakelig på grunn av at gjelden er sikret med kvalitetseiendeler som har en stabil verdi gjennom markedssykluser, og dermed er også gjenvinningsraten også svært god. Den vektete gjennomsnittlige lånerenten for Norwegian er på 11,48 %, der tapstillegget er på om lag 10,63 %. Dette resultatet samsvarer godt overens

med kredittratingstabellen i kapittel 8.2, som gir et tapstillegg på 7,90 %, og dermed en differanse på 2,73 %. Alt i at så signaliserer denne lånerenten en relativt høy risiko rundt gjelden til Norwegian, og dermed tar kreditorer seg betalt for den risikoen.

Tid til forfall	1 år	2 år	3 år	4 år
Parameter				
Overlevelsessannsynlighet (1-p)	97,05 %	94,19 %	91,41 %	88,71 %
Konkurssannsynlighet (p)	2,95 %	5,81 %	8,59 %	11,29 %
risikofri rente	0,85 %	0,85 %	0,85 %	0,85 %
Obligasjon uten sikkerhet				
RR Oblig.uten sikkerhet	30 %	30 %	30 %	30 %
Oblig.uten sikkerhet forv.tap	70 %	70 %	70 %	70 %
Lånerente (rg)	3,00 %	5,22 %	7,51 %	9,87 %
Tapstillegg (FT)	2,15 %	4,37 %	6,66 %	9,02 %
Obligasjon med sikkerhet				
RR Oblig.med sikkerhet	70,00 %	70,00 %	70,00 %	70,00 %
Oblig.med sikkerhet forv.tap	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %
Lånerente (rg)	1,79 %	2,75 %	3,75 %	4,78 %
Tapstillegg (FT)	0,94 %	1,90 %	2,90 %	3,93 %
EETC				
RR EETC	96,1 %	96,1 %	96,1 %	96,1 %
EETC forv.tap	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %
Lånerente (rg)	0,99 %	1,14 %	1,30 %	1,45 %
Tapstillegg (FT)	0,14 %	0,29 %	0,45 %	0,60 %
Gjennomsnittlig lånerente	1,30 %	1,77 %	2,25 %	2,74 %
Gjennomsnittlig tapstillegg	0,45 %	0,92 %	1,40 %	1,89 %

Figur 11.2 Avkastningsberegning for gjeld med 1,2,3 og 4 års løpetid, og konkurssannsynlighet på 2,95 %. Modell fra Frøystein & Johnsen (1999).

For å teste modellens evne til å estimere lånerenten Norwegian kommer til å betale på sine lån, benyttes den ikke-vektede gjennomsnittskredittratingen B+ som Norwegian har hatt over analyseperioden i modellen. Figuren ovenfor viser lånerenter for de forskjellige gjeldsinstrumentene hvis det er gitt at Norwegian beholder sin kredittrating på B+. Resultatene viser at Norwegian vil betale rundt 2,74 % i lånerenter på gjelden sin, og dette samsvarer relativt godt med den gjennomsnittlige lånerenten på 3,43 % som Norwegian har hatt over analyseperioden. Dette resulterer i en differanse på 0,69 %.

12. Oppsummering – konklusjon

Hensikten med denne oppgaven var å avdekke en kredittrating som skal reflektere risikoen rundt kreditten til Norwegian. Risikoen ble avdekket gjennom strategiske og regnskapsbaserte analyser, samt scenariosimuleringer fire år fram i tid. På bakgrunn av den endelige kredittratingen, ble risikoen kvantifisert og verdsatt gjennom tapstillegg og lånerenter.

Den endelige kredittratingen til Norwegian ble satt til klasse CCC/negative utsikter. Det er derimot ingen offisiell kredittrating av Norwegian. Dette gjør det vanskelig å sammenligne med et konsensus, men analysene tyder på at Norwegian tidligere har operert med en kredittrating på om lag B+. Hvilket innebærer at Norwegian blir nedgradert som følge av den høye risikoen avdekket gjennom de strategiske og regnskapsbaserte analysene, samt framtidssimuleringer. Risikoen knyttet opp mot en kredittrating lik CCC/negative utsikter ble prissatt til lånerenter lik 51,48 %, 22,89 % og 4,24 % på henholdsvis obligasjoner uten og med sikkerhet, og EETC instrumenter. Dette resulterte i en vektet gjennomsnittlig lånerente lik 11,48 % og et tapstillegg på 10,63 %. Basert på denne risikøkningen anbefales kreditorene til å reforhandle gjelden sin i den grad det er mulig. Gjennom blant annet å øke lånerenten eller å sette inn nye lånevilkår som bidrar til at virksomheten styres mer mot kreditorenes interesser. Disse resultatene indikerer en økt kredittrisiko for Norwegian, og kan gi implikasjoner for gjeldsbetjeningsevnen i framtiden.

Det er derimot viktig å merke seg at denne kredittratingen ikke er et endelig fasitsvar på hva den egentlige kredittratingen vil Norwegian er. Antakelsene om framtiden er basert på informert gjetting, og det kan derfor forekomme avvik som følger av feil i antakelsene. Dette vises også godt i framtidssimulasjonene som har et stort standardavvik. Lånerenten er også svært sensitiv til endringer i konkurssannsynligheten, så vil derfor påvirkes ved de minste endringer i kredittklassen Norwegian blir plassert i.

12.1 Kort om oppkjøpsrykter og milliardemisjon

Som tidligere nevnt ble det satt en avgrensning om at ny informasjon om Norwegian etter 01.02.2018 ikke vil bli benyttet i analysen med tanke på omfang og tidsfrist for ferdigstilling av oppgaven. En slik avgrensning introduserer en klar svakhet i oppgaven ved å gjøre den statisk i et miljø som er dynamisk. Etter informasjonsgrensedatoen har to nyheter kommet fram som kan gi implikasjoner for denne oppgaven. Den første nyheten som mest sannsynlig påvirker oppgaven minst, er at Norwegian gjennomførte en aksjeemisjon på NOK 1,3 milliarder

21.03.2018 (Aksjenorge, 2018). Dette tiltaket er noe som denne oppgaven har argumentert for, mye på grunn av den lave egenkapitalandelen til Norwegian. Emisjonen vil øke egenkapitalen i selskapet og dermed kunne redusere finansieringsrisikoen til en viss grad. Det er dog ikke forventet at denne emisjonen vil kunne gi store utslag på kredittrisikoen til Norwegian. En annen nyhet som er forventet å kunne påvirke kredittrisikoen til en større grad er et mulig Norwegian oppkjøp av British Airways eierne, IAG. Dette er et rykte som begynte å gå rundt etter at IAG kjøpte 4,6 % av Norwegian i løpet av April (The Economist, 2018). Det er flere faktorer som kan bestemme hvordan kredittratingen til Norwegian vil endre seg etter et potensielt oppkjøp. Ifølge Bragg (2015) er det en mulighet at det skapes synergier slik at kjøperen kan refinansiere gjelden til mer attraktive betingelser, samt betale ned gjeld ved hjelp av sin egen kontantbeholdning (Bragg, 2015, s.191), gitt at kjøperen har en signifikant høyere kredittrating. Det er dessverre ikke mulig å finne en enkelt kredittrating for IAG som en gruppe, men dens viktigste enhet British Airways, innehar en kredittrating lik BBB- (Reuters, 2017b). Det kan derfor tenkes at det er en mulighet for at Norwegians kredittrating kan dra nytte av oppkjøpet.

Litteraturliste

- Air Berlin. (2017). *The Air Berlin Group*. Hentet 07.01.2018 fra <http://ir.airberlin.com/en/ir/facts-about-the-group/The-airberlin-group>
- Aksjenorge. (2018). *Norwegian & emisjoner*. Hentet 26.05.2018 fra <http://aksjenorge.no/aktuelt/2018/03/22/norwegian-emisjoner/>
- ALAFCO. (2016). *Impact of low oil prices on the aviation market*. Hentet 09.01.2018 fra http://www.alafco-kw.com/upload/Media_Library_July_2016___Impact_of_low_oil_prices_on_the_aviation_market__July_2016__923.pdf
- Alderighi, M. Cento, A. Nijkamp, P & Rietveld, P. (2012). Competition in the European aviation market: The entry of low-cost airlines. *Journal of Transport Geography*, 24(2012), 223-233. Hentet 10.01.2018 fra https://ac.els-cdn.com/S0966692312000579/1-s2.0-S0966692312000579-main.pdf?_tid=96309a8b-17ea-47c9-a9b7-7986e2b3c2c6&acdnat=1524231784_476ad50fc5e177f4744a3af14a2211e9
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. Hentet 12.01.2018 fra <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Aviation Finance. (n.d). *EETC performance*. Hentet 13.01.2018 fra <http://www.aviationfinance.aero/articles/14995/EETC-performance>
- AWG. (2016). *Debt capital markets financing of aircraft equipment*. Hentet 16.01.2018 fra <http://www.awg.aero/assets/docs/Capital-Markets-Paper-3.pdf>
- Beaver, W. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research: Empirical Research in Accounting*, 4, 71-111. Hentet 20.01.2018 fra https://www.jstor.org/stable/2490171?seq=1#page_scan_tab_contents
- Berk, J & DeMarzo, P. (2017). *Corporate finance* (4th edition). Edinburgh. Pearson Education.
- Bloomberg. (2018a). *Norwegian Air Shuttle ASA Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/NAS:NO>

- Bloomberg. (2018b). *Ryanair Holdings PLC Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/RYA:ID>
- Bloomberg. (2018c). *Easyjet PLC Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/EZJ:LN>
- Bloomberg. (2018d). *SAS AB Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/SAS:SS>
- Bloomberg. (2018f). *Deutsche Lufthansa AG Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/LHA:GR>
- Bloomberg. (2018f). *Finnair OYJ Quote*. Hentet 10.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/FIA1S:FH>
- Bloomberg. (2018g). *Watch out, airlines. High-speed rail now rivals flying on key routes*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-09/high-speed-rail-now-rivals-flying-on-key-global-routes>
- Bragg, S.M. (2015). *Mergers and acquisitions: A condensed practitioner's guide*. New Jersey. John Wiley & Sons.
- Cameron, D & Wall, R. (2017). *New cost-cutting strategy for airlines: Buy planes in bulk and save*. Hentet 17.01.2018 fra <https://www.wsj.com/articles/new-cost-cutting-strategy-for-airlines-buy-planes-in-bulk-and-save-1514294057>
- CAPA. (2016). *SAS, Norwegian and Finnair. The Nordic three continue to carve out separate niches*. Hentet 22.01.2018 fra <https://centreforaviation.com/insights/analysis/sas-norwegian-and-finnair-the-nordic-three-continue-to-carve-out-separate-niches-267005>
- CAPA. (2018). *2018 aviation outlook. 2017 was aviation's sweetest spot ever. Prices could spoil the party*. Hentet 09.01.2018 fra <https://centreforaviation.com/insights/analysis/2018-aviation-outlook-2017-was-aviations-sweetest-spot-ever-oil-prices-could-spoil-the-party-391742>
- Cento, A. (2009). *The airline industry: Challenges in the 21st century*. Italy. Physica-Verlag Heidelberg.

-
- Church, J & Ware, R. (2000). *Industrial organization: A strategic approach*. New York. McGraw-Hill.
- Clark, D. McGibany, J & Myers, A. (2009). *The impact of 9/11 on business and economics*. Hentet fra https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230100060_7
- Credit Benchmark. (2017). *Global airlines sector: Credit trends*. Hentet fra <http://www.creditbenchmark.com/wp-content/uploads/2017/02/Global-Airlines-Trends-Feb-2017.pdf>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (University edition). New Jersey. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (n.d). *Applications of option pricing theory to equity valuation*. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/opt.html
- Demerjian, P.R. (2016). *Uncertainty and debt covenants*. Hentet fra <https://accounting.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2016/10/Demerjian.pdf>
- Dichev, I. (1998). Is the risk of bankruptcy a systemic risk? *The Journal of Finance*. 53(3), 1131-1147. Hentet fra <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.00046>
- DN. (2013). *Det er ren matte*. Hentet fra <https://www.dn.no/nyheter/2013/04/18/-det-er-ren-matte>
- DNB Markets. (2016). *DNB Markets credit research: High-yield credit report*. Hentet fra https://static1.squarespace.com/static/566d77f75a5668242bb72cb7/t/5804b864197aea7e4aefa4cd/1476704828081/CRP_87058.pdf
- Doganis, R. (1991). *Flying of course: The economics of international airlines* (2nd edition). New York. Routledge.
- E24. (2017a). *Svikt i omdømmet for kjente merkenavn*. Hentet fra <https://e24.no/jobb/norwegian-air-shuttle/svikt-i-omdoemmet-for-kjente-merkenavn/24165972>
- E24. (2017b). *Kjos får et endelig ja fra USA*. Hentet 14.01.2018 fra <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-faar-ny-usa-tillatelse/24148038>

-
- E24. (2018a). *Nå er kostnader et større problem for Norwegian enn SAS*. Hentet 02.02.2018 fra <https://www.nettavisen.no/na24/na-har-norwegian-hyere-kostnader-enn-sas/3423416811.html>
- E24. (2018b). *Derfor går Kise av som styreleder i Bank Norwegian*. Hentet 03.02.2018 fra <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/derfor-gaar-kise-av-som-styreleder-i-bank-norwegian/24261682>
- Easyjet. (2018a). *What we do*. Hentet 12.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/about/what-we-do>
- Easyjet. (2018b). *Efficient fleet*. Hentet 12.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/corporate-responsibility/environment/efficient-fleet>
- European Commission. (2000). *Study of certain aspects of council regulation 95/93 on common rules for the allocation of slots at community airports*. Hentet 05.02.2018 fra http://www.bbga.aero/wp-content/uploads/2011/10/Final_Report_EC95.93.pdf
- European Commission. (2017). *Annual analyses of the EU air transport market 2016*. Hentet 24.01.2018 fra https://ec.europa.eu/transport/sites/transport/files/2016_eu_air_transport_industry_analyses_report.pdf
- EXIM. (2018). *About us*. Hentet 09.01.2018 fra <https://www.exim.gov/about>
- EY. (2016). *Aviation finance: An interesting prospect for long-term investors*. Hentet 23.01.2018 fra [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-aviation-finance-as-a-long-term-investment/\\$FILE/ey-aviation-finance-as-a-long-term-investment.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-aviation-finance-as-a-long-term-investment/$FILE/ey-aviation-finance-as-a-long-term-investment.pdf)
- Feldman, D. (1998). *Winning strategies for airports: A look at developments in Europe*. Hentet 02.02.2018 fra https://books.google.no/books?id=XQFBDgAAQBAJ&pg=PT90&lpg=PT90&dq=feldman+train+replace+air+travel&source=bl&ots=87oQco24YC&sig=yunno-UdUJ_wKndCb3Dq7wE6qI0&hl=no&sa=X&ved=0ahUKEwj4h6_kzrTZAhWCCuwKHeeUAvMQ6AEINjAA#v=onepage&q=feldman%20train%20replace%20air%20travel&f=false
- Financial Times. (2017). *Investors fret over Norwegians Air's rapid growth*. Hentet 23.01.2018 fra <https://www.ft.com/content/a013d226-daa8-11e7-a039-c64b1c09b482>

-
- Finnair. (2018a). *About Finnair: Finnair in brief*. Hentet 07.01.2018 fra <https://company.finnair.com/en/about/finnair-in-brief>
- Finnair. (2018b). *Finnair fleet*. Hentet 07.01.2018 fra https://www.finnair.com/int/gb/flights/fleet?_ga=2.241135557.732854361.1518614211-231853849.1518614211
- Franke, M. (2004). Competition between network carriers and low-cost carriers: Retreat battle or breakthrough to a new level of efficiency. *Journal of Air Transport Management*, 10(1), 15-21
- Gamba, A & Triantis, A.J. (2013). *How effectively can debt covenants alleviate financial agency problems?* Hentet 22.02.2018 fra <https://web.warwick.ac.uk/fac/soc/financeRepec/Repec/2013/GambaTriantis2013HECDCAFAP.pdf>
- Ganguin, B & Bilardello, J. (2005). *Fundamentals of corporate credit analysis*. New York. McGraw-Hill.
- Grice, J.S & Dugan, M. (2001). The limitations of bankruptcy prediction models: Some cautions for the researcher. *Review of Quantative Finance and Accounting*, 17, 151-166. Hentet 15.02.2018 fra <https://link.springer.com/content/pdf/10.1023%2FA1017973604789.pdf>
- Grout, P. (2001). *Recent developments in the definition of abusive pricing in european competition policy*. Hentet 25.01.2018 fra <http://www.bristol.ac.uk/media-library/sites/cmpo/migrated/documents/wp23.pdf>
- Handelsbanken Capital Markets. (2018). *SHB yield forecast*. Hentet 28.02.2018 fra <http://research.handelsbanken.se/SHB-Forecast/>
- IATA. (2013). *Profitability and the air transport value chain*. Hentet 22.02.2018 fra <https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf>
- IATA. (2016). *IATA carbon offset program: frequently asked questions*. Hentet 21.02.2018 fra <https://www.iata.org/whatwedo/environment/PublishingImages/ICOP%20FAQ%20general%20for%20airline%20participants%20jan%202016.pdf>

-
- IATA. (2017a). *Economic performance of the airline industry*. Hentet 19.02.2018 fra <https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/IATA-Economic-Performance-of-the-Industry-mid-year-2017-report.pdf>
- IATA. (2017b). *Fact sheet – fuel*. Hentet 18.01.2018 fra https://www.iata.org/pressroom/facts_figures/fact_sheets/Documents/fact-sheet-fuel.pdf
- IATA. (2017c). *The future of the airline industry 2035*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.iata.org/policy/Documents/iata-future-airline-industry.pdf>
- IATA. (2017d). *Strong airline profitability continues in 2018*. Hentet 18.01.2018 fra <http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2017-12-05-01.aspx>
- IATA. (2018). *Jet fuel price monitor*. Hentet 23.01.2018 fra <http://www.iata.org/publications/economics/fuel-monitor/Pages/index.aspx>
- IMF. (2017). *Global financial stability report: Getting the policy mix right*. Hentet 03.02.2018 fra [https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/03/30/global-financial-stability-report-april-2017#Chapter 2](https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/03/30/global-financial-stability-report-april-2017#Chapter%202)
- IMF. (2018). *Brighter prospects, optimistic markets, challenges ahead*. Hentet 01.02.2018 fra <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>
- InterVISTAS. (2007) *Estimating air travel demand elasticities*. Hentet 09.02.2018 fra http://www.iata.org/whatwedo/documents/economics/intervistas_elasticity_study_2007.pdf
- Johnson, G. Whittington, R. Scholes, K. Angwin, D & Regner, P. (2014). *Exploring strategy* (10th edition). Edinburgh. Pearson Education.
- Kliestik, T. Kocisova, K & Misankova, M. (2014). Logit and probit model used for prediction of financial health of company. *Procedia Economics and Finance*, 23, 850-855. Hentet 20.02.2018 fra https://ac.els-cdn.com/S2212567115004852/1-s2.0-S2212567115004852-main.pdf?_tid=35227ccb-5553-40bc-a09c-a47fdc241c05&acdnat=1522914496_d06181bbd89c0b9a1edadfa4f271c1c1
- KLM Corporate. (2017). *KLM company profile*. Hentet fra <https://www.klm.com/corporate/en/about-klm/profile/index.html>

-
- Klophaus, R. Conrady, R & Fichert, F. (2012). Low cost carriers going hybrid: Evidence from Europe. *Journal of Air Transport Management*, 23(C), 54-58. Hentet fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969699712000166>
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet: En grunnleggende innføring* (3. utgave). Bergen. Fagbokforlaget
- Kvifte, S. Tofteland, A & Bernhoft, A. (2014). *Finansregnskap: God regnskapsskikk og IFRS* (2. utgave). Bergen. Fagbokforlaget
- Lufthansa. (2018a). *From an airline to an aviation group*. Hentet fra <https://www.lufthansagroup.com/en/company/history.html>
- Lufthansa. (2018b). *The fleet*. Hentet fra <https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/fakten-zum-unternehmen/fleet.html>
- Miljødirektoratet. (2009). *Flyelskapene skal registrere CO2-utslipp*. Hentet fra http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Old-klif/2009/Desember_2009/Flyelskapene_skal_registrere_CO2_utslipp/
- Modigliani, F & Miller, M. (1958). The cost of capital: Corporation finance and the theory of investment. *American Economic review*, 48(3), 261-297.
- Moody's. (2010). *Moody's approach to global standard adjustments in the analysis of financial statements for non-financial corporations*. Hentet fra <http://web.dpworld.com/wp-content/uploads/2014/05/Moodys-Approach-to-Global-Standard-Adjustments-in-the-Analysis-of-Financial-Statements-for-Non-Financial-Corporations-1012.pdf>
- Moody's. (2011). *Corporate default and recovery rates, 1920-2010*. Hentet 25.02.2018 fra <http://efinance.org.cn/cn/FEben/Corporate%20Default%20and%20Recovery%20Rates,1920-2010.pdf>
- Moody's. (2017). *Moody's downgrades EETCs of Norwegian Air Shuttle, class A to Ba1, class B to B1*. Hentet 14.02.2018 fra <http://markets.businessinsider.com/news/bonds/nas-enhanced-pass-through-certificate-2016-1b-moody-s-downgrades-eetcs-of-norwegian-air-shuttle-class-a-to-ba1-class-b-to-b1-1002220354>

- Mooney, C.Z. (1997). *Monte Carlo simulation*. Thousand Oaks, California. SAGE Publications.
- Morrison, G. (2004). Dimensions of predatory pricing in air travel markets. *Journal of Air Transport Management*, 10(1), 87-95.
- Morrison, S & Winston, C. (1995). *The evolution of the airline industry*. Harrisonburg, Virginia. R.R Donneley and Sons Co.
- Norwegian. (2015). *Listing prospectus – EUR bond issue, December 2015*. Hentet 23.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/documents/151221-listing-prospectus-vf-incl.-bond-agreement.pdf>
- Norwegian. (2018a). *Vår historie*. Hentet 08.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>
- Norwegian. (2018b). *Flyene våre*. Hentet 08.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/flyene/>
- NY Times. (2016). *Warren Buffett, in a switch, warms to airline industry*. Hentet 07.01.2018 fra <https://www.nytimes.com/2016/11/16/business/dealbook/warren-buffett-in-a-switch-warms-to-airline-industry.html>
- Ohlson, J.A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- Oslo Børs. (2018). *Nibor 3 month*. Hentet 28.02.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview>
- Palepu, K. Healy, P & Peek, E. (2016). *Business analysis and valuation* (4th edition). Hampshire, UK. Cengage Learning
- Penman, Stephen H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th edition). New York. McGraw-Hill.
- Petersen, C. Plenborg, T & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis: Valuation – credit Analysis – performance evaluation*. Fagbokforlaget

-
- Pitfield, D. (2008). Some insights into competition between low-cost airlines. *Research in Transportation Economics*, 24(1), 5-14. Hentet 23.02.2018 fra <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0739885909000183>
- Planespotters. (2018a). *KLM Royal Dutch Airlines fleet details and history*. Hentet 23.02.2018 fra <https://www.planespotters.net/airline/KLM-Royal-Dutch-Airlines>
- Planespotters. (2018b). *Vueling fleet details and history*. Hentet 24.02.2018 fra <https://www.planespotters.net/airline/Vueling>
- Planespotters. (2018c). *Air Berlin fleet details and history*. Hentet 25.02.2018 fra <https://www.planespotters.net/airline/Air-Berlin>
- Porter, M. (1979). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), 25-40. Hentet 17.01.2018 fra https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/32580687/HBR_on_Strategy.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1526809049&Signature=iyEmr3RD7hwdZwmCHAy1XjzzCzI%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DHBR_on_Strategy.pdf#page=25
- PWC. (2017). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 26.02.2018 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>
- Regnskapsloven. (1998). Lov om årsregnskapsloven m.v. 1998 nr. 56. Hentet 22.02.2018 fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_4#%C2%A74-1
- Reinhart, Carmen M & Rogoff, R.S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-472. Hentet 03.03.2018 fra https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/11129155/Reinhart_Rogoff_Aftermath_of_Financial_Crises_AER_2009.pdf
- Reuters. (2017a). *Low-cost airlines shake up market for long haul flights*. Hentet 06.03.2018 fra <https://www.reuters.com/article/us-airlines-iata-longhaul/low-cost-airlines-shake-up-market-for-long-haul-flights-idUSKBN18Y2S7>

- Reuters. (2017b). *Fitch upgrades British Airways to “BBB-“; Outlook stable*. Hentet 02.02.2018 fra <https://www.reuters.com/article/fitch-upgrades-british-airways-to-bbb-ou-idUSFit992907>
- Rozenberg, R. Szabo, S & Sebescakova, I. (2014). Comparison of FSC and LCC and their market share in aviation. *International Review of Aerospace*, 7(5), 149-154. Hentet 14.03.2018 fra https://www.researchgate.net/publication/287458692_Comparison_of_FSC_and_LCC_and_their_market_share_in_aviation
- Ryanair. (2018a). *About us*. Hentet 20.01.2018 fra <https://www.ryanair.com/gb/en/useful-info/about-ryanair/about-us>
- Ryanair. (2018b). *Our fleet*. Hentet 20.01.2018 fra <https://www.ryanair.com/gb/en/useful-info/about-ryanair/fleet>
- Salvanes, K. Steen, F & Sørsgard, L. (2000). Deregulating Norwegian Airlines. I E. Hope (red.), *Competition Policy Analysis* (s.150-165). New York. Routledge.
- Saunders, A & Cornett, M. (2012). *Financial markets and Institutions* (5th edition). New York. McGraw-Hill.
- Scandinavian Airline System. (2018a). *About 21.01.2018 SAS*. Hentet fra <https://www.sasgroup.net/en/category/about-sas/>
- Scandinavian Airline System. (2018b). *Business model*. Hentet 21.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/business-model/>
- Scandinavian Airline System. (2018c). *The fleet*. Hentet 21.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/the-fleet/>
- Scharpenseel, M. (2001). Consequences of EU airline deregulation in the context of the global aviation market. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 22(1), 91-116. Hentet 29.02.2018 fra <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1543&context=njilb>
- SEB. (2016). *Credit research: Norwegian Air Shuttle*. Hentet 16.02.2018 fra [https://webapp.sebgroup.com/mbs/research.nsf/alldocsbyunid/8C688885FA92BDBBC1258053003C9101/\\$File/NAScredit211016fha.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mbs/research.nsf/alldocsbyunid/8C688885FA92BDBBC1258053003C9101/$File/NAScredit211016fha.pdf)

-
- Skytrax. (2017). *The best airlines in 2017 by global region*. Hentet 08.03.2018 fra http://www.worldairlineawards.com/Awards/best_airlines_by_world_region.html
- Standard & Poor's. (2010). *Key credit factors: Criteria for rating the airline industry*. Hentet 30.02.2018 fra <http://www.maalot.co.il/publications/MT20120322152358.pdf>
- Steen, F. (2016). *Luftfarten inn i fremtiden*. Paper presentert på Luftfartskonferansen, Bodø.
- Teiletche, J. (2015). *The risky asymmetry of low bond yields*. Hentet 05.04.2018 fra http://www.agefi.fr/sites/agefi.fr/files/migrate/etudereference/PTTIFYCZBZ_3_Unigestion_Research%2520Paper_The%2520risky%2520asymmetry%2520of%2520low%2520bond%2520yields_Febr%2520%25202015.pdf
- Telegraph. (2018). *Everything must go: Air berlin auctions off plane seats, blankets and branded chocolate to raise cash*. Hentet 28.03.2018 fra <https://www.telegraph.co.uk/travel/news/bankrupt-airline-air-berlin-auctions-stock/>
- The Economist. (2018). *A potential merger between IAG and Norwegian should worry flyers*. Hentet 30.05.2018 fra <https://www.economist.com/news/business/21740787-it-would-take-out-biggest-disrupter-european-aviation-potential-merger-between-iag-and>
- Timmermans, M. (2014). *U.S. corporate bankruptcy predicting models* (Masteroppgave). Tilburg University. Tilburg. Hentet 25.03.2018 fra <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135794>
- Tomova, A & Ramajova, L. (2014). Frequent flyer programs and low-cost airlines: Ongoing hybridization? *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 110(2014), 787-795. Hentet 14.02.2018 fra https://ac.els-cdn.com/S1877042813055638/1-s2.0-S1877042813055638-main.pdf?_tid=b3becae3-efbe-4182-9841-936b85a529d9&acdnat=1524225893_3b8ea0c9cc9f821f5951e7d9bddc31c5
- U.S Accountability Office. (2005). *Bankruptcy and pension problems are symptoms of underlying structural issues*. Hentet 30.02.2018 fra <https://www.gao.gov/assets/250/248034.pdf>

White, L. (1978). Economies of scale and the question of natural monopoly in the airline industry. *Journal of Air Law and Commerce*, 44(3), 545-575. Hentet 23.02.2018 fra <http://scholar.smu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2228&context=jalc>

World Economic Forum. (2016). *What is AAA, and which countries make the grade?* Hentet 12.03.2018 fra <https://www.weforum.org/agenda/2016/07/what-is-triple-a-credit-rating/>

Zmijewski, M. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22(1), 59-82

Forelesningsnotater:

Dempsey, P.S. (2017). *Introduction to airline economics* [Powerpoint-presentasjon]. Hentet fra https://www.mcgill.ca/iasl/files/iasl/airline_economics_psd.pdf

Knivsflå, K. H. (2017). *BUS440/MRR413A-V17 – Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Bergen. Norgeshandelshøgskole.

Års- og kvartalsrapporter:

NAS. (2017a). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2016.pdf>

NAS. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-printer-friendly.pdf>

NAS. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2012.pdf>

- NAS. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2010.pdf>
- NAS. (2017b). *Interim report 2017: Third quarter*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/documents/quarterly-results/norwegian-q3-2017-report.pdf>
- NAS. (2016). *Interim report 2016: Third quarter*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/documents/quarterly-results/norwegian-q3-2016-report.pdf>
- NAS. (2016). *Interim report 2016: Fourth quarter*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.norwegian.no/globalassets/documents/interim/norwegian-q4-and-fy-2016-report.pdf>
- RYA. (2018). *Annual report 2017*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2017/07/Ryanair-FY2017-Annual-Report.pdf>
- RYA. (2016). *Annual report 2015*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/07/Annual-Report-2015.pdf>
- RYA. (2014). *Annual report 2013*. Hentet 15.01.2018 fra https://www.ryanair.com/doc/investor/2013/final_annual_report_2013_130731.pdf
- RYA. (2012). *Annual report 2011*. Hentet 15.01.2018 fra https://www.ryanair.com/doc/investor/2011/Annual_Report_2011_Final.pdf
- EAJ. (2018). *Annual report 2017*. Hentet 15.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/results-centre/2017/2017-annualreport-and-accounts-v1.pdf>
- EAJ. (2016). *Annual report 2015*. Hentet 15.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2015.pdf>
- EAJ. (2014). *Annual report 2013*. Hentet 15.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2013.pdf>
- EAJ. (2012). *Annual report 2011*. Hentet 15.01.2018 fra <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2011.pdf>

SAS. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2016-2017/>

SAS. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-20142015/>

SAS. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2012/>

SAS. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-2010/>

FIA. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/en/reports-and-presentation/2017/annual-report-2016-v2.pdf>

FIA. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/en/reports-and-presentation/2015/annual-report-2014.pdf>

FIA. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/en/reports-and-presentation/2013/financial-report-2012.pdf>

FIA. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investors.finnair.com/~media/Files/F/Finnair-IR/documents/en/reports-and-presentation/2011/financial-report-2010.pdf>

KLM. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra [https://www.klm.com/corporate/en/images/170104%20KLM%20BRO%20jaarverslag%202016_LR%2011%20\(1\)_tcm729-719527.pdf](https://www.klm.com/corporate/en/images/170104%20KLM%20BRO%20jaarverslag%202016_LR%2011%20(1)_tcm729-719527.pdf)

KLM. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra https://www.klm.com/corporate/en/images/KLM_annual_report_2014_tcm729-579492.pdf

KLM. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra https://www.klm.com/corporate/en/images/Annual_report_2012_tcm729-436908.pdf

-
- KLM. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra https://www.klm.com/corporate/en/images/Annualreport201011_tcm729-411137.pdf
- Vueling Airlines. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/24/240949/AnnualReport-Vueling/Annual%20Accounts%20and%20Management%20Report%20for%20the%20full%20year%202016.pdf
- Vueling Airlines. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240949&p=irol-reportsannual>
- Vueling Airlines. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240949&p=irol-reportsannual>
- Vueling Airlines. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra <http://www.iairgroup.com/phoenix.zhtml?c=240949&p=irol-reportsannual>
- DHL. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2016-e.pdf>
- DHL. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2014-e.pdf>
- DHL. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2012-e.pdf>
- DHL. (2011). *Annual report 2010*. Hentet 15.01.2018 fra <https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2010-e.pdf>
- AIB. (2017). *Annual report 2016*. Hentet 15.01.2018 fra <http://ir.airberlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2016>
- AIB. (2015). *Annual report 2014*. Hentet 15.01.2018 fra <http://ir.airberlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2014>

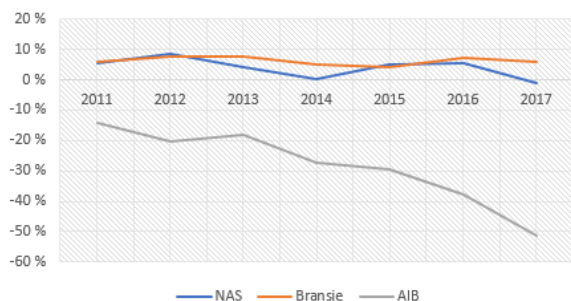
AIB. (2013). *Annual report 2012*. Hentet 15.01.2018 fra <http://ir.airberlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2012>

AIB. (2012). *Annual report 2011*. Hentet 15.01.2018 fra <http://ir.airberlin.com/en/ir/financial-reports/interim-and-annual-reports/2011>

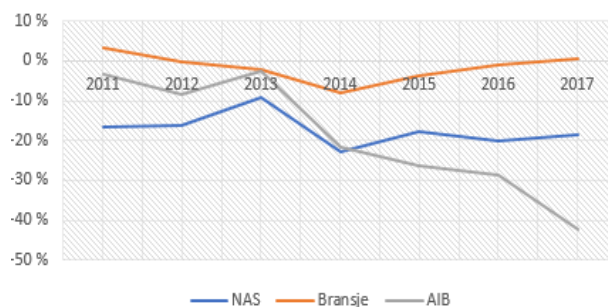
Appendiks

Appendiks 1: Beavers én-faktor modell

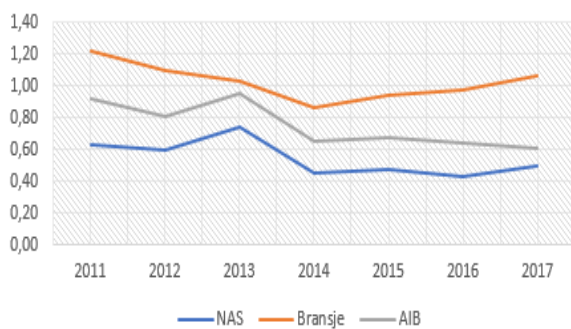
Netto resultat/Eiendeler



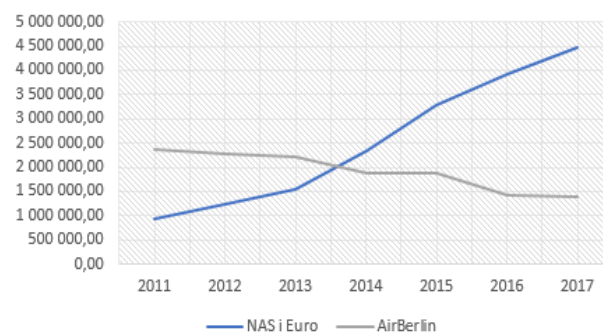
Arbeidskapital/Totalkapital



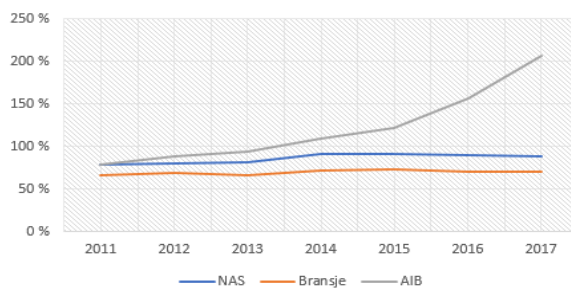
Likviditetsgrad 1



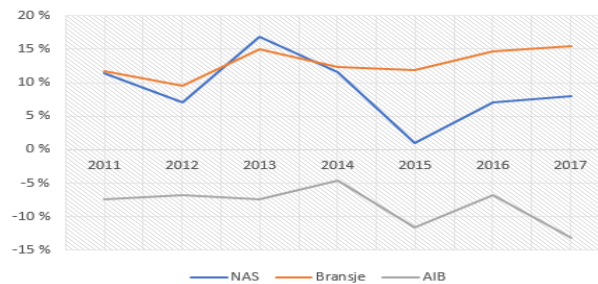
Utvikling i totalkapital



Gjeldsandel av totalkapital



Kontantstrøm fra drift / Gjeld



Appendiks 2: Scenarioregnskap

Pessimistisk scenario					
År	2018e	2019e	2020e	2021e	
Driftinntekter	27 997 414	34 027 063	33 657 983	33 423 879	
Netto driftresultat	-55 995	-102 081	-134 632	-167 119	
Netto finansinntekt	84 927	74 428	90 457	89 476	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	28 932	-27 654	-44 175	-77 644	
Netto finanskostnad	872 856	1 099 028	1 172 920	1 237 329	
Netto resultat til egenkapital	-843 924	-1 126 681	-1 217 095	-1 314 972	
Fulstendig nettoresultat	-843 924	-1 126 681	-1 217 095	-1 314 972	
Netto ubetalte utbytte	258 655	-943 653	-820 276	-927 139	
ΔEgenkapital	-1 102 579	-183 029	-396 819	-387 833	

År	2018e	2019e	2020e	2021e	
Netto driftsinntekter	32 406 727	33 657 983	35 183 030	36 003 215	
+ Finansielle etendeler	3 343 239	4 063 254	4 019 182	3 991 227	
= Sysselsatte etendeler	35 749 966	37 721 237	39 202 212	39 994 442	
Egenkapital	3 708 339	3 525 311	3 128 491	2 740 658	
+ Finansiell gjeld	32 041 627	34 195 926	36 073 720	37 253 783	
= Sysselsatt kapital	35 749 966	37 721 237	39 202 212	39 994 442	

År	2018e	2019e	2020e	2021	
Netto driftsinntekter	32 406 727	33 657 983	35 183 030	36 003 21	
Egenkapital	3 708 339	3 525 311	3 128 491	2 740 65	
+ Netto finansiell gjeld	28 698 387	30 132 672	32 054 539	33 262 55	
= Netto driftskapital	32 406 727	33 657 983	35 183 030	36 003 21	

Optimistisk scenario					
År	2018e	2019e	2020e	2021e	
Driftinntekter	40 324 008	56 118 324	64 272 732	73 203 488	
Netto driftresultat	879 063	2 449 565	4 209 864	6 390 664	
Netto finansinntekt	84 927	107 196	149 184	170 861	
Nettoresultat til sysselsatt kapital	963 990	2 556 761	4 359 048	6 561 526	
Netto finanskostnad	872 856	761 269	746 596	858 148	
Netto resultat til egenkapital	91 134	1 795 492	3 612 451	5 703 377	
Fulstendig nettoresultat	91 134	1 795 492	3 612 451	5 703 377	
Netto ubetalte utbytte	-166 031	504 766	2 914 035	4 769 111	
ΔEgenkapital	257 165	1 290 726	698 416	934 266	

År	2018e	2019e	2020e	2021e	
Netto driftsinntekter	22 447 330	21 424 244	24 401 163	21 589 652	
+ Finansielle etendeler	4 815 188	6 701 225	7 674 963	8 741 406	
= Sysselsatte etendeler	27 262 517	28 125 469	32 076 126	30 331 058	
Egenkapital	5 068 083	6 358 809	7 057 225	7 991 492	
+ Finansiell gjeld	22 194 434	21 766 660	25 018 900	22 339 567	
= Sysselsatt kapital	27 262 517	28 125 469	32 076 126	30 331 058	

År	2018e	2019e	2020e	2021	
Netto driftsinntekter	22 447 330	21 424 244	24 401 163	21 589 65	
Egenkapital	5 068 083	6 358 809	7 057 225	7 991 49	
+ Netto finansiell gjeld	17 379 246	15 065 435	17 343 937	13 598 16	
= Netto driftskapital	22 447 330	21 424 244	24 401 163	21 589 65	