

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

av

Even Skretting

Veileder: Professor Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Økonomisk styring

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

Sammendrag

Jeg har foretatt en fundamental verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2010. I tillegg har jeg supplert med komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Jeg har også sett på utviklingen i 2011 for å se om det er forhold som kan forklare endringene i aksjekursen i 2011.

Per 31.12.2010 var aksjekursen 117,50, og jeg har kommet frem til at selskapet omtrent var riktig priset per 31.12.2010. Sensitivitetsanalysen viser derimot at verdien er svært følsom ovenfor endring.

I løpet av 2011 er aksjekursen nesten blitt halvert, og per 7. oktober var aksjekursen 61,50. Jeg har derfor sett på utviklingen i 2011, og jeg har prøvd å finne forhold som kan forsvare kursutviklingen. Ut fra utviklingen i 2011 kan jeg ikke finne forhold som kan forsvare en så stor nedgang i aksjekursen. Jeg vil derfor per 7. oktober anbefale kjøp av aksjen.

Forord

Denne masteroppgaven har jeg skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. I masterstudiet har jeg valgt økonomisk styring som hovedprofil og finansiell økonomi som støtteprofil.

Da en verdsettelsesoppgave dekker mange av fagområdene jeg har hatt på masterstudiet, valgte jeg å verdsette Norwegian Air Shuttle ASA, som jeg synes er et spennende selskap.

Gjennom denne masteroppgaven har jeg sett at Norwegian Air Shuttle ASA er et vanskelig selskap å verdsette. Kombinasjonen av forventninger om sterk vekst og usikkerheter rundt blant annet fremtidig oljepris fører til at estimatene er svært usikre.

Jeg vil takke min veileder, Øystein Gjerde, for mange nyttige innspill til oppgaven min.

Bergen, 26. oktober 2011

Even Skretting

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	9
1.1 Oppbygging av oppgaven	9
2. Historie	10
2.1 Flyflåte	11
2.2 Bank Norwegian og Call Norwegian	11
3. Ulike verdsettelsesmetoder	12
3.1 Fundamental verdsettelse	12
3.1.1 Dividendemodellen	12
3.1.2 Superprofittmodellen	12
3.1.3 Egenkapitalmodellen	13
3.1.4 Totalkapitalmodellen.....	13
3.2 Komparativ verdsettelse.....	13
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse	13
3.4 Verdsettelsen av Norwegian Air Shuttle ASA.....	14
4. Strategisk analyse	16
4.1 Porters 5k.....	16
4.1.1 Nye inntrengere	17
4.1.2 Substitutter.....	18
4.1.3 Kundenes forhandlingsmakt.....	18
4.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt.....	19
4.1.5 Rivalisering	19
4.2 PESTEL.....	20
4.2.1 Politiske faktorer	21
4.2.2 Økonomiske faktorer.....	22
4.2.3 Sosiokulturelle faktorer	23
4.2.4 Teknologiske faktorer.....	23
4.2.5 Miljø faktorer	23

4.2.6 Juridiske faktorer	24
4.3 SVIMA	24
4.3.1 Flyflåte.....	26
4.3.2 Stort rutenett på flyruter i og fra Skandinavia	26
4.3.3 Tilgang på kapital.....	27
4.4 Oppsummering strategisk analyse	27
5. Omgruppering av balansen	29
5.1 Balanseføring av operasjonelle leasingforpliktelser.....	30
5.2 Omgruppering for Norwegian Air Shuttle ASA.....	31
5.2.1 Driftsrelaterte eiendeler/driftsrelatert gjeld.....	31
5.2.2 Finansielle eiendeler/finansiell gjeld.....	31
6. Avkastningskrav	33
6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen.....	33
6.1.1 Risikofri rente	34
6.1.2 Betaverdi	35
6.1.3 Markedets risikopremie	36
6.1.4 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen	36
6.2 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld.....	36
6.3 Utrekning av WACC for Norwegian	38
7. Regnskapsanalyse	39
7.1 Litt om regnskapstallene	39
7.2 Normalisering av historiske resultater	40
7.2.1 Vulkan på Island	40
7.2.2 Andre inntekter	41
7.2.3 Pensjon	41
7.2.4 Andre gevinster/tap	41
7.2.5 Justering av historiske resultater	41
7.2.6 Normaliserte tall.....	42

7.3 Flyflåte og trafikkutvikling de siste årene.....	43
7.3.1 Utvikling i flyflåte.....	43
7.3.2 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)	44
7.3.3 Kabinfaktor	44
7.3.4 Antall betalte setekilometer (RPK)	44
7.3.5 Antall passasjerer	45
7.4 Mål på inntjening og kostnadsnivå.....	45
7.4.1 Inntekt per betalte setekilometer (Yield)	45
7.4.2 Salg av tilleggstenester per passasjer.....	46
7.4.3 Kostnad per tilgjengelige setekilometer (CASK)	46
7.4.4 Sammenligning med konkurrentene.....	46
8. Fremtidig flyflåte og prognose på trafikkutvikling	49
8.1 Utvikling i flyflåte	49
8.2 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)	50
8.3 Kabinfaktor	50
8.4 Antall betalte setekilometer (RPK)	50
8.5 Antall passasjerer	51
9. Fremtidsregnskap	52
9.1 Driftsinntekter	52
9.1.1 Passasjerinntekter	52
9.1.2 Salg av tilleggstenester	53
9.1.3 Andre driftsinntekter.....	53
9.2 Driftskostnader	54
9.2.1 Salg og distribusjonskostnader.....	54
9.2.2 Drivstoff.....	54
9.2.3 Luftfartsavgifter.....	56
9.2.4 Handling kostnader	56
9.2.5 Teknisk flyvedlikehold	57

9.2.6 Andre driftsavhengige kostnader	57
9.2.7 Blocked space	57
9.2.8 Lønnskostnader	58
9.2.9 Andre driftskostnader	58
9.3 Leasingkostnader	59
9.4 Økning arbeidskapital	60
9.5 Investeringer	61
9.6 Avskrivninger	62
9.7 Skatt	63
9.8 Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen	64
9.8.1 Terminalverdi	64
9.8.2 Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen	65
10. Opsjonsbasert verdsettelse	66
11. Komparativ verdsettelse	67
11.1 Pris/fortjeneste	67
11.2 Pris/bok	68
11.3 Konklusjon komparativ verdsettelse	68
12. Sensitivitetsanalyse	69
12.1 Terminal vekst/WACC	69
12.2 Betaverdi	69
12.3 EBITDAR	70
12.4 Kostnader til drivstoff	70
13. Konklusjon verdi per 31.12.2010	71
14. Utvikling i 2011	72
14.1 Hendelser i Norwegian Air Shuttle ASA i 2011	72
14.2 Bransjeforhold/markedsforhold	72
14.3 Regnskapsmessig	73

14.3.1 Regnskap for 1.halvår	73
14.3.2 Trafikktall juli-september	74
14.4 Konklusjon verdi per 7.oktober 2011	75
Kildeliste	76
Vedlegg	79

1. Innledning

Norwegian Air Shuttle ASA har hatt en enorm vekst de siste årene, og selskapet er i dag det nest største flyselskapet i Skandinavia etter SAS. Selskapet er notert på Oslo Børs, og aksjekursen var kr 117,50 den 31.12.2010.

Hovedkonkurrenten til Norwegian er i dag SAS. Men Norwegian har også en rekke andre konkurrenter avhengig av flyrute, eksempelvis British Airways, Finnair, Ryan Air og Air Berlin.

I 2010 hadde Norwegian 13 millioner passasjerer, og per 31.12.2010 har selskapet totalt 244 flyruter (Norwegian årsrapport 2010). De fleste av flyrutene er innad i Skandinavia og til ulike byer i Europa. Norwegian har også flyruter til Dubai fra Oslo, København og Stockholm.

Formålet med oppgaven er å finne ut om Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2010 var riktig priset på børsen. Jeg vil basere meg på offentlig tilgjengelig informasjon per 31.12.2010. I tillegg vil jeg basere meg på årsregnskapet for 2010, selv om dette ikke var tilgjengelig per 31.12.2010. Jeg antar derfor at årsresultatet omtrent ble som forventet per 31.12.2010. I 2011 har aksjekursen sunket dramatisk, og per 7.oktober var aksjekursen kr 61,50. Jeg vil i tillegg derfor se om det har skjedd fundamentale endringer i 2011 som kan forklare endringene i aksjekursen.

1.1 Oppbygging av oppgaven

Jeg vil først starte med å presentere litt historie, og deretter vil jeg presentere ulike verdsettelsesmetoder. Etter at jeg har presentert ulike verdsettelsesmetoder, vil jeg verdsette Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2010 ved en fundamental verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen vil jeg foreta en strategisk analyse, beregne avkastningskrav, analysere historiske regnskapstall og predikere et fremtidsregnskap. Når jeg har kommet frem til en verdi av selskapet, vil jeg supplere med opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse. Deretter vil jeg foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvor følsom verdien er ovenfor ulike endringer. Til slutt vil jeg se på utviklingen i 2011, og jeg vil vurdere om det har skjedd fundamentale endringer som kan forklare endringene i aksjekursen i perioden fra 31.12.2010.

2. Historie

Som nevnt i innledningen vil jeg starte med litt historie. Jeg vil delvis bygge den historiske fremstillingen på informasjon fra norwegian.no, årsrapporter og prospektet i forbindelse med børsnoteringen.

Norwegian Air Shuttle ASA ble etablert i 1993 og samarbeidet med Braathens om flygninger på Vestlandet, men det var først i 2002 at Norwegian etablerte seg som det flyselskapet vi kjenner i dag. Selskapet startet i 2002 med rutene fra Oslo til henholdsvis Bergen, Stavanger, Trondheim og Tromsø, som var de mest trafikkerte rutene i Norge. Etter hvert etablerte selskapet flere ruter, både innenlands og til utlandet.

Den 18. desember 2003 ble Norwegian Air Shuttle ASA notert på Oslo Børs. I forbindelse med børsnoteringen ble det foretatt en emisjon, og selskapet fikk dermed tilført ekstra egenkapital. Tilførsel av ekstra egenkapital var viktig for å kunne utvide driften ytterligere.

I 2004 inngikk Norwegian code-share avtale med lavprisselskapet FlyNordic på ruten fra Oslo til Stockholm. Året etter startet selskapet code-share avtale med det danske lavprisselskapet Sterling på 13 ruter. Code-share avtalene innebar at flyselskapene solgte flybilletter på hverandres ruter, og hvert flyselskap kunne dermed tilby flere avganger til de reisende.

I 2007 kjøpte Norwegian lavprisselskapet FlyNordic fra Finnair. FlyNordic hadde base i Stockholm, og i forbindelse med oppkjøpet opprettet Norwegian base i Stockholm. Året etter gikk lavprisselskapet Sterling konkurs. Sterling hadde sin base i København, og konkursen innebar nedleggelse av flere flyruter. Norwegian benyttet dermed anledningen til å opprette base i København.

Norwegian har i dag høye markedsandeler fra de største flyplassene i Norge. I tillegg er basene i Stockholm og København viktige for selskapet, og Norwegian har etter hvert opparbeidet seg betydelige markedsandeler på flygninger fra både Stockholm og København. Norwegian har videre planer om å opprette base i Helsingfors i løpet av 1. kvartal i 2011.

2.1 Flyflåte

Norwegian har siden 2002 stort sett leaset fly av typen Boeing 737-300, men selskapet er i ferd med å gå over til å lease fly av typen Boeing 737-800. De nye flyene er større og mer miljøvennlige.

I tillegg til at Norwegian leaser fly, inngikk selskapet i 2007 avtale med Boeing om kjøp av 42 fly av typen Boeing 737-800 med kjøpsrettigheter til ytterligere 42 fly. Ordren er senere blitt utvidet, og per 31.12.2010 var ordren på totalt 63 fly med ubenyttede kjøpsrettigheter til ytterligere 27 fly. Selskapet har allerede mottatt noen av flyene, og resten vil bli mottatt frem til år 2016.

Norwegian har planer om å starte med langdistanseflygninger, og i slutten av 2010 inngikk selskapet leasingavtaler på 2 fly av typen Boeing 787 Dreamliner med levering høsten 2012 (Boarding.no 8.11.2010).

2.2 Bank Norwegian og Call Norwegian

Norwegian har også opprettet bank og mobilselskap. Bank Norwegian ble opprettet som en ren nettbank i 2007, mens Call Norwegian ble opprettet som et mobilselskap i 2008.

Norwegian Air Shuttle ASA eier 20 % av aksjene i Bank Norwegian og eier alle aksjene i Call Norwegian. Driften i disse selskapene utgjør en ubetydelig andel i forhold til flyvirksomheten, og jeg vil derfor ikke fokusere på disse videre i oppgaven.

3. Ulike verdsettelsesmetoder

Jeg vil her presentere ulike verdsettelsesmetoder en kan benytte til å verdsette et selskap basert på forutsetning om at selskapet skal fortsette driften. De ulike verdsettelsesmetodene kan deles inn i tre kategorier: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Metodene er ikke alternativer, men man bør benytte flere metoder som supplement (Kinserdal 2010).

3.1 Fundamental verdsettelse

I fundamental verdsettelse analyserer man selskapet/bransjen og verdsetter ut fra analysen. Fundamental verdsettelse egner seg spesielt godt til å verdsette selskaper der man har et bra analysegrunnlag.

Det finnes flere modeller en kan benytte ved en fundamental verdsettelse, eksempelvis: dividendemodellen, superprofittmodellen, egenkapitalmodellen eller totalkapitalmodellen (Kinserdal 2010).

3.1.1 Dividendemodellen

I dividendemodellen priser man et selskap på bakgrunn av fremtidige dividendeutbetalinger som diskonteres med avkastningskravet. Dette kan være en god modell dersom man skal verdsette et stabilt selskap med en stabil utbyttepolitikk. Problemet med dividendemodellen er at det ofte er vanskelig å anslå fremtidige dividendeutbetalinger.

3.1.2 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen verdsetter man selskapet som dagens bokførte egenkapital pluss nåverdi av fremtidig superprofitt (Gjesdal og Johnsen 1999). Med superprofitt menes den avkastningen man oppnår utover avkastningskravet. Problemet med superprofittmodellen er at den baseres på bokført verdi av egenkapitalen, som ofte ikke har noen økonomisk mening (Kinserdal 2010).

3.1.3 Egenkapitalmodellen

I egenkapitalmodellen finner man verdien av egenkapitalen som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen, dvs. kontantstrøm etter rentekostnader, nedbetaling av gjeld og opptak av nye lån (Berk og DeMarzo 2011). Kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Det kan derimot være noe vanskelig å anslå størrelsen på gjelden i fremtiden, og endringer i andel lån vil også endre risikoen for egenkapitalen og dermed endre avkastningskravet til egenkapitalen. Dette fører til at egenkapitalmetoden kan være noe vanskelig i praksis. Egenkapitalmetoden egner seg derfor best til å verdsette selskaper med en stabil kapitalstruktur.

3.1.4 Totalkapitalmodellen

I totalkapitalmodellen finner man verdien av egenkapitalen som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen fratrukket markedsverdien av netto finansiell gjeld. Kontantstrømmene diskonteres med et veid avkastningskrav for totalkapitalen i forhold til andelen egenkapital og andelen netto finansiell gjeld.

3.2 Komparativ verdsettelse

I komparativ verdsettelse priser man et selskap på bakgrunn av sammenligning med andre selskaper i samme bransje. Selskapene man sammenligner bør være relativt like. Komparativ verdsettelse egner seg spesielt godt til selskaper i oppstartsfasen der man har dårlig historisk analysegrunnlag. En slik sammenligning kan gjøres ved hjelp av multiplikatorer der man sammenligner ulike forholdstall, eksempelvis forholdet mellom pris og ulike nøkkeltall. Blant de vanligste multiplikatorene er pris/fortjeneste og pris/bok.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er relevant der man har særlig fleksibilitet og er et supplement til fundamental verdsettelse. Av opsjoner finnes det både finansielle opsjoner og realopsjoner. En finansiell opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kunne kjøpe/selge en eiendel til en

fastsatt pris på et senere tidspunkt, mens en realopsjon er en rett til å kunne foreta en spesiell beslutning på et senere tidspunkt (Berk og DeMarzo 2011). Eksempler på realopsjoner kan være: opsjon til å kunne utvide på et senere tidspunkt eller opsjon til å kunne avvikle deler av driften dersom lønnsomheten ikke er tilstedet.

3.4 Verdsettelsen av Norwegian Air Shuttle ASA

Da man har et bra analysegrunnlag for Norwegian Air Shuttle ASA, vil jeg fortrinnsvis verdsette Norwegian Air Shuttle ASA ved en fundamental verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen vil jeg benytte total kapitalmodellen fordi jeg anser total kapitalmodellen som enklere enn de andre modellene, jf. svakhetene med de andre modellene.

Videre vil jeg i den fundamentale verdsettelsen:

- Foreta en strategisk analyse av selskapet/bransjen.
- Omgruppere balansen for å finne netto finansiell gjeld
- Estimere avkastningskravet til total kapitalen.
- Analysere historiske regnskapstall og trafikk tall
- Utarbeide prognose på fremtidig flyflåte og fremtidige trafikk tall
- Med utgangspunkt i fremtidig flyflåte og fremtidige trafikk tall vil jeg utarbeide et fremtidsregnskap og estimere fri kontantstrøm til total kapitalen.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen vil jeg finne på følgende måte:

- Sum driftsinntekter
- Sum driftskostnader
- = EBITDAR
- Leasingkostnader
- = EBITDA
- Avskrivninger
- = EBIT
- Skatt
- + Kalkulert leasingrente etter skatt
- + Avskrivninger
- Økning arbeidskapital
- Netto investeringer
- Økning leasingforpliktelser
- = Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Ved å diskontere fri kontantstrøm til totalkapitalen på avkastningskravet til totalkapitalen finner man selskapsverdien. For å finne verdien av egenkapitalen må en trekke fra markedsverdien av netto finansiell gjeld. Verdien per aksje finner man ved å dividere verdien av egenkapitalen på antall aksjer.

I forbindelse med at Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2010 har kjøpsrettigheter på 27 fly av typen Boeing 737-800, vil jeg også supplere med en diskusjon om kjøpsrettighetene utgjør en verdi for selskapet.

Komparativ verdsettelse vil jeg benytte til å undersøke om verdien fra den fundamentale verdsettelsen virker fornuftig i forhold til verdiene på konkurrentene.

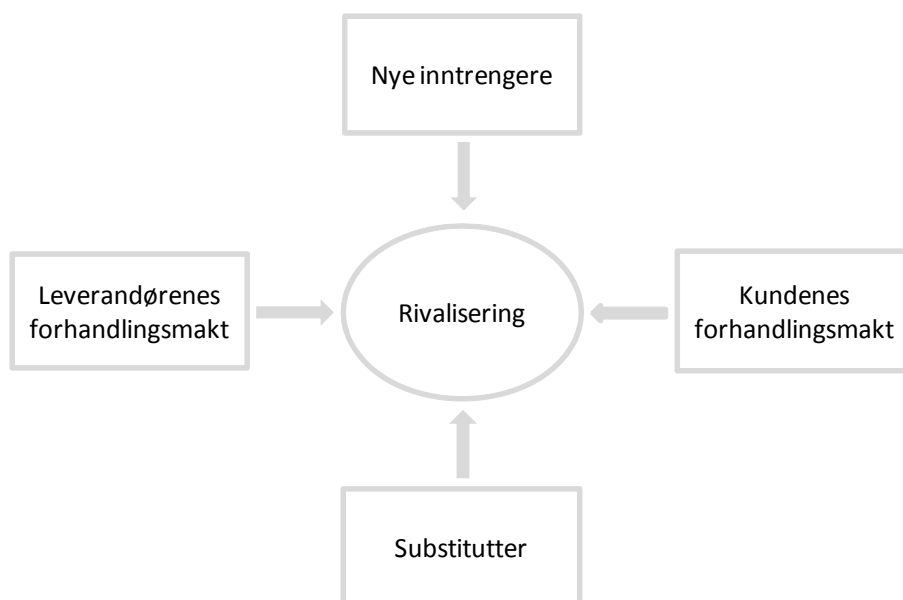
4. Strategisk analyse

Sammen med analysen av de historiske regnskapstallene vil den strategiske analysen danne grunnlaget for å kunne estimere et fremtidsregnskap. Når man foretar en strategisk analyse, analyser man både bransjen og bedriftens ressurser. På den måten kan man finne ut om bransjen er mer lønnsom enn andre bransjer eller om det er ressurser i bedriften som tilsier at bedriften skal være mer lønnsom enn bransjen. For å analysere de eksterne bransjeforholdene vil jeg benytte meg av Porters 5k og PESTEL. Bedriftens interne ressurser vil jeg analysere ved hjelp av SVIMA-testen.

4.1 Porters 5k

Porters 5k er et rammeverk man kan bruke til å analysere konkurransekraftene i en bransje (Porter 1979). Det finnes 5 konkurransekrefter; muligheten for nye inntrengere, substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt og rivaliseringen. Hvis konkurransekraftene er sterke vil de dempe lønnsomheten til bransjen.

Figur 4.1: Porters 5k



4.1.1 Nye inntrengere

Nye inntrengere kan føre til reduserte markedsandeler for eksisterende aktører i bransjen. Trusselen for nyetableringer avhenger av inngangsbarrierene og forventet respons fra konkurrenter. Porter peker på seks forskjellige typer inngangsbarrierer: stordriftsfordeler, produktdifferensiering, tilgang på kapital, kostnadsfordeler uavhengig av skala, tilgang til distribusjonskanaler og offentlige reguleringer.

For å starte et flyselskap eller om et allerede etablert flyselskap vil etablere ruter i nye områder kreves det kapital. Et flyselskap må blant annet lease eller kjøpe fly, markedsføre flyrutene og ansette personell. Kapital har også vist seg å være svært viktig for at flyselskap skal kunne tåle perioder med tøff konkurranse, noe som blant annet er årsaken til at Norwegian har klart å overleve konkurransen mot SAS.

Det er også stordriftsfordeler knyttet til blant annet administrasjon, markedsføring og utnyttelse av fly. Videre kan det være stordriftsfordeler knyttet til å ha et stort rutenett. Stordriftsfordeler kan derfor være en inngangsbarriere for å starte et nytt flyselskap. På den andre siden kan et allerede etablert flyselskap oppnå større stordriftsfordeler ved å etablere ruter i nye områder. Stordriftsfordeler trenger derfor nødvendigvis ikke være en inngangsbarriere for et allerede etablert flyselskap som vil utvide rutenettet til nye områder.

Når det gjelder responsen eventuelle nyetablerte selskaper kan vente seg, er denne avhengig av om det er andre aktører på ruten/rutene. Nyetableringer man har sett i Norge de siste årene har blitt møtt med tøff konkurranse. Eksempelvis gikk flyselskapet Color Air konkurs kort tid etter oppstart, mens Norwegian var nær konkurs i 2004 (E24 9.4.2008). Forventninger om at eventuelle nyetablerte selskaper kan bli møtt med tøff konkurranse er dermed med på å redusere trusselen for nyetableringer.

Som vi har sett, består inngangsbarrierene til flybransjen hovedsakelig av tilgang på kapital og stordriftsfordeler. I tillegg har nye aktører blitt møtt med tøff konkurranse. Jeg anser derfor faren for nyetableringer fra nye aktører som lav, men faren for at eksisterende aktører etablerer flyruter i nye områder anser jeg som noe større. Totalt sett anser jeg trusselen for nyetableringer som middels stor.

4.1.2 Substitutter

Et substitutt vil si et alternativt produkt som dekker de samme behovene. Om det finnes gode substitutter, vil en økning i prisen på et produkt kunne redusere etterspørselen etter produktet og øke etterspørselen på substituttene.

Et substitutt til å ta fly kan være andre transportmidler som bil, buss eller tog. Dette kan i dag være gode substitutter på enkelte kortere strekninger, fordi tidsbesparelsene på å ta fly er marginale. På lengre strekninger er dette derimot ikke like gode substitutter, fordi tidsbesparelsene ved å ta fly er vesentlige større. Da en stor andel av flyrutene til Norwegian er lengre strekninger, der det er vesentlige tidsbesparelser ved å ta fly, anser jeg trusselen fra disse substituttene som lave.

I Norge har det vært mye diskusjon rundt utbygging av høyhastighetstog. Dette vil kunne bli et godt substitutt til fly på en del strekninger, men en eventuell utbygging vil ta såpass lang tid at det ikke vil påvirke flybransjen før om mange år. En eventuell utbygging av høyhastighetstog vil dermed ikke være relevant ved verdsettelsen av Norwegian. Jeg mener heller ikke høyhastighetstog vil være egnede substitutter de nærmeste årene for de fleste av Norwegian sine internasjonale ruter. Jeg anser dermed at trusselen fra utbygging av høyhastighetstog som lav.

4.1.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt vil si den muligheten kundene har for å kunne påvirke pris eller kvalitet på produkter eller tjenester som bransjen leverer. Generelt har kundene større forhandlingsmakt om de er få og store enn om de er mange og små.

Det er vanlig å dele de reisende inn i fritidsreisende og forretningsreisende. For både fritidsreisende og forretningsreisende er det lett å sammenligne priser og avganger på internett. Jeg anser at forhandlingsmakten til hver enkelt reisende er liten, da de reisende i hovedsak er mange og små. En del forretningsreisende er derimot bundet til et flyselskap gjennom storkundeavtaler. Jeg anser at bedrifter eller offentlige instanser gjennom å forhandle om storkundeavtaler har mer forhandlingsmakt ovenfor flyselskapene enn fritidsreisende. Samlet sett anser jeg kundenes forhandlingsmakt som relativt lav.

4.1.4 Leverandørens forhandlingsmakt

En leverandør som har stor forhandlingsmakt kan heve priser eller redusere kvaliteten på deres produkter uten at det får særlige konsekvenser for etterspørselen. Leverandører med stor forhandlingsmakt vil dermed kunne redusere lønnsomheten for en bransje. Porter peker på flere faktorer som kan gi leverandører forhandlingsmakt. Blant disse faktorene er: få leverandører som er mer konsentrerte enn kjøperne, unike/differensierte produkter, store skifteknader, at bransjen ikke er viktig for leverandørene eller trussel om vertikal integrasjon.

Det er mange forskjellige leverandører til et flyselskap. Blant de viktigste for Norwegian er leverandørene av bakketjenester. Norwegian outsourcer alt av bakketjenester på alle destinasjoner (Norwegian årsrapport 2010). For en leverandør av bakketjenester vil flyselskapene være viktige kunder. Om vilkårene for bakketjenestene blir dårlige for flyselskapene, har flyselskapene muligheten til å bytte leverandør eller eventuelt ansette folk selv. Dette tilsier at leverandørene av bakketjenester ikke har stor forhandlingsmakt.

Man kan også si at flyprodusenter og leasingselskaper er leverandører for flyselskapene. Det er i hovedsak to flyprodusenter som dominerer, Airbus og Boeing. I tillegg finnes det en rekke leasingselskaper som leaser ut fly, og det finnes et bruktmarked for fly. Det er blitt større bytteknader i flybransjen de siste årene i forhold til å bytte til andre flytyper, da en del av strategien til lavprisselskapene er å ha en ensartet flyflåte. Det kan derimot være lave skifteknader mellom å kjøpe eller å lease flyene, og dermed har flyselskapene mange leverandører å velge mellom. Flyselskapene er også viktige for flyprodusenter/leasingselskaper. Jeg konkluderer dermed med at forhandlingsmakten til flyprodusentene/leasingselskapene er relativt lav.

4.1.5 Rivalisering

Rivalisering i en bransje vil si hvor sterk konkurransen er. Det er flere forhold som påvirker rivaliseringen i en bransje, blant annet antall konkurrenter og størrelsesforholdet mellom dem, veksten i bransjen, størrelse på kapasitetsøkninger og grad av differensiering.

Det har vist seg at rivaliseringen ofte er høy i bransjer med mange konkurrenter av omtrent samme størrelse (Barney 2007). På innenriksruter i Norge konkurrerer Norwegian i hovedsak med SAS. På de internasjonale rutene er det forskjellige aktører avhengig av flyrute, men det er som oftest få aktører på hver flyrute. Det betyr at sammensetningen av konkurrenter ikke legger til rette for at rivaliseringen skal være høy.

Det har også vist seg at rivaliseringen ofte er høy i bransjer der veksten er lav (Barney 2007). Selskaper som vil vokse må i en slik situasjon kapre markedsandeler fra konkurrenter. De siste årene har man i flybransjen opplevd stor vekst. Det betyr at veksten i bransjen ikke legger til rette for at rivaliseringen skal være høy

I bransjer der kapasitetsøkninger skjer i store trinn har det vist seg at rivaliseringen er høy (Barney 2007). I flybransjen er flyselskapene flinke til å tilpasse antall avganger eller eventuelt størrelse på fly etter hvor stor etterspørselen er. Øker etterspørselen på en rute kan kapasiteten økes ved å legge inn en ekstra avgang. Størrelsen på kapasitetsøkninger legger dermed heller ikke til rette for høy rivalisering.

Rivaliseringen har også vist seg å være høy i bransjer med lite produktdifferensiering (Barney 2007). I slike bransjer ender det ofte med at bedriftene konkurrerer på pris. Når det gjelder flybransjen, vil en del kanskje hevde at flyselskapene er differensierte ved at de tilbyr ulik grad av service. De siste årene har imidlertid de tradisjonelle flyselskapene tilpasset seg situasjonen der de konkurrerer med lavprisselskapene på korte distanser, noe som har ført til mindre differensiering. Jeg mener derfor at det er lite differensiering på korte distanser. Lite differensiering vil dermed være en faktor som kan legge til rette for rivalisering.

Lite differensiering er en faktor som legger til rette for rivalisering, mens stor vekst, få konkurrenter og at kapasiteten kan økes i små trinn er faktorer som ikke legger til rette for rivalisering. Jeg vil derfor konkludere med at rivaliseringen er middels stor.

4.2 PESTEL

PESTEL er et verktøy man kan bruke for å kartlegge de viktigste driverne til endring i en bransje (Johansen 2008). Dette gjør man ved å analysere bedriftens omgivelser gjennom

følgende faktorer: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljø og legale. Jeg vil videre ta for meg hver av faktorene og diskutere mulige endringer de neste årene og hvilken påvirkning dette vil ha på flybransjen.

4.2.1 Politiske faktorer

Med politiske faktorer mener man politiske beslutninger som vil kunne påvirke bransjen de kommende årene.

En faktor som kan påvirke flybransjen i Skandinavia er fremtiden for SAS. Den norske, svenske og danske stat eier til sammen 50 % av aksjene i SAS. De siste årene har SAS hatt store underskudd, og enkelte tror at SAS vil gå konkurs. Det har også vært kritikk på det statlige eierskapet i SAS. Om SAS går konkurs, eller om SAS selges vil det kunne ha betydning for flybransjen i Skandinavia. Per 31.12.2010 er det rykter om at Lufthansa er i forhandlinger med den norske, svenske og danske stat om et eventuelt oppkjøp av SAS (DN.no 23.12.2010). Jeg tror imidlertid at SAS vil fortsette som selskap, enten som delvis statlig eid med eventuell støtte for å unngå konkurs. Eventuelt er det sannsynlig at selskapet kan bli oppkjøpt av eksempelvis Lufthansa, noe som kan innebære noen restruktureringer for å kunne oppnå bedre resultater i fremtiden. Begge tilfellene vil innebære at man vil fortsette med to dominerende aktører i Skandinavia, Norwegian og SAS, og utfallet vil dermed ikke være avgjørende for verdsettelsen av Norwegian.

En faktor som kan påvirke flybransjen på innenriksruter i Norge de kommende årene er om politikerne tillater bonuspoeng for privatpersoner innenlands. Tidligere fikk privatpersoner bonuspoeng for å fly innenlands i Norge, men i 2002 ble ordningen forbudt. Årsaken til at ordningen ble forbudt var at det skulle bli lettere for selskap som Norwegian og etablere seg (DN.no 7.4.2010). En eventuell innføring av bonuspoeng for privatpersoner på innenriksruter vil antagelig først og fremst være en fordel for tradisjonelle flyselskap som SAS. Ettersom Norwegian er godt etablert på innenriksruter i Norge, vil antagelig en innføring av bonuspoeng for privatpersoner på innenriksruter ikke utgjøre noen særlig forskjell.

4.2.2 Økonomiske faktorer

Med økonomiske faktorer menes endringer i økonomien som vil kunne påvirke bransjen. Eksempelvis endringer i renter, inflasjon eller konjunkturer.

Konjunkturer i økonomien er noe som påvirker flybransjen. Ved høykonjunktur er det stor aktivitet i næringslivet og ofte stor optimisme, både i næringslivet og blant privatpersoner, noe som fører til økt reiseaktivitet. Man vil trolig kunne få gode økonomiske tider i Norge i årene fremover ettersom Norge har klart å komme seg ut av finanskrisen, men enkelte land i Europa vil kunne slite med ettervirkninger etter finanskrisen.

Det kan tyde på at konjunkturerne ikke er like viktige for lavprisselskaper som for tradisjonelle flyselskaper (Gran 2009). Dårlige økonomiske tider kan nettopp føre til at lavprisselskaper blir valgt fremfor tradisjonelle flyselskaper. Dermed vil eventuelle muligheter for dårligere konjunkturer i enkelte land i Europa ikke nødvendigvis utgjør noen trussel for lavprisselskaper som Norwegian. Lavkonjunkturer i enkelte land i Europa kan derimot bidra til å styrke posisjonen til lavprisselskaper kontra de tradisjonelle flyselskaper i de aktuelle landene.

Valutakurser er også viktige for flyselskapene da en vesentlig del av flyselskapers kostnader er i andre valutaer. Det betyr at endringer i valutakurser vil kunne føre til endringer i kostnadene for flyselskapene. Ettersom valutakursene i dag gjenspeiler markedets forventninger om fremtidige valutakurser, kan man anta at dagens valutakurser er det beste estimatet på fremtidige valutakurser.

Oljeprisen er også en viktig faktor for flyselskaper da store deler av kostnadene til flyselskapene er drivstoff til flyene. Oljeprisen har variert mye de siste årene, og økt etterspørsel på verdensbasis er noe som vil kunne føre til en høyere oljepris. Ifølge IEA (International Energy Agency) vil etterspørselen etter olje øke med 18 % fra nivået i 2009 frem mot år 2035 (FT.com 9.11.2010). En høyere oljepris vil igjen føre til høyere kostnader til drivstoff for flyselskapene.

4.2.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer vil si forhold relatert til trender og vaner som ville kunne påvirke bransjen fremover.

Folks reisevaner er en viktig faktor som er avgjørende for flybransjen. De siste årene har det blitt mange flere som reiser med fly. En av årsakene kan være at det er blitt billigere å fly som følge av lavprisselskapene. I tillegg har det vært en generell velstandsøkning. Trolig vil folks reisevaner fortsette, og de vil kunne forsterkes av ytterligere velstandsøkninger. Dette vil føre til at det blir enda flere flyreisende de neste årene.

4.2.4 Teknologiske faktorer

Med teknologiske faktorer mener man ny teknologi som vil kunne påvirke bransjen i de kommende årene.

Det utvikles stadig nye fly, og de blir mer miljøvennlige. Dette vil kunne påvirke bransjen de kommende årene. Som tidligere nevnt, er Norwegian i ferd med å skifte til mer miljøvennlige fly. Flyselskapene vil kunne tjene på å ha nye drivstoffgjerrige fly ved at kostnadene til drivstoff blir mindre. Ved økning i oljeprisen blir effekten av å ha drivstoffgjerrige fly større, og slike fly kan dermed være nødvendig for å holde kostnadsnivået nede for å kunne tilby de reisende konkurransedyktige priser.

En annen faktor som vil kunne påvirke bransjen er at flyselskapene kan begynne å tilby internett på flyene. Dette vil kunne bety ekstra inntektsmuligheter i form av å kunne ta betaling for bruk av internett.

4.2.5 Miljø faktorer

Med miljøfaktorer mener man faktorer som har med vær eller klimaendringer.

Klimakvoter blir obligatorisk fra 1. januar 2012 på flyreiser i Norge, EU og EØS-området (nrk.no 13.11.2010). Flyselskaper skal få tildelt en viss andel gratis klimakvoter, og flyselskaper som klarer å redusere sine utslipp vil kunne selge klimakvoter til andre flyselskaper. Da Norwegian er i ferd med å få en moderne og miljøvennlig flyflåte, vil det trolig

ikke bli noen særlige konsekvenser av obligatoriske klimavoter for selskapet. Eventuelle økninger i billettprisene vil trolig være marginale, og folk vil fortsette å fly som vanlig. For flyselskaper med eldre flyflåter vil derimot konsekvensen av obligatoriske klimavoter kunne bli noe større.

Man leser stadig om klimaendringer i media og at man vil oppleve mer ekstremvær i fremtiden. Ekstremvær er noe som kan påvirke flybransjen ved at flere avganger blir kansellert. Forskere er uenige om hvor store klimaendringene vil bli, men trolig vil ikke endringer i klimaet påvirke flybransjen i vesentlig grad de kommende årene. Endringer i klimaet er derfor ikke en faktor som vil være relevant ved verdsettelsen av Norwegian.

Våren 2010 skapte vulkanen på Island store problemer i flytrafikken i Europa. Flyselskapene tapte penger da de fikk forbud mot og fly, og passasjerer ble stående askefaste. Man vil nok ikke oppleve like store problemer knyttet til eventuelle vulkanutbrudd de kommende årene ettersom det har blitt mer kunnskap om hvordan slike situasjoner skal håndteres.

4.2.6 Juridiske faktorer

Juridiske faktorer vil si endringer i lover som vil kunne påvirke bransjen fremover.

Flyselskapene har vært i søkelyset hos konkurransemyndigheter både i Norge og i Europa de siste årene. I konkurranselovgevingene er det blant annet bestemmelser som sier at et dominerende foretak ikke kan misbruke sin dominerende stilling. Dette er bestemmelser som blant annet har beskyttet Norwegian mot rovatferd fra SAS i sin etableringsfase. Man vil trolig ikke få noen endringer i konkurranselovgevingene som vil påvirke flybransjen i vesentlig grad de kommende årene. Derimot er det sannsynlig at konkurransemyndighetene vil fortsette å ha søkelys på flyselskapene de kommende årene, og dette vil kunne hindre uønsket konkurranseatferd.

4.3 SVIMA

For å finne ut om det er ressurser i bedriften som tilsier at den skal være mer lønnsom enn bransjen vil jeg benytte meg av SVIMA-testen (Jakobsen og Lien 2001). En bedrifts

konkurransefortrinn kan forklares ut fra bakenforliggende ressurser. Det er fem betingelser som må være innfridd for at en ressurs skal utgjøre et varig konkurransefortrinn og dermed kunne være kilde til varig lønnsomhet over gjennomsnittet: Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobilisert og Appropriert (SVIMA).

Den første betingelsen er at ressursen er sjelden. Det vil si at konkurrenter ikke har tilgang til den samme ressursen i samme omfang/kvalitet. Dette er en grunnleggende forutsetning for at en ressurs skal kunne forklare forskjellene i lønnsomhet.

Den andre betingelsen er at ressursen skal være viktig. Med viktig menes at ressursen skal være utslagsgivende for bedriftens kostnader og/eller kundenes betalingsvilje.

Den tredje betingelsen er at ressursen ikke skal være imiterbar. Det vil si at konkurrenter ikke skal kunne kopiere ressursen eller at konkurrentene skal kunne erstatte den med en annen ressurs som er minst like god.

Den fjerde betingelsen er at ressursen er mobilisert. Med mobilisert menes at bedriften klarer å utnytte ressursen på en slik måte at den skaper økonomiske verdier for bedriften.

Den femte betingelsen er at ressursen er appropriert. Om en ressurs er appropriert, vil det si at det er bedriften som får verdiskapningen fra ressursen. Eksempelvis vil ikke dette være tilfellet dersom prisen på anskaffelsestidspunktet gjenspeilet ressursens fremtidige inntekter.

Tabell 4.1: SVIMA-testen

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn

(Kilde: Jakobsen og Lien 2001)

4.3.1 Flyflåte

Norwegian er i ferd med å skaffe seg en moderne flyflåte bestående av i hovedsak Boeing 737-800-fly. I tillegg vil Norwegian benytte seg av Boeings 787 Dreamliner på langdistanseflygninger.

En moderne flyflåte er ikke sjelden, da også enkelte konkurrerende flyselskaper har moderne flyflåter. En moderne flyflåte er viktig for at et flyselskap skal kunne drives på en kostnadseffektiv måte med blant annet lavt drivstofforbruk. Flyflåten er imiterbar fordi andre flyselskaper kan kopiere flyflåten ved å kjøpe eller lease samme type fly. Flyflåten er både mobilisert da flyflåten blir utnyttet effektivt av selskapet, og den er appropriert da det er Norwegian som får fordelene av å ha en moderne flyflåte.

En moderne flyflåte er ikke sjelden, og den er imiterbar, men ellers er alle kriteriene i SVIMA-testen oppfylt for denne ressursen. En moderne flyflåte utgjør dermed en paritet for Norwegian.

4.3.2 Stort rutenett på flyruter i og fra Skandinavia

Norwegian har klart å etablere et stort rutenett på flyruter i og fra Skandinavia, noe som er en ressurs for selskapet. I dag er Norwegian det nest største flyselskapet i Skandinavia etter SAS, og Norwegian er det største lavprisselskapet.

Selv om SAS kan vise til et større rutenett er denne ressursen sjelden blant lavprisselskaper, da Norwegian er det eneste lavprisselskapet med et så stort rutenett i Skandinavia. Et stort rutenett i en region er viktig for et flyselskap. Et flyselskap vil blant annet kunne få flere reisende ved å kunne tilby passasjerene flere destinasjoner gjennom å kunne tilby flybytte. Eksempelvis vil Norwegian kunne oppnå flere reisende på ruten fra Bergen til Oslo når de kan tilby de reisende flybytte videre til destinasjoner som f. eks Dubai. Et stort rutenett på flyruter i og fra Skandinavia vil kunne være imiterbart blant andre lavprisselskaper, men det vil kunne være vanskelig for andre lavprisselskaper fordi Norwegian allerede er godt etablert og kan tilby reisende lave priser. Norwegian har klart å mobilisere fordelene ved et stort rutenett ved at reisende enkelt kan bestille reiser som inkluderer flybytte på selskapets

nettside. Fordelene av et stort rutenett på ruter i og fra Skandinavia er appropriert, da det ikke er noen andre enn Norwegian som får fordelene ved det store rutenettet.

Da alle kriteriene i SVIMA-testen er oppfylt for denne ressursen bortsett fra at et stort rutenett på ruter i og fra Skandinavia kan imiteres fra andre lavprisselskaper, er dette et midlertidig fortrinn.

4.3.3 Tilgang på kapital

Norwegian har hatt relativ god tilgang på kapital, og selskapet har dermed klart å overleve perioder med hard konkurranse.

Tilgang på kapital er ikke sjeldent i flybransjen, da mange andre flyselskaper også har god tilgang på kapital. Ressursen er viktig i flybransjen fordi tilgangen på kapital kan være avgjørende for om et flyselskap skal overleve i perioder med hard konkurranse. Tidligere har enkelte flyselskaper som har hatt liten tilgang på kapital gått konkurs. Tilgang på kapital er lett å imitere. Fordelen av tilgangen på kapital er mobilisert ved at Norwegian har klart seg gjennom perioder med hard konkurranse. Det er ingen andre som får fordelene av denne ressursen enn Norwegian. Tilgangen på kapital er dermed appropriert.

4.4 Oppsummering strategisk analyse

I analysen av de eksterne bransjeforholdene kom jeg ved hjelp av Porters 5k frem til at rivaliseringen og trusselen fra nyetableringer er middels stor. Trusselen fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørenes forhandlingsmakt anser jeg derimot som lav.

Når det gjelder driverne til endringer i bransjen i årene fremover, har jeg ved hjelp av PESTEL kommet frem til flere drivere som kan påvirke bransjen i årene fremover. Blant de driverne jeg tror vil kunne få størst påvirkning på bransjen er: høyere oljepris, flere flyreisende, innføring av klimakvoter, mer miljøvennlige fly og fokus på flybransjen hos konkurransemyndighetene.

I analysen av de interne ressursene kom jeg ved hjelp av SVIMA-verktøyet frem til at Norwegian har få ressurser som tilsier at selskapet skal være mer lønnsomt enn bransjen.

Allikevel mener jeg Norwegian har opparbeidet seg et midlertidig fortrinn ved at selskapet har et stort rutenett i Skandinavia. Selv om SAS også har et stort rutenett i Skandinavia, er Norwegian det eneste lavprisselskapet med et så stort rutenett i Skandinavia.

Tabell 4.2: Oppsummering av ressursene til Norwegian

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Flyflåte	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Rutenett	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Tilgang på kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

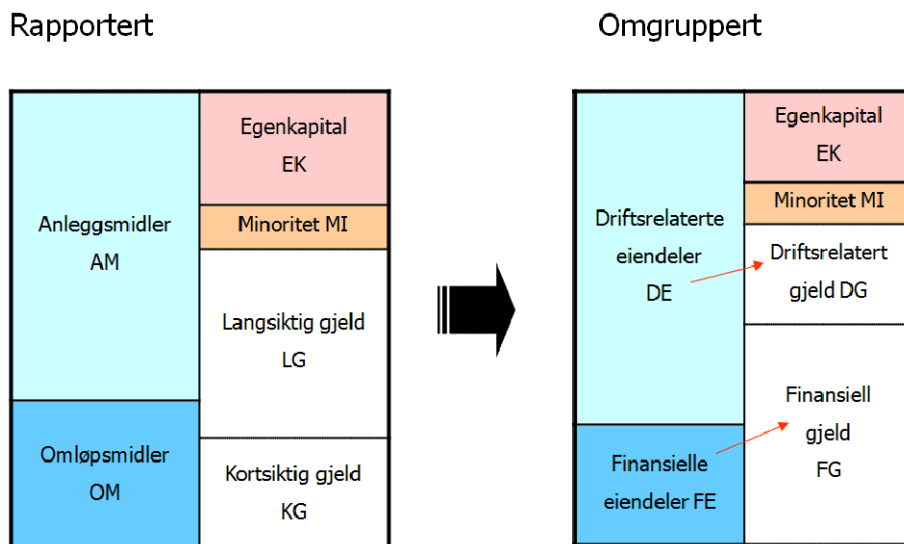
5. Omgruppering av balansen

I totalkapitalmodellen finner man verdien av egenkapitalen som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen fratrukket markedsverdien av netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld vil si finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. For å finne netto finansiell gjeld må en på eiendelssiden skille hva som er finansielle eiendeler og hva som er driftsrelaterte eiendeler. Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som har med driften å gjøre, mens finansielle eiendeler er eiendeler som ikke har noe med driften å gjøre, eksempelvis eiendeler som ikke blir benyttet og som kan selges. På gjeldssiden må en skille hva som er finansiell gjeld og hva som er driftsrelatert gjeld. Finansiell gjeld er ofte rentebærende gjeld, mens driftsrelatert gjeld som oftest ikke er rentebærende (Kinserdal 2010).

I balansen er eiendelene gruppert som anleggsmidler og omløpsmidler, mens gjelden er gruppert som langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld. Ut fra figur 5.1 ser man at man omgrupperer anleggsmidlene og omløpsmidlene til driftsrelaterte eiendeler/finansielle eiendeler. Langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld omgrupperer man til driftsrelatert gjeld/finansiell gjeld.

Figur 5.1: Omgruppering av balansen



(Kilde: Kinserdal 2010)

5.1 Balanseføring av operasjonelle leasingforpliktelser

Før jeg omgrupperer balansen til Norwegian vil jeg først ta for meg de operasjonelle leasingforpliktelsene da leasingforpliktelsene anses som finansiell gjeld. Jeg vil i denne fremstillingen delvis basere meg på "Leases, Debt and Value" av Damodaran (2009).

Leasing av et driftsmiddel kan enten være operasjonell leasing eller finansiell leasing. Behandlingen i regnskapet er avhengig av om det er operasjonell leasing eller finansiell leasing. I en verdsettelse bør operasjonell leasing derimot behandles som finansiell leasing. Norwegian har store kostnader til operasjonell leasing av fly. I tillegg har selskapet også noen driftsmidler som blir leaset som finansiell leasing.

Operasjonell leasing foregår oftest over en mye kortere periode enn eiendelens levetid. Derfor er nåverdien av leasingforpliktelsene lavere enn prisen på eiendelen. Regnskapsmessig kostnadsføres leasingkostnadene som driftskostnader. Utleier balansefører og avskriver eiendelen.

Finansiell leasing foregår oftest over eiendelens levetid. Derfor vil nåverdien av leasingforpliktelsene som oftest dekke prisen på eiendelen. Regnskapsmessig balanseføres eiendelen hos leietaker og avskrives over leasingperioden. Nåverdien av leasingforpliktelsene må leietaker balanseføre som gjeld. Leasingbetalingene består av renter og avdrag, og avdragene reduserer leasingforpliktelsene over leasingperioden.

Når man omklassifiserer operasjonell leasing til finansiell leasing, må man regne ut nåverdien av leasingforpliktelsene. Som diskonteringsrente til å regne ut nåverdien av leasingforpliktelsene vil jeg bruke avkastningskravet for netto finansiell gjeld (6,2 %), som jeg har beregnet i kapittel 6.

Tabell 5.1: Leasingforpliktelser (fra note)

Innen 1 år	1 188
Fra 1-5 år	3 396
Over 5 år	1 302

Leasingforpliktelsene er noe upresist inndelt i notene. For å kunne diskontere de fremtidige leasingforpliktelsene må man foreta et mer nøyaktig anslag på når leasingforpliktelsene skal

betales. Jeg antar at leasingforpliktelser innen 1 år i gjennomsnitt skal betales om et halvt år. Leasingforpliktelser fra 1-5 år antar jeg at i gjennomsnitt skal betales om 3 år, mens jeg antar at leasingforpliktelsene over 5 år i gjennomsnitt skal betales om 7 år.

Ved å bruke anslaget på når leasingforpliktelsene skal betales sammen med avkastningskravet for netto finansiell gjeld, på 6,2 %, finner man at nåverdien av de operasjonelle leasingforpliktelsene er 4 843 millioner.

5.2 Omgruppering for Norwegian Air Shuttle ASA

Hensikten med omgrupperingen er å finne netto finansiell gjeld. Jeg vil derfor bare kommentere enkelte av postene jeg anser som driftsrelaterte eiendeler/driftsrelatert gjeld, mens jeg vil kommentere alle postene jeg anser som finansielle eiendeler/finansiell gjeld.

5.2.1 Driftsrelaterte eiendeler/driftsrelatert gjeld

Jeg anser eierposten på 20 % i Bank Norwegian som en driftsrelatert eiendel. Beløpene som tilfaller Norwegian Air Shuttle ASA er såpass ubetydelige i forhold til flyvirksomheten at jeg heller ikke tar hensyn til disse i verdsettelsen av selskapet. Alternativt kunne man foretatt en verdsettelse av Bank Norwegian separat og klassifisert eierposten som en finansiell eiendel.

Norwegian Air Shuttle ASA har også derivater knyttet til valuta og drivstoff. Jeg anser disse som driftsrelaterte fordi disse er ment for å foreta sikringer på driftsrelatert aktivitet.

I forbindelse med kjøp av nye fly har Norwegian betalt store forskuddsbetalinger til Boeing. Jeg anser forskuddsbetalingene som driftsrelaterte fordi de er ment for å sikre videre drift.

5.2.2 Finansielle eiendeler/finansiell gjeld

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg er eiendeler som ikke har noe med driften å gjøre. Dette er derfor finansielle eiendeler.

Overskuddslikviditet betraktes som finansiell eiendel. Overskuddslikviditet vil si likviditet utover det som trengs for å finansiere normale svingninger i arbeidskapitalen. Utfordringen

her er å beregne hvor stor andel av kontantene som er overskuddslikviditet. Som en tommelfingerregel kan man si at 10 % av kundefordringer og varelager er driftsrelatert, resten er overskuddslikviditet (Kinserdal 2010).

Tabell 5.2: Overskuddslikviditet

	2010
Kontanter og kontantekvivalenter	1 178
10 % av kundefordringer	84
10 % av varelager	7
<hr/>	
Driftsrelaterte kontanter	91
Overskuddslikviditet	1 088

Pensjonsmidler/pensjonsforpliktelser er finansielle eiendel/finansiell gjeld, da dette er pengeplassering/forpliktelser for tidligere års opptjent pensjon (Kinserdal 2010).

Pensjonsmidlene/pensjonsforpliktelsene er dermed ikke en del av driften.

Finansielle leasingforpliktelser er finansiell gjeld. Finansielle leasingforpliktelser inkluderer de operasjonelle leasingforpliktelsene som også anses som finansiell gjeld.

Både langsiktig lån og kortsiktig del av lån er finansiell gjeld fordi dette er rentebærende gjeld.

Tabell 5.3: Netto finansiell gjeld

	2010
Finansielle eiendeler	
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	3
Overskuddslikviditet	1 088
Pensjonsmidler	402
<hr/>	
Sum finansielle eiendeler	1 492
Finansiell gjeld	
Pensjonsforpliktelser	687
Finansielle leasingforpliktelser	4 863
Langsiktig lån	1 944
Kortsiktig del av lån	521
<hr/>	
Sum finansiell gjeld	8 014
<hr/>	
Netto finansiell gjeld	6 522

6. Avkastningskrav

For å beregne avkastningskravet for total kapitalen vil jeg benytte WACC. Metoden går ut på at man finner avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til netto finansiell gjeld. Deretter finner man avkastningskravet for total kapitalen ved å vekte andelen egenkapital og andelen netto finansiell gjeld med tilhørende avkastningskrav. WACC beregner man etter selskapsskatt. Da selskaper får fradrag for rentekostnader, må man justere avkastningskravet til netto finansiell gjeld med skattesatsen.

Jeg antar at WACC er uavhengig av kapitalstrukturen, jf Modigliani Miller, selv om dette i praksis kan være noe urealistisk da man ikke har et perfekt marked på grunn av bl.a. skatt. I henhold til teoremet kan man i et perfekt marked ikke endre verdien av et selskap ved å endre kapitalstrukturen. Selv om gjelden har et lavere avkastningskrav enn egenkapitalen, er argumentet bak teoremet at en økt gjeldsandel fører til økt risiko for egenkapitalen. En høyere gjeldsandel (med et lavere avkastningskrav) blir dermed oppveid med høyere risiko og et høyere avkastningskrav for egenkapitalen (Berk og DeMarzo 2011).

$$WACC = \frac{E}{E + G} r_E + \frac{G}{E + G} r_G * (1 - \text{Skattesats})$$

Der:

E = Markedsverdien av egenkapitalen

G = Markedsverdien av netto finansiell gjeld

r_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

r_G = Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen vil jeg ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Den tar utgangspunkt i en veldiversifisert portefølje, noe som betyr at det bare er den systematiske risikoen som er relevant, dvs. den del av risikoen som ikke kan

diversifiseres bort. Den systematiske risikoen til en aksje blir uttrykt med en betaverdi. I henhold til kapitalverdimodellen finner man avkastningskravet til egenkapitalen ved risikofri rente pluss betaverdien til aksjen multiplisert med markedets risikopremie.

$$r_E = r_f + \beta_i * [E(r_m) - r_f]$$

Der:

r_f = Risikofri rente

β_i = Betaverdi

$[E(r_m) - r_f]$ = Markedets risikopremie

I Norge beskattes aksjeinntekter og renteinntekter ulikt på investors hånd, der renteinntekter beskattes hardere enn aksjeinntekter. Dette bør man i utgangspunktet ta hensyn til ved beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. Jeg har imidlertid valgt å se bort fra skatt på investors hånd. Årsaken er at beskatningen på investors hånd er avhengig av type investor (privat, aksjeselskap) og individuelle forhold, noe som fører til at det kan være vanskelig å ta hensyn til skatt på investors hånd.

For mindre likvide aksjer bør man i tillegg justere opp avkastningskravet til egenkapitalen med en illikviditetspremie. Argumentene for en illikviditetspremie er at det skal være en kompensasjon for at det kan være vanskelig å selge aksjen. Dessuten gjelder dette ofte små selskaper der informasjonen ikke når ut til aksjonærene og der dominerende eiere kan ha fått mer informasjon enn andre aksjonærer (Gjesdal og Johnsen 1999).

6.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente vil si den avkastningen man kan oppnå på en risikofri investering. Som mål på risikofri rente vil jeg benytte meg av renten på 10-årige statsobligasjoner. Den 31.12.2010 var denne renten på 3,68 % (norges-bank.no).

6.1.2 Betaverdi

Betaverdien er et uttrykk på den systematiske risikoen, og den angir hvor mye en aksje svinger i forhold til markedet. Markedsporteføljen har en betaverdi på 1, mens en risikofri plassering har en betaverdi på 0. En betaverdi større (mindre) enn 1 betyr at aksjen svinger mer (mindre) enn markedsporteføljen.

Når det gjelder valg av markedsportefølje kan dette diskuteres. Fordi mange land er tungt inne i noen få bransjer, bør man ikke benytte en lokal markedsindeks. Ved å benytte en lokal markedsindeks kan det føre til at man ikke måler den systematiske risikoen mot hele markedet, men heller mot en spesiell bransje (Koller, et al. 2005). Oslo Børs er tungt rettet mot oljebransjen, noe som dermed tilsier at en ikke bør benytte Oslo Børs som markedsportefølje. På den andre siden kan man argumentere for at de fleste investorene som eier aksjer i Norwegian Air Shuttle ASA er norske (80 %). Alternativet for investorene er å investere i andre aksjer på Oslo Børs, noe som tilsier at en bør benytte Oslo Børs som markedsportefølje. Jeg velger derfor å anta at Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) representerer markedsporteføljen.

Det er vanlig å beregne betaverdien med utgangspunkt i 5 års månedlige avkastningsdata. Man vil da unngå korrelasjonsstøy som man ville kunne få ved bruk av daglige avkastningsdata (Kinserdal 2010). Ved bruk av 5 års månedlige avkastningsdata for Norwegian Air Shuttle ASA i forhold til Oslo Børs Hovedindeks, for perioden fra 2006 til 2010, får man en beta på 0,85 (se vedlegg 1 for detaljert utregning).

Videre kan man foreta en justering av estimert betaverdi mot 1 (Bodie et al. 2009). Et argument for å justere betaverdien mot 1 er at betaverdien over tid tenderer mot 1. En betaverdi på 1 er også det beste estimatet man har på betaverdien før en foretar en estimering, fordi 1 representerer gjennomsnittet. Merrill Lynch justerer estimert betaverdien mot 1 gjennom følgende formel:

$$\beta^* = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1$$

Ved å justere ved hjelp av denne formelen ender man opp med en justert betaverdi på 0,9 for Norwegian. Jeg vil senere benytte den justerte betaverdien til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen.

6.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Det finnes historiske data på hvor stor markedets risikopremie har vært tidligere. Fordi de historiske tallene nødvendigvis ikke representerer markedets risikopremie fremover, velger jeg ikke å ta utgangspunkt i historiske data. Men trolig er markedets risikopremie 5-6 % i dag (Kinserdal 2010). Jeg antar derfor at 5,5 % vil være et passende estimat på markedets risikopremie fremover.

6.1.4 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Ut fra risikofri rente, betaverdi og markedets risikopremie får man i henhold til kapitalverdimodellen følgende avkastningskrav for egenkapitalen:

$$r_E = 3,68 \% + 0,9 * 5,5 \% = 8,6 \%$$

Da Norwegian omsettes relativt hyppig på Oslo Børs, velger jeg ikke å ilegge illikviditetspremie. Selv om Bjørn Kjos har en stor eierandel i selskapet, og selv om han sitter på mer informasjon enn andre aksjonærer mener jeg det er riktig ikke å ilegge illikviditetspremie. Årsaken er at det er strenge regler for når han som administrerende direktør i et børsnotert selskap kan kjøpe og selge.

6.2 Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld finner man ved risikofri rente pluss en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien avhenger av risikoen for konkurs. Det finnes flere store internasjonale selskaper som analyserer denne risikoen gjennom kredittratinger.

Det foreligger ikke kredittrater på Norwegian Air Shuttle ASA hos de store kredittratingselskapene. Jeg har derfor ved beregningen av avkastningskravet til netto finansiell gjeld tatt utgangspunkt i en tommelfingerregel for kredittrisikopåslag i Norge i forhold til egenkapitalandel (Kinserdal 2010).

- + 1 % ved egenkapitalandel over 50 % og en sunn bedrift/bransje
- + 2 % ved egenkapitalandel mellom 20 og 50 %, eventuelt mer syklisk/nyere bedrift
- + 3 % ved egenkapitalandel under 20 %, eventuelt venture/ny/problemer

Norwegian har relativt lav egenkapitalandel når man inkluderer nåverdien av leasingforpliktelsene. Et passende kredittrisikopåslag i henhold til tommelfingerregelen vil være på mellom 2 og 3 %. Jeg velger derfor å ta et kredittrisikopåslag på 2,5 %. Ved et kredittrisikopåslag på 2,5 % får man et avkastningskrav på netto finansiell gjeld på 6,2 %. Når man benytter avkastningskravet på netto finansiell gjeld som diskonteringsrente på leasingforpliktelsene, og inkluderer nåverdien av leasingforpliktelsene i totalkapitalen får man en egenkapitalandel på 15,7 %. Siden egenkapitalandelen ikke ligger langt under 20 % synes jeg at kredittrisikopåslaget på 2,5 % virker fornuftig.

Jeg mener at et avkastningskrav på netto finansiell gjeld på 6,2 % også virker fornuftig i forhold til selskapets sammensetning av ulik gjeld og tilhørende renter som Norwegian må betale.

Avkastningskravet på netto finansiell gjeld gjenspeiler et vektet snitt av ulike risikonivåer på gjelden (sikret og usikret). Usikret gjeld vil selvfølgelig ha et høyere avkastningskrav enn sikret gjeld. Da leasingselskapene ved manglende betaling bare er sikret mot de leasede flyene og ikke alle selskapets eiendeler, bør avkastningskravet til leasingforpliktelsene være samsvarende med risikoen på usikret gjeld (Damodaran 2009). Leasingforpliktelsene er dermed med på å trekke opp gjennomsnittlig risiko på gjelden.

6.3 Utregning av WACC for Norwegian

Per 31.12.2010 var det 34 573 332 aksjer. Med en sluttkurs på 117,50, som ikke avviker stort fra handelskursene de siste dagene i 2010, får man at markedsverdien av egenkapitalen er 4 062 millioner.

Netto finansiell gjeld er på 6 522 millioner inkludert nåverdien av leasingforpliktelser. Sum av netto finansiell gjeld og markedsverdi av egenkapitalen er 10 584 millioner.

$$\text{WACC} = \frac{4\,062 \text{ mill}}{10\,584 \text{ mill}} * 8,6 \% + \frac{6\,522 \text{ mill}}{10\,584 \text{ mill}} * 6,2 \% * (1 - 28 \%) = 6,1 \%$$

7. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven vil jeg analysere de historiske regnskapstallene. De historiske regnskapstallene vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for å lage et fremtidsregnskap.

Valg av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil over tid eller om den har endret karakter (Knivsflå 2010). Om virksomheten har vært stabil over tid bør en velge en relativt lang analyseperiode slik at man får et bedre grunnlag til å analysere endringer i forholdstall. Har virksomheten derimot endret karakter gjennom restruktureringer, oppkjøp eller lignende, bør man velge en kortere analyseperiode fordi gamle regnskapstall ikke er like representativ for virksomheten i dag.

Jeg vil videre diskutere valg av analyseperioden for Norwegian Air Shuttle ASA. For det første kan man argumentere for at selskapet har vært stabilt ved at selskapet hele tiden har drevet flyvirksomhet. En stabil virksomhet tilsier at en bør velge en relativt lang analyseperiode. På den andre siden kan man argumentere for at selskapet siden 2008 har vært i en restruktureringsprosess fordi selskapet bytter ut sine "gamle" Boeing 737-300 med Boeing 737-800. En slik utskifting av flyflåten vil ha innvirkning på driften ved at selskapet med de nye flyene kan drives på en mer kostnadseffektiv måte. I tillegg har Norwegian de siste årene opplevd sterk vekst, opprettet mange nye flyruter, foretatt endringer i ruteporteføljen og opprettet base i Stockholm (i forbindelse med oppkjøp av FlyNordic i 2007) og i København. Dette er forhold som tilsier at virksomheten har endret karakter og at gamle regnskapstall ikke er like representative for dagens virksomhet, noe som tilsier at en bør velge en kortere analyseperiode. Selskapet har også foretatt flere omklassifiseringer i regnskap/noter, noe som fører til at det er vanskelig å finne et pålitelig sammenligningsgrunnlag om en tar med gamle regnskapstall. Jeg velger derfor en kortere analyseperiode, og jeg vil derfor analysere regnskapene de 4 siste årene, altså regnskapene fra 2007-2010.

7.1 Litt om regnskapstallene

Jeg har gjennomgått årsrapportene fra 2007 til 2010. Ved hjelp av notene har jeg foretatt inndelinger av postene. En god inndeling gjør at det blir lettere å identifisere kildene til at

forholdstallene endrer seg. Man oppnår dermed et bedre grunnlag til å estimere et fremtidsregnskap. Eksempelvis kan driftsinntektene fra resultatregnskapet grupperes i passasjerinntekter, salg av tilleggstjenester eller andre driftsinntekter. Jeg vil finne kostnadene på EBITDAR-nivå (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Rent), dvs. driftsresultat før avskrivninger, finansposter, leasingskostnader og skatt. Jeg har derfor ikke tatt med leasingkostnadene til fly, og jeg har tatt bort kostnader til leasing av biler og eiendommer som i regnskapet er kostnadsført som andre driftskostnader.

7.2 Normalisering av historiske resultater

For å kunne danne seg et best mulig bilde av de historiske regnskapstallene normaliserer man tallene, dvs. at man foretar justeringer for å finne den reelle underliggende inntjeningen (Kinserdal 2010). Totalt finnes det en rekke justeringer det er mulig å gjøre, men i praksis er det bare noen få forhold man justerer for. Blant annet tar man bort tilfeldige inntekter/kostnader, estimatendringer som delvis kan tilhøre andre perioder, finansposter som er innlemmet i regnskapet og justeringer til virkelig verdi. I forbindelse med normalisering av historiske resultater bør man være klar over at man som ekstern analytiker har dårligere informasjon enn ledelsen i selskapet. En må derfor være forsiktig med at man ikke foretar justeringer som tilfører mer støy til tallene man skal analysere.

Enkelte justeringer kan være utelatt pga. at det ikke er opplysninger i notene. Eksempelvis kan posten andre driftskostnader inneholde unormale kostnader eller poster som burde vært normalisert. Ved gjennomgang av årsrapportene vil jeg justere/kommentere følgende:

7.2.1 Vulkan på Island

Våren 2010 var det vulkanutbrudd på Island noe som førte til store tap for flyselskaper grunnet forbud mot å fly i store deler av Europa. I årsrapporten for 2010 får man innledningsvis opplyst at vulkanen førte til en negativ resultateffekt på ca 160 millioner kroner. Det er vanskelig for oss eksterne å anslå hvordan dette tapet fordeler seg. Ved å foreta justeringer her kan man lett tilføre mer støy til tallene. Jeg velger derfor ikke å foreta noen justeringer her.

7.2.2 Andre inntekter

I 2010 fikk Norwegian erstatning fra SAS for industrispionasje på nesten 180 millioner. Dette ble regnskapsført som andre inntekter sammen med gevinst for salg av varige driftsmidler. Totalt beløper dette seg til 191 millioner kroner som jeg velger å justere ned.

7.2.3 Pensjon

Ved gjennomgang av pensjonsnotene i årsrapportene får man opplyst at de fleste ansatte har en ytelsesbasert pensjon. Ved beregning av pensjonskostnaden i regnskapet er enkelte finanskostnader inkludert. Jeg velger derfor å trekke ut avkastning på pensjonsmidlene, rentekostnadene på pensjonsforpliktelsene og regnskapsførte gevinster/tap. I 2010 utgjør dette henholdsvis 19,0 millioner, -21 millioner og -5 millioner. Netto blir det en kostnad på 7 millioner i 2010 som jeg justerer ned på lønnskostnadene. Tilsvarende poster justeres også bort for 2009, 2008 og 2007.

I 2010 er også den gamle AFP ordningen avskaffet, men nettoeffekten i regnskapet er såpass liten at jeg ikke justerer her.

7.2.4 Andre gevinster/tap

Jeg velger å justere bort hele denne posten for alle årene da denne posten i sin helhet består av justeringer til virkelig verdi (fair value).

7.2.5 Justering av historiske resultater

Videre justerer jeg de ovennevnte postene.

Tabell 7.1: Justering av historiske resultater

	2007	2008	2009	2010
Andre inntekter				-191
Lønnskostnader	0	-2	-6	-7
Andre gevinster/tap	-15	-148	49	30

7.2.6 Normaliserte tall

Etter å ha foretatt justeringen kan man sette opp en oversikt over normaliserte tall. Jeg har vist kostnadene på EBITDAR-nivå.

Tabell 7.2: Normaliserte tall

	2007	2008	2009	2010
Passasjerinntekter	3 956	5 642	6 389	7 210
Salg av tilleggstjenester	212	464	789	1 034
Andre driftsinntekter	58	121	131	162
Sum driftsinntekter	4 226	6 226	7 309	8 406
Salgs og distribusjonskostnader	94	115	149	168
Drivstoff	981	2 006	1 423	2 093
Luftfartsavgifter	602	842	1 038	1 296
Handling kostnader	404	616	723	864
Teknisk flyvedlikehold	412	574	660	697
Andre driftsavhengige kostnader	214	306	325	406
Blocked Space	110	6	0	0
Lønnskostnader	669	1 075	1 298	1 524
Andre driftskostnader	204	299	375	348
Sum driftskostnader	3 690	5 840	5 991	7 395
EBITDAR	536	387	1 318	1 011

Ved hjelp av de normaliserte tallene kan man foreta en analyse av utviklingen i regnskapstallene. Jeg velger å analysere de ulike postene mot sum driftsinntekter. Ut fra analysen kan man på bakgrunn av endringene i forholdstallene indikere en trend, som igjen er nyttig informasjon ved utarbeidelsen av et fremtidsregnskap.

Tabell 7.3: Analyse av trender

	2007	2008	2009	2010	Trend
Passasjerinntekter	93,6 %	90,6 %	87,4 %	85,8 %	synkende
Salg av tilleggstjenester	5,0 %	7,4 %	10,8 %	12,3 %	stigende
Andre driftsinntekter	1,4 %	1,9 %	1,8 %	1,9 %	stigene/stabil
Sum driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	
Salgs og distribusjonskostnader	2,2 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	stabil
Drivstoff	23,2 %	32,2 %	19,5 %	24,9 %	svingende
Luftfartsavgifter	14,2 %	13,5 %	14,2 %	15,4 %	stabil/stigende
Handling kostnader	9,6 %	9,9 %	9,9 %	10,3 %	stabil/stigende
Teknisk flyvedlikehold	9,7 %	9,2 %	9,0 %	8,3 %	synkende
Andre driftsavhengige kostnader	5,1 %	4,9 %	4,5 %	4,8 %	stabil
Blocked Space	2,6 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	synkende
Lønnskostnader	15,8 %	17,3 %	17,8 %	18,1 %	stigende
Andre driftskostnader	4,8 %	4,8 %	5,1 %	4,1 %	stabil/synkende
Sum driftskostnader	87,3 %	93,8 %	82,0 %	88,0 %	
EBITDAR	12,7 %	6,2 %	18,0 %	12,0 %	

7.3 Flyflåte og trafikkutvikling de siste årene

I tillegg til regnskapstallene kan det være nyttig å analysere utvikling i flyflåte og trafikkutvikling de siste årene.

7.3.1 Utvikling i flyflåte

Flyflåten til Norwegian har økt de siste årene samtidig som selskapet er i ferd med å gå over til en mer moderne flyflåte, bestående av fly av typen Boeing 737-800. Norwegian har inngått flere nye leasingavtaler på dette flyet de siste årene samtidig som gamle leasingavtaler på andre flytyper er i ferd med å gå ut.

I tillegg til å lease fly, inngikk Norwegian i 2007 kontrakt med Boeing om kjøp av fly av typen Boeing 737-800. Selskapet har allerede fått levert noen av flyene. 2 av flyene som ble levert i 2010 ble finansiert gjennom salg og tilbakeleieavtaler (S&LB). Salg og tilbakeleieavtaler vil si at selskapet selger flyene til et leasingselskap for så å lease flyene tilbake.

Tabell 7.4: Utvikling i flyflåte ved slutten av hvert av årene

	2007	2008	2009	2010
MD-80 (Leasing)	8	5		
Boeing 737-300 (Leasing)	23	23	23	18
Boeing 737-300 (Eie)	2	5	5	5
Boeing 737-800 (Leasing)		7	16	21
Boeing 737-800 (S&LB)				2
Boeing 737-800 (Eie)			2	7
Sum	33	40	46	53

7.3.2 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

Antall tilgjengelige setekilometer vil si antall tilgjengelige passasjer seter multiplisert med flydistansen. Antall tilgjengelige setekilometer har økt de siste årene fordi selskapet har fått flere og større fly. Som man ser fra tabell 7.5, har antall tilgjengelige setekilometer økt fra 7 561 i 2007 til 17 804 i 2010. Dette gir en økning på 135 %.

7.3.3 Kabinfaktor

Kabinfaktoren indikerer andel betalte setekilometer. Nøkkeltallet er viktig for lønnsomheten i et flyselskap fordi det nesten ikke er variable kostnader knyttet til ekstra passasjerer på en flygning. De siste årene har kabinfaktoren blitt noe lavere. En mulig årsak kan være endringer i ruteportefølje. Men også utskiftingen til større fly kan ha ført til lavere kabinfaktor, fordi større fly ofte er vanskeligere å fylle.

7.3.4 Antall betalte setekilometer (RPK)

Antall betalte setekilometer vil si antall betalte passasjer seter multiplisert med flydistansen. Nøkkeltallet er igjen en funksjon av antall tilgjengelige setekilometer og kabinfaktor. Ettersom kabinfaktoren har blitt noe lavere, har antallet betalte setekilometer økt forholdsvis mindre enn antall tilgjengelige setekilometer. Antall betalte setekilometer har økt fra 6 059 i 2007 til 13 774 i 2010. Dette gir en økning på 127 %.

7.3.5 Antall passasjerer

Antallet passasjerer har økt de siste årene som følge av flere og større fly. Som man ser fra tabell 7.5, har antallet passasjerer økt fra 6,93 millioner i 2007 til 13,03 millioner i 2010. Dette gir en økning på 88 %. Da antallet passasjerer har økt mindre enn antall betalte setekilometer, betyr det at gjennomsnittlig flydistanse for hver passasjer har økt over perioden.

Tabell 7.5: Utvikling i ulike trafikk tall

	2007	2008	2009	2010
Antall tilgjengelige setekilometer (mill)	7 561	11 530	13 555	17 804
Kabinfaktor (%)	80 %	79 %	78 %	77 %
Antall betalte setekilometer (mill)	6 059	9 074	10 602	13 774
Antall passasjerer (mill)	6,93	9,14	10,75	13,03

7.4 Mål på inntjening og kostnadsnivå

Ved hjelp av de normaliserte regnskapstallene og analysen av trafikkutviklingen vil jeg beregne ulike nøkkeltall på inntjening og kostnadsnivå fra flyvirksomheten. Inntjeningen kan måles som inntekt per betalte setekilometer (Yield) og salg av tilleggstenester per passasjer. Kostnaden kan måles som kostnad per tilgjengelige setekilometer (CASK).

7.4.1 Inntekt per betalte setekilometer (Yield)

Inntekten per betalte setekilometer har blitt redusert de siste årene, spesielt ser man dette fra 2009 til 2010. Reduksjonen kan trolig forklares med endringer i ruteporteføljen, mer kostnadseffektive fly og ved at selskapet får mer av inntektene gjennom salg av tilleggstenester.

Tabell 7.6: Inntekt per betalte setekilometer (kr)

	2007	2008	2009	2010
Inntekt per betalte setekilometer	0,65	0,62	0,60	0,52

7.4.2 Salg av tilleggstjenester per passasjer

Inntekten per betalte setekilometer inkluderer ikke salg av tilleggstjenester, derfor måles salg av tilleggstjenester separat. Salg av tilleggstjenester vil si salg av produkter eller tjenester utenom selve billettprisen, eksempelvis kjøp av kaffe, betaling for å sjekke inn bagasje, valg av sete osv. Salg av tilleggstjenester måles ofte per passasjer.

Salg av tilleggstjenester har blitt en svært viktig inntektskilde for mange lavprisselskaper de siste årene. Norwegian er et flyselskap som har opplevd en sterk økning i salget av tilleggstjenester per passasjer.

Tabell 7.7: Salg av tilleggstjenester per passasjer (kr)

	2007	2008	2009	2010
Salg av tilleggstjenester per passasjer	31	51	73	79

7.4.3 Kostnad per tilgjengelige setekilometer (CASK)

Kostnaden per tilgjengelige setekilometer er et nøkkeltall som er mye brukt i flybransjen, og den måles på EBITDA-nivå. Dette betyr at leasingkostnadene er inkludert i kostnaden per tilgjengelige setekilometer, noe som gir en lavere kostnad per setekilometer ved å eie fly fremfor å lease fly.

De siste årene har kostnaden per tilgjengelige setekilometer gått noe ned. Noe kan forklares av utviklingen i oljeprisen.

Tabell 7.8: Kostnad per tilgjengelige setekilometer (kr)

	2007	2008	2009	2010
Kostnad per tilgjengelige setekilometer	0,53	0,55	0,49	0,46

7.4.4 Sammenligning med konkurrentene

I forbindelse med verdsettelse kan det være nyttig å sammenligne inntekts- og kostnadsnivå med nære konkurrenter. En slik sammenligning kan gi indikasjoner på hvordan inntjeningen og kostnadsnivået er i selskapet man skal verdsette i forhold til resten av bransjen. Dette kan

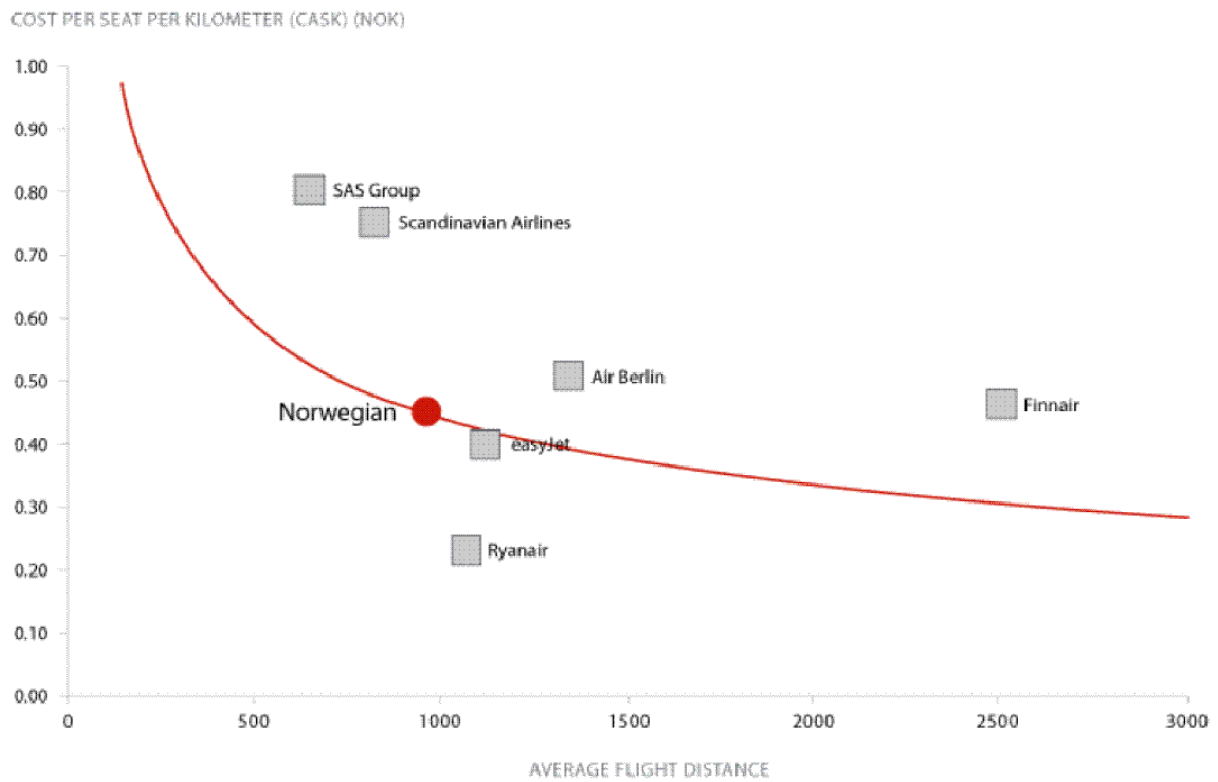
være spesielt informativt der bedriftene konkurrerer i de samme markedene, både produktmessig og geografisk.

I Flybransjen kan en eksempelvis sammenligne inntekt per betalte setekilometer, salg av tilleggstjenester per passasjer og kostnad per tilgjengelige setekilometer. Da mange flyselskaper (spesielt lavprisselskaper) har som mål å være mest mulig kostnadseffektive, er det spesielt stor fokus på å sammenligne kostnader per tilgjengelige setekilometer. Etter min mening egner dette nøkkeltallet seg dårlig for sammenligning ettersom flyselskapene oppnår en lavere kostnad per tilgjengelige setekilometer ved å eie flyene fremfor å lease flyene. Man kan alternativt i en sammenligning sammenligne kostnadene på EBITDAR-nivå som ikke inkluderer leasingkostnader.

Jeg mener også at en sammenligning av inntekter og kostnader mellom flyselskapene ikke nødvendigvis gir et riktig bilde av inntekts- og kostnadsnivået for et flyselskap. Årsaken er at både inntekten per betalte setekilometer og kostnaden per tilgjengelige setekilometer er avhengig av gjennomsnittlig flylengde og ruteporteføljen til et flyselskap. Dette betyr at både gjennomsnittlig flylengde og ruteportefølje bør være omtrent like for å være sammenlignbare. I figur 7.1 ser man en sammenligning av kostnad per tilgjengelige setekilometer og gjennomsnittlig flylengde for ulike flyselskap. Som man ser av figuren, er det en sammenheng mellom gjennomsnittlig flylengde og kostnad per tilgjengelige setekilometer. Flyselskaper med en lav gjennomsnittlig flylengde vil normalt sett ha en høyere kostnad per tilgjengelige setekilometer enn flyselskaper med en høy gjennomsnittlig flylengde.

For Norwegian vil SAS være det flyselskapet som egner seg best til sammenligning fordi SAS er det flyselskapet med den beste sammenlignbare ruteporteføljen. Da Norwegian er et lavprisselskap, og SAS et mer tradisjonelt flyselskap med større grad av service på lengre ruter, velger jeg ikke å foreta noen nærmere sammenligning. Ulikhetene vil naturligvis gjenspeiles i inntekts- og kostnadsnivået.

Figur 7.1: Forholdet mellom kostnad per tilgjengelige setekilometer og gjennomsnittlig flylengde



(Kilde: Norwegian årsrapport 2010)

8. Fremtidig flyflåte og prognose på trafikkutvikling

For å kunne utarbeide et fremtidsregnskap vil jeg utarbeide et anslag på fremtidig flyflåte og en prognose på trafikkutvikling. Jeg antar at Norwegian Air Shuttle ASA vil vokse frem til år 2017 for så å komme inn i en stabil fase.

8.1 Utvikling i flyflåte

Jeg vil delvis basere mitt anslag på utvikling i flyflåte på selskapets estimater (fra årsrapporten 2010) samt ordren på fly fra Boeing. Per 31.12.2010 utgjorde ordren i alt 63 fly av typen Boeing 737-800. Selskapet har allerede mottatt noen av flyene, mens resten vil bli mottatt frem til år 2016.

Det kan være vanskelig å skaffe finansiering til hele ordren fra Boeing, da dette vil innebære en høy gjeldsandel for Norwegian. Sannsynligvis vil derfor Norwegian i årene fremover inngå salg og tilbakeleieavtaler (S&LB) på en del av flyene, slik at Norwegian i praksis vil lease mange av flyene som er bestilt fra Boeing. Norwegian har allerede inngått 2 salg og tilbakeleieavtaler på fly som ble levert i 2010, mens selskapet i slutten av 2010 inngikk ytterligere salg og tilbakeleieavtaler for 4 fly som skal leveres i 2011 (DN.no 8.12.2010).

Selv om Norwegian har inngått avtale om kjøp av fly, vil selskapet sannsynligvis også fortsette å lease fly av typen Boeing 737-800. Årsaken er at det kan være vanskelig å skaffe finansiering til flere fly. Eventuelt er det muligheter for at selskapet benytter flere kjøpsopsjoner og finansierer flyene ved salg og tilbakeleieavtaler. Men i praksis vil en slik løsning tilsvare leasing av fly.

Norwegian skal også anskaffe langdistansefly. Norwegian inngikk leasingavtale for 2 av Boeings 787 Dreamliner i slutten av 2010, og selskapet skal være interessert i å skaffe flere (Boarding.no 8.11.2010). Leveransen skal etter avtalen være høsten 2012, men jeg har kalkulert med at selskapet får disse i drift i 2013 med tanke på at det ofte oppstår forsinkelser i forbindelse med leveranser av nye flytyper.

Tabell 8.1: Anslag på fremtidig flyflåte ved slutten av hvert av årene

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Boeing 737-300 (Leasing)	5						
Boeing 737-300 (Eie)	5						
Boeing 737-800 (Leasing)	24	30	25	19	19	19	19
Boeing 737-800 (S&LB)	6	6	12	23	23	23	23
Boeing 737-800 (Eie)	17	27	31	31	36	40	40
Boeing 787 Dreamliner (Leasing)			6	6	6	6	6
Sum	57	63	74	79	84	88	88

8.2 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

Samtidig med at antall fly øker vil også antall tilgjengelige setekilometer øke. Antall tilgjengelige setekilometer vil øke forholdsmessig mer enn antall fly, ettersom Norwegian er i ferd med å skifte til fly med større kapasitet.

8.3 Kabinfaktor

Selv om selskapet er i ferd med å skifte til større fly som kan være vanskeligere å fylle, vil trolig kabinfaktoren kunne øke noe som følge av oppstart av langdistanseflygninger. Siden det er dyrere å la seter stå tomme på langdistanseflygninger, vil trolig Norwegian bruke mer ressurser på å fylle opp disse flyene. Dette vil kunne bidra til økt kabinfaktor.

8.4 Antall betalte setekilometer (RPK)

Som tidligere nevnt, er antall betalte setekilometer en funksjon av antall tilgjengelige setekilometer og kabinfaktor. Økt antall tilgjengelige setekilometer, og økt kabinfaktor innebærer økt antall betalte setekilometer.

8.5 Antall passasjerer

Antall passasjerer vil også øke ettersom antall fly og antall betalte setekilometer øker. Det er også rimelig og anta at antall passasjerer vil øke forholdsmessig mer enn antall fly, ettersom Norwegian er i ferd med å skifte til fly med større kapasitet.

Tabell 8.2: Prognose på trafikkutvikling (se vedlegg 2 for detaljert beregning)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Antall tilgjengelige setekilometer (mill)	21 450	25 200	30 825	38 250	40 750	43 000	44 000
Kabinfaktor (%)	77 %	77 %	78 %	79 %	79 %	79 %	79 %
Antall betalte setekilometer (mill)	16 517	19 404	24 044	30 218	32 193	33 970	34 760
Antall passasjerer (mill)	15,63	18,36	22,06	26,98	28,74	30,33	31,04

9. Fremtidsregnskap

På bakgrunn av anslaget på fremtidig flyflåte og prognosen på trafikkutvikling, vil jeg estimere et fremtidsregnskap for årene frem mot år 2017. I år 2017 antar jeg at selskapet kommer i en stabil fase.

Som jeg nevnte i strategidelen blir det innført obligatoriske klimakvoter fra 1. januar 2012. Jeg har ikke kalkulert inn kostnader til klimakvoter i fremtidsregnskapet fordi kostnadene til eventuelle klimakvoter er usikre. Jeg antar derimot at eventuelle kostnader rundt klimakvotene blir kanalisert direkte til de reisende, slik at klimakvoter i praksis ikke får konsekvenser for Norwegian.

Mine antagelser om fremtidig utvikling består i utgangspunktet av ulike scenario på hvordan utviklingen blir. Fremtidsregnskapet vil derfor være et vektet gjennomsnitt av mine antagelser.

9.1 Driftsinntekter

Som tidligere nevnt, består driftsinntektene av passasjerinntekter, salg av tilleggstenester og andre driftsinntekter. Jeg vil foreta estimater for hver av inntektspostene for så å komme frem til sum driftsinntekter.

9.1.1 Passasjerinntekter

Passasjerinntekter er inntekter knyttet til salg av flybilletter. Her vil jeg anslå inntekten per betalte setekilometer (yield).

I strategidelen kom jeg frem til at konkurransekraftene i flybransjen ikke var sterke. Det er derfor rimelig å anta at man ikke vil oppleve betydelige reduksjoner i inntekt per betalte setekilometer. Men inntekten per betalte setekilometer vil kunne synke noe som følge av mer kostnadseffektive fly i bransjen og som følge av at Norwegian starter med langdistanseflygninger. Kostnaden per setekilometer er lavere på langdistanseflygninger enn på korte distanser, og derfor vil dette sannsynligvis gjenspeiles i inntekten per betalte setekilometer.

Tabell 9.1: Antatt fremtidig inntekt per betalte setekilometer (kr)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inntekt per betalte setekilometer	0,51	0,50	0,49	0,47	0,46	0,46	0,46

9.1.2 Salg av tilleggstjenester

Salg av tilleggstjenester per passasjer har som vi tidligere har sett økt markant de siste årene, og trolig vil det fortsette å øke noe de kommende årene. Blant faktorene som tilsier at denne posten vil øke er at Norwegian vil starte og tilby internett på flyene, noe som vil gi flere inntektsmuligheter. Sannsynligvis vil salget av tilleggstjenester også øke noe som følge av opptart av langdistanseflygninger. På langdistanseflygninger vil antakelig flere kjøpe mat/drikke på flyet, og flere vil foreta setereservasjoner fordi dette har større betydning for reisende på lengre flygninger.

Tabell 9.2: Antatt fremtidig salg av tilleggstjenester per passasjer (kr)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salg av tilleggstjenester per passasjer	85	89	97	105	107	110	113

9.1.3 Andre driftsinntekter

Andre driftsinntekter består av andre inntekter som cargoinntekter, wet-lease (utleie av fly og mannskap) samt inntekter fra datterselskaper som ikke er flyrelatert.

Det er vanskelig å estimere veksten for andre driftsinntekter fordi man ikke har like godt grunnlag for å estimere disse som for passasjerinntektene og salg av tilleggstjenester.

Sannsynligvis vil andre driftsinntekter øke ettersom driften øker. Da andre driftsinntekter utgjør en liten del av sum driftsinntekter, og fordi det er vanskelig å komme med et fornuftig estimat på økningene, antar jeg for enkelhets skyld at de vil øke med 10 % i året frem til år 2017. En økning på 10 % per år er noe mindre enn økningen har vært tidligere år.

9.2 Driftskostnader

For å anslå størrelsen på de forskjellige kostnadspostene vil jeg foreta anslag som prosentvis andel av sum driftsinntekter. For drivstoffkostnadene vil jeg foreta en grundigere analyse pga. variasjoner i oljeprisen.

9.2.1 Salg og distribusjonskostnader

Dette er kostnader knyttet til salg og distribusjon. Det meste av salget av billetter foregår over internett. I 2010 ble hele 87 % av billettene solgt på internett, og presentsatsen har holdt seg relativt stabilt de siste årene. Salgs og distribusjonskostnadene vil naturligvis avhenge av antall billetter som blir solgt, og de har holdt seg relativt stabilt i forhold til sum driftsinntekter de siste årene. Sannsynligvis vil de kunne synke noe i årene fremover. Vekst i selskapet innebærer stordriftsfordeler knyttet til enkelte kostnadsposter, og salg og distribusjonskostnader er typisk en kostnadspost et selskap kan oppnå stordriftsfordeler av.

Tabell 9.3: Estimert kostnad til salg og distribusjon i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgs og distribusjonskostnader	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %

9.2.2 Drivstoff

Kostnadene til drivstoff avhenger av forbruket per tilgjengelige setekilometer og av prisen på flydrivstoff (Jet A1). Prisen på flydrivstoff avhenger av oljeprisen og valutakursen (forholdet mellom NOK og USD). Oljeprisen har variert mye de siste årene, noe som kan forklare svingende lønnsomhet for Norwegian.

Pga. svingninger i oljeprisen og mangel på trender vil jeg foreta en mer detaljert analyse av fremtidige drivstoffkostnader. Jeg vil ikke analysere tidligere års drivstoffpriser fordi dette ikke gir noen informasjon om fremtidig prisutvikling. Men det er derimot nødvendig å analysere tidligere års drivstofforbruk. Jeg har derfor innhentet informasjon om tidligere års drivstofforbruk (fra årsrapportene) og beregnet forbruket per tilgjengelige setekilometer.

Tabell 9.4: Forbruk av flydrivstoff

	2007	2008	2009	2010
Forbruk flydrivstoff (tonn)	209 000	300 000	345 700	423 683
Antall tilgjengelige setekilometer (mill)	7 561	11 530	13 555	17 804
Forbruk per million tilgjengelige setekilometer	27,6	26,0	25,5	23,8

Som man ser fra tabellen er forbruket per tilgjengelige setekilometer redusert. Reduksjonen kan blant annet forklares ut fra utskifting av flyflåten. Men forhold som endringer i rutetilbud kan også ha innvirkning på forbruket per tilgjengelige setekilometer. Et fly bruker mest drivstoff ved take-off, og derfor blir drivstofforbruket større per tilgjengelige setekilometer på kortere ruter enn på lengre ruter.

Trolig vil Norwegian redusere forbruket per tilgjengelige setekilometer i årene fremover. Utskiftingen av flyene vil i seg selv redusere drivstofforbruket med 20-25 % (Norwegian årsrapport 2010). I tillegg kan man anta at gjennomsnittlig flydistanse vil øke når Norwegian starter med langdistanseflygninger, noe som tilsier et lavere forbruk per tilgjengelige setekilometer.

Som jeg nevnte i strategidelen vil etterspørselen etter olje øke på verdensbasis, noe som vil føre til økt oljepris. IEA (International Energy Agency) venter at oljeprisen vil stige til 113 dollar fatet i år 2035 (2009 dollar), noe som tilsvarer en nominell pris på 204 dollar fatet (FT.com 9.11.2010). Jeg vil ta utgangspunkt i oljeprisen IEA venter i år 2035, og jeg vil forutsette en jevn økning i oljeprisen. I praksis vil det bli svingninger i oljeprisen, men det er vanskelig å anslå kortsiktige svingninger, som eksempelvis kan utløses av krig. Med en oljepris på 92,6 dollar fatet per 31.12.2010 tilsvarer en nominell pris på 204 dollar fatet i år 2035 en gjennomsnittlig økning på 3,2 % per år.

Man har grunn til å anta at prisen på flydrivstoff vil stige tilsvarende som oljeprisen fordi det er sterk korrelasjonen mellom prisen på flydrivstoff og oljeprisen. Jeg vil basere mine estimater på hva jeg tror Norwegian må betale i snitt for drivstoff inkludert effekter av sikring og eventuelle valutaendringer. Per 31. desember 2010 har Norwegian foretatt sikringer på 85 000 tonn til priser fra 712 til 828 USD (Norwegian årsrapport 2010). I Norske kroner tilsvarer dette (ved en valutakurs på 5,86 den 31.12.2010) priser fra 4 172 til 4 852 per tonn. Med stigende oljepriser på slutten av 2010, og da Norwegian bare har sikret en

liten del av drivstofforbruket for 2011, vil sannsynligvis Norwegian få en høyere snittkostnad på drivstoff i 2011 enn de laveste sikringsprisene. Jeg vil dermed kalkulere med at Norwegian gjennomsnittlig må betale 4 800 kr per tonn flydrivstoff i 2011. Jeg antar at prisen Norwegian betaler på flydrivstoff vil stige med 3,2 % i året frem til år 2017.

Tabell 9.5: Estimert forbruk av flydrivstoff per tilgjengelige setekilometer og pris på Jet A1

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Forbruk per million tilgjengelige setekilometer	22,0	21,0	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Pris per tonn Jet A1 (kroner)	4 800	4 954	5 112	5 276	5 445	5 619	5 799

9.2.3 Luftfartsavgifter

Luftfartsavgifter er avgifter som må betales for å kunne bruke flyplassene. Noe av avgiften blir beregnet ut fra antall passasjerer, mens noe blir beregnet per fly. Størrelsen på avgiftene varierer fra land til land, og de fastsettes av myndighetene. Jeg har ingen indikasjoner på at det vil bli vesentlige endringer i luftfartsavgifter de kommende årene, og jeg antar derfor at luftfartsavgiftene vil holde seg relativt stabilt i forhold til sum driftsinntekter de kommende årene.

Tabell 9.6: Estimert kostnad til luftfartsavgifter i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Luftfartsavgifter	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %

9.2.4 Handling kostnader

Handling kostnader er kostnader til bakketjenester. Norwegian outsourcer alt av bakketjenester på alle destinasjoner. I strategidelen kom jeg frem til at forhandlingsmakten til leverandørene av bakketjenester var relativt lav. Det er dermed sannsynlig at handling kostnadene vil synke noe når selskapet vokser.

Tabell 9.7: Estimerte handling kostnader i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Handling kostnader	10,0 %	9,9 %	9,9 %	9,8 %	9,7 %	9,7 %	9,7 %

9.2.5 Teknisk flyvedlikehold

Dette er kostnader til teknisk vedlikehold av flyene. Kostnaden til teknisk flyvedlikehold avhenger av antall fly. Ettersom selskapet får en mer moderne flyflåte, vil sannsynligvis kostnadene knyttet til teknisk vedlikehold synke. Det vil også kunne være noen stordriftsfordeler i forhold til teknisk vedlikehold ved å ha en stor flyflåte.

Tabell 9.8: Estimert kostnad til teknisk flyvedlikehold i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Teknisk flyvedlikehold	8,2 %	8,1 %	8,0 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %	7,9 %

9.2.6 Andre driftsavhengige kostnader

Det er få opplysninger om disse kostnadene, men dette skal være kostnader som øker ved økt drift. Jeg antar derfor at andelen andre driftsavhengige kostnader i forhold til sum driftsinntekter vil holde seg på samme nivå i årene fremover.

Tabell 9.9: Estimerte andre driftsavhengige kostnader i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Andre driftsavhengige kostnader	4,7 %	4,6 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

9.2.7 Blocked space

Dette var kostnader selskapet fikk i forbindelse med code-share avtaler med Sterling og FlyNordic. Jeg antar at Norwegian ikke vil ha code-share avtaler i årene fremover og at det dermed ikke vil være noen kostnader knyttet til blocked space.

9.2.8 Lønnskostnader

Lønnskostnader inneholder alt av kostnader til personell inkludert pensjonskostnader, arbeidsgiveravgift og kostnader til leie av vikarer. De totale lønnskostnadene er en funksjon av antall ansatte og lønnskostnad per ansatt. Når det gjelder antall ansatte, kan det bli noen effektiviseringer som følge av utskiftinger av flyflåte og et større rutenett. Når det gjelder lønnskostnaden per ansatt, vil sannsynligvis Norwegian prøve å få mer billig arbeidskraft i årene fremover. Samtidig vil gjennomsnittlig ansiennitet i selskapet vil stige, da de fleste ansatte i dag har relativt kort ansiennitet i selskapet. Økt ansiennitet vil igjen kunne være med på å presse opp lønnskostnadene per ansatt. Samlet sett antar jeg derfor at lønnskostnaden per ansatt vil holde seg rimelig stabil i årene fremover. I forhold til sum driftsinntekter vil lønnskostnadene sannsynligvis kunne synke noe i årene fremover, hovedsakelig grunnet effektiviseringer.

Tabell 9.10: Estimerte lønnskostnader i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Lønnskostnader	18,0 %	17,9 %	17,8 %	17,8 %	17,8 %	17,7 %	17,6 %

9.2.9 Andre driftskostnader

Denne posten består av kostnader som ikke er direkte knyttet til flyene, eksempelvis markedsføring, back office kostnader, drift av systemer, konsulenter osv. Jeg antar at denne posten vil holde seg stabil de neste årene.

Tabell 9.11: Estimerte andre driftskostnader i prosent av sum driftsinntekter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Andre driftskostnader	4,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %

9.3 Leasingkostnader

Som tidligere nevnt, bør man i en verdsettelse behandle operasjonell leasing som finansiell leasing. Jeg vil derfor estimere fremtidige leasingkostnader og leasingforpliktelser. Deretter vil jeg finne rentedelen og avdragsdelen av kostnadene.

Gjennomsnittlig har selskapet leaset 40 fly som operasjonell leasing i 2010 (gjennomsnitt av antallet på slutten av 2009 og slutten av 2010). I 2010 var leasingkostnadene til fly 779 millioner. Dette gir en gjennomsnittlig leasingkostnad per fly på ca 19,5 millioner. Som følge av utskifting til større og mer moderne fly, antar jeg at gjennomsnittlig leasingkostnad per fly vil øke en del mot år 2015, for deretter å øke i takt med normal inflasjon (2,5 % i året).

Norwegian leaser også flere biler og eiendommer som operasjonell leasing. Kostnadene til leasing av biler og eiendommer var 50 millioner i 2010. Jeg antar at disse kostnadene vil øke med 5 % frem mot år 2015, for deretter å øke i takt med normal inflasjon (2,5 % i året).

Tabell 9.12: Beregning av totale leasingkostnader

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gj.snitt antall leasede fly	38,0	35,5	39,5	45,5	48,0	48,0	48,0
Gj.snitt leasingkostnader per fly	22,0	24,5	26,0	28,0	28,5	29,2	29,9
Leasingkostnader for flyene	836	870	1 027	1 274	1 368	1 402	1 437
Leasingkostnader biler/eiendommer	53	55	58	61	64	66	67
Totale leasingkostnader (mill)	889	925	1 085	1 335	1 432	1 468	1 504

Jeg forutsetter at leasingrenten vil være konstant over perioden og at det vil være et konstant forhold mellom et års leasingkostnader og leasingforpliktelser ved slutten av året. I 2010 var de operasjonelle leasingkostnadene til Norwegian på totalt 829 millioner med tilhørende leasingforpliktelser per 31.12.2010 på 4 843 millioner. Det betyr at forholdet mellom leasingforpliktelsene og leasingkostnadene i 2010 var 5,84. Jeg vil derfor beregne leasingforpliktelsene ved å multiplisere det aktuelle årets leasingkostnader med 5,84. Rentene vil jeg beregne ut fra fjorårets leasingforpliktelser. Jeg vil også forutsette at avskrivningene tilsvarer avdragene.

Et selskap med økende leasingforpliktelser vil ha en netto kapitalutgift som gjenspeiler økningen i leasingforpliktelsene (Damodaran 2009). Jeg har kalkulert med store økninger i

leasingforpliktelsene frem mot år 2015, grunnet utskifting til større og mer moderne fly. Det betyr at Norwegian vil ha kapitalutgifter som gjenspeiler økningene i leasingforpliktelsene.

Tabell 9.13: Beregning av Leasingforpliktelser, renter og avdrag

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Leasingforpliktelser	5 189	5 402	6 336	7 796	8 363	8 572	8 786
Totale leasingkostnader	889	925	1 085	1 335	1 432	1 468	1 504
Renter	299	321	334	392	482	517	530
Avdrag	589	604	751	943	950	951	975

Som tidligere nevnt, har Norwegian også noen finansielle leasingavtaler. Selskapet har per 31.12.2010 balanseført 20 millioner i finansielle leasingforpliktelser. Jeg anser dette som et ubetydelig beløp, og jeg velger derfor å la eventuelle nye investeringer være inkludert i normalinvesteringene/avskrivningene.

9.4 Økning arbeidskapital

Arbeidskapital kan defineres som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. I en verdsettelse skal man ta hensyn til endring i arbeidskapitalen. Jeg antar at det kun er driftsrelatert arbeidskapital som endrer seg i forhold til økt omsetning. Jeg vil derfor i verdsettelsen av Norwegian regne arbeidskapitalen som driftsrelaterte omløpsmidler minus driftsrelatert kortsiktig gjeld. I 2010 var den driftsrelaterte arbeidskapitalen -11,8 % i forhold til sum driftsinntekter (normaliserte tall), mens tilsvarende tall for 2009 var -9,2 % (se vedlegg 3). Hovedårsaken til at man får en negativ arbeidskapital er at flybillettene blir betalt før reisen foretas. Jeg vil i årene fremover kalkulere med at den driftsrelaterte arbeidskapitalen vil være på -10,5 % i forhold til sum driftsinntekter i årene fremover, noe som representerer gjennomsnittet av driftsrelatert arbeidskapital for 2010 og 2009.

Tabell 9.14: Økning arbeidskapital

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelatert arbeidskapital	-1043	-1211	-1484	-1814	-1905	-2021	-2080
Økning arbeidskapital	-52	-168	-274	-329	-92	-116	-59

9.5 Investeringer

Norwegian vil ha store investeringsutgifter til fly i årene fremover. Som tidligere nevnt, inngikk Norwegian i 2007 avtale med Boeing om kjøp av 42 fly av typen Boeing 737-800 med kjøpsrettigheter til ytterligere 42 fly. Man fikk opplyst i media at flyene hadde en listepriis på ca 18 milliarder (DN.no 30.8.2007a), noe som gir en listepriis per fly på ca 429 millioner. Ved store ordrer får flyselskapene normalt rabatter på mellom 30 og 50 prosent (E24.no 23.10.2009).

Jeg har ikke funnet noe informasjon om hvor mye Norwegian faktisk betaler for flyene. For å kunne anslå prisen Norwegian betaler for flyene vil jeg derfor se hvor mye selskapet har aktivert i regnskapet på flyene som selskapet har fått levert. Selskapet fikk levert 2 fly i 2009 og 5 fly i 2010. I notene er flyene aktivert sammen med interiør og utstyr til leasede fly, men jeg antar at interiør og utstyr til leasede fly utgjør en liten del av aktiveringen. I 2009 ble det her aktivert 546 millioner, mens det i 2010 ble aktivert 1 256 millioner. Siden noe av aktiveringen kan være interiør og utstyr til leasede fly, antar jeg at 250 millioner vil være et godt anslag på hva Norwegian har betalt for hvert av flyene. Det er noe usikkert om Norwegian må betale mer for flyene som blir levert i årene fremover (justeringer for prisstigning), men selskapet får muligens en gunstigere pris på flyene som blir bestilt gjennom kjøpsrettighetene. Ifølge E24 er kjøpsrettighetene til halv pris (E24.no 23.10.2009). Derfor vil trolig 250 millioner også vil være et godt anslag på hva selskapet i gjennomsnitt må betale for flyene i årene fremover. Det vil også kunne være forskjeller i prisen Norwegian betaler for flyene pga. valutaendringer, men som jeg nevnte i strategidelen vil dagens valutakurser være det beste estimatet på fremtidige valutakurser.

Jeg har tidligere estimert fremtidig flyflåte. Noe av utfordringen er å finne ut når investeringene skal betales. Norwegian betaler forskuddsbetalinger før flyene leveres, og per 31.12.2010 har selskapet betalt forskuddsbetalinger til Boeing på 2 003 millioner. Forskuddsbetalingene vil naturligvis synke når leveringsperioden nærmer seg slutten. Jeg har derfor kalkulert med at forskuddsbetalingene vil synke i perioden fra år 2014 til år 2016.

For salg og tilbakeleieavtalene antar jeg at Norwegian ikke får noen gevinster eller tap på salgene. Leasingselskapene har ofte en stor flyflåte, og trolig har leasingselskapene god tilgang på billige fly, både fra produsenter og fra andre flyselskap som vil foreta salg og

tilbakeleieavtaler. Man har derfor grunn til å tro at leasingselskapene ikke betaler mer for flyene enn det Norwegian betaler, og at salg og tilbakeleieavtalene dermed ikke får noen effekt på netto investeringer.

Norwegian eier også 5 fly av typen Boeing 737-300 som antagelig skal selges i 2012. 3 av flyene ble kjøpt i 2008, og flyene ble balanseført til i gjennomsnitt 112 millioner per fly. Jeg antar dermed at alle 5 flyene vil ha en salgsverdi på 500 millioner og at denne summen omtrent tilsvarer bokført verdi.

I tillegg til ekstraordinære investeringer i flyflåten de kommende årene vil Norwegian også ha noen normale investeringer for å kunne opprettholde driften. Selskapet må blant annet investere i utstyr og it. På bakgrunn av tidligere års investeringer antar jeg at selskapet i årene fremover vil ha normale investeringer på rundt 100 millioner per år frem mot år 2017. Fra år 2017 vil de normale investeringene øke ettersom det er nødvendig å foreta investeringer for å kunne opprettholde en moderne flyflåte. På dette tidspunktet vil det også kunne bli aktuelt å inngå kontrakter om utskifting til eventuelle nye flytyper.

Tabell 9.15: Investeringer

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kjøp av fly (antall)	10	10	4	0	5	4	0
Salg av fly (antall)	0	5	0	0	0	0	0
Kjøp av fly	2 500	2 500	1 000	0	1 250	1 000	0
Reduksjon forskuddsbetalinger	0	0	0	-753	-750	-500	0
Salg av fly	0	-500	0	0	0	0	0
Normale investeringer	100	100	100	100	100	100	495
Netto investeringer	2 600	2 100	1 100	-653	600	600	495

9.6 Avskrivninger

Selskapet vil få større avskrivningskostnader i årene fremover ettersom selskapet kjøper flere fly. I 2010 hadde selskapet avskrivninger på 187 millioner. Dette representerer avskrivninger på eksisterende fly og driftsmidler, og jeg antar at normale investeringer ikke vil øke avskrivningene. Jeg vil kalkulere med at nye flykjøp avskrives med 4 % av kjøpsverdi for hvert år, noe som tilsvarer en avskrivning over 25 år. Avskrivningene for 2011 blir dermed

187 millioner + 0,04 * (netto investeringer – normale investeringer). På grunn av usikkerhet rundt avskrivningenes størrelser har jeg foretatt avrundinger.

Ved beregning av avskrivninger har jeg tatt utgangspunkt i regnskapsmessige avskrivninger. Dette vil ikke være helt riktig i forhold til beregning av skattekostnad, fordi det er forskjeller på skattemessige avskrivninger og regnskapsmessige avskrivninger. Eiendelene til Norwegian består hovedsakelig av fly, og etter skatteloven § 14-43 kan fly saldoavskrives med inntil 12 % i året. Da Norwegian for tiden investerer i nye fly, innebærer dette at den skattemessige avskrivningen vil bli noe større enn de regnskapsmessige avskrivningene de kommende årene, men etter noen år vil de regnskapsmessige avskrivningene være større enn de skattemessige. Effekten blir dermed at skattekostnaden de første årene vil bli noe mindre enn hva jeg har kalkulert, mens skattekostnaden vil kunne bli noe større enn hva jeg har kalkulert etter noen år.

Tabell 9.16: Avskrivninger

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Avskrivninger	285	365	405	405	455	495	495

9.7 Skatt

Jeg har kalkulert med en skattesats på 28 % som er selskapsskattesatsen i Norge.

9.8 Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen

Tabell 9.17: Fremtidsregnskap

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Passasjerinntekter	8423	9702	11781	14202	14809	15626	15990	16389
Salg av tilleggstjenester	1328	1634	2140	2833	3076	3336	3507	3595
Andre driftsinntekter	178	196	216	237	261	287	316	324
Sum driftsinntekter	9930	11532	14137	17273	18145	19250	19813	20308
Salgs og distribusjonskostnader	199	231	269	311	327	346	357	366
Drivstoff	2265	2621	3230	4137	4548	4953	5230	5361
Luftfartsavgifter	1490	1730	2121	2591	2722	2887	2972	3046
Handling kostnader	993	1142	1400	1693	1760	1867	1922	1970
Teknisk flyvedlikehold	814	934	1131	1382	1433	1521	1565	1604
Andre driftsavhengige kostnader	467	530	636	777	817	866	892	914
Lønnskostnader	1787	2064	2516	3075	3230	3407	3487	3574
Andre driftskostnader	407	461	565	691	726	770	793	812
Sum driftskostnader	8422	9714	11868	14656	15562	16618	17217	17647
EBITDAR	1508	1818	2269	2617	2583	2632	2596	2661
Leasingkostnader	889	925	1085	1335	1432	1468	1504	1542
EBITDA	620	893	1184	1282	1151	1164	1091	1119
Avskrivninger	285	365	405	405	455	495	495	507
EBIT	335	528	779	877	696	669	596	611
Skatt	94	148	218	246	195	187	167	171
Kalkulert leasingrente etter skatt	216	231	241	282	347	373	382	391
Avskrivninger	285	365	405	405	455	495	495	507
Økning arbeidskapital	-52	-168	-274	-329	-92	-116	-59	-52
Netto investeringer	2600	2100	1100	-653	600	600	495	507
Økning leasingforpliktelser	344	212	934	1459	567	209	214	220
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	-2151	-1168	-555	841	228	656	656	664

9.8.1 Terminalverdi

Tidligere har jeg forutsatt at oljeprisen vil øke med 3,2 % i året frem mot år 2035. Jeg antar derimot at kostnadene til flydrivstoff bare vil øke med 2,5 % i året etter år 2017, fordi mer drivstoffgjerrige fly vil kunne kompensere for en høyere økning i oljeprisen.

Videre har jeg kalkulert med at alle andre regnskapstall vil øke med 2,5 % i året etter år 2017, noe som vil tilsvare en normal inflasjon. Siden endringen i arbeidskapital har vært

basert på en annen vekst i år 2017, har jeg også beregnet fri kontantstrøm til total kapitalen for 2018.

Nåverdi av kontantstrømmer til total kapitalen etter år 2017 er i dag:

$$\frac{664}{(0,061 - 0,025)(1,061^7)} = 12\,184$$

9.8.2 Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen

Fordi det er vanskelig å anslå hvordan de fremtidige kontantstrømmene fordeler seg utover året, vil jeg ved beregningen av selskapsverdien kalkulere med at de fremtidige kontantstrømmene vil komme på slutten av hvert år. Dette gir et noe mer forsiktig anslag på selskapsverdien enn om en eksempelvis kalkulerer med at kontantstrømmene kommer på midten av året.

Ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen på avkastningskravet til total kapitalen (6,1 %) får man en selskapsverdi på 10 383 millioner.

Verdien av egenkapitalen finner man ved å trekke fra markedsverdien av netto finansiell gjeld. Normal utsatt skatt/skattefordeler skal ikke trekkes fra/legges til når man skal finne verdien av egenkapitalen. Hvis det derimot foreligger fremførbare underskudd eller store skattemessige tap/gevinster/avsetninger der selskapet ikke har tatt skatteeffekten, skal man legge til/trekke fra nåverdien av fremtidig skatteeffekt (Kinserdal 2010). Norwegian har kun normale utsatt skatt/skattefordeler.

Verdien av egenkapitalen blir dermed:

Selskapsverdi	10 383
- Netto finansiell gjeld	<u>6 522</u>
= Verdi av egenkapitalen	<u>3 860</u>

Verdien av egenkapitalen tilsvarer en pris på 112 kroner per aksje.

10. Opsjonsbasert verdsettelse

Da Norwegian i 2007 inngikk avtale med Boeing om kjøp av 42 fly av typen Boeing 737-800, fikk selskapet kjøpsrettigheter til ytterligere 42 fly. I 2010 benyttet Norwegian 15 av kjøpsrettighetene, og per 31.12.2010 har selskapet kjøpsrettigheter på 27 fly som ikke er benyttet. Jeg vil derfor se på om kjøpsrettighetene kan ha noen verdi.

Som tidligere nevnt, er det vanlig at flyselskaper får rabatter på 30 - 50 % av listepriis ved store ordrer. Ifølge E24 er kjøpsrettighetene til halv pris (E24.no 23.10.2009). Spørsmålet blir derfor om kjøpsrettighetene har noen verdi for Norwegian.

For å kunne verdsette kjøpsrettighetene trenger man informasjon om pris og når kjøpsrettighetene kan benyttes. Prisen har man delvis informasjon om da kjøpsrettighetene skal være til halv pris, men så vidt jeg vet er det ikke offentliggjort informasjon om når kjøpsrettighetene kan benyttes. Man har heller ikke informasjon om eventuelle begrensninger i kontraktene, eksempelvis om det er begrensninger på videresalg til andre flyselskaper som ikke har oppnådd like stor rabatt av Boeing.

Da Norwegian inngikk kontrakten om kjøp av fly med tilhørende kjøpsrettigheter, ble Bjørn Kjos beskrevet som en knallhard forhandler av Boeing (DN 30.8.2007b). Av den grunn kan man anta at Norwegian gjorde en god avtale i 2007. Det er usikkert om Norwegian kunne fått til en like god avtale i dag. Det at Norwegian faktisk benyttet 15 av kjøpsrettighetene i 2010 tyder også på at kjøpsrettighetene er gunstige.

Ut fra ovenstående vil jeg konkludere med at kjøpsrettighetene vil ha en verdi, men uten ytterligere informasjon er det vanskelig for meg å foreta noen verdsettelse av kjøpsrettighetene.

11. Komparativ verdsettelse

For å underbygge verdien jeg kom frem til i den fundamentale verdsettelsen vil jeg foreta en komparativ verdsettelse der jeg sammenligner ulike multiplikatorer med andre flyselskap. Da det er vanskelig å finne gode sammenlignbare flyselskaper, vil jeg imidlertid ikke bruke mye tid på den komparative verdsettelsen. Man antar blant annet at Norwegian vil vokse en del i årene fremover, noe som ikke er tilfellet for alle konkurrentene.

Jeg velger å sammenligne med SAS, Air Berlin og Finnair. SAS velger jeg fordi SAS er den største konkurrenten til Norwegian. Air Berlin velger jeg fordi dette er et stort tysk lavprisselskap med et stort rutenett i Europa, samt ruter til Nord Amerika, Karibia og Asia. Air Berlin vil trolig bli en stor konkurrent når Norwegian starter med langdistanseflygninger. Finnair velger jeg fordi Norwegian per 31.12.2010 har planer om å etablere base i Helsingfors, noe som vil føre til at Finnair blir en stor konkurrent.

Jeg velger å sammenligne pris/fortjeneste og pris/bok, som er blant de mest brukte multiplikatorene.

11.1 Pris/fortjeneste

Ved sammenligning av pris/fortjeneste ser man at konkurrentene får et negativt pris/fortjeneste-forhold. Dette skyldes at konkurrentene har negativ fortjeneste. Det er dermed vanskelig å sammenligne prisingen av selskapene på bakgrunn av pris/fortjeneste-forholdet.

Tabell 11.1: Pris/fortjeneste per 31.12.2010

	Norwegian	SAS	Air Berlin	Finnair
Pris/Fortjeneste	22,49	-2,89	-3,25	-21,00

11.2 Pris/bok

Ved sammenligning av pris/bok-forholdet ser man at Norwegian har et høyere pris/bok-forhold enn konkurrentene. Dette betyr at Norwegian er priset høyere i forhold til bokført verdi enn konkurrentene. Norwegian er også det eneste av selskapene som har et pris/bok-forhold på over 1, noe som betyr at man antar at det bare er Norwegian som vil skape verdier i årene fremover. Noe av forklaringen kan være at Norwegian har hatt en positiv fortjeneste i 2010 i motsetning til konkurrentene. I tillegg antar man at Norwegian vil vokse mer enn konkurrentene de kommende årene. Dette kan bety at et høyere pris/bok-forhold for Norwegian kan forsvares.

Tabell 11.2: Pris/bok per 31.12.2010

	Norwegian	SAS	Air Berlin	Finnair
Pris/Bok	2,15	0,51	0,63	0,76

11.3 Konklusjon komparativ verdsettelse

Ut fra den komparative verdsettelsen kan jeg ikke trekke noen konklusjon om hvordan Norwegian er priset i forhold til konkurrentene.

Ideelt sett burde jeg også sammenligne nøkkeltallet EV/EBITDAR, fordi dette forholdet måler selskapsverdien mot et sentralt nøkkeltall i flybransjen. Jeg har imidlertid valgt ikke å sammenligne EV/EBITDAR, siden dette nøkkeltallet krever at en foretar grundige analyser av selskapene for å finne nåverdien av selskapenes leasingforpliktelser.

12. Sensitivitetsanalyse

Jeg vil foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvordan endringer i ulike nøkkeltall påvirker verdien av selskapet. Jeg velger å analysere endringer i følgende nøkkeltall: terminal vekst/WACC, betaverdi, EBITDAR og kostnader til drivstoff.

12.1 Terminal vekst/WACC

I verdsettelsen har jeg satt terminal vekst til 2,5 %, og jeg har benyttet en WACC på 6,1 %.

Jeg har kalkulert ulike kombinasjoner av terminal vekst og WACC. Som man ser fra tabell 12.1 er verdien av aksjen svært sensitiv ovenfor endringer i terminal vekst og WACC.

Eksempelvis vil man med en terminal vekst på 2,5 % og en WACC på 6,2 % få en aksjeverdi på 100 kroner, mens en terminal vekst på 3,0 % og en WACC på 6,1 % vil gi en aksjeverdi på 177 kroner. Dette viser at aksjeverdien også er svært følsom ovenfor endringer i både terminal vekst og WACC.

Tabell 12.1: Endring i terminal vekst/WACC

Vekst/WACC	5,8 %	5,9 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %
1,5 %	48	40	32	24	16	9	3
2,0 %	93	82	72	62	53	44	36
2,5 %	152	138	124	112	100	89	78
3,0 %	231	212	194	177	161	146	132
3,5 %	345	317	291	267	245	224	205

12.2 Betaverdi

I verdsettelsen av Norwegian Air Shuttle ASA har jeg benyttet en betaverdi på 0,9. Fordi det er usikkerheter rundt fremtidig betaverdi, har jeg kalkulert hvordan aksjeverdien vil være med ulike betaverdier. Fra tabellen 12.2 ser man eksempelvis at en betaverdi på 0,7 ville gitt en aksjeverdi på 176 kroner, mens en betaverdi på 1,1 ville gitt en aksjeverdi på 69 kroner. Aksjeverdien er dermed svært sensitiv ovenfor endringer i betaverdi.

Tabell 12.2: Endring i Betaverdi

0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
213	176	145	112	92	69	49

12.3 EBITDAR

Jeg har også valgt å analysere endringer i EBITDAR. Som man ser fra tabell 12.3, vil man ved en EBITDAR som er 5 % høyere enn hva jeg har estimert få en aksjeverdi på 175 kroner. Ved en EBITDAR som er 5 % lavere i forhold til hva jeg har estimert, vil man få en aksjeverdi på 48 kroner. Dette viser at aksjeverdien er svært følsom ovenfor endringer i EBITDAR.

Tabell 12.3: Endring i EBITDAR

-10 %	-5 %	-2,5 %	0 %	2,5 %	5 %	10 %
0	48	80	112	144	175	239

12.4 Kostnader til drivstoff

Kostnader til drivstoff er vanskelige å estimere fordi det er vanskelig å spå oljeprisutviklingen. Fra tabell 12.4 ser man at aksjeverdien også er svært sensitiv ovenfor endringer i kostnadene til drivstoff. Om kostnadene til drivstoff blir 5 % høyere i forhold til hva jeg har estimert, vil man få en aksjeverdi på 0 kr. Om kostnadene til drivstoff blir 5 % lavere i forhold til hva jeg har estimert, vil man få en aksjeverdi på 284 kr. Endringene forutsetter at alt annet er likt.

I praksis er flyselskapene flinke til å kanalisere ekstrakostnader til passasjerene. Ved høyere drivstoffkostnader vil antagelig flyselskapene ta mer for flybillettene, og høyere drivstoffkostnader behøver dermed ikke bety at selskapet oppnår lavere resultater.

Tabell 12.4: Endring i kostnad til drivstoff

-10 %	-5 %	-2,5 %	0 %	2,5 %	5 %	10 %
456	284	198	112	26	0	0

13. Konklusjon verdi per 31.12.2010

Børsverdien var per 31.12.2010 kr 117,50. I den fundamentale verdsettelsen kom jeg frem til en verdi på 112 kroner per aksje. I tillegg er det verdier i de 27 ubenyttede kjøpsrettighetene på fly fra Boeing.

Jeg konkluderer dermed med at selskapet omtrent er riktig priset per 31.12.2010. Men i sensitivitetsanalysen har jeg sett at aksjeverdien er svært følsom ovenfor endringer, noe som fører til at verdien av selskapet blir noe usikker.

14. Utvikling i 2011

Tidligere i oppgaven har jeg verdsatt Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2010. Jeg kom frem til at aksjen omtrent var riktig priset per 31.12.2010. I løpet av 2011 er aksjekursen nesten halvert, og per 7. oktober var aksjekursen 61,50. Jeg vil derfor studere utviklingen i 2011 frem til 7. oktober 2011, for så å vurdere om det er forhold som forsvarer nedgangen i aksjekursen. I flybransjen er det store sesongvariasjoner der sommermånedene er de beste. Dette må en ta hensyn til når man kun skal se på utviklingen for deler av året.

14.1 Hendelser i Norwegian Air Shuttle ASA i 2011

I juni 2011 benyttet selskapet seg av 15 av kjøpsrettighetene og bestilte dermed 15 nye Boeing 737-800 fly som skal leveres i perioden 2015 til 2018 (DN.no 21.6.2011). Ordren behøver nødvendigvis ikke å utgjøre noen forskjell i forhold til verdsettelsen per 31.12.2010 fordi jeg antok at selskapet ville fortsette å lease fly. Jeg antar at denne nye ordren vil bli finansiert ved salg og tilbakeleieavtale, og Norwegian vil dermed i praksis lease flyene.

Norwegian har også inngått avtale om kjøp av 3 langdistansefly av typen Boeing 787 Dreamliner. 2 av flyene skal leveres i år 2013, mens det siste skal leveres i år 2015 (Norwegian kvartalsrapport, 2.kvartal 2011). Jeg antar også at denne ordren vil bli finansiert ved salg og tilbakeleieavtale, og Norwegian vil dermed i praksis også lease disse flyene. Som tidligere nevnt, inngikk selskapet i slutten av 2010 avtale om å lease 2 fly av samme type. I 2011 er det også inngått ytterligere 1 leasingavtale (Norwegian.no).

14.2 Bransjeforhold/markedsforhold

Man har opplevd en høy oljepris i 2011, med oljepriser som på det meste har vært over 120 dollar per fat. Per 7. oktober er oljeprisen på 105,8 dollar fatet, noe som er en økning på 13,2 dollar fatet i forhold til oljeprisen per 31.12.2010. En høy oljepris fører til økte kostnader til flydrivstoff. Som vi så fra sensitivitetsanalysen, er aksjeverdien til Norwegian svært sensitiv ovenfor varige endringer i drivstoffkostnadene.

Oljeprisforventningene fremover har også betydning. I statsbudsjettet som ble lagt frem 6.oktober forventer regjeringen at oljeprisen vil synke til 98 dollar fatet i 2012 (E24 6.10.2011). En pris på 98 dollar fatet tilsvarer omtrent anslagene jeg benyttet i verdsettelsen per 31.12.2010. Jeg har dermed ikke grunnlag for å anta at oljeprisen i 2012 skal avvike vesentlig fra mine forventninger. Jeg har heller ingen indikasjoner som tilsier at mine forutsetninger for oljeprisen på lang sikt har endret seg.

I Europa er det gjeldskrise/frykt for gjeldskrise i flere land noe som har ført til frykt på børsene og lavere aksjekurser. Som nevnt i den strategiske analysen, behøver nødvendigvis ikke dårlige økonomiske tider være særlig negativt for lavprisselskaper. En økonomisk krise vil kunne føre til færre reisende, men som jeg nevne i strategidelen vil dette kunne føre til at reisende heller velger lavprisselskaper fremfor tradisjonelle flyselskaper.

14.3 Regnskapsmessig

Av regnskapstall har jeg kun tall frem til 30.6.2011, mens jeg har trafikk tall frem til og med september 2011. Da kvartalsrapportene ikke er like detaljerte som årsrapportene, vil jeg ikke foreta en detaljert analyse av regnskapstallene for 1.halvår 2011. I tillegg til regnskapstallene for 1.halvår vil jeg også se på trafikk tallene for juli-september. Trafikk tallene kan gi indikasjoner på hvordan resultatet for 3. kvartal vil bli.

14.3.1 Regnskap for 1.halvår

For 1. halvår i 2011 har de regnskapsmessige resultatene vært relativt svake, med en EBITDAR på 117,2 millioner mot 121,4 millioner i 2010. Dette er relativt svake resultater med tanke på at resultatene for 1. halvår i 2010 var noe svake grunnet vulkanasken fra Island. Det svake resultatet for 1. halvår for 2011 skyldes i hovedsak høy oljepris og dermed høye drivstoffkostnader.

Når det gjelder inntjeningen, er inntekten per betalte setekilometer og kabinfaktoren for 1. halvår som i 2010, mens salget av tilleggstenester per passasjer har økt noe.

14.3.2 Trafikktall juli-september

3. kvartal pleier vanligvis å være et svært godt kvartal for Norwegian. Da kvartalsrapporten ikke er tilgjengelig, vil jeg derfor foreta en nærmere analyse av trafikktallene.

Antallet passasjerer har i 3.kvartal økt med ca 20 % i forhold til i 2010. Men det er mest interessant å studere kabinfaktoren og den estimerte inntekten per betalte setekilometer, fordi disse tallene kan gi oss et hint om hvordan lønnsomheten har vært i 3. kvartal 2011.

Som man ser fra tabell 14.1, har kabinfaktoren i 3.kvartal 2011 økt i forhold til 3. kvartal 2010, noe som betyr at Norwegian har flydd med fullere fly. Estimert inntekt per betalte setekilometer var også høyere for juli i 2011 enn for juli i 2010, mens den var noe lavere i månedene august og september enn i 2010. En lavere inntekt per betalte setekilometer i august og september vil kompenseres av en høyere kabinfaktor, slik at inntjeningen totalt sett er bedre i disse månedene i 2011 enn hva som var tilfellet i 2010. Inntjeningen for 3. kvartal ligger dermed an til å bli svært god.

På kostnadssiden vil Norwegian få høyere kostnader til drivstoff i 3.kvartal 2011 enn i 2010, noe som vil svekke resultatet. Det knytter seg dermed stor spenning til hvordan resultatet for 3.kvartal blir.

Tabell 14.1: Kabinfaktor og estimert inntekt per betalte setekilometer for 3.kvartal

	2010	2011
Kabinfaktor		
Juli	85 %	89 %
August	79 %	82 %
September	77 %	81 %
Inntekten per betalte setekilometer (yield)		
Juli	0,54	0,56
August	0,52	0,51
September	0,55	0,54

(Kilde: Månedlige trafikldata juli, august og september)

14.4 Konklusjon verdi per 7.oktober 2011

Ut fra ovenstående vil jeg konkludere med at jeg ikke kan se fundamentale årsaker til at aksjekursen nesten er halvert i 2011. Selv om man har opplevd en høy oljepris i 2011, er det ikke forhold som tilser at forutsetningene mine om fremtidig oljepris har endret seg. Jeg antar heller ikke at en eventuell gjeldskrise i enkelte land i Europa vil få stor betydning for Norwegian. Inntjeningen har også vært god i 2011, spesielt ligger inntjeningen for 3.kvartal an til å bli god. Jeg vil derfor anbefale kjøp av aksjen.

Kildeliste

Bøker

Barney, Jay. B (2007): Gaining and sustaining competitive advantage, 3rd ed., Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2011) Corporate Finance, 2nd ed., Pearson Prentice Hall, Boston, MA

Bodie Zvi, Kane Alex & Marcus Alan J. (2009): Investments, 8th ed., McGraw-Hill, Boston, MA

Gjesdal, Frøystein og Johnsen Thore (1999): Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering, Cappelen akademisk forlag, Oslo

Jakobsen, Erik W. og Lien, Lasse B. (2001): Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling, Gyldendal forlag, Oslo

Koller Tim, Goedhart Marc & Wessels Davis (2005): Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 4th ed., John Wiley & Sons, New Jersey

Artikler

Damodaran, Aswath (2009): Leases, Debt and Value, Working Paper, Stern School of Business, New York

Porter, Michael. E. (1979): How competitive forces shape strategy, Harvard Business Review, Mars/April 1979

Avisartikler/Aviskommentarer

Boarding.no (8.11.2010): Norwegian satser på Boeings Dreamliner,
<http://www.boarding.no/art.asp?id=43878>, Sist nedlastet 1.9.2011

- DN.no (30.8.2007a): Kjos blar opp 18 milliarder,
http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1168839.ece?WT.svl=article_title, Sist nedlastet 7.9.2011
- DN.no (30.8.2007b): Det er lov å prute,
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1169042.ece>, Sist nedlastet 6.10.2011
- DN.no (7.4.2010): SAS vil gjeninnføre bonus,
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1872360.ece>, Sist nedlastet 1.9.2011
- DN.no (8.12.2010): Selger og leier tilbake fly,
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2038493.ece>, Sist nedlastet 11.9.2011
- DN.no (23.12.2010): Lufthansa i samtaler om å kjøpe SAS,
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2048932.ece>, Sist nedlastet 10.10.2011
- DN.no (21.6.2011): 15 nye fly til Norwegian,
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2166158.ece>, Sist nedlastet 6.10.2011
- E24.no (9.4.2008): Var på gravens rand,
<http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-var-2-millioner-fra-konkurs/2356891>,
Sist nedlastet 13.9.2011
- E24.no (23.10.2009): Norwegian stiger til historisk topp,
<http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-stiger-til-historisk-topp/3335674>, Sist nedlastet 6.9.2011
- E24 (6.10.2011): Dette er oljeprisanslagene,
<http://e24.no/olje-og-raavarer/dette-er-oljeprisanslagene/20107075>, Sist nedlastet 8.10.2011
- FT.com (9.11.2010): China to use 20% of global energy by 2035,
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2ea6681e-ec27-11df-9e11-00144feab49a.html#axzz1YblW6WCT>, Sist nedlastet 21.9.2011

Gran, Bernt (2009): På innsiden: Lavpris vinner, Dagens Næringsliv 21.7.2009
<http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1708883.ece>, Sist nedlastet
1.9.2011

Nrk.no (13.11.2010): Slik skal flyturen din kutte utslipp,
<http://www.nrk.no/nyheter/klima/1.7378773>, Sist nedlastet 28.9.2011

Forelesningsnotater

Johansen, Svein T. (2008): Forelesningsnotater fra SOL040 – Strategisk ledelse, NHH Våren
2008

Kinserdal, Finn (2010): Forelesningsnotater fra BUS425 - Bedriftsverdsettelse og strategisk
regnskapsanalyse, NHH Våren 2010

Knivsflå, Kjell Henry (2010): Forelesningsnotater fra BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse,
NHH Høsten 2010

Andre kilder

Norges Bank - Rentestatistikk

Norwegian.no

Norwegian – Kvartalsrapporter 2009-2011

Norwegian - Månedlige trafikkdata 2007-2011

Norwegian – Prospekt i forbindelse med børsnotering

Norwegian - Årsrapporter 2003-2010

Oslo Børs - Kursinformasjon

Årsrapporter – SAS, Air Berlin og Finnair

Vedlegg

Vedlegg 1: Beregning av beta basert på månedlige observasjoner

Dato	Siste OSEBX	Avkastning OSEBX	Siste NAS	Avkastning NAS
30.12.10	439,72	10,45 %	117,50	-2,11 %
30.11.10	396,07	-2,14 %	120,00	28,77 %
29.10.10	404,62	5,90 %	90,00	-3,01 %
30.09.10	381,43	7,84 %	92,75	3,57 %
31.08.10	352,66	-1,62 %	89,50	-12,58 %
30.07.10	358,41	8,83 %	101,50	-3,87 %
30.06.10	328,12	-4,79 %	105,50	-10,35 %
31.05.10	344,23	-10,68 %	117,00	-13,94 %
30.04.10	383,02	1,66 %	134,50	-7,52 %
31.03.10	376,70	7,23 %	145,00	6,41 %
26.02.10	350,42	-3,45 %	136,00	10,45 %
29.01.10	362,73	-2,40 %	122,50	6,32 %
30.12.09	371,56	6,22 %	115,00	-13,41 %
30.11.09	349,15	5,23 %	131,50	-21,47 %
30.10.09	331,35	2,41 %	163,00	35,76 %
30.09.09	323,46	7,47 %	114,00	52,41 %
31.08.09	300,18	0,88 %	67,50	13,46 %
31.07.09	297,57	5,25 %	59,00	27,09 %
30.06.09	282,35	-3,57 %	45,00	-21,87 %
29.05.09	292,62	14,69 %	56,00	17,52 %
30.04.09	252,63	10,99 %	47,00	29,48 %
31.03.09	226,34	5,31 %	35,00	0,29 %
27.02.09	214,64	-5,09 %	34,90	-13,39 %
30.01.09	225,84	0,16 %	39,90	7,82 %
30.12.08	225,48	2,52 %	36,90	29,04 %
28.11.08	219,87	-10,74 %	27,60	-5,64 %
31.10.08	244,80	-26,28 %	29,20	-4,03 %
30.09.08	318,38	-29,06 %	30,40	-44,63 %
29.08.08	425,73	0,40 %	47,50	6,86 %
31.07.08	424,05	-8,88 %	44,35	-3,90 %
30.06.08	463,45	-7,04 %	46,12	-46,28 %
30.05.08	497,25	7,09 %	73,26	-18,63 %
30.04.08	463,22	11,72 %	88,26	-20,70 %
31.03.08	411,99	-3,60 %	108,56	0,82 %
29.02.08	427,11	8,10 %	107,68	-12,32 %
31.01.08	393,87	-22,01 %	121,80	-20,26 %
28.12.07	490,83	-0,41 %	149,17	6,73 %
30.11.07	492,83	-4,22 %	139,46	-1,88 %
31.10.07	514,09	3,52 %	142,11	27,74 %
28.09.07	496,29	4,69 %	107,68	-3,62 %
31.08.07	473,56	-4,54 %	111,65	5,28 %
31.07.07	495,57	-2,52 %	105,92	0,84 %
29.06.07	508,24	2,39 %	105,03	-6,90 %
31.05.07	496,26	3,83 %	112,54	10,32 %
30.04.07	477,61	3,48 %	101,50	22,86 %

Dato	Siste OSEBX	Avkastning OSEBX	Siste NAS	Avkastning NAS
30.03.07	461,30	4,59 %	80,76	4,76 %
28.02.07	440,59	-4,47 %	77,01	-8,25 %
31.01.07	460,74	4,52 %	83,63	1,86 %
29.12.06	440,36	6,42 %	82,09	0,54 %
30.11.06	412,99	2,53 %	81,64	-2,67 %
31.10.06	402,69	8,04 %	83,85	5,41 %
29.09.06	371,59	-2,81 %	79,44	7,20 %
31.08.06	382,17	0,31 %	73,92	-11,81 %
31.07.06	380,99	1,20 %	83,19	-10,32 %
30.06.06	376,44	-1,32 %	92,24	-4,90 %
31.05.06	381,43	-6,49 %	96,87	-0,68 %
28.04.06	407,02	2,67 %	97,53	12,52 %
31.03.06	396,30	7,94 %	86,06	1,81 %
28.02.06	366,06	3,01 %	84,51	19,86 %
31.01.06	355,20	6,60 %	69,29	-0,63 %
30.12.05	332,51		69,73	

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,40478097
R-kvadrat	0,16384763
Justert R-kvadrat	0,14943121
Standardfeil	0,16098032
Observasjoner	60

Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,29452916	0,2945	11,365	0,001336787
Residualer	58	1,50305044	0,0259		
Totalt	59	1,7975796			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,00472224	0,02081589	0,2269	0,8213	-0,03694529	0,04638976	-0,0369453	0,046389763
X-variabel 1	0,85336565	0,2531301	3,3713	0,0013	0,346670709	1,3600606	0,34667071	1,360060598

Vedlegg 2: Beregning av fremtidige trafikk tall

	2007	2008	2009	2010
Gj.snitt antall fly gjennom året *	27,5	36,5	43,0	49,5
Gj.snitt ASK per fly (mill)	274,9	315,9	315,2	359,7
ASK (mill)	7 561	11 530	13 555	17 804
Kabinfaktor (%)	80 %	79 %	78 %	77 %
RPK (mill)	6 059	9 074	10 602	13 774
RPK per passasjer	874	993	986	1 057
Passasjerer (mill)	6,93	9,14	10,75	13,03

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gj.snitt antall fly gjennom året *	55,0	60,0	68,5	76,5	81,5	86,0	88,0
Gj.snitt ASK per fly (mill)	390,0	420,0	450,0	500,0	500,0	500,0	500,0
ASK (mill)	21 450	25 200	30 825	38 250	40 750	43 000	44 000
Kabinfaktor (%)	77 %	77 %	78 %	79 %	79 %	79 %	79 %
RPK (mill)	16 517	19 404	24 044	30 218	32 193	33 970	34 760
RPK per passasjer	1057,0	1057,0	1090,0	1120,0	1120,0	1120,0	1120,0
Passasjerer (mill)	15,63	18,36	22,06	26,98	28,74	30,33	31,04

* Gj.snitt antall fly gjennom året = (flyflåte ved starten av året + flyflåte ved slutten av året) / 2

Vedlegg 3: Beregning av driftsrelatert arbeidskapital

	2009	2010
Varelager	40,8	66,2
+ Kundefordringer og andre fordringer	829,9	842,1
+ Finansielle derivater	23,7	43,4
+ Driftsrelaterte kontanter	87,1	90,8
- Leverandørgjeld og annen gjeld	746,5	1 063,4
- Trafikkavregningsgjeld	792,7	954,2
- Finansielle derivater	1,2	15,0
- Betalbar skatt	111,2	1,0
= Driftsrelatert arbeidskapital	-670,2	-991,1
% av sum driftsinntekter (normalisert)	-9,2 %	-11,8 %

Vedlegg 4: Bergegning av multiplikatorer per 31.12.2010

	Norwegian	SAS	Air Berlin	Finnair
Valuta	NOK	SEK	EUR	EUR
Børsverdi *	3 860	7 403	316	646
Bokført EK	1 796	14 438	505	853
Pris/Bok	2,15	0,51	0,63	0,76
Pris per aksje *	112,00	22,50	3,71	5,04
Fortjeneste per aksje	4,98	-7,79	-1,14	-0,24
Pris/Fortjeneste	22,49	-2,89	-3,25	-21,00

* For Norwegian er børsverdi og pris per aksje basert på verdsettelsen