



VERDSETTELSE AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA

FUNDAMENTALANALYSE OG VERDIVURDERING AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA

Fredrik Havikbotn Jacobsen

Veileder: Jøril Mæland

Masteroppgave, Økonomi og Administrasjon, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

FORORD

Denne masteroppgaven er et selvstendig arbeid utført som et ledd i avslutningen av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH).

Jeg vil gjerne benytte anledningen til å rette en stor takk til min veileder Jøril Mæland for gode og konstruktive innspill og diskusjoner.

Bergen, 20. juni 2016

Fredrik Havikbotn Jacobsen

SAMMENDRAG

Denne masteroppgaven er en fundamentalanalyse og verdsettelse av egenkapitalen til Norwegian Air Shuttle ASA (Norwegian). Formålet med oppgaven å vurdere Norwegians egenkapitalverdi. Oppgavens problemstilling er som følger:

”Hva er egenkapitalverdien per aksje til Norwegian Air Shuttle ASA?”

Oppgaven er delt inn i syv deler. I den første delen presenteres Norwegians historiske utvikling, strategi og forretningsmodell.

Videre presenteres og diskuteres verdsettelsesmetoder som er relevante. I verdsettelsen av Norwegian er det benyttet en fundamental verdsettelsesmetode hvor kontantstrømmene til selskapet (FCFF) blir valgt. Det blir også benyttet relativ verddivurderingsmetode for å underbygge egenkapitalverdien. Deretter beskrives innsamlet data.

I den tredje delen er det utført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Den strategiske analysen er basert på Porters five forces, PESTEL og VRIO. I den første delen av regnskapsanalysen er det gjort en omgruppering av balansen og en normalisering av regnskapstallene. Deretter er regnskapstallene analysert og sammenlignet med selskapets konkurrenter og flybransjen generelt. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen danner grunnlaget for estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene.

I den fjerde delen er de fremtidige kontantstrømmene prognostisert. Kontantstrømmene er beregnet med basis i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og fra historiske tall.

I del fem verdsettes Norwegian. I dette kapitlet beregnes først Norwegians avkastningskrav og terminalverdien samt egenkapitalen. Norwegians egenkapitalverdi er her vurdert til 368 kr per aksje, hvilket er ca. 15% høyere enn dagens kurs notert på Oslo børs (pr. 1.6.2016).

I del seks utføres en sensitivitetsanalyse som avdekker at det foreligger mye usikkerhet knyttet til Norwegians egenkapitalverdi.

Avslutningsvis i oppgaven er det utført en relativ verddivurdering.

INNHALDSFORTEGNELSE

FORORD	1
SAMMENDRAG.....	2
INTRODUKSJON.....	5
PRESENTASJON AV NORWEGIAN.....	6
HISTORISK UTVIKLING	6
STRATEGI	8
FORRETNINGSMODELL	8
VERDSETTELSESMETODER	9
FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	9
RELATIV VERDSETTELSE	12
VALG AV VERDSETTELSESMETODE	12
DATA	13
STRATEGISK ANALYSE.....	13
FLYBRANSJEN	13
EKSTERN ANALYSE	15
<i>Mikroanalyse.....</i>	<i>15</i>
<i>Makroanalyse</i>	<i>21</i>
INTERNANALYSE.....	26
OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN	28
FINANSIELL ANALYSE	28
OMGRUPPERING AV BALANSEN	29
<i>Omgruppert balanse</i>	<i>32</i>
NORMALISERING AV OPERASJONELLE REGNSKAPSTALL.....	36
REGNSKAPSANALYSE	38

<i>Likviditetsanalyse</i>	38
<i>Lønnsomhetsanalyse</i>	40
<i>Inntektsanalyse</i>	43
<i>Oppsummering av regnskapsanalysen</i>	45
PROGNOSTISERING	46
HISTORISKE RATER I RESULTATREGNSKAPET.....	46
BEREGNING AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	51
VERDIVURDERING	51
AVKASTNINGSKRAVET	51
TERMINALVERDI.....	59
VERDI AV EGENKAPITALEN	60
SENSITIVITETSANALYSE	61
SCENARIOANALYSE	61
SENSITIVITETSANALYSE AV WACC OG VEKST I TERMINALVERDIEN.....	63
RELATIV VERDIVURDERING	63
KONKLUSJON	65
REFERANSER	66
FIGURLISTE	68
TABELLER	69
FORMLER	69
VEDLEGG	70

INTRODUKSJON

Flybransjen har hatt en sterk vekst de siste 40 årene. Inntektene per kilometer fløyet (RPK) har tidoblet seg i perioden 1970-2012 (IATA 2013, 10). Flybransjen omtales ofte som en av de viktigste bidragsyterne til den økte globaliseringen vi ser i verden ved at den bidrar til at stadig flere passasjerer fraktes hyppigere mellom byer og land verden over. Lavkostselskapene har vært viktige bidragsytere for økt effektivisering i bransjen noe som igjen har ført til at det har blitt billigere å reise¹. Dette bekreftes og underbygges også av bla Tony Taylor (CEO International Air Transport Association) som har uttalt følgende:

”Luftransport er en av de næringene som har vært med på å forvandle verden. Å tilby raske forbindelser mellom verdens byer med fly har aktivisert globaliseringen som har formet moderne forretningsforbindelser og erfaringer for enkeltpersoner. [...] Et viktig behov er å tiltrekke 4-5 billioner dollar i ny kapital de neste to tiårene for å kjøpe nye fly for å møte etterspørselen i Asia-Pacific og andre utviklings områder” (IATA 2013, 5)

Norwegian Air Shuttle, heretter referert til Norwegian, er nå Europas tredje største lavkostflyselskap og hadde i 2012 historiens største bestillingsordre på nye fly². Norwegians ekspansjon og store satsing er meget interessant å følge. Sammen med den enorme utviklingen flybransjen har vært gjennom de siste årene og forventningene til fremtiden, er Norwegian et svært spennende selskap å vurdere. Med bakgrunn i dette vil jeg i denne masteroppgaven gjennomføre en analyse og verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA.

Masterutredningen har følgende problemstilling:

”Hva er egenkapitalverdien per aksje til Norwegian Air Shuttle ASA?”

Analysen deles inn i syv deler:

Del 1: Den første delen av oppgaven presenteres Norwegians historiske utvikling.

Del 2: Valg av verdsettelsesmetode og innsamling av data.

¹ <http://www.strategyand.pwc.com/perspectives/2015-aviation-trends> (1.6.2016)

² Norwegians årsrapport 2015 s.12

Del 3: Analyse av Norwegians strategiske posisjon og regnskapsanalyse.

Del 4: Prognose for Norwegians fremtid basert på analysene.

Del 5: Verdsettelse av Norwegian.

Del 6: Sensitivitetsanalyse av usikkerheten rundt Norwegians egenkapitalverdi.

Del 7: Relativ verdivurdering

PRESENTASJON AV NORWEGIAN

Dette kapitlet gir en kort presentasjon av Norwegians historiske utvikling og hvordan forretningsvirksomheten har utviklet seg frem til i dag. Deretter presenteres Norwegians strategi, visjon og forretningsmodell.

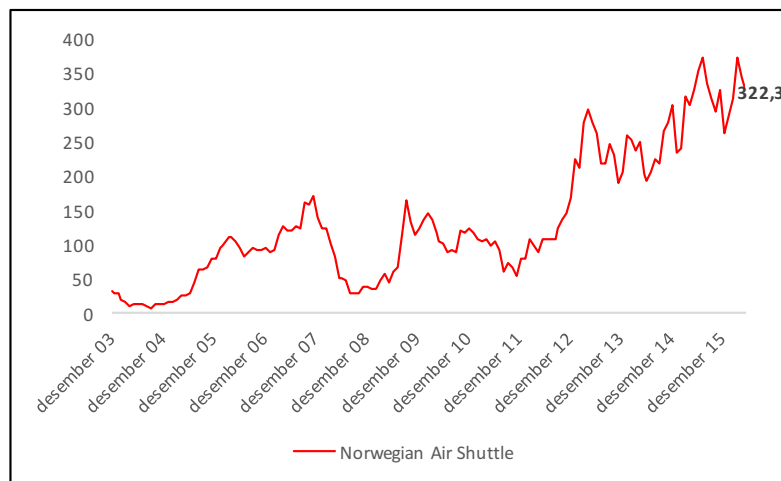
HISTORISK UTVIKLING

Norwegian Air Shuttle (Norwegian) ble grunnlagt i 1993 som et regionalt flyselskap som opererte på Vestlandet i samarbeid med Braathens SAFE. Samarbeidet varte frem til 2002 da SAS kjøpte Braathens SAFE og som medførte at Norwegian etablerte sin første innenriksrute. I 2003 ble Norwegian børsnotert på Oslo børs. I løpet av 2004 inngikk Norwegian en samarbeidsavtale med Sterling og det Finnair-eide selskapet FlyNordic. Dette medførte flere flyruter i Skandinavia. 2005 ble på mange måter en liten milepæl for Norwegian da selskapet for første gang gikk med overskudd. I 2007 kjøpte Norwegian FlyNordic fra Finnair noe som medførte at Norwegian ble betydelig sterkere posisjonert både i Scandinavia og i Europa. Samme året inngikk Norwegian en avtale om kjøp av 42 Boeing 737-800 fly som var Scandinavias størst flybestilling gjennom tidene. Fordelsprogrammet Norwegian Reward ble opprettet sammen med Norwegian bank samme år for å kunne utnytte synergier igjennom opparbeidelse av "CashPoints" til fordelsprogrammet. De neste årene utvidet Norwegian rutenettet ytterligere med blant annet 39 nye flyruter i Danmark. I 2009 ble selskapet tildelt både gull og sølv i den prestisjefylte undersøkelsen fra SkyTrax i 2010³.

³ <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/> (5.5.2016)

Norwegian startet satsingen sin på langdistanse i 2011 og inngikk da en avtale med Boeing om kjøp av tre Boeing 787-8 Dreamlinere. Året etter inngikk Norwegian en avtale om innleie av ytterligere 2 nye Dreamlinere og gjennomførte også en av tidenes største flybestillinger – mer enn 200 fly fra både Boeing og Airbus. I årene fra 2013 og frem til 2015 fortsatte Norwegian langdistansesatsingen og inngikk en ny bestilling på 30 Dreamlinere. I løpet av disse årene vant selskapet en rekke priser og ble også kåret til vinner av ”verdens beste lavprisselskap” av både Airlineratings.com og Air Transport News Awards. De vant også prisen for ”verdens beste lavprisselskap for langdistanseflygninger” SkyTrax World Airline Awards.⁴

I dag har Norwegian omkring 4600 ansatte og en flyflåte på 100 fly. Dette gjør selskapet til Europas tredje største lavkostselskap⁵. Norwegian har hatt en kraftig og eventyrlig vekst de siste årene og har i dag en bestilling på 266 fly som skal leveres de kommende årene. I 2015 hadde Norwegian en omsetning på 22,5 milliarder kroner fordelt på 26 millioner passasjerer. Norwegian hadde 447 reiseruter til 138 ulike destinasjoner per 31.12.2015⁶. Norwegian historiske aksjeutvikling har vært sterk siden børsnoteringen i 2003. Aksjekursen pr. 1.6.2016 var 322,3 kr.



FIGUR 1: HISTORISKE AKSJEKURSER (MÅNEDLIGE TALL HENTET FRA YAHOO FINANCE DATABASE)

⁴ <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/> (5.5.2016)

⁵ Norwegian årsrapport 2015

⁶ Norwegian årsrapport 2015 s. 12-15

STRATEGI

Norwegians visjon er at ”*Alle skal ha råd til å fly*”. Denne skal de oppnå ved å tilby mange ulike og varierte reisedestinasjoner til konkurransedyktige priser. Norwegians strategi er å bli et ledende globalt lavprisflyselskap både innen kort- og langdistanse med både høy kvalitet og lave priser. Med flybestillingen på 266 nye fly og kjøpsopsjoner på ytterligere 160 fly synliggjøres Norwegian målsetting om å bli et konkurrerende globalt lavpris selskap tydelig⁷.

FORRETNINGSMODELL

Norwegians hovedvirksomhet er kommersiell flytrafikk både nasjonalt og internasjonalt. Selskapet har i tillegg diverse virksomhetsaktiviteter i synergi med hovedvirksomheten. Slik annen aktivitet er blant annet Cargo virksomhet, merke- og markedsføringsaktiviteter og salg av reisepakker igjennom Norwegian Holidays AS. I tillegg eier Norwegian også 20 % av Bank Norwegian igjennom det tilknyttede holdingselskapet Norwegian Finans Holding ASA. Bank Norwegian driftes i samarbeid med Norwegians fordelsprogram Norwegian Reward. Annen aktivitet utgjorde ca. 15% av den totale omsetningen i 2015⁸.

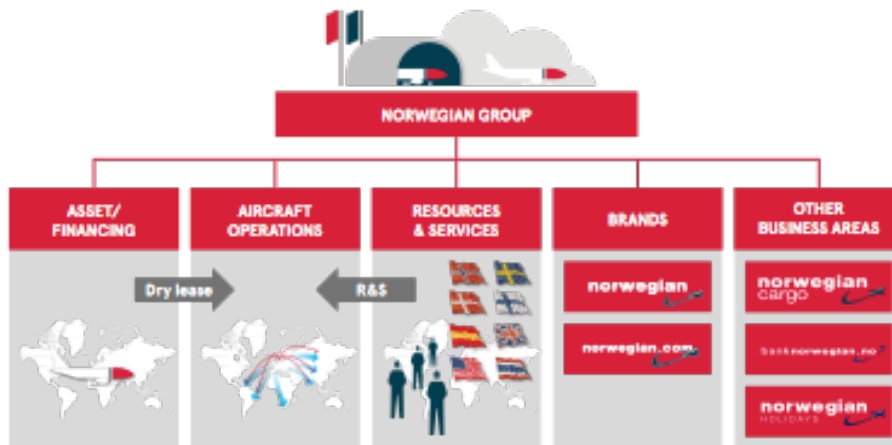
Norwegians forretningsmodell er klassifisert som en klassisk lavkostmodell hvor de skal levere enkle og billige reiser. Lavkostmodellen har fokus på effektivitet, hjelpeinntekter via betaling på for eksempel bagasje, optimalisering av flyruter, personell, bruk av lavkost flyplasser og til slutt ved å utnyttelse storskalafordeler⁹. Forretningsmodellen er likevel ikke så stram som for eksempel Ryan air's som har en rekke forskjellige gebyrer som eksempelvis innsjekkingsgebyr på flyplassen¹⁰. Norwegian ønsker å fremstå som et mer luksuriøst lavkostselskap og tilbyr businessklasse på flere av langdistanseflygningene sine.

⁷ Norwegians årsrapport 2015 s. 12-15

⁸ Norwegians årsrapport 2015 note 4 s. 39

⁹ <http://airlineconsultants.com/index.php/low-cost-airline-model-lcc/> (lest 1.6.2016)

¹⁰ <https://www.ryanair.com/no/no/nyttig-info/hjelpesenter/gebyrer> (lest 1.6.2016)



FIGUR 2: ORGANISASJONSKART KILDE: NORWEGIANS ÅRSRAPPORT 2015

VERDSETTELSESMETODER

Under dette kapittelet blir noen av de mest brukte verdsettelsesmetodene presentert. Innledningsvis vil to kategorier verdsettelsesmodeller bli beskrevet. Deretter beskrives verdsettelsesmetoden som jeg i dette tilfellet har vurdert til å være den mest relevante i beregningene for å finne egenkapitalverdien til selskapet. Det eksisterer og benyttes en rekke forskjellige verdsettelsesmetoder. I det følgende gis en kort beskrivelse av *fundamental verdsettelse* og *relativ verdsettelse* (A. Damodaran 2011).

FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Den mest grunnleggende forståelsen av egenverdien av en eiendel er å verdivurdere den ved å diskontere de forventede kontantstrømmene med et risikojustert avkastningskrav. Denne type verdsettelsesmodeller er kalt *discounted cash flow valuation* (DCF) eller diskontert kontantstrøm modeller. $E(KS_t)$ er definert som de forventede kontantstrømmene i periode t og r er definert som det risikojusterte avkastningskravet. (A. Damodaran 2011, 2)

$$\text{Verdi av eiendel} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(KS_t)}{(1+r)^t}$$

FORMEL 1: VERDI AV EIENDEL

Ved verdivurdering av en virksomhet foreligger det samme grunnleggende prinsippet ved at selskapets fremtidige kontantstrømmer diskonteres med et avkastningskrav som reflekter risikoen til virksomheten. Det er flere varianter av DCF. Noen eksempler på dette er; 1) Diskonterte kontantstrømmer til selskapet, 2) Dividendemodell, 3) Diskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen og 4) Justert nåverdimodell. Disse er kort beskrevet under.

DISKONTERTE FRIE KONTANTSTRØMMER TIL SELSKAPET (FCFF)

Ved anvendelse av diskonterte kontantstrømmer til selskapet diskonteres de frie kontantstrømmene til både investorer og kreditorer etter skatt. De frie kontantstrømmene er EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) minus skatt pluss endringer i arbeidskapital og investeringer. Kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen til investorene og kreditorerne også kalt «*Weighted average cost of capital*» (WACC). (A. Damodaran 2011)

$$\text{Selskapets totale verdi} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1 + WACC)^n}$$

FORMEL 2: SELSKAPET TOTALE VERDI

De frie kontantstrømmene prognostiseres frem i tid til selskapet er kommet i stabil vekst. Deretter beregnes en terminalverdi som representerer selskapets verdi av alle fremtidige kontantstrømmer etter prognostiseringsperioden (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 213). Egenkapitalen beregnes ved å trekke fra netto finansielle eiendeler. Nettofinansielle eiendeler inkluderer ikke-operasjonelle eiendeler og gjeld til kreditorer. FCFF er best anvendt nå selskapet har en stabil kapitalstruktur (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 103).

DIVIDENDEMODELLEN

Når en investor kjøper en aksje vil den forventede avkastningen være dividendeutbetalingen og den økte verdien på aksjen i perioden aksjen eies. Den klassiske dividendemodellen forutsetter at verdien av aksjen er nåverdien av alle de fremtidige dividendeutbetalingene. En utfordring

ved å benytte en dividendemodell er at de fleste selskaper i dag ikke betaler dividende og verdien vil derfor bli null. Samtidig vil et fokus kun på dividende undervurdere verdien på aksjen. En annen tilnærming er å benytte en utvidet dividendemodell som tar hensyn til avkastningen på aksjen. Utfordringen med denne modellen er at aksjen kan variere mye over tid, og forventet avkastning på aksjen må normaliseres over flere år (A. Damodaran 2011, 25).

DISKONTERTE FRIE KONTANTSTRØMMER TIL EGENKAPITALEN (FCFE)

En annen tilnærming til dividendemodellen og FCFF er diskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen. Ved benyttelse av dividendemodellen forutsettes det at man stoler på ledelsen i selskapet slik at all overskuddslikviditet blir utbetalt. Hvis man ser på de store selskapene som er børsnotert i dag ser man at selskapene har store mengder overskuddslikviditet. FCFE modellen estimerer den potensielle kontantstrømmen som *kan* utbetales som dividende. Kontantstrømmene er netto resultat minus reinvesteringer som endring i arbeidskapital og investeringer, minus kontantstrøm til kreditorer som rentebetalinger og opptak av nytt lån. Kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav som gjenspeiler egenkapital risikoen (A. Damodaran 2011, 25-34).

FCFE modellen inkluderer både operasjonelle og finansielle kontantstrømmer. Ulempen med dette er at det lett kan lede til feil ved beregninger av kontantstrømmene. Modellen tar heller ikke hensyn til kapitalisering av leasingkostnader, noe som er med å misvise kapitalstrukturen i selskapet. Koller med flere (2010, 103-104) velger derfor å ikke fokusere på denne modellen.

JUSTERT NÅVERDIMODELL

Den justerte nåverdimodellen er en alternativ modell som verdivurderer selskapet ved å separere effekten av kapitalstrukturen. Verdien av selskapet finnes ved å beregne selskapets verdi i tre separerte deler. Først beregnes verdien av selskapet dersom det var 100% egenkapital finansiert, deretter legges nåverdien av skattefordelen ved gjeldsfinansiering til og til slutt trekkes konkurskostnadene fra (A. Damodaran 2011, 56-59).

RELATIV VERDSETTELSE

Ved relativ verdsettelse beregnes verdien av eiendelen eller selskapet ved å sammenligne verdien på en lignende eiendel eller selskap sett i sammenheng med en markedsverdi. Et eksempel kan være å sammenligne prisen på en solgt leilighet med en annen leilighet i samme område. Ved verdsettelse av en bedrift sammenlignes ofte selskaper i samme bransje ved å benytte ulike multiplikatorer. Eksempler på mye brukte multiplikatorer er Price/Earnings, Enterprise value/EBITDA og Price/Book (A. Damodaran 2011, 90).

Sett i forhold til DCF-verdsettelse er det en vesentlig forskjell som skiller de to. Dersom markedet er systematisk overvurdert eller undervurdert vil også den relative verdsettelsen overvurdere eller undervurdere den fundamentale verdien på eiendelen eller selskapet. (A. Damodaran 2011, 90-91)

VALG AV VERDSETTELSESMETODE

Hvor på livssyklusen selskapet befinner seg er avgjørende for valg av verdsettelsesmetode. Norwegian har hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på ca. 20% de siste syv årene og det forventes en sterk vekst også de kommende årene. Norwegian er nå blitt et relativt modent og veletablert selskap med mange års historikk. Koller med flere (2010, 741) definerer et høyvekstselskap som et selskap med en organisk vekst over 15%. Ettersom det er mye usikkerhet med høyvekstselskaper anbefales det ofte å benytte en DCF verdsettelse som er støttet opp mot sannsynlighetsvektede scenarioer. Relative verdsettelsesmodeller som for eksempel Price/Earnings er lite anvendelige når resultatene er negativ eller volatile. De har også lite innsikt i hva som driver verdien i selskapene.

Vurdering/anvendelse:

Ved verdsettelse av Norwegian er det i det følgende valgt å benytte «Diskonterte frie kontantstrømmer til selskapets» (FCFF). Dette fordi DCF ansees som en god metode og tilnærming for verdifastsettelse av selskap i kraftig vekst, og også fordi FCFF er en av de mest anvendte metodene. De enkelte elementene i modellen vil bli dypere forklart under. Relativ verddivurdering vil til slutt bli benyttet for å underbygge egenkapitalverdien.

DATA

Data som benyttes til regnskapsanalyse og prognostisering av kontantstrømmer er hentet fra Norwegians årsrapporter (2007-2015). Data fra Norwegians konkurrenter og omgivelser er hentet fra selskapenes hjemmesider samt offentlig tilgjengelige rapporter og analyser. Aksjedata og markedsdata er lastet ned fra Yahoo finance database. I analysene og prognostiseringen ligger konsernregnskapet til grunn.

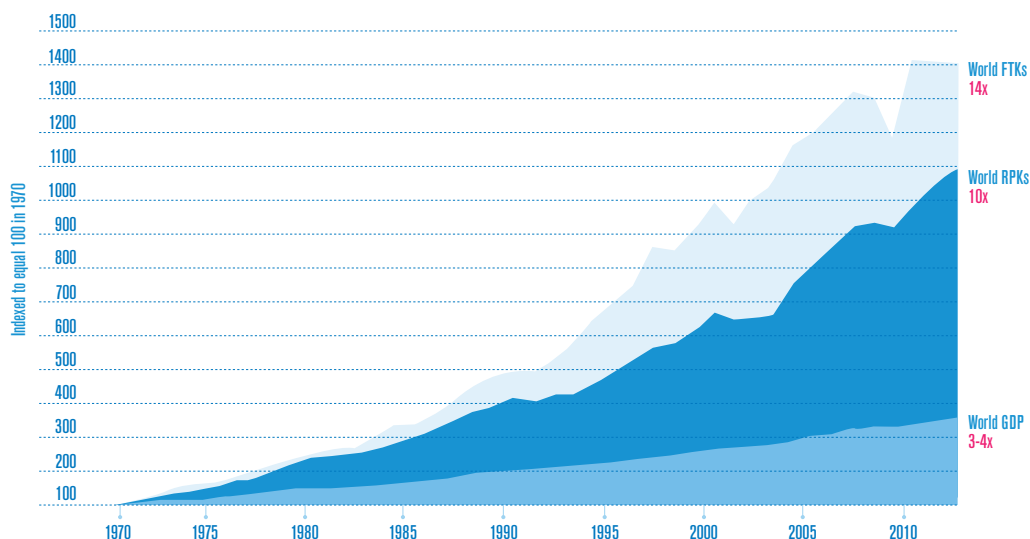
STRATEGISK ANALYSE

Dette kapitlet tar for seg en analyse av Norwegians strategiske situasjon og hvordan Norwegian har tilpasset seg dagens konkurransesituasjon. Den strategiske analysen benyttes for å underbygge estimatene for de fremtidige kontantstrømmene og for den totale verdien av Norwegian. Innledningsvis er flybransjen presentert og deretter følger en eksternanalyse bestående av Porters Five Forces, PESTEL og en internanalyse bestående av VRIO. Til slutt oppsummeres den eksterne og interne analyser.

FLYBRANSJEN

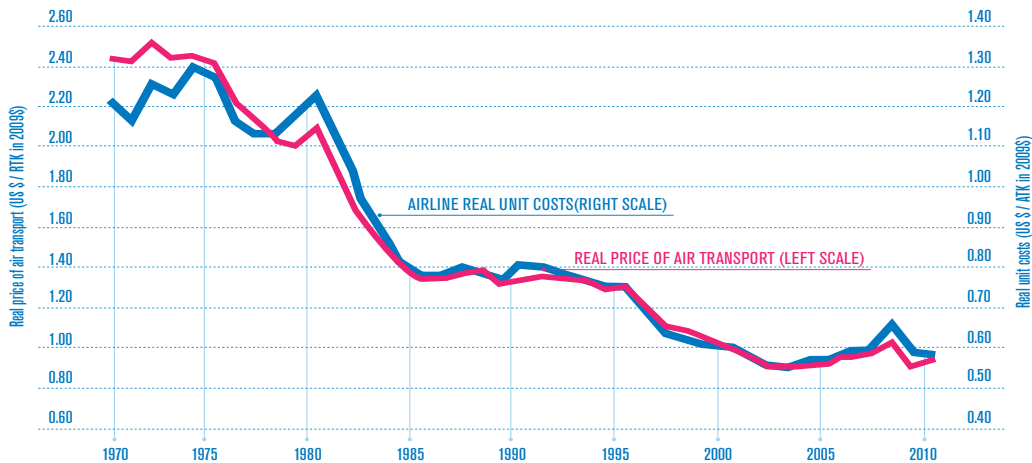
Som påpekt innledningsvis har flybransjen vært i sterk vekst de siste tiårene. De siste 40 årene har veksten i «Inntekter per kilometer flydd» (RPK) tidoblet seg sammenlignet med verdens BNP (GDP) som kun har 3-4 doblet seg i samme periode. Dette er illustrert i Figur 3. Store deler av den kraftige veksten skyldes lavprisselskapene som i stor grad har bidratt til å effektivisere virksomheten og dermed også økt etterspørselen etter flytransport. I dag utgjør lavkostselskapene ca. 25% av det totale markedet¹¹.

¹¹ <http://www.strategyand.pwc.com/perspectives/2015-aviation-trends> (lest 1.6.2016)



FIGUR 3: INNTEKTER PER KILOMETER FLØYET (RPK) VS. VERDENS BNP. KILDE: (IATA 2013)

Flybransjen er en av de minst profitable bransjene som følge av små marginer og høy konkurranseintensitet. Mellom 1965 og 2007 har flybransjen hatt den laveste avkastningen på investert kapital (ROIC) sammenlignet med 27 andre bransjer (IATA 2013, 12). Inntektene og billettprisene på sin side har blitt kraftig redusert i den samme perioden hvilket har bidratt til å øke verdien for passasjerene. Figur 4 nedenfor viser utviklingen i enhetskostnadene og prisene i flybransjen de siste 40 årene. Den viser også at marginene er små, noe som igjen medført at de færreste flyselskapene har oppnådd vesentlig merverdi for investorene og eierne. Det er kun en minoritetsandel som klarer å betjene investorenes avkastningskrav (IATA 2013, 16-18)



FIGUR 4: UTVIKLING AV ENHETSKOSTNADER OG PRISER PÅ FLY TRANSPORT. KILDE: (IATA 2013)

EKSTERN ANALYSE

MIKROANALYSE

Under mikroanalysen analyseres Norwegians konkurranseposisjon med Porters Five Forces. Michael Porter publiserte i 1979 og senere en oppdatert artikkel i 2008 i Harvard Business Review hvor han beskriver hvilke fem krefter som er med å påvirke selskapets konkurranseposisjon. De faktorene som påvirker en bedrifts konkurranseposisjon er: konkurranse direkte fra konkurrentene, hvor enkelt det er å etablere seg for nye konkurrenter, konkurransen fra substitutter samt forhandlingsmakt til kunder og leverandører. Summen av disse fem kreftene sier hvor god lønnsomheten i bransjen er (Porter 2008, 3).

ETABLERING AV NYE KONKURRENTER

En nyetablering i flytransportbransjen krever store investeringer i både fly og kompetanse. Gjennomsnittspriser hentet fra Boeing sine hjemmesider viste at en Boeing 737-800 og en Boeing 787-9 Dreamliner kostet henholdsvis omlag 96 mill. USD og 265 mill. USD i 2015¹². Banker som blant annet Export-Import Bank of the United States (Ex-Im Bank) stiller ofte med

¹² <http://www.boeing.com/company/about-bca/#/prices> (lest 20.4.2016)

gunstige lånebetingelser til store utenlandske selskaper og stiller med garanti til flyfabrikkene. Det er derimot mer krevende for små selskaper å få god finansiering¹³, noe som gjør det vanskelig for nye selskaper å etablere seg. Et godt alternativ kan da være leasingmarkedet men dette er ofte mer kostbart.

Av kompetanse kreves blant annet pilot-og kabinkompetanse for å kunne drifte et fly. I tillegg kreves det et såkalt *Air Operator's Certificate* (AOC) for å kunne drive kommersiell flytransport i de enkelte landene. Det stilles krav til både sikkerhet, kompetanse og selskapets finansielle situasjon for å få innvilget AOC. De enkelte selskapene søker om dette til luftfartstilsynet i hvert enkelt landene¹⁴.

Flyselskaper som allerede eksisterer vil være en større trussel for Norwegian. Selskapene har allerede et eller flere AOC og det vil ikke være vanskelig for disse selskapene å anskaffe nye for andre land ettersom at de allerede har oppfylt de fleste kriteriene. Har man en AOC innenfor et EU-land, er man fri til å benytte dette i hele EU¹⁵. Det eksisterer i dag over 50 Europeiske flyselskaper og det er en stor trussel for at flere av disse selskapene vil kunne etablere seg i konkurranse med Norwegian¹⁶.

Distribusjon, salg og markedsføring av billetter er relativt enkelt via eksempelvis salgskanaler som flyselskapenes hjemmesider og gjennom eksterne salgskanaler som Momondo.no eller Finn.no. Dette gjør det lett å sammenligne priser mellom flyselskapene. Dette er med på å øke priskonkurransen og er en økt trussel for at marginene presses ytterligere i hele flybransjen.

Oppsummert vurderes det ikke som en stor risiko at oppstartsselskaper vil bli en stor trussel for Norwegian på kort sikt. Etablering av nye lavpriskonkurrenter med utspring i eksisterende selskaper vil ansees som en høyere risiko ettersom det allerede eksisterer mange flyselskaper som lettere kan etablere/tilpasse konkurranse mot Norwegian.

¹³ <http://www.eca-watch.org/issues/aircraft> (lest 20.4.2016)

¹⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:tr0008> (lest 20.4.2016)

¹⁵ <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-faar-foreloepig-ja-paa-usa-soeknad/23660339> (lest 6.6.2016)

¹⁶ https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_airlines_in_Europe (lest 5.6.2016)

RIVALISERING BLANT EKSISTERENDE KONKURRENTER

Norwegian har konkurranse fra en rekke flyselskaper både på kortdistanse og langdistanse. Noen eksempler på dette er SAS, Ryanair, Finnair, Easyjet, og Lufthansa. Flybransjen har begrenset med stordriftsfordeler som er med på å øke konkurranseintensiteten. Utnyttelsen av stordriftsfordelene ansees å være på topp allerede med en flåte på 50 fly (IATA 2011, 3). De største konkurrentene til Norwegian har alle en flåte på over 50 fly. Bransjen generelt har også høye faste kostnader og lave marginalkostnader samt høye exit kostnader (IATA 2013). Høye faste kostnader er bundet til høye finansieringskostnader samt drivstoff og arbeidskraft. Høye exit kostnader er knyttet til at flyene har liten alternativ anvendelse noe som kan føre til at et flyselskap likevel vil kunne velge å fly selv om det går i tap. Et eksempel på dette er SAS som har hatt et negativt operasjonelt resultat i 6 av de 10 siste årene¹⁷. Statseide selskaper kan ofte også ha andre interesser utover det å være mest mulig lønnsom og å maksimere de økonomiske resultatene. De har ofte interesse av å øke gevinster på et samfunnsøkonomiske nivå som blant annet å bevare arbeidsplasser (Porter 2008, 9).

Konkurransen i flytransportbransjen reguleres gjennom EU-kommisjonen og Konkurransetilsynet i Norge. Formålet er å opprettholde effektiv konkurranse slik at velferden til innbyggerne i EU-landene blir ivarettatt¹⁸ på en god måte. Stor konkurranse vil nødvendigvis medføre at det vil bli utfordrende å øke lønnsomheten for flyselskapene i fremtiden igjennom for eksempel fusjoner og prissamarbeid.

Flybransjen er en stadig mer økonomisk presset bransje noe som har ført til at det har blitt vanskeligere for flyselskapene å differensiere seg. Mange flyselskaper sliter nå med å opprettholde de ulike kundegruppenes interesser og flytransport har blitt et indifferente gode. Spesielt gjelder dette for lavprisselskapene. En reduksjon i differensieringen er med på at byttekostnadene for kunden blir enda mindre (IBM 2010, 2). En reduksjon i byttekostnadene fører til at pris spiller en enda viktigere rolle. Dette kan ansees som en stor trussel for hele flybransjen.

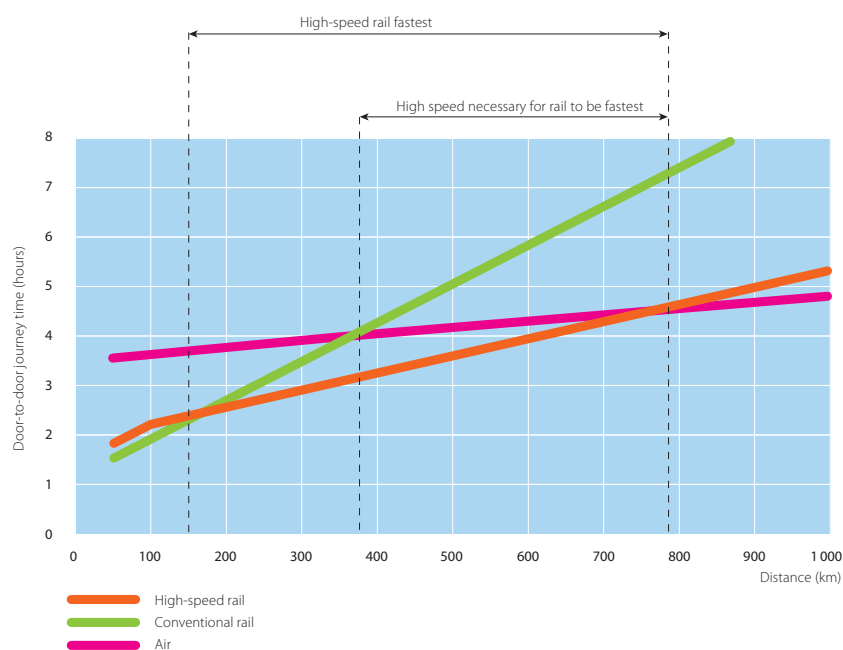
Rivalisering mellom konkurrentene er høy. Dette er en stor trussel/utfordring for den fremtidige lønnsomheten.

¹⁷ SAS årsrapport 2015 s.95

¹⁸ <http://ec.europa.eu/competition/sectors/transport/overview.html> (20.4.2016)

RIVALISERING FRA SUBSTITUTTER

Gjennom det siste århundret har det vært en sterk økning av reisende med en rekke forskjellige transportmidler og teknologisk innovasjon har ført til at det har blitt billigere og raskere å reise. De senere årene har det også blitt økt fokus på miljøet. Flytransport er blant de transportmidlene som vurderes som minst miljøvennlig¹⁹. Dette vil også føre til at det vil bli satt stor fokus på miljøvennlige alternativer å reise på i fremtiden. De senere årene har ny teknologi og utbygging av banenettet for hurtigtog vært med på å øke togtransporten. Ny teknologi har også bidratt til at det har blitt raskere og billigere å reise med tog i Europa. En analyse hentet fra EU-kommisjonens rapport viser at høyhastighetstog er raskest på flere mellomlange distanser i Europa (European Commission 2010, 8-9). Figur 5 under viser at høyhastighetstog er raskere enn fly på distanser inntil ca. 790km i Europa.



FIGUR 5: FLY VS. TOG I EUROPA. KILDE: (EUROPEAN COMMISSION 2010)

En annen vesentlig trussel er at myndighetene i flere europeiske land nå velger å subsidiere driften av hurtigtog av miljømessige hensyn. De reisendes behov for kortere reisetid har økt kraftig de siste tiårene men samtidig har utviklingen av raskere fly stagnert. Videre har det blitt

¹⁹ http://stavrum.blogg.no/1466063955_krokodilletrer_for_fl.html (lest 16.6.2016)

økte krav til sikkerhetskontroller etc. på flyplassene noe som igjen har ført til økt ventetid og dermed lengre reisetid. Sammen med raskere alternative transportmidler på en del strekninger vil nok toleransen for å velge alternative reisemetoder reduseres (IBM 2010, 7-8). En forskningsartikkel av Dobruszkes F. med flere (2014) viser at flytransport i Europa er påvirket av reisetiden til høyhastighetstog. Forskningen viser også at effekten reduseres når reisetiden på hurtig tog oversiger 2-2,5 timer, og har liten effekt på lengre distanser. Den viser også at antall tilgjengelige flygninger har blitt redusert og antall ledige flyseter har økt på konkurrerende strekninger der at hurtigtogene har etablert seg. Etersom Norwegian har etablert seg i store deler av Europa vil økt konkurranse fra hurtigtog også kunne påvirke lønnsomheten deres og dermed også kunne begrense mulighetene for å ekspandere. Hurtigtog er kostbare å bygge og vil nok primært bli en størst konkurrent til fly mellom store byer og tett befolkede områder. I hvilken grad flyselskapene klarer å kompensere for dette er usikkert men at hurtigtog på utvalgte strekninger i flere områder blir en betydelig konkurrent på litt lengre sikt er nok å noe flyselskapene må være forbered på.

De siste ti årene har det vært en sterk utvikling i teknologi. Dette har ført til en økende trend ved bruk av telefon- og videokonferanser som gjør at de forretningsreisende er mindre avhengig av å reise. Dette vil kunne bidra til å svekke etterspørselen av forretningsreiser (IBM 2010, 9).

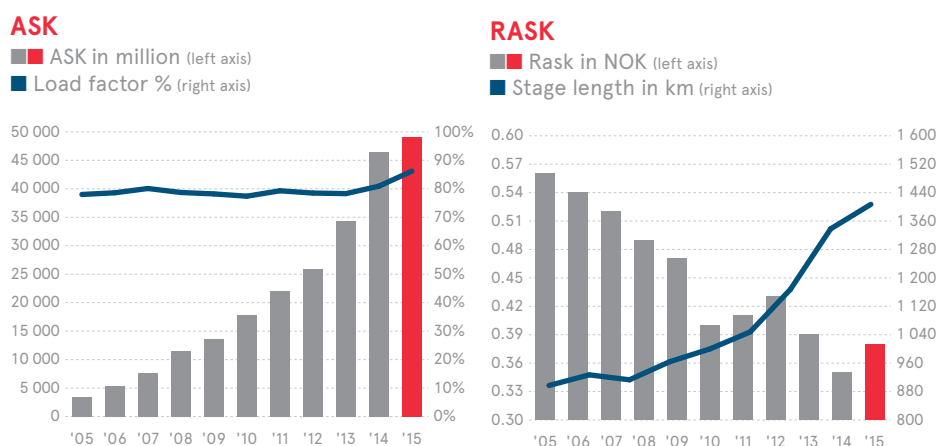
På langdistanseflygninger er det lite konkurranse fra andre transportmidler. Det er ingen transportmiddel som er konkurransedyktige verken over Atlanterhavet eller til storbyer i Asia.

Ut i fra analysen oppfattes togtransport som en økt trussel i fremtiden på kort- og mellom lang distanse men en mindre trussel på langdistanse.

KUNDERS FORHANDLINGSMAKT

Som tidligere nevnt har økt priskonkurranse ført til at flyselskapene har økt fokus på å redusere kostnadene, noe som igjen har ført til at differensieringen mellom flyselskapene har blitt mindre. Dette er med på å redusere byttekostnadene for kundene slik at forhandlingsmakten til kundene har styrket seg. Det viser seg også at kunder er mindre villige til å betale ekstra for å reise med det foretrukne selskapet. Spørreundersøkelser viser at den viktigste faktoren for kundene når de bestiller reiser er pris. De neste faktorene er reisetid og destinasjon (IBM 2010, 9). Figur 6 (som er hentet fra Norwegians årsrapport 2015) viser to måltall som kan illustrere tilbudet og etterspørselen til Norwegian. Tilgjengelige seter per kilometer (ASK) er et mye brukt måltall og forteller hvordan tilbudet har utviklet seg over tid. Inntekter per sete kilometer (RASK) sett i sammenheng med ASK gir et inntrykk av hvordan priselastisiteten påvirker

etterspørselen. Lastefaktoren (load factor) har ligget stabilt bortsett bra siste året da den viser en økning. RASK økte også i 2015.



FIGUR 6: AVAILABLE SEAT KILOMETER (ASK) OG REVENUE PER AVAILABLE SEAT KILOMETER (RASK) ²⁰

Byttekostnader er ofte veldig lave ettersom flytransport er et relativt homogent produkt. Noen flyselskaper har fordelsprogrammer som kan skape noe differensiering mellom selskapene. Norwegian har som tidligere nevnt fordelsprogrammet *Norwegian Reward* hvor man tjener opp cash points på hver enkelt flygning. Disse kan senere benyttes til å kjøpe nye flyreiser.

Sammen med lave byttekostnader og høy priselastisitet er kundenes forhandlingsmakt høy.

LEVERANDØRENE FORHANDLINGSMAKT

Flyselskapene er avhengig av en rekke eksterne tjenester. Blant de viktigste leverandørene er produsenter av fly og motorer, flyplassene og servicetjenestene på disse.

Det finnes svært få leverandører av fly og motorer i markedet. Norwegians to flyleverandører er Boeing og Airbus. Det er kun disse to leverandørene som levere flytyper innenfor segmentet til Norwegians. De to flyleverandørene driver nærmest duopol. Antall leverandører av flymotorer og av fly er lavt. Levetiden på motorene er en god del kortere enn flykroppen noe

²⁰ Norwegians årsrapport 2015

som medfører at motorer må overhales og byttes regelmessig. Blant de ledende motor leverandørene er General Electric, Rolls-Royce og Pratt and Whitney. For eksempel blir Boeing 787-Dreamliner levert med motorer fra General Electric og Rolls-Royce²¹.

Flyplassene i Norge og Europa drives nærmest som naturlige monopoler og er lite konkurransutsatt. I Norge er det hovedsakelig det statlig eide selskapet Avinor som eier flyplassene med unntak av noen få. Avinor eier 46 flyplasser i Norge og er ansvarlig for driften av flysikkerheten innenfor flynavigasjon igjennom det heleide selskapet Avinor Flysikring AS²².

Leverandører av andre servicetjenester som bakkeservice, rengjøring og catering er det som oftest ikke så veldig mange av på flyplassene. Byttekostnadene mellom disse veldig lave noe som vurderes som noe positivt (IATA 2013).

Forhandlingsmakten til leverandører er sterk ettersom det er få leverandører som fører til lav konkurranse mellom leverandørene.

OPPSUMMERING AV PORTERS FIVE FORCES

Analysen konkluderer med at lønnsomheten i flytransportbransjen er høyt presset sett ut ifra alle de fem kreftene. Dette betyr at det vil være utfordrende å øke lønnsomheten til flyselskapene.

MAKROANALYSE

For å kunne vurdere de fremtidige kontantstrømmene og verdien på Norwegian er det nødvendig å analysere makrofaktorene Norwegian er påvirket av. Ved å benytte analyseverktøyet PESTEL (Political, Economic, Sosial, Technological, Environmental and Legal) fåes en oversikt over de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale faktorene som er med å påvirke flybransjen.

²¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Boeing_737 (6.5.2016)

²² <https://avinor.no/konsern/om-oss/> (5.5.2016)

POLITISKE OG LEGALE FAKTORER

Flybransjen er strengt regulert av politiske og legale myndigheter. Blant de viktigste faktorene kan eksempelvis nevnes: skatteregulering, konkurranseregulering, sikkerhet knyttet til terror, krig og epidemiutbrudd etc.

Igjennom OECD-samarbeidet kommer det forslag til nye skattemodeller. Gjennom forhandlinger og diskusjoner blir landene så enige om nye skatteløsninger og skattereguleringer som deretter implementeres²³. Norwegian har baser og opererer i mange ulike land i verden, og nye skattereguleringer vil således påvirke lønnsomheten.

Blant tiltakene som er i ferd med å tre i kraft i Norge i dag er det omtalte flyseteavgiften. Flyseteavgiften er foreløpig satt til å være på 80 kr og vil medføre dyrere billettpriser. Avgiften skulle innføres 1. april 2016, men har blitt utsatt til 1. juni²⁴. Ifølge konkurransetilsynet vil avgiften føre til ulike konkurransefortrinn på innenriksflyginger ettersom at Widerøe har samarbeidsavtale med SAS. Samarbeidet vil eksempelvis kunne medføre at dersom man skal reise med Widerøe og deretter videre med SAS så betaler man kun flyseteavgiften en gang, men dersom man skal fly med Widerøe og deretter med Norwegian må man betale flyseteavgiften to ganger²⁵. Myndighetene arbeider nå med å finne løsninger på dette slik at det blir et bedre og mer rettferdig system.

Politiske reguleringer og lovgivninger gjennom EU og statlige myndigheter har ført til store endringer i flybransjen de senere årene. Både EU og statlige myndigheter er opptatt av å ivareta kundenes interesser og at det er konkurranse mellom flyselskapene. I løpet av 90-tallet ble det gjennomført en betydelig og suksessfull liberalisering av flybransjen og det ble gjennomført en rekke betydelige og store endringer. Det ble blant annet forbud mot å drive monopol med nasjonale flyselskaper. Før dette var flybransjen dominert av statseide flyselskaper og det var strenge reguleringer etter blant annet Chicago-konvensjonen i 1944 og Romatraktaten i 1958 (OECD 2014). Det var tidligere blant annet bestemt at flyselskapene skulle drives nasjonalt. Etter at det ble tilrettelagt for at nye selskaper lettere kunne etablere seg har det vært stor vekst

²³ <http://www.oecd.org/about/whatwedoandhow/> (5.5.2016)

²⁴ <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/svar-pa-spm.-912-fra-representanten-marianne-marthinsen/id2484742/> (lest 1.6.2016)

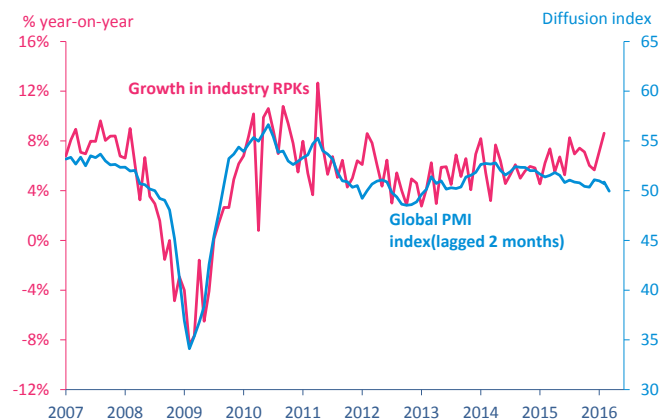
²⁵ http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/filer/aktuelt/vedlegg-til-nyheter/2015_0486-2horingsuttalelse---flypassasjeravgift.pdf (5.5.2016)

av blant annet lavprisselskaper. Et av eksemplene knyttet til konkurranseregulering var da konkurransetilsynet i Norge innførte forbud mot å benytte lojalitetsprogrammer som blant annet Eurobonus programmet til SAS. Konkurransetilsynet mente den gang at det hindret nye selskaper å etablere seg og at det dermed ville føre til mindre konkurranse. Dette har imidlertid senere blitt opphevet (OECD 2014).

ØKONOMISKE FAKTORER

Flybransjen er påvirket av en rekke makroøkonomiske faktorer. Blant de viktigste faktorene som er knyttet til lønnsomheten er flyreiser er finansiering, valuta, og drivstoffpriser.

Etterspørselen etter flytransport har hatt en stabil vekst gjennom de siste 6 årene. Det var en kraftig nedgang mellom 2008 og 2010 som skyldtes finanskrisen. Figur 7 nedenfor viser hvordan den globale veksten i inntekter per kilometer (RPK) korrelerer med den globale innkjøpsseksjonsindeksen (PMI) som viser til at flybransjen er konjunkturfølsom.



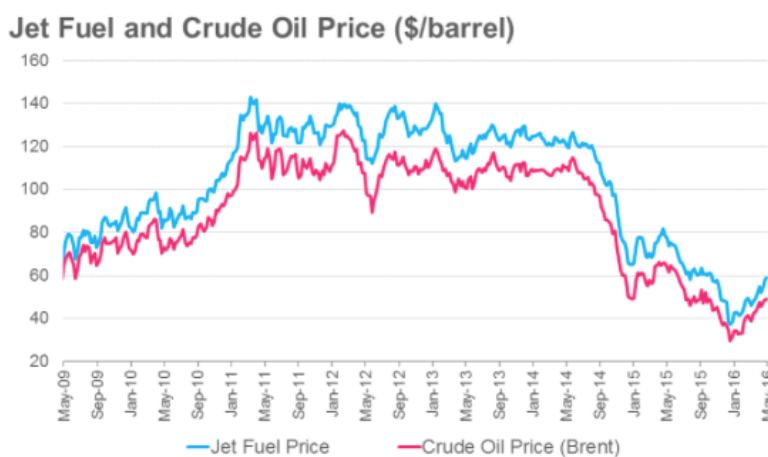
FIGUR 7: INNTEKTSVEKST PER KILOMETER (RPK) FLYBRANSJEN (IATA 2016)

Da flyselskaper har store midler bundet i investeringer i fly er de i meget stor grad påvirket av lånerente. Lånerenten vil også påvirke leasingkostnadene indirekte. De siste årene har som kjent rentenivået i USA, Europa og Norge vært historisk lavt som følge av svak økonomisk utvikling. Ettersom flybransjen har store lån vil en endring i renten påvirke finansieringskostnadene betydelig.

Norwegian er utsatt for betydelig valutarisiko ettersom drivstoff handles i USD og store deler av inntektene er annen utenlandsk valuta. Norwegian sikrer seg mot denne usikkerheten

igjennom *forward currency contracts* og *flexible forwards*²⁶. Dette er med på å stabilisere inntekten.

Drivstoffkostnadene til flyselskaper er en av de største kostandene og utgjør ca. 1/3 av de totale kostnadene. Norwegians drivstoffkostnader utgjorde 30 % i 2014 og 23 % i 2015 av de totale operasjonelle kostnadene²⁷. Reduksjonen fra 2014 til 2015 skyldes fall i oljeprisen. Det er for tiden mye usikkerhet knyttet til utviklingen i råoljeprisen. Råoljeprisen korrelerer sterkt med jetfuelprisene noe som er illustrert i Figur 8 under. Norwegian sikrer seg mot drivstoff igjennom forward kontrakter for å stabilisere kostnadene frem i tid²⁸.



FIGUR 8: CRUDE OIL PRICE VS. JET FUEL PRICE²⁹

SOSIALE FAKTORER

Etterspørselen etter reiser i turistmarkedet i Sør-Europa, Nord-Afrika og i Midtøsten har variert en del den siste tiden. Dette skyldes sannsynligvis flyktningkrisen og terroruro. Mange turister velger derfor å reise til tryggere og roligere steder. Det er også tendenser til økt innenlands feriering (IPK International 2015 , 7).

²⁶ Norwegians årsrapport 2015

²⁷ Norwegians årsrapport 2015

²⁸ Norwegians årsrapport 2015 s. 18

²⁹ <http://www.iata.org/publications/economics/fuel-monitor/Pages/price-development.aspx> (1.6.2016)

Det har vært en vekst i antall etablerte ruter i Europa på 4,5% i 2015 og i samme periode har veksten i antall internasjonale reisende vokst med 5%. (IPK International 2015)

TEKNOLOGISK UTVIKLING

Den teknologiske utviklingen har som tidligere påpekt vært i stor vekst de siste tiårene. Teknologisk utvikling er med på å effektivisere og kostnadsredusere flybransjen. Den nyeste teknologien på flyfronten er de nye flyene til Boeing og Airbus som har ført til et helt nytt nivå i innen flytransport. Blant de nye flyene er Boeings 787 Dreamliner, Boeing 737 MAX og Airbus A320 neo som er blant flyene Norwegian har i bestilling. Flyene gjør det mulig å fly vesentlig mer kostnadseffektivt samt at rekkevidden har økt³². Dette vil skape muligheter for etablering av ruter på lengre distanser og å ta flytransporten til et nytt nivå.

Flybransjen er også påvirket av teknologiske fremskritt innenfor effektivisering gjennom nye analyseverktøy som gjør det mulig for flyselskapene å gjøre bedre taktiske og strategiske valg. Ny innovasjon gjør det blant mulig å benytte ustrukturerte datasett. Disse analytiske verktøyene skaper økt profitt. Eksempler på hva dataanalysene kan brukes til er optimalisering av lojalitetsprogrammer, dynamisk prising og forretningsutvikling³³.

Sosiale medier har gjort det lettere for flyselskapene å kommunisere med kundene igjennom å markedsføre reiser via for eksempel Facebook. Digitalisering av billettsystemer og bookingsystemer har ført til økt effektivisering og de er i stadig utvikling.

MILJØMESSIGE FAKTORER

Flytransport er en lite miljøvennlige bransje med betydelig utslipp av miljøgifter. Det vil derfor være tenkelig at det vil bli satt inn flere tiltak for å bidra til å redusere utslippene. Flyseteavgiften som er i ferd med å innføres et godt eksempel på dette. Det er rimelig å forvente at andre lignende tiltak vil bli innført både nasjonalt og internasjonalt. Det vil likevel være vanskelig å si noe konkret av hvilke tiltak som blir satt i kraft i fremtiden og konsekvensene for bransjen.

³² <http://www.tu.no/artikler/norwegians-nye-737-kan-fly-oslo-new-york/230711> (lest 10.6.2016)

³³ <https://www.mercator.com/blog/3-technology-trends-transforming-airlines> (30.4.2016)

OPPSUMMERING

Det kommer frem i PESTEL analysen at flybransjen er strengt regulert gjennom nasjonale og internasjonale myndigheter. Myndighetene har interesse av at konkurransen opprettholdes. De regulerer også bransjen gjennom skatter og avgifter. Flybransjen er utsatt for usikkerhet rundt drivstoffkostnader og valuta. Flybransjen er også konjunkturfølsom. Lave renter har ført til gunstige lånevilkår den siste årene. Den teknologiske utviklingen har vært stor og bidratt til å effektivisere flybransjen.

INTERNANALYSE

Under internanalysen benyttes Barneys VRIO-analyse (Valuable, Rare, costly to Imitate, Organized to capture value) (Barney 1995). For å kunne si noe om Norwegians evne til å skape verdier ut over gjennomsnittet i bransjen er det nødvendig å analysere de interne ressursene. For å vurdere om Norwegian har evne til å skape verdier utover snittet i bransjen kan en gjøre en vurdering av de viktigste ressursene. Sentrale spørsmål som da må besvares er: 1) Er de verdifulle?, (2) Er de sjeldne?, (3) Er de lett å kopiere? og til slutt: (4) Er de organisert optimalt? Under den interne analysen er dette vurdert.

NORWEGIANS FLYFLÅTE

Norwegian har verdens mest drivstoffeffektive flyflåte. Flyflåten har en gjennomsnittsalder på kun 3,6 år (per 1.1.2016), noe som er lavt sammenlignet med resten av bransjen. Blant annet er gjennomsnittsalderen til SAS, Ryan air, Easyjet og Lufthansa er 11,1 år, 6,4 år, 6,6 år, og 10,9 år³⁴. I tillegg har Norwegian 8 Boeing 787 Dreamlinere og 31 i bestilling (verdens mest avanserte passasjerfly³⁵), som er 20% mer kostnadseffektive enn andre fly³⁶. Norwegian har også bestilt 100 Boeing 737 MAX og 100 Airbus A320 NEO som er helt nye flytyper med vestlig lavere drivstofforbruk og forlenget rekkevidde. Samtidig er det mange andre flyselskap (blant

³⁴ <http://www.airsafe.com/events/airlines/fleetage.htm> (lest 10.6.2016)

³⁵ <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/flyene/> (lest 10.6.2016)

³⁶ <http://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/miljo/> (lest 18.5.2016)

annet Ryanair) som også har disse flytypene og/eller har de i bestilling. Ettersom Norwegian har verdens mest drivstoffeffektive flåte vil dette være med på å redusere prisene og øke marginene sammenlignet med konkurrentene. Den nye teknologien vil gi Norwegian et konkurransefortrinn på kort sikt, men på lengere sikt vil sannsynligvis konkurrentene også kjøpe disse flytypene og konkurransefortrinnet dermed kunne svekkes.

AOC (AIR OPERATOR CERTIFICATE)

Norwegian har i dag fire AOC lisenser som er nødvendig for å kunne drive flytransport. I 2013 søkte Norwegian AOC lisens i USA igjennom det irske datterselskapet Norwegian air International (NAI). Norwegian har fått et foreløpig ja, men venter fremdeles på en endelig godkjenning. Norwegian har i dag mulighet til å drive flytransport til og fra USA den norske lisensen de har i dag, men denne har en del begrensninger. Fordelen med den nye lisensen er at det vil være mulig å fly til fra Europa til USA og videre til Sør-Afrika med samme fly³⁷. Dette vil åpne nye muligheter og være verdifullt for Norwegian.

MERKEVARENAVN

Som nevnt under presentasjonen av Norwegian har selskapet opparbeidet seg et sterkt merkevarenavn. Et sterkt merkevarenavn vil være kostbart å kopiere, vil være svært verdifullt for selskapet og det vil være en fordel under det store satsingen til Norwegian.

OPPSUMMERING

Norwegian er sammen med sin verdifulle og moderne flyflåte, AOC og sterke merkevarenavn godt tilpasset konkurransen, og er godt posisjonert til å opprettholde lønnsomheten og møte konkurransen de nærmeste årene.

³⁷ <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-faar-foreloepig-ja-paa-usa-soeknad/23660339> (18.5.2016)

	Verdifull	sjelden	Kostbar å kopiere	Optimalt organisert
Flyflåte	JA	JA	NEI	JA
AOC	JA	JA	NEI	JA
Merkevarnavn	JA	JA	JA	JA

FIGUR 9: VRIO

OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN

Under den strategiske analysen ble det utført en Porter analyse, en PESTEL analyse og en VRIO analyse. Ut ifra Porter analysen kommer det frem at lønnsomheten i flytransportbransjen er hardt presset. Det vil bety at det vil være vanskelig å øke lønnsomheten på sikt. PESTEL analysen viser til at flybransjen er sterkt regulert igjennom nasjonale og internasjonale myndigheter. Flybransjen er også påvirket av flere økonomiske faktorer som valutasvingninger, drivstoffpriser og finansieringskostnader som er med på å påvirke lønnsomheten. VRIO analysen viser at Norwegian har ressurser til å opprettholde en god posisjon ved økt konkurranse.

FINANSIELL ANALYSE

Dette kapitlet omhandler regnskapsanalysen. Innledningsvis forklares kort regnskapets kvalitet og hvorfor det vil være nødvendig å omgruppere balansen og normalisere regnskapet. Deretter følger en omgruppering av balansen og en normalisering av de operasjonelle regnskapstallene før netto finansielle eiendeler/forpliktelser blir beregnet. Til slutt utføres en regnskapsanalyse som senere danner grunnlaget for de fremtidige kontantstrømmene i verdsettelsesmodellen.

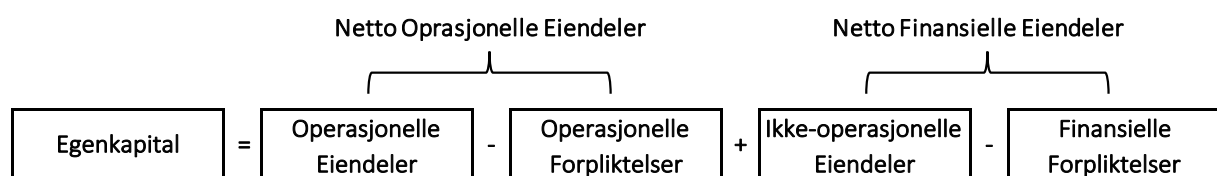
REGNSKAPETS KVALITET

Et tradisjonelt finansregnskap er ikke organisert slik at det er mulig å gjøre en verdivurdering direkte fra regnskapet. Regnskapet skiller ikke mellom operasjonelle og finansielle tall og det vil derfor være nødvendig å skille mellom disse før analysen utføres og prognostiseringen av de fremtidige frie kontantstrømmene (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 133).

Omgrupperingen av balansen gjøres for å finne hvilke eiendeler som skaper verdier i driften. Normalisering av driftsresultatet er nødvendig å gjennomføre ettersom det ofte inkluderer finansielle poster som må tas ut for å danne et riktig bilde av hva de operasjonelle eiendelene skaper av verdier.

OMGRUPPERING AV BALANSEN

Ved å diskontere de frie kontantstrømmene i en DCF-verdsettelse estimeres de operasjonelle eiendelene og forpliktelsen for hele virksomheten. Egenkapitalverdien er deretter beregnet ved å trekke fra netto finansielle eiendeler/forpliktelser (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 133-149).



FIGUR 10. BEREGNING AV EGENKAPITAL (KILDE: TATT UTGANGSPUNKT I KOLLER OG LAGET SELV)

Å skille hva som er operasjonelt og hva som ikke er operasjonelt i regnskapet kan være både utfordrende og krevende ettersom det ikke alltid er innlysende hva som inngår hvor (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 138). I dette avsnittet er leasingkostnadene til Norwegian kapitalisert slik at de deretter kan bli behandlet som finansiell gjeld. Deretter vil de operasjonelle eiendelene og forpliktelsene bli beregnet for så å beregne investert kapital. Til slutt er de netto finansielle eiendeler/forpliktelser pr. 31.12.2015 beregnet og danner grunnlaget for beregning av egenkapitalen.

KAPITALISERING AV OPERASJONELLE LEASINGKOSTNADER

Leasing deles inn i de to kategoriene finansiell leasing og operasjonell leasing. Finansielle leasing forpliktelser er balanseført som eiendel og gjeld i balansen og kostnadsført gjennom avskrivninger og finansielle kostnader. Operasjonell leasing er ikke balanseført og kun

behandlet som en driftskostnad. Det har vært nødvendig å kapitalisere de operasjonelle leasingkostnadene for å få et riktig bilde av Norwegians kapitalstruktur og driftsresultat. Leasingkostnadene inkluderer finansielle kostnader og må bli tatt ut av driftsresultatet. Operasjonelle leasingkostnader vil føre til at driftskostnadene blir for høye ettersom de inkluderer finansielle kostnader. Samtidig vil balansen til Norwegian bli undervurdert (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 577). Nedenfor er kapitalisering av leasingkostnader utført ved hjelp av to metoder. Den første ved å beregne nåverdien av alle fremtidige leasing forpliktelser oppgitt i årsregnskapet og den andre ved å benytte en multiplikator mot leasingkostnadene. Kapitaliseringen er utført for alle de historiske regnskapsårene i analysen.

Den første metoden summerer nåverdien av alle fremtidige leasingforpliktelser som oppgitt i notene til årsrapporten (A. Damodaran, Leases, Debt and Value 2009). I beregningene av nåverdien av de fremtidige forpliktelsene er det anvendt den effektive renten til finansiell leasing som oppgitt i notene til årsrapportene i de ulike årene. I 2015 var det ingen finansiell leasing, det ble derfor forutsatt å benytte renten for 2014 i 2015. Dette vurderes i denne evalueringen til å gi et godt bilde av finansieringskostnadene forbundet med leasingen. Beregningene for perioden 2008-2015 ligger i vedlegg 1. Metoden er kritisert av mange fordi den systematisk undervurderer verdien av eiendelene da den ikke tar hensyn til restverdiene når kontrakten termineres (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 584).

Den andre metoden beregner verdien av eiendelene ved å ta utgangspunkt i leasingkostnadene oppgitt i driftsresultatet. Formelen nedenfor illustrer hvordan verdien av eiendelen beregnes der k_G er finansieringskostnaden og «levetid» er levetiden på eiendelen. Det siste leddet representerer en multiplikator. Ratingbyråer benytter ofte en bransjemultiplikator til å beregne verdien av eiendelene. Ratingbyrået Moody's benytter en bransje multiplikator på 5 ved beregning av kapitalisert leasing i flyselskaper (Moody's 2015, 55). Ved å regne ut det siste leddet i formelen med tall basert på Norwegians årsregnskap i 2015 får man en multiplikator på 11. Norwegian har oppgitt at den totale levetiden på flykroppene er 25 år. Den effektive finansielle leasingkostnaden i k_G er satt til 4,4% per år³⁸ og det er videre forutsatt at den gjenværende levetiden på fly er ca. 21 år (25 år – 3,6 år).

³⁸ Norwegians årsrapport 2015 note 22. s. 56

$$\text{Verdi av eiendel}_{t-1} = \text{leasingkostnad}_t \frac{1}{k_G + \frac{1}{\text{levetid}}}$$

FORMEL 3: KAPITALISERT LEASING (KOLLER, GOEDHART OG WESSELS 2010, 583)

Multiplikatoren regnet ut ifra Norwegians oppgitte tall og Moody's bransjemultiplikator avviker en god del. Sett i sammenheng med verdiene regnet ut i metode 1 er det for enkelhets skyld valgt å gjøre en forutsetning i denne analysen om at faktoren/multiplikatoren skal være gjennomsnittet av de to som altså blir 8. Det vil også være rimelig å anta at levetiden vil trekkes ned ettersom at flymotorene har kortere levetid. Denne multiplikatoren på 8 er benyttet i hele analyseperioden ettersom det ikke har vært mulig å finne en bransjemultiplikator for alle de tidligere årene. Det er valgt å benytte den høyeste verdien av de to metodene med unntak av 2015. Her er forskjellen i verdi ca. 17,1 milliarder kr. Dette skyldes at de fremtidige leasingforpliktelsene inkluderer fly som ennå ikke er levert. Norwegian får levert nærmere 80 nye fly de neste 3 årene. Disse flyene er per i dag ikke en del av den operasjonelle driften. Fordi de ikke vil ha noen verdi for driften i dag vil de klassifiseres som ikke operasjonelle frem til de er levert. Netto verdien av finansielle eiendeler og forpliktelser på disse flyene vil derfor være null frem til levering. I tillegg vil avkastning på investert kapital bli urealistisk dersom de blir antatt å være operasjonelle. Verdien på den kapitaliserte leasingen pr 31.12.15 er **17,7 milliarder**. Fullstendige utregninger ligger i vedlegg 1. Tabell 1 nedenfor viser kapitalisert leasing for perioden 2008-2015 for begge metodene.

(Tall i millioner)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Metode 1	2 086	3 231	4 526	9 840	11 409	11 798	15 306	34 834
Metode 2	3 413	4 961	6 227	6 637	8 263	10 275	14 768	17 706

TABELL 1: KAPITALISERT LEASING

I kapitaliseringen av leasingkostnadene til biler og eiendom har jeg valgt å benytte bransjemultiplikatoren til Moody's på 5. Denne posten er såpass liten at den vil ha liten betydning på den totale verdien av selskapet. Beregningene vises i vedlegg 1.

OMGRUPPERT BALANSE

Omgruppering av balansen er nødvendig for å beregne den investerte kapitalen som er anvendt i regnskapsanalysen. Den investerte kapitalen er summen av varige driftsmidler, arbeidskapital og immaterielle eiendeler som er å oppfatte som operasjonelle (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 139). Omgrupperingen av balansen har også vært nødvendig for å beregne verdien av netto finansielle eiendeler/forpliktelser som trekkes fra selskapets verdi for å beregne egenkapitalverdien. Først er den operasjonelle balansen beregnet og deretter de netto finansielle eiendelene/forpliktelsene.

OPERASJONELL BALANSE

I dette avsnittet er de operasjonelle postene i balansen gjennomgått. Først vises en gjennomgang av arbeidskapitalen og deretter en gjennomgang de langsiktige balansepostene. Nedenfor er en detaljert beskrivelse av balansen som oppsummeres i tabell 2 i slutten av avsnittet.

Den operasjonelle arbeidskapitalen er nettosummen av de operasjonelle kortsiktige eiendelene og forpliktelsene. Overskuddslikviditet og likvide verdipapirer skal ikke inkluderes i den operasjonelle arbeidskapitalen (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 139-142). Noe kontanter må antas å regnes som operasjonelle ettersom det skal betales løpende regninger. Mengden av hva som vil antas å være operasjonelt er noe forskjellig fra de ulike bransjene. I notene i årsregnskapet kommer det ikke frem hvor mye som er antatt å utgjøre operasjonelle kontanter. En tommelfingerregel som ofte benyttes er å beregne operasjonelle kontanter til 2% av inntektene (Damodaran 2005, 12-13). Denne tommelfingerregelen er en grov antakelse ettersom at det vil variere en del fra de forskjellige bransjene. Bransjer med høy volatilitet vil ha behov for mer likvider. Det forutsettes at operasjonelle kontanter i dette tilfellet er noe høyere og er derfor satt til 3% av inntektene. Denne verdien var 674,7 millioner kr i 2015 (se Tabell 2 under).

"Air traffic settlement liabilities" er kortsiktige operasjonelle forpliktelser som følge av at Norwegian har fått betalt for flyreisen før den er levert. Dette er også med på at arbeidskapitalen blir negativ.

Operasjonelle varige driftsmidler/forpliktelser inkluderer kun de eiendelene som er inkludert i den operasjonelle driften. Dette er bygninger, fly, materiell og utstyr samt immaterielle eiendeler. Eiendeler som er holdt til salgs blir ikke inkluderes og regnes derfor

som finansielle. Verdien av den kapitaliserte leasingen av fly, eiendom og biler blir lagt til som operasjonell eiendeler.

Under immaterielle eiendeler ligger blant software til billettsystemer, goodwill opptjent ved kjøp av virksomheter som blant annet Norwegian Air Shuttle Sweden AB, merkevarenavn og Air Operating Certificate (AOC)³⁹. Alle immaterielle eiendeler antas å være operasjonelle.

”Provision for periodic maintenance” er avsetninger i forbindelse med vedlikehold og overhalling av fly som er leaset. I henhold til leasingkontrakten er Norwegian forpliktet til å følge vedlikeholdsprogrammet til Boeing og estimatene er beregnet på grunnlag av det⁴⁰. Disse avsetningene kategoriseres som operasjonelle.

”Trade and other receivables” leverandørgjeld i tillegg til andre fordringer. De antas å være operasjonelle. Under note 21 er posten *”other short-term provisions”* noe uklar men den er i denne analysen antatt å være operasjonell.

Investert kapital er summen av arbeidskapitalen og operasjonelle varige driftsmidler/forpliktelser og har en verdi på 32 496 759 per 31.12.2015. I Tabell 2 nedenfor vises den operasjonelle balansen.

³⁹ Norwegians årsrapport 2015 note 10 s. 45

⁴⁰ Norwegians årsrapport 2015 note 19 s.53

Operasjonell balanse (tall i 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Non-current assets								
Intangible assets	198 074	190 543	210 293	236 216	237 774	225 270	206 826	206 675
Aircraft, parts and installations on leased a	523 676	974 892	2 092 136	3 869 159	5 579 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706
Equipment and fixtures	31 014	30 905	26 175	31 991	58 476	72 972	83 687	79 508
Buildings	3 933	3 933	9 525	9 525	9 525	14 966	252 236	285 674
Financial lease asset	-	26 092	31 203	27 882	24 562	21 242	19 234	-
Other receivables	32 404	26 391	53 242	113 061	135 562	199 036	421 060	501 811
Leasing (fly)	3 412 776	4 960 912	6 637 336	9 839 687	11 408 511	11 797 843	15 306 336	17 706 008
Leasing (Biler og eiendom)	96	106	251	140	230	239	299	316
Total non-current assets	4 201 973	6 213 774	9 060 161	14 127 661	17 454 397	19 858 274	28 817 610	37 287 698
Current assets								
Inventory	34 214	40 825	66 191	81 994	68 385	74 135	82 851	70 241
Trade and other receivables	914 379	829 893	842 143	1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716
Cash and cash equivalents (operating)	186 792	219 276	257 930	315 966	385 771	467 386	586 201	674 734
Total current assets	1 135 385	1 089 994	1 166 264	1 470 457	1 550 714	2 164 600	2 842 574	3 295 691
Total assets	5 337 358	7 303 768	10 226 425	15 598 118	19 005 111	22 022 875	31 660 184	40 583 389
LIABILITIES								
Non-current liabilities								
Provision for periodic maintenance	114 090	70 336	94 961	81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513
Total non-current liabilities	114 090	70 336	94 961	81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513
Short term liabilities								
Trade and other payables	694 832	746 549	1 063 436	1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566
Air traffic settlement liabilities	598 162	792 713	954 232	1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428
Tax payable	267	111 158	976	488	-	-	2 211	32 123
Total short term liabilities	1 293 261	1 650 420	2 018 644	2 439 749	3 304 636	4 516 210	5 648 083	6 909 117
Total liabilities	1 407 351	1 720 756	2 113 605	2 521 614	3 479 942	4 928 947	6 483 563	8 086 630
Invested capital	3 930 007	5 583 012	8 112 820	13 076 504	15 525 169	17 093 928	25 176 621	32 496 759
Average		4 756 509	6 847 916	10 594 662	14 300 836	16 309 548	21 135 274	28 836 690
Working capital	- 157 876	- 560 426	- 852 380	- 969 292	- 1 753 922	- 2 351 610	- 2 805 509	- 3 613 426

TABELL 2: OPERASJONELL BALANSE

NETTO FINANSIELLE EIENDELER/FORPLIKTELSE

I dette avsnittet er de netto finansielle eiendelene/forpliktelsene beregnet. Disse trekkes så fra selskapsverdien ved beregning av egenkapitalen. Netto finansielle eiendeler/forpliktelser inkluderer finansielle poster og engangsposter samt poster som beregnes separat fra driften som i utgangspunktet er å oppfatte som operasjonelle. Tabell 3 under viser summen av nettofinansielle eiendeler. Deretter følger en detaljert forklaring av alle postene.

(NOK 1000)			
Finansielle eiendeler		Finansiell forpliktelse	
Tax loss carry forward	150 000	Pension obligation	134 516
Financial assets available for sale	82 689	Other long term liabilities	80 338
Investment in associate	328 127	Borrowings	16 543 405
Prepayment to aircraft manufacturers	5 939 281	Short term part of borrowings	3 041 388
Inventory	33 900	Derivative financial instruments	782 523
Cash and cash equivalents	1 779 426	Capitalized operating leases	17 706 324
Totale finansielle eiendeler	8 313 423	Total finansielle forpliktelse	38 288 494
		Netto finansielle eiendeler/forpliktelse	-29 975 071

TABELL 3: NETTO FINANSIELLE EIENDELER/FORPLIKTELSE

Fremførbart underskudd er en opptjent fordel som følge av tidligere års tap. Denne behandles separat som en finansiell eiendel (Koller et. Al, 2010, 555). Utsatt skattefordel ligger under ”deffered tax assets” i balansen med en verdi på ca. 715 millioner kr⁴¹. Verdien av fremførbart underskudd beregnes med grunnlag på når den kan bli utnyttet. (Kaldestad og Møller 2011, 142) Sett i forhold til Norwegians historiske resultat er det her antatt at fremførbart overskudd vil kunne bli utnyttet i løpet av 5 år. Dette gir en verdi på ca. 150 millioner kr.

Utsatt skatt og utsatt skattefordel er forskjellen mellom de skattemessige og regnskapsmessige avskrivningene. Verdien av utsatt skatt er den verdien selskapet må betale i skatt dersom man selger selskapets eiendeler i dag. Med en forutsetning om at selskapet lever til «evig tid» betales aldri denne skatten. Verdien av utsatt skatt forutsettes til å være null (Kaldestad og Møller 2011, 141).

Forskuddsbetaling til fabrikkene behandles som finansielt. Denne summen er ikke en del av driften før flyene og motorene er levert.

Varelageret er hovedsakelig relatert til den operasjonelle driften. I note 14⁴² kommer det frem at det i forbindelse med vedlikehold ble det tatt deler ut av noen flymotorer som nå ligger til salg i annenhåndsmarkedet. Disse delene har en kostpris på 33,9 millioner kr. Dette er noe som regnes som en engangshendelse som gir en kontantutbetaling og behandles følgelig som finansiell. Dette er også justert for i den operasjonelle balansen.

Overskuddslikviditet inkluderer kun kontanter som ikke antas å være operasjonelle. Beregning av operasjonelle kontanter ble gjort tidligere i kapitlet. Verdien av overskuddslikviditet ble beregnet til 1,78 milliarder kroner. Dette er beregnet ved å trekke de operasjonelle kontantene fra kontantene som oppgitt på konto pr. 31.12.2015.

Pensjonsforpliktelser er allerede opptjente midler til Norwegians pensjonsprogram. Pensjonskostnader er operasjonelle det året de blir kostnadsført. Pensjonsforpliktelser er å betrakte som finansielle ettersom at de ikke lenger har noe med driften å gjøre. Størrelsen har likevel betydning ved beregning av egenkapitalen og trekkes derfor fra ved beregning av denne

⁴¹ Norwegians årsrapport 2015 note 9 s. 44

⁴² Norwegians årsrapport 2015 note 14 s.49

(Koller, Goedhart og Wessels 2010, 586-587). Verdien beregnes til markedsverdien av alle pensjonsforpliktelsene og er 134,5 millioner kr. pr 31.12.2015⁴³.

Annen langsiktig gjeld på 80 338 millioner er innskudd på fremtidige leasing av fly og behandles som finansiell.

Finansielle derivater behandles som finansielle eiendel/gjeld avhengig av om det er gevinst eller tap. I årsrapporten til Norwegian blir gevinst og tap ført over driftsresultatet. Under normalisering av resultatet senere i kapittelet tas disse ut og behandles som finansielle poster.

Kapitalisert leasing behandles som rentebærende gjeld. Kapitalisert leasing inkluderer fly, eiendom og biler.

NORMALISERING AV OPERASJONELLE REGNSKAPSTALL

Finansregnskap er organisert på den måten at de inkluderer både operasjonelle og finansielle tall. Når man skal benytte regnskapet i en verdivurdering er man nødt til å skille mellom operasjonelle, ikke-operasjonelle og finansielle elementer. Hensikten med å normalisere regnskapstallene er å få et mest mulig realistisk bilde av virksomhetens kostnader og inntekter før de analyseres og skal danne grunnlag for de fremtidige kontantstrømmene (Koller et. Al, 2010, 133). Under driftsresultatet i finansregnskapet kan kostnader som er behandlet som operasjonelle være å definere som finansielle kostnader. Eksempler på dette er leasingkostnader og pensjonskostnader. Det er nødvendig å sjekke i notene om det finnes engangskostnader som ikke vil gjentas i fremtiden (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 560). Tabell 4 under viser de normaliserte regnskapstallene til Norwegian. Deretter følger en detaljert beskrivelse av kostnadene som er korrigert.

⁴³Norwegians årsrapport 2015 note 18 s.52

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Passenger transport	3 956 081	5 641 533	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622	18 505 762
Ancillary revenue	212 049	463 609	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 495	1 757 887	2 727 439	3 275 289
Other revenues	58 072	121 271	131 129	162 172	206 688	234 624	371 871	557 978	702 493
Total revenues	4 226 202	6 226 413	7 309 189	8 406 339	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544
Sales and distribution expenses	94 162	115 251	149 415	167 859	198 930	274 954	339 376	469 111	612 286
Aviation fuel	980 985	2 006 248	1 423 328	2 092 859	3 093 514	3 740 508	4 707 203	6 321 053	5 184 475
Airport charges	601 556	841 999	1 037 716	1 295 913	1 561 369	1 730 217	2 182 645	2 723 910	2 949 313
Handling charges	404 236	615 740	722 658	863 551	982 191	1 077 334	1 339 417	1 854 844	2 336 785
Technical maintenance expenses	411 936	574 077	659 796	697 196	711 597	792 565	927 820	1 290 035	1 716 547
Other aircraft expenses	324 130	312 815	325 371	405 787	441 657	482 932	589 742	855 231	826 391
Total operational expenses	2 817 005	4 466 130	4 318 284	5 523 165	6 989 258	8 098 510	10 086 203	13 514 184	13 625 797
Wages and salaries	462 575	682 882	762 772	988 527	1 070 267	1 125 536	1 404 665	1 480 795	1 598 875
Social security tax	78 454	121 525	138 472	169 173	198 496	226 133	256 165	261 621	270 869
Pension expenses	62 273	119 347	132 824	147 285	204 770	274 825	128 138	207 950	223 383
Employee stock options	1 559	6 232	8 437	7 100	8 844	-	9 379	14 477	7 141
Other benefits	23 635	31 448	39 439	39 533	65 823	74 591	103 784	150 958	185 744
Hired crew personnel	47 470	113 087	215 695	173 051	282 034	388 071	575 690	1 087 764	1 140 810
Total payroll	675 966	1 074 521	1 297 639	1 524 669	1 830 234	2 089 156	2 477 821	3 203 565	3 426 822
Depreciation, amortisation and impairment	74 044	129 611	148 882	186 707	293 950	385 244	529 825	748 138	1 133 287
Leasing depreciation	118 108	170 652	248 060	311 398	492 003	570 456	589 924	765 357	885 342
Other operating expenses	221 539	318 075	396 037	397 685	472 880	534 290	733 271	1 049 517	1 263 122
Total operating expenses	3 906 662	6 158 988	6 408 902	7 943 624	10 078 325	11 677 656	14 417 044	19 280 761	20 334 370
Operating profit	319 540	67 425	900 287	462 715	450 395	1 163 535	1 094 174	259 278	2 149 174
Depreciation, amortisation and impairment	74 044	129 611	148 882	186 707	293 950	385 244	529 825	748 138	1 133 287
Leasing depreciation	118 108	170 652	248 060	311 398	492 003	570 456	589 924	765 357	885 342
EBITDA	511 692	367 687	1 297 229	960 820	1 236 348	2 119 235	2 213 923	1 772 773	4 167 803
EBITDA margin %	12 %	6 %	18 %	11 %	12 %	17 %	14 %	9 %	19 %

TABELL 4: NORMALISERTE REGNSKAPSTALL

Leasingkostnader er tatt ut av driftsresultatet. Avskrivninger på kapitalisert leasing er beregnet ut ifra hvor mange år leasingforpliktelsene gjelder.

Pensjonskostnadene i finansregnskapet består av både operasjonelle og finansielle kostnader. Det er derfor nødvendig å skille ut de finansielle kostnadene. Dette er gjort ved å trekke ut pensjonskostnadene og deretter legge til de driftsrelaterte kostnadene som arbeidsgiveravgift, servicekostnader og amortiserte kostnader (nåverdien) for årets opptjening (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 589-589) Norwegians pensjonsordning består av både ytelsespensjon og innskuddspensjon. Disse behandles separat i finansregnskapet. Ytelsespensjon har både operasjonelle og finansielle kostnader i finansregnskapet. Innskuddspensjon er det kun operasjonelle kostnader. I 2014 var de totale operasjonelle pensjonskostnadene 207,95 MNOK.

Annen inntekt er å betrakte som ikke-operasjonelle inntekter og som ikke vil gjentas i fremtiden. Det kommer frem i note 4 i Norwegians årsregnskap mellom 2009-2014 at ”Annen inntekt” er relatert til en kompensasjon i forbindelse med et søksmål mot SAS og for salg av driftsmidler.

Andre netto tap/gevinst er relatert til gevinst og tap på finansielle eiendeler. De aktuelle finansielle eiendelene er derivater relatert til flydrivstoff og valutasikring. Dette blir behandlet som finansielle kostnader og inntekter og blir tatt ut av driftsresultatet.

REGNSKAPSANALYSE

For å kunne vurdere Norwegian finansielle situasjon på en god måte er det gjennomført en regnskapsanalyse. Det er denne analysen som så er lagt til grunn for estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene. Den finansielle analysen er delt inn i tre hoveddeler; *Likviditetsanalyse, lønnsomhetsanalyse og inntektsanalyse.*

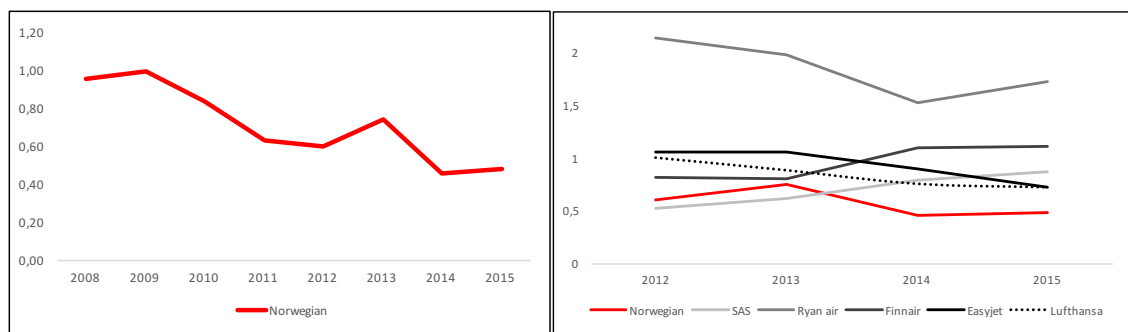
LIKVIDITETSANALYSE

Likviditetsanalysen er delt inn i to kategorier; *kortsiktig likviditet* og *langsiktig likviditet*. Likviditeten til selskapet sier noe om selskapets evne til å betale regninger og selskapets muligheter til å investere i nye fremtidige prosjekter (Petersen og Plenborg 2012, 150). Under kortsiktig likviditetsanalyse er det i denne analysen benyttet likviditetsgrad 1 og operasjonelle kontantstrømmer i forhold til kortsiktige forpliktelser. Under langsiktig likviditet er det benyttet gjeldsgrad og gjeldandel.

KORTSIKTIG LIKVIDITET

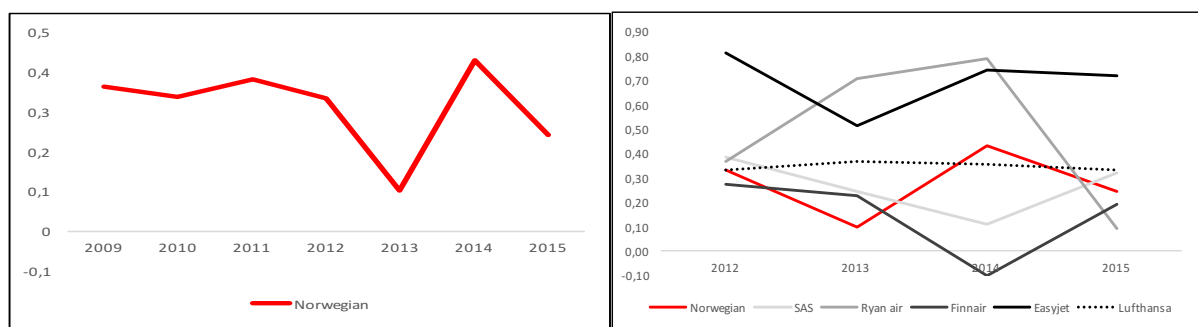
Det finnes flere varianter av likviditetsgradene. Likviditetsgrad 1 er definert som omløpsmidler dividert på kortsiktige forpliktelser. Likviditetsgrad 2 inkluderer ikke varelager. Ettersom varelageret til Norwegian er relativt lite i forhold til de totale omløpsmidlene er det i denne analysen anvendt på likviditetsgrad 1. Figur 11 under viser at likviditeten til Norwegian har blitt redusert de siste årene og sammenlignet med konkurrentene har Norwegians likviditetsgrad også ligget lavere de siste årene. I balansen til Norwegian har postene "*Air traffic settlement liabilities*" og "*short term part of borrowings*" kortsiktige lån økt en del de to årene uten at omløpsmidler har økt. Norwegians strategi om å ekspandere flyflåten er årsaken til at den kortsiktige likviditeten har vært svak de siste årene⁴⁴. En tommelfingerregel her er at likviditetsgrad 1 bør ligge på 1. Dette er bransjeavhengig. Konkurrentene til Norwegian ligger alle relativt nært 1 med et unntak av Ryan Air som skiller seg sterkt ut.

⁴⁴ Norwegians årsrapport 2015 s. 18



FIGUR 11: LIKVIDITETSGRAD 1 (ÅRLIGE TALL)

Et alternativt likviditetsmål som antas å være et bedre mål enn likviditetsgrad 1 er selskapets evne til å dekke de kortsiktige forpliktelsene via selskapets operasjonell kontantstrøm (Petersen og Plenborg 2012, 157). Operasjonelle kontantstrømmer er definert som EBITDA minus endring i arbeidskapital dividert på kortsiktig gjeld. Figur 12 viser at det stor variasjon de ulike årene. Norwegian har negative operasjonelle kontantstrømmer som følge av store negative endringer i arbeidskapitalen. Som nevnt over skyldes dette kjøp av fly og det forventes at likviditeten vil være svak også de nærmeste årene fremover. Ut ifra de volatile kontantstrømmene er det vanskelig å gi en konkret konklusjon på hvilke av selskapene som har best likviditet. Lavkostselskapene som Ryan Air og EasyJet har betydelig bedre likviditet en de resterende selskapene med unntak av en reduksjon for Ryan Air det siste året.

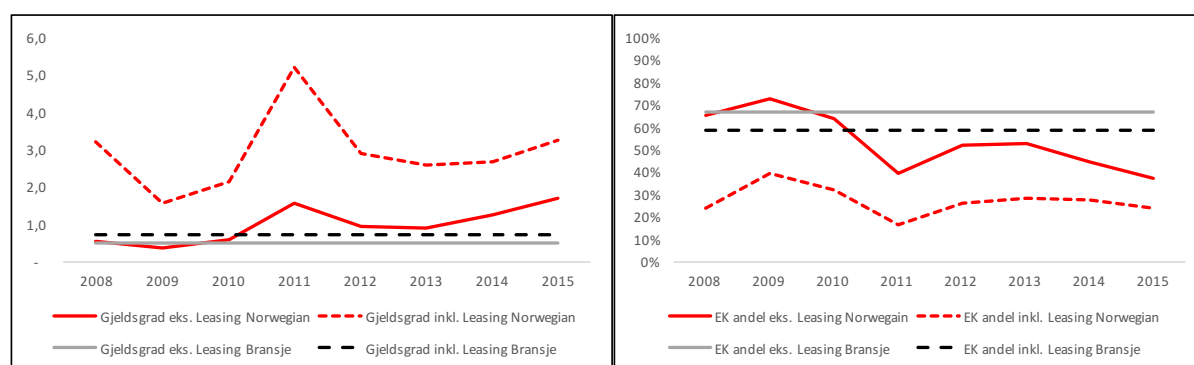


FIGUR 12: OPERASJONELL KONTANTSTRØM TIL KORTSIKTIGE FORPLIKTELSE (ÅRLIGE TALL)

LANGSIKTIG LIKVIDITET

Under langsiktig likviditet benyttes gjeldsgraden og egenkapitalandelen. Gjeldsgraden er gjeld i forhold til egenkapital og egenkapitalandelen er egenkapitalandel i forhold til total kapital. I

beregningene er det benyttet markedsverdien av egenkapitalen og bokført verdi på gjelden. Bransjetallene er fra den europeiske flybransje og er hentet fra Damodarans hjemmeside⁴⁵. Det er benyttet tall fra 2016, og det forutsettes for enkelhets skyld at kapitalstrukturen i bransjen har vært lik i hele perioden. Norwegians kapitalstruktur er vist i Figur 13 og viser at Norwegian har en vesentlig lavere egenkapitalandel enn resten av bransjen. Gjeldsandelen har økt de siste årene, noe som har medført økt finansiell risiko. Den gjennomsnittlige kapitalstrukturen i bransjen inkluderer både lavkostselskaper og nettverksselskaper. Tallene vil derfor være forbundet med noe usikkerhet.



FIGUR 13: GJELDSGRAD OG EGENKAPITALANDEL

LØNNSOMHETSANALYSE

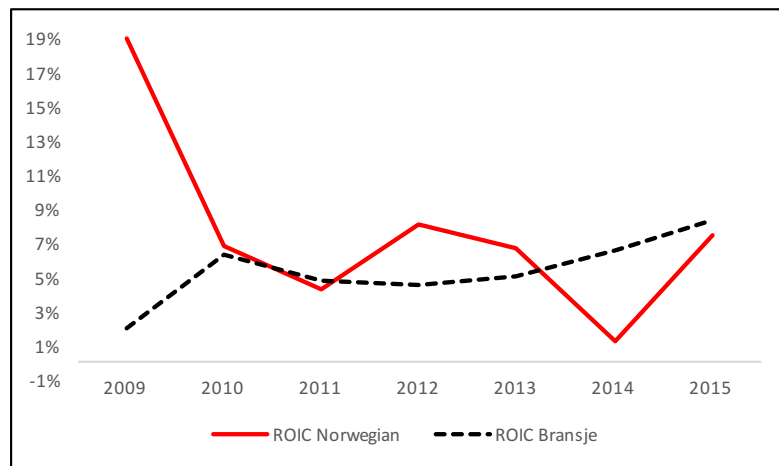
Under denne analysen er det fokusert på avkastning på investert kapital (ROIC) og avkastning på egenkapitalen (ROE) (Petersen og Plenborg 2012, 93-120). Dette gir et bilde på Norwegians evne til å skape verdier på den investerte kapitalen og på avkastning til investorene.

ROIC gir en formening om hvor mye selskapet klarer å skape av avkastning på den investerte kapitalen. Et selskap med høy ROIC vil være mer attraktiv for kreditorer å låne penger til og vil derfor føre til lavere kapitalkostnader som vil påvirke verdien til selskapet (Petersen og Plenborg 2012, 94). Ved beregning av ROIC er det benyttet netto operasjonelle eiendeler inkludert kapitalisert leasing og leasingavskrivninger. Norwegians ROIC har vært varierende de siste årene, noe som er illustrert i Figur 14. Bransjetallene er hentet fra IATA⁴⁶ og

⁴⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (4.6.2015)

⁴⁶ <https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/IATA-Economic-Performance-of-the-Industry-end-year-2015-report.pdf> (lest 9.6.2016)

representerer ROIC i flybransjen på verdensbasis. Det vil ikke være helt representativt ettersom den også inkluderer selskaper i et helt annet segment enn i Norwegians. Den gir likevel en god indikasjon på hele bransjen. Den høye avkastningen i 2009 skyldes hovedsakelig historisk lave drivstoffkostnader som følge av finanskrisen. Norwegian hadde på dette tidspunktet i underkant av 50% av inntektene sine fra aktiviteten i Norge sammenlignet med 21% i 2015. Samtidig hadde selskapet en grei vekst i Europa. Dette medførte at Norwegian ikke var like påvirket som resten av bransjen på dette tidspunktet.



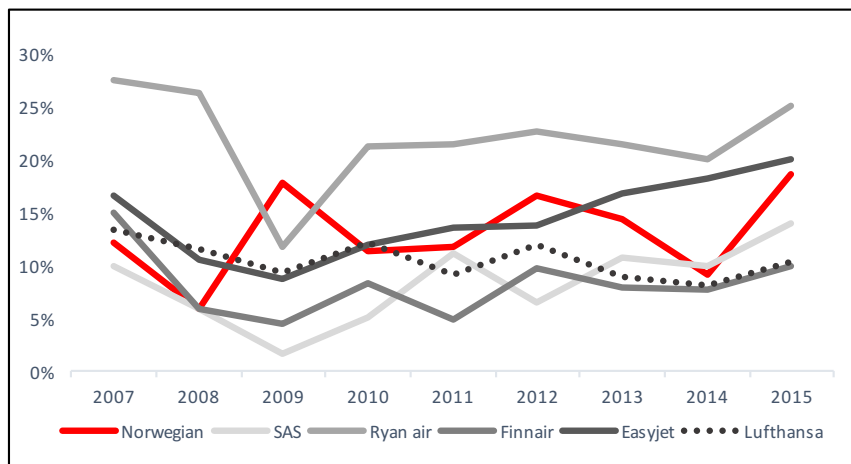
FIGUR 14: AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL (ROIC)

Det er ikke mulig å forklare hva som skaper profitten kun igjennom ROIC. Det vil derfor være nødvendig å analysere ROIC igjennom to nøkkeltall; profittmargin og omsetningsraten. Profittmarginen forteller hvor stor profitten er i forhold til omsetningen mens omsetningsraten forteller hvor stor omsetningen er i forhold til investert kapital. Produktet av disse utgjør ROIC (Petersen og Plenborg 2012, 107). Omsetningsraten har falt over tid som følge av at Norwegian har investert i nye fly som har økt investert kapital. Inntektene kommer som etterslep. Figur 15 under illustrerer profittmarginen og omsetningsraten:



FIGUR 15: PROFITTMARGIN OG OMSETNINGS RATE

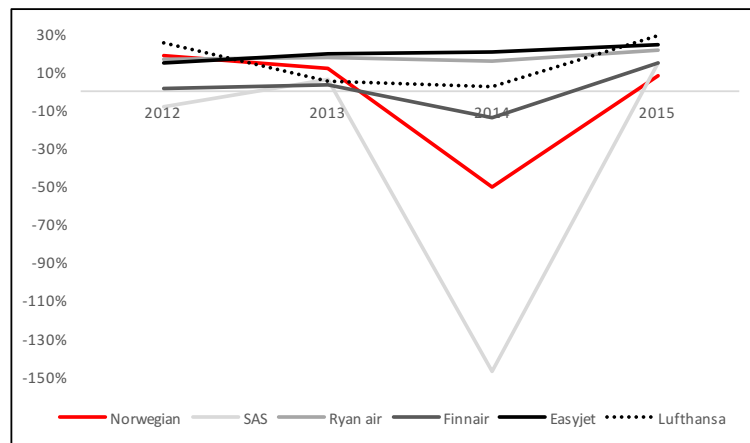
Ettersom at ROIC er basert på investert kapital vil det være variasjoner mellom de ulike flyselskapene på hva de har betalt for flyene og hvor mange år som har blitt lagt til grunn for levetid. Det er derfor vurdert å være bedre å sammenligne EBITDA mellom Norwegians konkurrenter. EBITDA sier noe om hvor mye verdi bedriften skaper før avskrivninger og amortisering. Dette tallet er bedre egnet til å sammenligne lønnsomheten mellom bedriftene. Figur 16 under viser EBITDA-margin i prosent for perioden 2007 – 2015.



FIGUR 16: EBITDA-MARGIN I PROSENT AV TOTALE INNTEKTER (2007-2015)

Norwegian har god lønnsomhet sammenlignet med flere av konkurrentene. Ryanair skiller seg tydelig positivt ut fra resten av konkurrentene. EasyJet har hatt en jevn vekst i EBITDA-marginen. Sammenligningen gir en god indikasjon på lønnsomheten til Norwegian i forhold til konkurrentene.

Avkastning på egenkapitalen (ROE) forteller om hvor stor avkastning eierne har fått de siste årene. I denne analysen er det den bokførte verdien som er anvendt, noe som ikke vil gi et helt korrekt bilde av virkeligheten. ROE påvirkes av operasjonell lønnsomhet, netto finansiell inntekt og belåningsgraden (Petersen og Plenborg 2012, 117). Figur 17 under viser ROE for Norwegian sammenlignet med noen relevante konkurrenter. Norwegian skiller seg negativt ut sammenlignet med resten av konkurrentene.

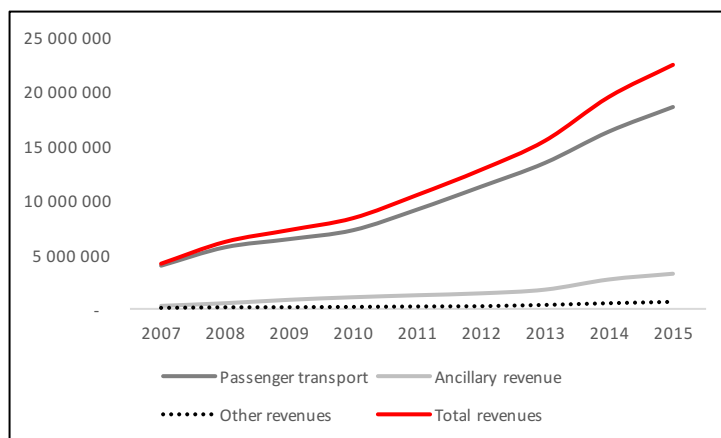


FIGUR 17: ROE (2012-2015)

INNTEKTSANALYSE

For å få et tydelig bilde av hva som påvirker inntektene til Norwegian er det utført en inntektsanalyse. I Figur 18 under vises en grafisk fremstilling av de ulike inntektene. Den viktigste og største inntekten er som forventet fra salg av billetter. Hjelpeinntekter (ancillary revenue) som er inntekter fra blant annet reservasjon av seteplass og bagasje, utgjør i snitt 14% og utgjorde i 2015 18% av de totale inntektene. Andre inntekter utgjør en veldig liten del og utgjorde om lag 3%. Dette er inntekter fra cargo, leasing og andre ikke-flytransport relaterte aktiviteter.⁴⁷

⁴⁷ Norwegian's årsrapport 2015 s. 35



FIGUR 18: INNTEKTER (ÅRLIGE TALL)

Tabell 5 under viser en oversikt over Norwegians flåte og inntekter i perioden 2008-2015 (antall passasjerer er gitt i tusen og inntekt per passasjer er gitt i kroner). De to nøkkelfaktoren som påvirker inntektene i størst grad er gjennomsnittsprisen per billett og antall passasjerer. Antall passasjerer per fly og inntektene per passasjer har økt jevnt gjennom hele perioden. Veksten av passasjerer per fly og inntekter per passasjer har vært på henholdsvis 2,1% og 2,2% i perioden. Den lille nedgangen i 2013 og 2014 skyldes oppstart i nye markeder med de nye Dreamliner flyene⁴⁸. *Load faktoren* (som forteller hvor fulle flyene har vært gjennom året) har ligget stabilt i underkant av 80% gjennom perioden bortsett fra i 2015 da den økte betydelig til ca. 86%. Den store økningen i 2015 skyldes økt etterspørsel mellom Europa og USA og mellom Skandinavia og Thailand⁴⁹. Det er tallene for antall passasjerer per fly, inntekt per passasjer og antall fly for 2015 i tabellen under som danner grunnlaget for estimatet av de fremtidige inntektene. En nærmere beskrivelse av dette er vist under prognostisering av inntektene i neste kapittel.

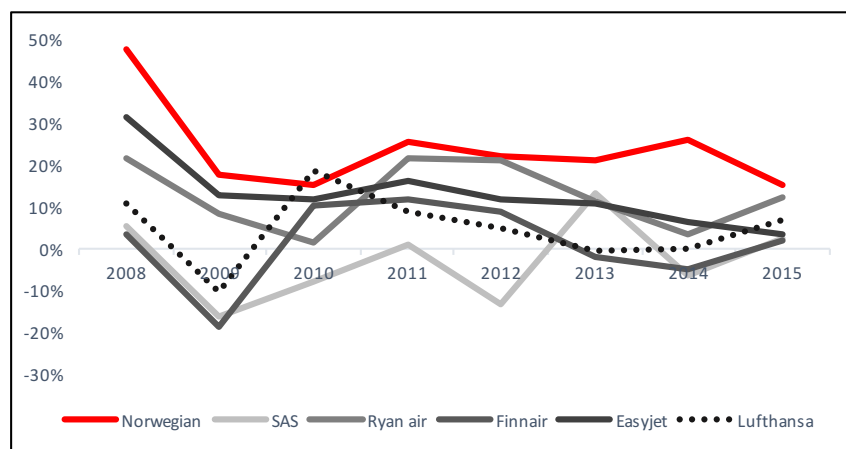
⁴⁸ Norwegians årsrapport 2014 s. 7

⁴⁹ Norwegians årsrapport 2015 s. 7

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
MD80	5	0	0	0	0	0	0	0
Boeing 737-300	28	28	27	16	10	10	5	0
Boeing 737-800	7	18	30	46	58	72	83	91
Boeing 787-800/900 Dreamliner	0	0	0	0	0	3	7	8
Antall fly	40	46	57	62	68	85	95	99
Air transport revenues	5 641 533	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622	18 505 762
Load factor	78,7 %	78,2 %	77,4 %	79,3 %	78,5 %	78,3 %	80,9 %	86,2 %
Antall passasjerer	9 100	10 800	13 000	15 700	17 700	20 700	24 000	25 800
Antall pasasjerer per fly	228	235	228	253	260	244	253	261
Inntekt per passasjer	620	592	555	579	633	646	677	717

TABELL 5: INNTEKTER

Figur 19 nedenfor viser den årlige veksten til Norwegian og konkurrentene i perioden 2008-2015. Norwegian har hatt den sterkeste veksten de fleste årene. Figuren indikerer at det har vært sterk vekst også hos konkurrentene men noe avtakende i 2013 og 2014. Det forventes en sterk vekst de kommende årene.



FIGUR 19: ÅRLIG VEKST I INNTEKTER (2008-2015)

OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSEN

Ut i fra likviditetsanalysen kommer det frem at Norwegian har en noe svakere kortsiktig likviditet sammenlignet med konkurrentene. Norwegians langsiktige likviditet har utviklet seg negativt de siste årene, noe som har medført en økt finansiell risiko. Lønnsomhetsanalysen indikerer at Norwegian har en volatil ROIC, men den skiller seg ikke vesentlig ut fra den globale bransjen. Større investeringer er også med på å trekke ned ROIC i vekstperioden som følge av etterslep i inntektene. Norwegians EBITDA-margin noe lavere enn for Ryan Air og EasyJet men sterkere enn for de resterende konkurrentene. Inntektsanalysen viser at Norwegian har hatt kraftig vekst i hele analyseperioden. Det ventes en sterk vekst i de kommende årene.

PROGNOSTISERING

Det er stor usikkerhet knyttet til de fremtidige kontantstrømmene da flybransjen er en volatil bransje. I dette kapittelet vises innledningsvis de historiske rater i resultatregnskapet (som danner grunnlaget for prognostiseringen) før de fremtidige inntektene, de fremtidige investeringene, arbeidskapital og skatt er beregnet. De fremtidige kontantstrømmene er basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

HISTORISKE RATER I RESULTATREGNSKAPET

De historiske kostnadsratene i regnskapet danner grunnlag for beregning av den fremtidige EBITDA. I tabellen under ligger de historiske kostnadsratene fra det normaliserte regnskapet helt tilbake til 2007. En oversikt over gjennomsnitt og trender er vist i Figur 20 under. Kostnadsratene er beregnet av de totale inntektene mens hjelpeinntekter og andre inntekter er i prosent av passasjerinntektene.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt
Passenger transport (vekst)		43 %	13 %	13 %	26 %	23 %	19 %	21 %	14 %	22 %
Ancillary Revenues (% av pass.trans)		8 %	12 %	14 %	13 %	13 %	13 %	17 %	18 %	14 %
Other revenues (% av pass.trans)		2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	4 %	3 %
Revenues	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sales and distribution expenses	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	2 %
Aviation fuel	23 %	32 %	19 %	25 %	29 %	29 %	30 %	32 %	23 %	27 %
Airport charges	14 %	14 %	14 %	15 %	15 %	13 %	14 %	14 %	13 %	14 %
Handling charges	10 %	10 %	10 %	10 %	9 %	8 %	9 %	9 %	10 %	10 %
Technical maintenance expenses	10 %	9 %	9 %	8 %	7 %	6 %	6 %	7 %	8 %	8 %
Other aircraft expenses	8 %	5 %	4 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	5 %
Total operational expenses	67 %	72 %	59 %	66 %	66 %	63 %	65 %	69 %	61 %	65 %
Wages and salaries	11 %	11 %	10 %	12 %	10 %	9 %	9 %	8 %	7 %	10 %
Social security tax	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	2 %
Pension expenses	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %	2 %
Employee stock options	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Other benefits	1 %	1 %	1 %	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Hired crew personnel	1 %	2 %	3 %	2 %	3 %	3 %	4 %	6 %	5 %	3 %
Total payroll	16 %	17 %	18 %	18 %	17 %	16 %	16 %	16 %	15 %	17 %
Depreciation, amortisation and impai	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	4 %	5 %	3 %
Leasing depreciation	5 %	5 %	6 %	6 %	5 %	5 %	6 %	6 %	7 %	6 %
Other operating expenses	5 %	5 %	5 %	5 %	4 %	4 %	5 %	5 %	6 %	5 %
Total operating expenses	94 %	101 %	90 %	97 %	96 %	92 %	95 %	101 %	93 %	95 %
Operating profit	6 %	-1 %	10 %	3 %	4 %	8 %	5 %	-1 %	7 %	5 %
EBITDA	12 %	6 %	18 %	11 %	12 %	17 %	14 %	9 %	19 %	13 %

FIGUR 20: REGNSKAPSTALL I PROSENT AV INNTEKT

Figur 4 i den strategiske analysen viser at kostnadsnivået i flybransjen har vært fallene de siste 40 årene, men dette har flatet ut og stabilisert seg de siste ti årene. Det ventes også fremover at kostnadsnivået vil holde seg relativt stabilt. Figur 20 viser at Norwegians kostnader har vært stabile hele perioden med unntak av en volatil drivstoffkostnad. I denne analysen er det lagt vekt på hvordan Norwegians EBITDA-margin vil være i fremtiden. EBITDA er et godt mål på selskapets operasjonelle kontantstrømmer og lønnsomhet (Kaldestad og Møller 2011, 40-42). Med dagens lave oljepris vil flyselskapene mest sannsynlig ha en kortsiktig gevinst. Drivstoffprisene er forventet å øke fremover men hvor mye og hvor fort er svært usikkert. Ut ifra Porteranalysen er det ingen indikasjoner på at marginene vil øke på lengere sikt. Det forventes at Norwegian vil opprettholde sin konkurransedyktige posisjon sett i lyset av regnskapsanalysen. Det er antatt i den videre analysen at EBITDA-marginen blir stabilisert på det historiske snittet på 13% fra år 2020. På kort sikt (med lav oljepris) vil EBITDA-marginen kunne være noe høyere. Prognostisert EBITDA-margin er vist i Figur 21.

	2015	e2016	e2017	e2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Revenues													
Sales and distribution expenses	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Aviation fuel	23 %	24 %	25 %	26 %	27 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Airport charges	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %
Handling charges	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Technical maintenance expenses	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Other aircraft expenses	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Total operational expenses	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %
Wages and salaries	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %
Social security tax	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Pension expenses	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Employee stock options	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Other benefits	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Hired crew personnel	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Total payroll	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Other operating expenses	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
EBITDA margin	19 %	17 %	16 %	15 %	14 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %

FIGUR 21: PROGNOSTISERT EBITDA

FREMTIDIGE INNTEKTER

I det følgende er de fremtidige inntektene frem til 2027 estimert. Inntektsanalysen viste at antall passasjerer per fly og inntekt per passasjer er en god driver for inntektene. Norwegians nye fly vil få en utvidet kapasitet sammenlignet med dagens fly. Eksempelvis har de nye Boeing 737

MAX flyene 12 flere seter enn 787-800 maskinene og Dreamliner flyene har ca. 50% større setekapasitet. Inntekten er beregnet ved å multiplisere antall fly med antall passasjerer og inntekter per passasjer. Veksten i inntekter per passasjer og antall passasjerer per fly er basert på en vekst på 2% (som er den gjennomsnittlige veksten de siste årene). Norwegian har hatt økende investeringer de siste årene som en naturlig følge av utvidelsene i flyflåten. I Norwegians årsrapport er det oppgitt at flåten skal øke betraktelig de neste årene: fra 99 til 120 fly i 2016, til 155 fly i 2017 og videre til 177 fly i 2018. En spesifikasjon av flytypene som levers er beskrevet nærmere i årsrapporten for 2015. Alle Norwegians 38 Boeing 787 Dreamlinere skal leveres innen 2020. Flyflåten er beregnet med utgangspunkt i leveransene og bestillingene oppgitt i Norwegians årsrapport. Det forutsettes videre at de resterende flyene leveres fortløpende frem til 2023. Det er oppgitt i årsrapportene at Norwegian har en strategi om å selge flyene etter 8 år og deretter erstatte dem med nye fly. Bjørn Kjos (CEO Norwegian) har tidligere uttalt i mediene at han mener at den gjennomsnittlige flyflåten til selskaper som overlever i fremtiden vil være på 250 fly⁵⁰. Basert på dette er det derfor forutsatt (som et estimat i denne analysen) at flåten vil ha en konstant størrelse på 250 fly fra 2023 og utover. Tabell 6 nedenfor viser beregning av de fremtidige inntektsestimatene. Den viser at Norwegians inntekter vil øke kraftig de første årene for deretter å stabilisere seg etter 2023. Innføring av flyseteavgift vil kunne påvirke etterspørselen etter flyreiser men i hvilken grad er høyest usikkert. Konsekvensene av dette er derfor ikke inkludert i inntekstberegningene.

	2015	e2016	e2017	e2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Boeing 737-800	91	104	117	115	102	80	56	32	12	12	12	12	12
Boeing 787-800/900 Dreamliner	8	12	21	28	30	38	38	38	38	38	38	38	38
Boeing 737 MAX	0	0	5	12	30	48	66	84	100	100	100	100	100
Airbus A320 neo	0	4	12	22	38	54	70	86	100	100	100	100	100
Totalt	99	120	155	177	200	220	230	240	250	250	250	250	250
(tall i tusen)													
Antall pasasjerer per fly	261	266	271	277	282	288	293	299	305	311	318	324	331
Inntekt per passasjer	717	732	746	761	776	792	808	824	840	857	874	892	910
(Tall i millioner)													
Air transport revenues (ATR)	18 506	23 337	31 362	37 260	43 803	50 130	54 526	59 195	64 153	66 744	69 441	72 246	75 165
Ancillary Revenues (% av ATR)	3 275	4 201	5 645	6 707	7 885	9 023	9 815	10 655	11 547	12 014	12 499	13 004	13 530
Other revenues (% av ATR)	702	700	941	1 118	1 314	1 504	1 636	1 776	1 925	2 002	2 083	2 167	2 255
Totale inntekter	22 484	28 238	37 948	45 085	53 002	60 657	65 976	71 626	77 625	80 761	84 023	87 418	90 950
Vekst	-	26 %	34 %	19 %	18 %	14 %	9 %	9 %	8 %	4 %	4 %	4 %	4 %

TABELL 6: FREMTIDIGE INNTEKTER

⁵⁰ <http://www.dn.no/nyheter/2013/04/18/-det-er-ren-matte> (6.6.2016)

FREMTIDIGE INVESTERINGER (CAPEX)

De fremtidige investeringene vil påvirke kontantstrømmen direkte. Investeringer beregnes ved å beregne endringene av varige driftsmidler (VDM) og legge til avskrivninger. Det er vanlig å anta at varige driftsmidler er en prosentandel av eiendeler. Det er også gjort i denne analysen. Avskrivninger beregnes som en prosentandel av varige driftsmidler (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 203). Historisk har avskrivningene ligger på 6% av varige driftsmidler i snitt. Norwegians varige driftsmidler har ekspandert kraftig de siste årene som følge av investeringer av nye fly. Det vil være rimelig å anslå at driftsmidlene over tid bli noe redusert som andel av inntekter ettersom flyene vil få en redusert verdi over tid. Historisk har varige driftsmidler ligget mellom 66% og 165% av inntektene. Dette er illustrert i Vedlegg 2. Dette skyldes at inntektene har et etterslep på grunn av investeringene. I beregningene er det forutsatt at prosentandelen vil falle med 2% over prognostiseringsperioden. I 2027 vil prosentandelen være tilnærmet lik gjennomsnittet av de historiske tallen tilbake til 2008. Investeringene er vist i Tabell 7 nedenfor.

(tall i millioner)	2015	e2016	e2017	e2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
VDM (% av inntekt)	165 %	162 %	156 %	152 %	148 %	145 %	142 %	140 %	137 %	134 %	132 %	129 %	127 %
VDM	37 194	45 869	59 547	69 683	79 718	89 491	95 481	101 681	108 097	110 322	112 594	114 914	117 284
Endring i VDM	-	8 675	13 678	10 136	10 035	9 773	5 990	6 200	6 416	2 225	2 272	2 320	2 369
Avskrivninger % av VDM (6%)	-	2 752	3 573	4 181	4 783	5 369	5 729	6 101	6 486	6 619	6 756	6 895	7 037
CAPEX	-	11 427	17 251	14 317	14 818	15 142	11 719	12 301	12 902	8 844	9 028	9 215	9 406

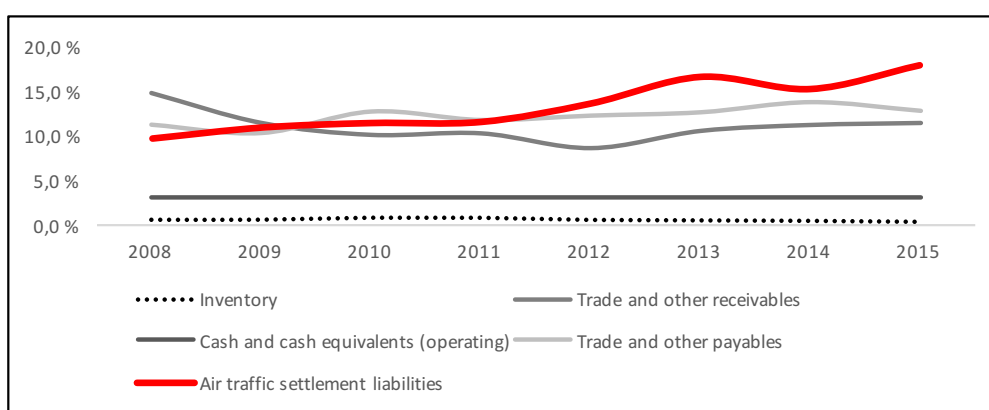
TABELL 7: INVESTERINGER

ARBEIDSKAPITAL (AK)

Behovet for operasjonell arbeidskapital vil påvirke de frie kontantstrømmene direkte. Det er kun endring i arbeidskapital som er vesentlig. I den operasjonelle balansen ser man at Norwegians arbeidskapital er negativ. Dette skyldes at posten ”air traffic settlement liabilities” er veldig stor (altså gjeld i form av at Norwegian skylder kundene flyreiser de allerede har betalt for⁵¹). Ved å jobbe aktivt med ”working capital management” er det mulig å frigjøre kontanter. Dette skjer ved å redusere kundefordringer og varelager eller øke leverandørgjeld og ”air traffic settlement liabilities”. Arbeidskapitalen i prosent av inntektene er vist i Figur 22 under. Denne viser at Norwegian har økt ”air traffic settlement liabilities”. Den mest praktiske måten er å

⁵¹ http://annualreport.norwegian.com/2011/norwegian_air_shuttle_asa_accounts/income_statement/pdf?sheet=1 (15.5.2016)

beregne de enkelte postene under arbeidskapitalen etter inntekter (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 202). Historisk har samtlige poster i arbeidskapitalen med unntak av «air traffic settlement liabilities» holdt seg stabile i forhold til inntektene. Dette viser at Norwegian har klart å øke salget av billetter i forkant. Dette vil bidra til at Norwegian kan frigjøre kontanter. Ved prognostisering av fremtidig arbeidskapital er det her valgt å benytte det historiske gjennomsnittet av arbeidskapitalen som prosent av inntekt. Det er videre forutsatt at «air traffic settlement liabilities» skal være snittet av de tre siste årene. Det er knyttet usikkert til om hvor mye Norwegian kan klare å optimalisere arbeidskapitalen fremover.



FIGUR 22: ARBEIDSKAPITAL I PROSENT AV INNTEKT

SKATT

Skatteberegning kan utføres på flere ulike måter. En aktuell metode er å beregne eksakt skatt på driftsresultatet basert på beregnede fremtidige avskrivninger. Da det er vanskelig å beregne nøyaktige avskrivninger på kapitalisert leasing på flyene i dag blir det derfor stor usikkerhet knyttet til de beregnede resultatene av den faktiske skatt.

Det anbefales i faglitteraturen å benytte effektiv skatt på EBITDA minus normalinvesteringer og eventuelt engangsinvesteringer i prognoseperioden (Kinserdal 2015). Den effektive skattesatsen varierer over tid og med bransje. I 2015 var den nominelle bedriftsskattesatsen i Norge på 27% og dette ville gi en effektiv skatt med normal vekst og kapitalintensitet på ca. 25%. I 2016 er bedriftsskattesatsen 25% som medfører en noe lavere effektiv skattesats. I selskaper med høy vekst og høye investeringer vil den effektive skattesatsen ofte ligge på ca. 15-20% (Kinserdal 2015). Det er i litteraturen ulike tilnærminger til hva som er et fornuftig

nivå når det gjelder valg av skattesats. Jeg har i denne analysen valgt å anvende en sats på 20%, som er i henhold til Kinserdals anbefaling for selskaper i sterk vekst.

BEREGNING AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER

Tabell 8 under viser utregningen av de fremtidige frie kontantstrømmene til Norwegian. Kontantstrømmene er negative frem til 2023 som følge av store investeringer de neste årene. De frie kontantstrømmene stabiliserer seg fra 2025 og utover.

(tall i millioner)	2015	e2016	e2017	e2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
EBITDA	4 168	4 905	6 275	7 058	7 758	8 077	8 786	9 538	10 337	10 755	11 189	11 641	12 111
Capex		11 427	17 251	14 317	14 818	15 142	11 719	12 301	12 902	8 844	9 028	9 215	9 406
Endring AK		1 047	1 766	1 349	1 435	1 388	964	1 024	1 087	568	591	615	640
FCF før skatt	-	5 475	- 9 210	- 5 910	- 5 625	- 5 677	- 1 970	- 1 739	- 1 477	2 479	2 753	3 041	3 345
Effektiv skatt	-	1 304	- 2 195	- 1 452	- 1 412	- 1 413	- 587	- 553	- 513	382	432	485	541
FCF etter skatt	-	4 171	- 7 014	- 4 458	- 4 213	- 4 264	- 1 383	- 1 186	- 964	2 097	2 320	2 556	2 804

TABELL 8: FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER

VERDIVURDERING

I dette kapittelet verdsettes egenkapitalen til Norwegian. Kapittelet er delt inn i tre deler. Først er avkastningskravet som benyttes til å diskontere de frie kontantstrømmene estimert. Deretter er terminalverdien beregnet og til slutt er egenkapitalen estimert.

AVKASTNINGSKRAVET

De frie kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav som reflekterer risikoen i de frie kontantstrømmene. Avkastningskravet består av den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden mellom egenkapital og gjeld etter skatt og er ofte betegnet som WACC. Innledningsvis følger en vurdering om valg av risikofri rente som benyttes til beregningene av både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Deretter følger beregningene av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Formel 4 under viser formelen for beregning av Weighted Average Cost of Capital (WACC).

$$WACC = k_{EK} \frac{EK}{EK + G} + k_G(1 - S) \frac{G}{EK + G}$$

FORMEL 4: WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)

RISIKOFRI RENTE

Den risikofri renten benyttes både til å beregne egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. ”Risikofri rente” er kun en hypotetisk tilnærming til et verdipapir som ikke har risiko for mislighold (Kaldestad og Møller 2011, 108). Den sikreste avkastningen på verdipapirer er statsobligasjoner og benyttes ofte som en beskrivelse av risikofri rente. utfordringen ligger som regel i hvor lange renter som skal benyttes. I utgangspunktet bør det anvendes en risikofri rente for hvert enkelt år. Lange renter er som regel mindre likvide og det inkluderes derfor ofte en likviditetspremie. Dette skyldes at obligasjonseiere krever en premie som følge av at de ønsker å ha muligheten til lett å kunne selge obligasjonen. Dette betyr at renten ikke er helt risikofri. Ettersom kapitalverdimodellen er en statisk modell vil det være mest anvendelig å benytte en risikofri rente. Det vanligste er å benytte 10 års nullkupong statsobligasjon ettersom den varierer mindre enn det korte renter gjør. Da kontantstrømmene skal reflektere et ”evig” perspektiv vil durasjonen/varigheten til de lange obligasjonene reflektere kontantstrømmene bedre enn med korte renter (Kaldestad og Møller 2011, 108-111). I analysen er det på denne bakgrunn benyttet 10 års statsobligasjon som i dag er 1,57%.⁵³

EGENKAPITALKOSTNADEN

Ved beregning av egenkapitalkostnaden er det vanlig å benytte den anerkjente kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen legger til grunn ”risikofri” rente pluss en markedspremie. Det er denne modellen som er lagt til grunn for beregningene av egenkapitalkostnaden i denne analysen. Det kan i denne forbindelse også nevnes at det finnes flere alternative faktormodeller (blant annet Fama og French sin tre-faktormodell) som kan benyttes til å beregne egenkapitalkostnaden. Deres modell inkluderer to variabler i tillegg til markedsindeksen. I praksis er det som regel CAPM som er benyttet og den vil derfor bli benyttet i denne analysen (Kaldestad og Møller 2011, 107). Kapitalverdimodellen er vist i Formel 5

⁵³ <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (11.5.2016)

under. K_{EK} er egenkapitalkostnaden, r_f er risikofri rente og β er egenkapitalbeta og $E(R_m)$ er forventet avkastning på markedsindeksen. Kapitalverdimodellen forutsetter at alle investorer er diversifiserte og inkluderer kun ikke-diversifiserbar risiko. Det vil si at bedriftsspesifikk risiko ikke blir tatt hensyn til i modellen ettersom investorene har mulighet til å eliminere denne risikoen (Kaldestad og Møller 2011, 107-108).

$$k_{EK} = r_f + \beta[E(R_m) - r_f]$$

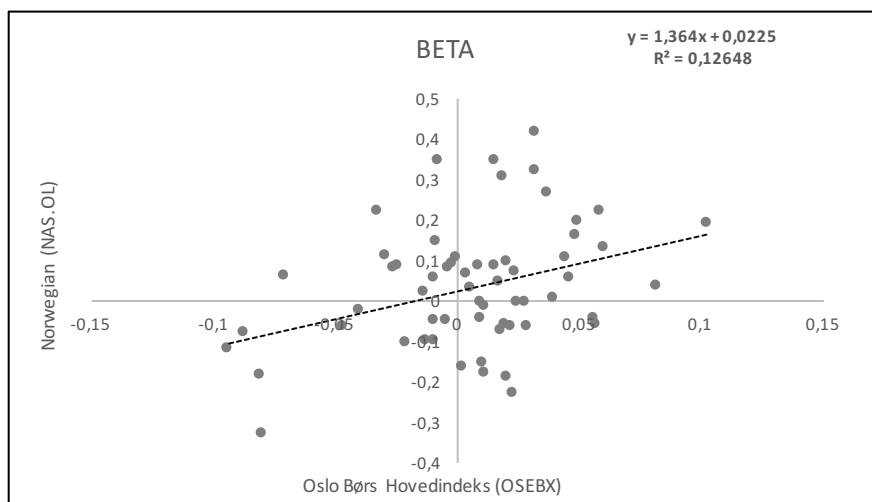
FORMEL 5: EGENKAPITALKOSTNADEN (CAPM)

BETA

Beta sier hvor mye egenkapitalen varierer i forhold til markedsindeksen og er et mål på den systematiske risikoen i aksjen (Kaldestad og Møller 2011, 111). En av forutsetningene til kapitalverdimodellen er at investorene er diversifiserte og kapitalkostnaden inkluderer derfor ikke diversifiserbar risiko. Det er anbefalt å foreta en regresjonsanalyse eller en sammenligning av bransjedata ved beregning av beta (Kaldestad og Møller 2011, 116). I denne analysen er det valgt å anvende både en en regresjonsanalyse (vist i Figur 23) og en sammenligning med bransjedata.

Betaverdien kan beregnes på ulike måter med hensyn på tidsperiode og om det skal være månedlig eller ukentlige observasjoner. Det er anbefalt å benytte månedlige observasjoner i de siste 5 årene (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 250). Norwegianians historiske betaverdi er funnet fra regresjonsligningen i Figur 23 og er på **1,36**. Betaverdien er beregnet i perioden 31.5.2011-1.6.2016. Data er hentet fra Yahoo finance sin database⁵⁴ og betaverdien er deretter beregnet i Excel. Figuren viser de månedlige avkastningene og betaverdien er vist som helningen på trendlinjen. Dette betyr at dersom Oslo børsindeks øker med 1% vil Norwegian øke med 1,36%. Dette indikerer at Norwegian har en betydelig høyere systematisk risiko enn gjennomsnittet på Oslo Børs.

⁵⁴ <http://finance.yahoo.com> (6.6.2016)



FIGUR 23: NORWEGIANS EGENKAPITAL BETA

Ettersom at Norwegian er i sterk vekst kan det være at den historiske risikoen er mindre representativ for den fremtidige systematiske risiko. Ut ifra regnskapsanalysen kommer det frem at gjeldsandelen i selskapet har økt en god del de siste årene. Dette medfører følgelig at den finansielle risikoen har økt. Sett i sammenheng med resten av bransjen avviker gjeldsandelen til Norwegian en god del. Ved å benytte Formel 6 under for Egenkapitalbeta, fremkommer denne ved å sette inn en spesifikk bransjebeta og justere denne for kapitalstrukturen (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 255).

$$Beta_{Egenkapital} = Beta_{Bransje} \left(1 + \frac{Gjeld}{Egenkapital} \right)$$

FORMEL 6: EGENKAPITAL BETA

Professor Aswath Damodaran ved Stern School of business i New York publiserer jevnlig bransjebetaer på sin hjemmeside. Eiendelsbeta for den europeiske flybransjen hentet fra Damodarans hjemmeside er på **0,61**⁵⁵. Norwegians egenkapitalbeta som er regnet ut ved hjelp av denne formelen gir en verdi på 2 med dagens kapitalstruktur på 70% gjeldandel. Dette er betydelig høyere enn betaværdien til Norwegian estimert ovenfor. Ettersom at Norwegians

⁵⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (30.5.2016)

kapitalstruktur avviker signifikant fra resten av bransjen vil bransjebetaen være mindre representativ. Det anbefales derfor å legge den forventede langsiktige kapitalstrukturen til grunn i beregningene (Kaldestad og Møller 2011, 125). Det kan derfor være rimelig å tenke seg at Norwegians kapitalstruktur vil være nærmere gjennomsnittet i bransjen på lengre sikt. I analysen er det derfor valgt å benytte snittet av Norwegians kapitalstruktur i dag og bransjens gjennomsnittlige kapitalstruktur. Dette gir en kapitalstruktur på 45 % egenkapital og 55% gjeld og er nært der kapitalstrukturen var før investeringen av den nye flyflåten. Egenkapitalbetaen blir da 1,35. Dette virker som en rimelig antakelse ettersom at Norwegian har økt finansiell risiko, samtidig som det virker som en mer realistisk kapitalstruktur på lengre rikt sikt.

Et studie av Marshall E. Blume (1975) viste at betaverdien til selskaper over tid beveger seg mot 1. Studiet er relativt gammelt, men justeringen benyttes i praksis i dag. Beta verdien bør derfor justeres ved å benytte Formel 7 (Berk og DeMarzo 2014) og gir en verdi på 1,24:

$$\beta_{justert} = \frac{2}{3}\beta_{ujustert} + \frac{1}{3}$$

FORMEL 7: JUSTERT BETA

I beregningen av egenkapitalkostnaden er det benyttet en egenkapitalbeta på 1,24.

MARKEDETS RISIKOPREMIE

Markedets risikopremie er den meravkastningen utover risikofri en investor kan forvente å få ved å investere i markedet. Markedets risikopremie er illustrert som det siste leddet i Formel 5 ovenfor. En mye brukt metode for å estimere markedets risikopremie er å sammenligne avkastningen på markedsindeksen mot den risikofrie renten. Denne metoden antas å gi det beste estimatet på den fremtidige risikopremien (Kaldestad og Møller 2011, 117). Markedets risikopremie er kanskje et av de mest diskuterte tallene i CAPM. Risikopremien varierer med hvilken tidsperiode den er beregnet ut i fra. En studie publisert i 2014 viste at markedets risikopremie på Oslo børs var 6,9% i perioden 2000-2013, 6% i perioden 1964-2013 og 4,3% i perioden 1900-2013 (Dimson, et al. 2014). En rapport som ble utarbeidet av PWC i samarbeid

med Norsk Finansanalytisk Forening i 2015⁵⁶ fastslo at markedets risikopremie i det norske aksjemarkedet da var 5%.

I fastsettelsen av avkastningskravet til Norwegian er det valgt å følge PWC sitt anslag på markedets risikopremie. Den er satt til 5% og som også er i tråd med resultatene fra Dimson, et al.

EGENKAPITALKOSTNADEN

Ved å sette inn risikofri rente, betaverdien og markedets risikopremie i kapitalverdimodellen blir Norwegians egenkapitalkostnad beregnet til **7,75%**. Denne verdien er lagt til grunn for beregning av WACC.

GJELDSKOSTNADEN

Beregningen av gjeldskostnaden gjøres ved å legge til et risikopåslag på den risikofrie renten og deretter trekke fra marginalsatt. Marginalsatten trekkes fra ettersom rentekostnadene er fradragsberettiget. Gjeldskostnaden er illustrert i Formel 8, hvor k_G er gjeldskostnaden, r_f er risikofri rente, **default spread** er risikopåslaget og S er marginalsatt (A. Damodaran 2011). Det er benyttet en marginal skatt på 25%, som er bedriftsskattesatsen i Norge⁵⁷.

$$k_G = (r_f + \text{Default Spread})(1 - S)$$

FORMEL 8: GJELDSKOSTNADEN ETTER SKATT

Sett i sammenheng med egenkapitalkostnaden hvor investorene krever et risikopåslag som følge av den systematiske risikoen i selskapet, legger kreditorer til et risikopåslag i henhold til misligholdsrisikoen forbundet med rentebetalinger og betaling av avdrag (A. Damodaran 2011, 35). Ettersom man er ute etter å beregne alternativkostnaden bør gjeldskostnaden beregnes ut

⁵⁶ <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf> (1.6.2016)

⁵⁷ <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/> (lest 10.6.2016)

ifra en markedsrente og ikke ut ifra selskapets faktiske rentekostnad. Det vil være mest realistisk at selskapet over tid vil ha en gjeldskostnad nærmere markedsrenten. (Kaldestad og Møller 2011, 123).

Det benyttes tre metoder for å beregne gjeldskostnaden:

Metode 1: Beregning av Norwegians faktiske gjeldskostnad.

Metode 2: Beregning av gjeldskostnad basert på rating av kredittobligasjonene.

Metode 3: Beregning av gjeldskostnad ut ifra en syntetisk rating.

I den første metoden er beregningene basert på årsrapportene og det er valgt å benytte de effektive rentekostnadene som er oppgitt i notene. Ved beregningen av kapitalkostnaden til de kapitaliserte leasingforpliktelsene er det forutsatt at det kan brukes samme kostnader som for finansiell leasing. Tabell 9 nedenfor viser hva de virkelige kapitalkostnadene til Norwegian var i 2015. Flyfinansieringen er veldig lav ettersom banker som bla Export-Import Bank of the United States (Ex-Im Bank) stiller med gunstig finansiering som beskrevet under den strategiske analysen. Gjeldskostnaden etter skatt er **3%**.

	Effektiv Gjeldskostnad	Gj.finansiering	Vekt	Vektet kostnad
Obligasjoner	6,50 %	2 026 193	6 %	0,40 %
Annleggskontrakter	4,50 %	2 020 689	6 %	0,28 %
Fly finansiering	3,30 %	12 383 531	38 %	1,24 %
Finansiell leasing	4,40 %	3 905	0 %	0,00 %
Kapitalisert leasing	4,40 %	16 506 172	50 %	2,20 %
Sum		32 940 489	100 %	4,12 %

TABELL 9: EFFEKTIV GJELDSKOSTNAD

Norwegian har flere kredittobligasjoner utstedt med forskjellige løpetider. To av obligasjonene er nylig blitt ratet av Fitch⁵⁸. Den ene kredittobligasjonen har forfall i 2028 og er ratet til A, mens den andre har forfall i 2023 og er ratet til BB-. Dette gir en default spread på henholdsvis 1,75% og 4,25%⁵⁹. Obligasjonene har ulike grader av sikkerhet i flyene og det er dette som

⁵⁸ <https://www.fitchratings.com/site/pressrelease?id=1004500> (lest 20.5.2016)

⁵⁹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm (lest 1.6.2016)

fører til den ulike ratingen. Gjeldkostnaden etter skatt i metode 2 blir da henholdsvis **2,49%** og **4,37%**.

Den syntetiske ratingen kan enkelt beregnes ut i fra selskapets finansielle rater. Rentedekningsgraden (RDG) sier noe om selskapet evne til å betale sine finansielle forpliktelsene og er definert som driftsresultat før skatt (EBIT) dividert på rentekostnaden. Den gjennomsnittlige RDG de siste fire årene har vært 5,8 %, noe som gir en rating på A- ved å benytte Damodarans tabell (A. Damodaran 2011, 37). Syntetisk rating gir en rentekostnad på 2,45% etter skatt. Som vist i Tabell 10 har RDG har vært relativt volatil de siste årene som gjør det vanskelig å fastslå en RDG.

	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt
EBIT	403 450	969 655	- 1 410 537	347 773	
Rentekostnad	256 702	118 845	302 653	463 348	
RDG	1,6	8,2	- 4,7	0,8	5,8

TABELL 10: SYNTETISK RATING

Regnskapsanalysen viser til at gjeldsandelen har økt de siste årene. Dette betyr at den finansielle risikoen har økt. Med Miller-Modigliani-teoremet (Kaldestad og Møller 2011, 106-107) i betraktning vil det vil det være rimelig å anta at gjeldkostanden øker når gjeldsandelen øker. Sammenlignet med resten av bransjen har Norwegian en betydelig høyere gjeldsandel selv med en kapitalstruktur på 45% egenkapital og 55% gjeld. Samtidig er det usikkert hvor lenge det vil være mulig med en såpass gunstig flyfinansiering igjennom banker som Ex-Im Bank. Ut ifra dette er det antatt en forutsetning om en lånerente som er nærmere Norwegians kredittobligasjon BB- obligasjon. Lånerenten er på dette grunnlaget forutsatt å være 5% før skatt som gir en rente på 3,75% etter skatt.

Ut ifra beregningene velger jeg å benytte en gjeldskostnad på 5% før skatt. Dette virker rimelig sammenlignet med dagens lånekostnader.

WACC

Som påpekt under Egenkapitalkostnaden er det rimelig å forutsette en kapitalstruktur på 45% egenkapital og 55% gjeld. Ved å sette inn egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden etter skatt blir Norwegians WACC beregnet til 5,5%. I den videre beregningen av egenkapitalverdien til Norwegian benyttes derfor en WACC på 5,5%. Dette virker rimelig ettersom at dagens rentenivå er veldig lavt.

TERMINALVERDI

Terminalverdien er nåverdien av alle de fremtidige kontantstrømmene etter prognostiseringsperioden. Verdien beregnes på grunnlag av hva som vil være et normalt år i et evighetsperspektiv. Det er i analysen valgt å prognostisere 12 år frem i tid. I beregningen av terminalverdien benyttes Gordens formel (Kaldestad og Møller 2011, 82). Nedenfor vil først vekstfaktoren i terminalverdien diskuteres. Deretter beregnes de fri kontantstrømmene som skal representere de evige kontantstrømmene. Til slutt er terminalverdien beregnet. Gordens formel er oppgitt i Figur 9 under. FCFE er definert som frie kontantstrømmer til selskapet i slutten av prognostiseringsperioden (normal år), v er vekst og WACC er avkastningskravet.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{FCFE(1 + v)}{WACC - v}$$

FORMEL 9: GORDENS FORMEL

VEKST I TERMINALVERDI

Den viktigste variabelen i beregningen av terminalverdiene er veksten. Det er svært få selskaper som vokser mer enn veksten i verdensøkonomien på veldig lang sikt, og med en forutsetning om "evig" vekst vil en vekst på over veksten i BNP være lite sannsynlig (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 216). Norwegians rutenett er hovedsakelig i Europa og noe i USA og Asia. Den forventede veksten av passasjerer frem til 2034 er 2,7% i Europa og 3,3% i USA⁶⁰. Sett i

⁶⁰ <http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2015-11-26-01.aspx> (19.5.2016)

sammenheng med den historiske aggregerte realveksten mellom 1900-2013 i europeisk BNP og amerikansk BNP på henholdsvis i underkant av 2,7% og 3,3% (Dimson, et al. 2014, 18) vil det være rimelig å legge til grunn en evig vekst på ca. 3% i analysen.

I beregningen av terminalverdien benyttes 3% som "evig" vekst.

TERMINALVERDI

Det er verdien av den frie kontantstrømmen i 2027 (siste året i prognostiseringsperioden) som er benyttet i utregningen av terminalverdien. Tabell 8 ovenfor viser at denne verdien er på 2,8 milliarder kr i 2027. Dette er antatt å være et normalår. På dette tidspunktet er det antatt at Norwegian har kommet inn i en fase hvor veksten forventes å være stabil. Ved å sette inn tallene i Formel 9 blir terminalverdien beregnet til ca. 115 milliarder (verdi i år 2027). Denne verdien blir 60,76 når den diskonteres ned til 2016.

VERDI AV EGENKAPITALEN

Ved å diskontere alle de frie kontantstrømmene tilbake til 2016 og legge til terminalverdien diskontert til år 2016, blir selskapsverdien estimert til 43,2 milliarder kr (Formel 2). Når de nettofinansielle eiendelene/forpliktelsene blir trukket fra ender egenkapitalverdien på 13,1 milliarder kr. Dette gir en aksjeverdi på 368 kr. Sett i sammenheng med dagens aksjekurs (1.6.2016) som er på 322 kr gir dette en verdi som er ca. 15% høyere. Nærmest alle verdiene i selskapet ligger i terminalverdien. Dette skyldes at investeringene gir store negative kontantstrømmer frem til 2023. Ettersom det meste av verdiene i selskapet ligger i terminalverdien, vil det foreligge stor usikkerhet knyttet til selskapsverdien. I vekstselskaper med store initialinvesteringer er det ikke uvanlig at mesteparten av verdiene ligger mer enn ti år frem i tid. Verdien av slike selskaper er å betrakte som særlig usikre (Kaldestad og Møller 2011, 82). Forutsetningene som ligger til grunn i terminalverdien har derfor stor innvirkning på verdien.

SENSITIVITETSANALYSE

Innledningsvis i sensitivitetsanalysen er det utført en scenarioanalyse for å avdekke usikkerheter forbundet med ulike markedssituasjoner. Deretter er det utført en analyse av sensitiviteten i WACC og av veksten i terminalverdien.

SCENARIOANALYSE

I høyvekstselskaper er det ofte hensiktsmessig å utarbeide noen ulike scenarier for å belyse usikkerhet og spredning (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 741). Det er laget tre ulike scenarier i denne analysen for å belyse dette. Scenariene reflekterer tre forskjellige markedstilstander basert på tre ulike størrelser på den fremtidige flyflåten. Scenario 1 er identisk med verdsettelsen i denne oppgaven. Jeg har valgt en flåte som er 10% større i scenario 2 og 10% mindre i scenario 3 for å belyse mulige markedsutviklinger. Forutsetningene for flyflåtestørrelsen i de ulike scenariene er vist i Tabell 11 nedenfor. Videre er det forutsatt at utviklingen i EBITDA-marginen er lik i alle tre scenariene. Det kan tenkes at EBITDA-marginen vil ha ulik utvikling i de forskjellige markedstilstandene, men for enkelthets skyld er den antatt lik i denne analysen. Jeg valgt å fokusere på størrelse av flyflåten ettersom jeg mener dette gir et godt bilde av hvor verdien vil ligge. Verdien er beregnet ved å benytte samme modell som i verdsettelsen. Det er kun størrelse på flyflåten som endres og det er denne som danner grunnlaget for inntektene. Investeringene går i takt med inntektene. Kontantstrømberegningene er forklart under Prognostiserings kapittelet.

	Flyflåte												
	2015	e2016	e2017	e2018	e2019	e2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Scenario 1	99	120	155	177	200	220	230	240	250	250	250	250	250
Scenario 2	99	120	155	177	200	225	250	265	275	275	275	275	275
Scenario 3	99	120	155	177	200	220	225	225	225	225	225	225	225

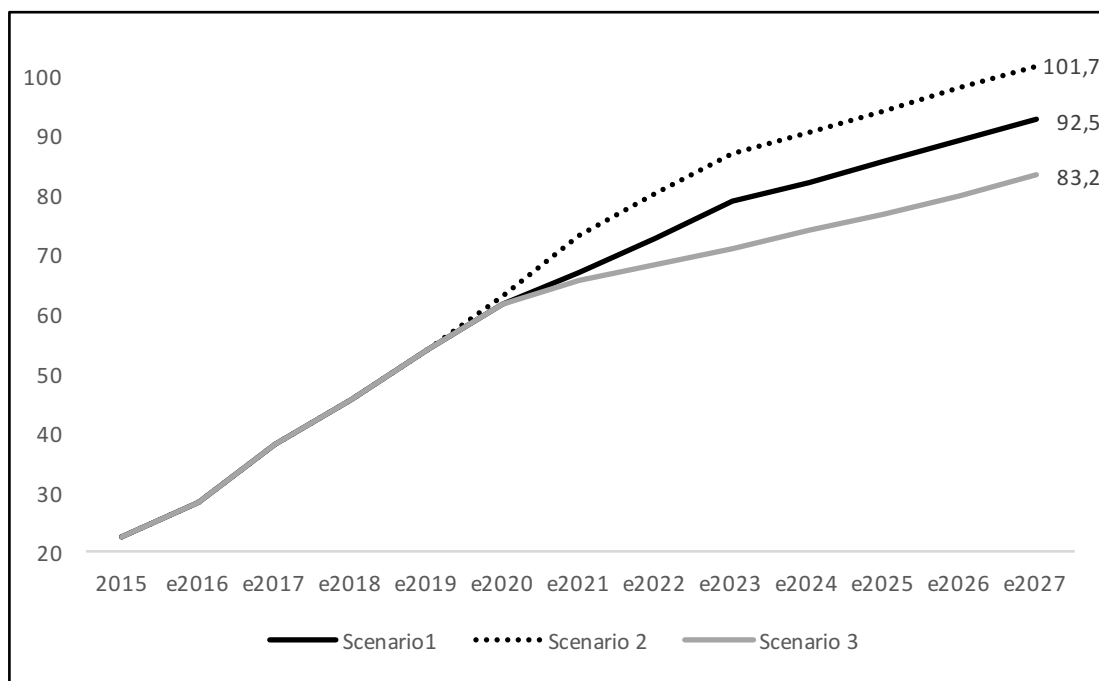
TABELL 11: FLYFLÅTEN I DE ULIKE SCENARIENE (ANTALL FLY)

Scenario 1 er hovedscenariet i analysen og er identisk med den beregnede verdien av egenkapitalen. Dette er vektet med 50% sannsynlighet. Aksjeverdien ble beregnet til 368 kr per aksje i dette tilfellet.

Scenario 2 er et best case scenario der veksten av inntektene er høyere enn i scenario 1 som følge av en større flyflåte. Det er i dette tilfellet antatt at markedet blir bedre og flyflåten utvides til 275 fly (+ 25 i forhold til senario 1). Aksjeverdien i dette tilfellet er beregnet til 424 kr. Senarioet er vektet med 25% sannsynlighet.

Scenario 3 beskriver en dårligere markedsutvikling og flåten blir kun utvidet til 225 (-25 i forhold til scenario 1). Denne flåtestørrelsen oppnås i 2021 og er antatt uendret ut prognoseperioden. I en mindre gunstig markedsutvikling kan det eksempelvis tenkes at det vil være økt fokus på økte avgifter som dermed vil kunne svekke etterspørselen. Aksjeverdien er i dette tilfellet beregnet til 311 kr. Sannsynligheten settes til 25%.

Figur 24 under illustrer utviklingen i omsetningen i de ulike scenariene. Størrelsen på flyflåten vil ha betydelig verdien av selskapet. Den vektete verdien til de tre scenariene blir 367,75kr per aksje. Ut ifra de forskjellige scenariene kommer det frem at en økning på flyflåten med 10% gir en økning av verdien på 15%. En reduksjon av flyflåten på 10% gir 15% lavere verdi enn hovedscenariet.



FIGUR 24: TOTALE INNTEKTER I SCENARIO ANALYSEN (TALL I MILLIARDER)

SENSITIVITETSANALYSE AV WACC OG VEKST I TERMINALVERDIEN

Ved å endre WACC verdien får man et bilde av hvor mye egenkapitalverdien blir påvirket. Som tidligere påpekt er terminalverdien veldig følsom for små variasjoner i input. Det er gjort en sensitivitetsanalyse med vekst i terminalverdi og WACC for å vise denne følsomheten. Tabell 12 nedenfor viser til at avkastningskravet og veksten i terminalverdien har stor innvirkning på verdien per aksje. Tabellen viser også at det er negative egenkapitalverdier. Dette er ikke praktisk mulig ettersom at investorene nødvendigvis ikke kan tape mer enn de har investert. Mesteparten av selskapets verdi ligger i terminalverdien som tidligere vist (se kapittel Verdivurdering). Sensitivitetsanalysen viser hvordan de ulike forutsetningene i terminalverdien og WACC slår ut på egenkapitalverdien.

		WACC						
		4,75 %	5,0 %	5,25 %	5,5 %	5,75 %	6,0 %	6,25 %
Vekst i terminalverdi	2,8 %	1035	707	449	240	67	-77	-199
	2,9 %	1165	807	526	301	118	-35	-164
	3,0 %	1311	916	611	368	172	9	-127
	3,1 %	1474	1036	703	441	230	57	-88
	3,2 %	1658	1171	804	520	293	108	-46

TABELL 12: SENSITIVITETSANALYSE AV WACC OG VEKST I TERMINALVERDIEN

RELATIV VERDIVURDERING

I dette kapitlet er bli gjennomført en relativ verdivurdering ved å benytte EV/EBITDA, Price/book, Price/sales og EV/sales multiplikatorene. *EV* er selskapets totale verdi, *price* er markedsverdien på egenkapitalen, *book* er bokført egenkapital og *sales* er totale inntekter. I estimeringen er det benyttet en bransjemultiplikator for det europeiske markedet som er hentet fra Damodarans hjemmeside⁶¹. Verdiene er beregnet ved å multiplisere multiplikatorene med Norwegians estimerer. Tabell 13 nedenfor viser den relative verdivurderingen. Inntektene og EBITDA er de estimerte tallene for 2016 og bokført egenkapital er bokverdien på

⁶¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (8.6.2016)

verdsettelsestidspunktet (Kaldestad og Møller 2011). Ved beregningen av egenkapitalverdien ut i fra EV-modellene er de netto finansielle eiendelene/forpliktelsene trukket fra.

Norwegian	e2016
Sales (totale inntekter)	28355
EBITDA	4905
Book (Bokfør egenkapital)	2965
Multiplikatorer	
EV/EBITDA	7,33
Price/book	2,89
Price/sales	0,82
EV/sales	1,31
Verdi per aksje	
EV/EBITDA	167
Price/book	240
Price/sales	650
EV/sales	180

TABELL 13: RELATIV VERDIVURDERING

De forskjellige modellene gir ulike verdier. EV/EBITDA, Price/book og EV/sales gir en lavere verdi enn fundamentalverdsettelsen mens Price/sales gir en betydelig høyere verdi. Modeller som hovedsakelig baseres på inntekter gir ofte grove anslag. Slike modeller forutsetter at marginen/lønnsomheten er lik mellom bransjen og Norwegian. Dersom dette ikke er tilfelle vil det kunne gi store utslag (Kaldestad og Møller 2011, 159). Eksempelvis tjener lavkostselskaper pengene på høye passasjertall med lave marginer mens nettverkselskaper tjener penger på lavere passasjertall og høyere marginer (service, komfort etc). Bransjetallene inkluderer både nettverksselskaper og lavkostselskaper noe som gjør at sammenligningen kan være noe grov og dermed gi avvikende resultater. Ettersom det er benyttet bransjetall her kan de dermed være mindre representative ved estimeringen av Norwegian egenkapitalverdi. Modellene vil være påvirket av veksten til snittet av bransjen og derfor ikke være representative for Norwegian i den fasen selskapet nå befinner seg i. Sammenlignet med dagens (1.6.2016) aksjeverdi på 322 kr viser multiplikatormodellene avvikende verdier.

KONKLUSJON

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere egenkapitalverdien til Norwegian. I beregningen av egenkapitalverdien er metoden ”diskonterte kontantstrømmer til selskapet” (FCFF) benyttet. Verdien på egenkapitalen til Norwegian ble beregnet til 368 kr per aksje. Dette er ca. 15% høyere enn dagens aksjekurs på 322 kr (pr 1.6.2016). Beregningene i denne analysen viser at aksjen dermed er noe underpriset og jeg konkluderer derfor med en kjøpsanbefaling på aksjen.

Analysene viser også at det foreligger en del usikkerhet til denne verdien. Scenarioanalysen gir en nedre verdi på 311 kr per aksje og en øvre verdi på 424 kr per aksje. Sensitivitetsanalysen av WACC og vekst i terminalverdien viser at verdien på egenkapitalen påvirkes kraftig med endringer i disse variablene. Dette skyldes at mesteparten av selskapets verdi ligger i terminalverdien.

Denne analysen er utført kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon samt en rekke egne forutsetninger. Dette gjør at verdivurderingen ikke inkluderer informasjon som Norwegian sitter på internt. Det er en rekke faktorer som kan påvirke egenkapitalverdien til Norwegian i positiv retning og i negativ retning.

Selskapet har en ung flyflåte med meget konkurransedyktige fly i forhold til flere av konkurrentene. Dette vil kunne gi et konkurransefortrinn på kort og mellomlang sikt. På lengere sikt forventetes det imidlertid at de andre selskapene også anskaffer en tilsvarende flyflåte. Videre har Norwegian etter min mening en god ledelse som har ambisjoner og som også har vist stor handlingskraft. Dette vurderes som positivt. Det er knyttet stor usikkerhet til utviklingen av oljeprisen, noe som kan få stor betydning for lønnsomheten. Avslutningsvis vil jeg også påpeke de store miljømessige utfordringene samfunnet står ovenfor. Dette kan medføre innføring av en rekke miljøtiltak og restriksjoner på flytrafikken som vil kunne få store konsekvenser for hele flybransjen.

REFERANSER

- Barney, Jay B. 1995. «Looking inside for Competitive Advantage.» *The Academy of Management Executive*, November, Vol. 9, No. 4. utg.: 49-61.
https://www.jstor.org/stable/4165288?seq=10#page_scan_tab_contents.
- Berk, Jonathan, og Peter DeMarzo. 2014. *Corporate Finance*. THIRD EDITION. Harow: Pearson Education .
- Blume, Marshall E. 1975. «BETAS AND THEIR REGRESSION TENDENCIES.» *The Journal of Finance*, Vol. 30, No. 3 , juni: 785-795.
http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf.
- Damodaran, A. 2005. *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*. Stern School of Business. Funnet april 28, 2016.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/cashvaluation.pdf>.
- Damodaran, A. 2009. *Leases, Debt and Value*.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/newlease.pdf>.
- Damodaran, Aswath. 2011. *The dark side of valuation*. Second edition. New Jersey: Person Education, Inc.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh, Mike Staunton, og Michael J Mauboussin. 2014. *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014*. Zurich: Credit Suisse AG.
<https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=0E0A3525-EA60-2750-71CE20B5D14A7818>.
- Dobruszkes, F., C. Dehon, og M. Givoni. 2014. «Does European high-speed rail affect the current level of air services? An EU-wide analysis.» *Transportation Research Part A* 69 (2014), 461–475.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0965856414002158>.
- European Commission. 2010. *High-speed Europe, a sustainable link between citizens*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/studies/doc/2010_high_speed_rail_en.pdf.
- IATA. 2015. «Air Passenger Forecasts.» Global report, Geneva.
<https://www.iata.org/events/agm/2015/Documents/air-pax-forecasts-executive-summary.pdf>.
- IATA. 2016. *AIR PASSENGER MARKET ANALYSIS*. IATA.
<http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/passenger-analysis-feb-2016.pdf>.
- IATA. 2013. *Profitability and the air transport value chain*. www.iata.org: IATA The International Air Transport Association.

- <https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf>.
- IATA. 2011. *The Economic Benefits of Airline Alliances and Joint Ventures*. International Air Transport Association. Funnet April 22, 2016.
[https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Economics of JVs_Jan2012L.pdf](https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/Economics%20of%20JVs_Jan2012L.pdf).
- IBM. 2010. *Airlines 2020: Substitution and commoditization*. Somers, NY: IBM Institute for Business Value, 21. http://www-935.ibm.com/services/multimedia/uk_en_airlines_2020.pdf.
- IPK International. 2015. *ITB WORLD TRAVEL TRENDS REPORT 2015/2016*. ITB, BERLIN: Messe Berlin GmbH. http://www.itb-berlin.de/media/itbk/itbk_dl_all/itbk_dl_all_itbkongress/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365_itblibrary/itbk_dl_all_itbkongress_itbkongress365_itblibrary_studien/ITB_World_Travel_Trends_Report_2015_2016.pdf.
- Kaldestad, Yngve, og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinsersdal, Finn. 2015. «Forelesningsnotater i BUS425: Regnskapsanalyse og verdsettelse.» Finn Kinsersdal, Professor ved NHH.
- Koller, T, M Goedhart, og D Wessels. 2010. *VALUATION: Measuring and managing the value of companies*. Fifth edition. New Jersey: Hoboken - JOHN WILEY & SONS, INC.
- Moody's. 2015. *Financial Statement Adjustments in the Analysis of Non-Financial Corporations*. Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., 15 juni. <http://ftalphaville.ft.com/files/2015/10/Financial-Statement-Adjustments-in-the-Analysis-of-Non-Financial-Corporates-2.pdf>.
- OECD. 2014. *AIRLINE COMPETITION*. DIRECTORATE FOR FINANCIAL AND ENTERPRISE AFFAIRS COMPETITION COMMITTEE, Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).
[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP\(2014\)22&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP(2014)22&docLanguage=En).
- Petersen, Christian V., og Thomas Plenborg. 2012. *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit analysis, Executive compensation*. Harlow: Pearson Education.
- Porter, Michael E. 2008. «The Five Competitive Forces That Shape Strategy.» *Harvard Business Review*.

FIGURLISTE

FIGUR 1: HISTORISKE AKSJEKURSER (MÅNEDLIGE TALL HENTET FRA YAHOO FINANCE DATABASE)	7
FIGUR 2: ORGANISASJONSKART KILDE: NORWEGIANS ÅRSRAPPORT 2015	9
FIGUR 3: INNTEKTER PER KILOMETER FLØYET (RPK) VS. VERDENS BNP. KILDE: (IATA 2013).....	14
FIGUR 4: UTVIKLING AV ENHETSKOSTNADER OG PRISER PÅ FLY TRANSPORT. KILDE: (IATA 2013)	15
FIGUR 5: FLY VS. TOG I EUROPA. KILDE: (EUROPEAN COMMISSION 2010)	18
FIGUR 6: AVAILABLE SEAT KILOMETER (ASK) OG REVENUE PER AVAILABLE SEAT KILOMETER (RASK)	20
FIGUR 7: INNTEKTSVEKST PER KILOMETER (RPK) FLYBRANSJEN (IATA 2016)	23
FIGUR 9: VRIO.....	28
FIGUR 10. BEREGNING AV EGENKAPITAL (KILDE: TATT UTGANGSPUNKT I KOLLER OG LAGET SELV)	29
FIGUR 11: LIKVIDITETSGRAD 1 (ÅRLIGE TALL).....	39
FIGUR 12: OPERASJONELL KONTANTSTRØM TIL KORTSIKTIGE FORPLIKTELSER (ÅRLIGE TALL)	39
FIGUR 13: GJELDSGRAD OG EGENKAPITALANDEL.....	40
FIGUR 14: AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL (ROIC)	41
FIGUR 15: PROFITTMARGIN OG OMSETNINGS RATE.....	42
FIGUR 16: EBITDA-MARGIN I PROSENT AV TOTALE INNTEKTER (2007-2015).....	42
FIGUR 17: ROE (2012-2015).....	43
FIGUR 18: INNTEKTER (ÅRLIGE TALL)	44
FIGUR 19: ÅRLIG VEKST I INNTEKTER (2008-2015).....	45
FIGUR 20: REGNSKAPSTALL I PROSENT AV INNTEKT	46
FIGUR 21: PROGNOTISERT EBITDA	47
FIGUR 22: ARBEIDSKAPITAL I PROSENT AV INNTEKT	50
FIGUR 23: NORWEGIANS EGENKAPITAL BETA	54
FIGUR 24: TOTALE INNTEKTER I SENARIO ANALYSEN (TALL I MILLIARDER).....	62

TABELLER

TABELL 1: KAPITALISERT LEASING	31
TABELL 2: OPERASJONELL BALANSE.....	34
TABELL 3: NETTO FINANSIELLE EIENDELER/FORPLIKTELSER	34
TABELL 4: NORMALISERTE REGNSKAPSTALL	37
TABELL 5: INNTEKTER.....	45
TABELL 6: FREMTIDIGE INNTEKTER	48
TABELL 7: INVESTERINGER.....	49
TABELL 8: FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	51
TABELL 9: EFFEKTIV GJELDSKOSTNAD.....	57
TABELL 10: SYNTETISK RATING.....	58
TABELL 11: FLYFLÅTEN I DE ULIKE SCENARIOENE (ANTALL FLY)	61
TABELL 12: SENSITIVITETSANALYSE AV WACC OG VEKST I TERMINALVERDIEN	63
TABELL 13: RELATIV VERDIVURDERING	64

FORMLER

FORMEL 1: VERDI AV EIENDEL	9
FORMEL 2: SELSKAPET TOTALE VERDI	10
FORMEL 3: KAPITALISERT LEASING (KOLLER, GOEDHART OG WESSELS 2010, 583).....	31
FORMEL 4: WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)	52
FORMEL 5: EGENKAPITALKOSTNADEN (CAPM)	53
FORMEL 6: EGENKAPITAL BETA	54
FORMEL 7: JUSTERT BETA	55
FORMEL 8: GJELDSKOSTNADEN ETTER SKATT	56
FORMEL 9: GORDENS FORMEL.....	59

VEDLEGG

VEDLEGG 1: KAPITALISERT LEASING

		Leasing forpliktelser (Tall hentet fra notene i Norwegian årsregnskap de ulike årene)							
Metode 1		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	1år<	613824	887912	1163166	1342217	1526147	1973589	2548002	3172354
	5år<1år	1509123	2448487	3333379	5798435	6577357	6627441	8803064	20187542
	<5år	552286	724171	1287069	5659708	7017603	6150864	7140299	19882063
	Rente	7,6 %	7,2 %	7,2 %	5,6 %	5,9 %	4,9 %	4,4 %	4,4 %

Ar	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi	Min. Betaling	Nåverdi
1	613824	570468	887912	828276	1163166	1085043	1342217	1271039	1526147	1441121	1973589	1881400	2548002	2440615	3172354	3038653
2	377281	325867	612122	532658	833345	725162	1449609	1299939	1644339	1466221	1656860	1505688	2200766	2019170	5046886	4630442
3	377281	302850	612122	496882	833345	676457	1449609	1231003	1644339	1384534	1656860	1435355	2200766	1934071	5046886	4435289
4	377281	281459	612122	463510	833345	631024	1449609	1165722	1644339	1307397	1656860	1368308	2200766	1852558	5046886	4248361
5	377281	261579	612122	432378	833345	588641	1449609	1103904	1644339	1234558	1656860	1304393	2200766	1774481	5046886	4069312
6	276143	177935	724171	477169	643535	424036	1414927	1020353	1754401	1243807	1537716	1154046	2380100	1838197	4970516	3838826
7	276143	165367			643535	395556	1414927	966244	1754401	1174511	1537716	1100139	2380100	1760725	4970516	3677037
8							1414927	915003	1754401	1109076	1537716	1048751	2380100	1686519	4970516	3522066
9							1414927	866480	1754401	1047286	1537716	999762			4970516	3373626
	Sum	2085525	3230873	4525920	9839687	11408511	11797843	15306337	34833613							

Metode 2	Fly	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Leasing expenses	426597	620114	778411	829667	1032915	1284395	1845940	2213251
	Leasing factor	8	8	8	8	8	8	8	8
	Capitalized leasing	3412776	4960912	6227288	6637336	8263320	10275160	14767520	17706008

	Biler og eiendom	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Leasing expenses	19,1	21,2	50,1	27,9	46	47,7	59,8	63,1
	Leasing factor	5	5	5	5	5	5	5	5
	Capitalized leasing	95,5	106	250,5	139,5	230	238,5	299	315,5

VEDLEGG 2: HISTORISKE ENDRINGER I DRIFTSMIDLER

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Revenues	6 226 413	7 309 189	8 406 339	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544
Intangible assets (ikke goodwill)	96 221	96 386	116 136	142 059	143 617	131 113	112 669	112 518
Aircraft, parts and installations on leased aircraft	523 676	974 892	2 092 136	3 869 159	5 579 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706
Equipment and fixtures	31 014	30 905	26 175	31 991	58 476	72 972	83 687	79 508
Buildings	3 933	3 933	9 525	9 525	9 525	14 966	252 236	285 674
Financial lease asset	-	26 092	31 203	27 882	24 562	21 242	19 234	-
Other receivables	32 404	26 391	53 242	113 061	135 562	199 036	421 060	501 811
Leasing (fly)	3 412 776	4 960 912	6 637 336	9 839 687	11 408 511	11 797 843	15 306 336	17 706 008
Leasing (Biler og eiendom)	96	106	251	140	230	239	299	316
Total	4 100 120	6 119 617	8 966 004	14 033 504	17 360 240	19 764 117	28 723 453	37 193 541
% av Inntekt	66 %	84 %	107 %	133 %	135 %	127 %	147 %	165 %
Endringer i driftsmidler	-	2 019 498	2 846 387	5 067 500	3 326 736	2 403 878	8 959 336	8 470 088