

STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE OG VERDSETTELSE AV

Norwegian Air Shuttle ASA

Av Vilde Bjørke Wergeland og Lilli Maria Peterson



NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2016

Masterutredning i fordypningsområdet:
Regnskap og Revisjon

Veileder: Leif Atle Beisland

NHH



Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon 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.

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å lage et estimat på Norwegian Air Shuttle ASA sin egenkapitalverdi og tilhørende aksjeverdi per 31.12.2016. Dette har vi gjort gjennom en fundamental verdivurdering. Grunnlaget for verdsettelsen er analyse av underliggende økonomiske og strategiske forhold, utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav, og neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Den fundamentale verdsettelsen vil suppleres av en komparativ verdsettelse for å kunne sammenligne og vurdere rimeligheten av verdsettelsesanslagene.

Utredningen er delt inn i tre ulike deler. I *del 1* foretar vi en strategisk analyse av Norwegian og bransjen. Videre analyserer vi Norwegians underliggende økonomiske forhold hvor historisk inntjening og evne til å generere strategisk fordel belyses. Den strategiske analysen indikerer en bransjeuleppe i luftfartsbransjen. Gode finansieringsavtaler indikerer derimot en midlertidig intern ressursfordel hos Norwegian.

I *del 2* analyseres regnskapene for analyseperioden fra 2010 til 2016T. Vi finner at Norwegian har hatt en gjennomsnittlig strategisk fordel på 8,73%. Fordelen er delt inn i en driftsfordel og en finansieringsfordel på henholdsvis -19,05% og 27,78%.

I *del 3* utarbeides fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav, som senere benyttes i estimeringen av egenkapitalverdien til Norwegian. Vi finner at Norwegian på lang sikt har en strategisk fordel på 4,37 %. Her har vi forutsatt at finansieringsfordelen er 0, og dermed kommer den strategiske fordel i fremtiden av en driftsfordel.

Selve verdivurderingen er foretatt gjennom neddiskontering av relevante kontantstrømmer med tilhørende fremtidskrav. Den fundamentale verdsettelsen gir et verdiesimat per aksje på 278,66 NOK. Da den komparative verdsettelsen gir svært varierende og lite pålitelige verdiesimat har vi valgt å kun benytte oss av den fundamentale verdsettelsen. Dette er vårt beste estimat på det vi mener er den korrekte egenkapitalverdien per aksje i Norwegian per 31.12.2016. Vårt endelige verdiesimat på 278,66 NOK per aksje er høyere enn den observerbare aksjeverdien den 29.11.16 som er 266,5 NOK. Basert på vår handelsstrategi vil vi gi en hold-anbefaling av aksjen.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av vår mastergrad innenfor *regnskap og revisjon* ved Norges Handelshøyskole. Med bakgrunn i vår studieretning valgte vi å skrive en verdsettelsesoppgave da vi kunne anvende flere ulike fagområder som strategi, finans og regnskap. Samtidig er arbeidet praktisk rettet og relevant for vårt fremtidig arbeidsliv.

Masterutredningen er i all hovedsak basert på rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, som vi har fått kjennskap til gjennom kurset MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering.

Vårt valg av selskap falt på Norwegian da vi vurderte det som et spennende selskap. Norwegian vokser raskt i en bransje som er preget av store problemer og omstruktureringer blant de tradisjonelle aktørene. I tillegg mener vi at de fremstår som et modig og nytenkende selskap i form av å være det første lavprisselskapet som satser på langdistanseflyvninger og store flyordre. I tillegg er det et mye omtalt selskap, som det er stor interesse for, særlig i Skandinavia.

Arbeidet med oppgaven har vært en lang og krevende prosess, men har samtidig vært veldig lærerik og har gitt oss dypere innsikt i et fagområde og en bransje vi opplever som spennende.

Helt til slutt ønsker vi å takke vår veileder Leif Atle Beisland for gode og hurtige tilbakemeldinger og råd gjennom hele arbeidet.

Bergen, Desember 2016

Vilde Wergeland og Lilli Maria Peterson

Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	9
1.1	FORMÅL.....	9
1.2	BAKGRUNN OG MOTIVASJON	9
1.3	AVGRENSNING.....	10
1.4	STRUKTUR	10
2	PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	12
2.1	KORT OM NORWEGIAN.....	12
2.2	INDUSTRI OG MARKEDSFORHOLD	13
2.2.1	<i>Luftfartsindustrien.....</i>	<i>13</i>
2.2.2	<i>Det europeiske luftfartsmarkedet</i>	<i>14</i>
2.2.3	<i>Makrofaktorer</i>	<i>15</i>
2.3	KONKURRENTER OG KOMPARATIV BRANSJE	18
2.3.1	<i>Scandinavian Airline System - SAS.....</i>	<i>18</i>
2.3.2	<i>Ryanair.....</i>	<i>18</i>
2.3.3	<i>Lufthansa Group</i>	<i>19</i>
3	VALG AV METODE FOR VERDSETTELSE	20
3.1	OVERSIKT OVER METODER FOR VERDSETTELSE	20
3.1.1	<i>Fundamental verdsettelse.....</i>	<i>20</i>
3.1.2	<i>Komparativ verdsettelse.....</i>	<i>24</i>
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse.....</i>	<i>26</i>
3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	27
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	28
4	STRATEGISK ANALYSE	30
4.1	RAMMEVERKET FOR STRATEGISK ANALYSE	30
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	31
4.2.1	<i>PESTEL- analyse av makrofaktorer.....</i>	<i>31</i>
4.2.2	<i>Porters fem krefter</i>	<i>40</i>
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	46
4.3.1	<i>SVIMA/VRIO.....</i>	<i>46</i>
4.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL OG RISIKO	49
5	REGNSKAPSANALYSE	50
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	50
5.1.1	<i>Valg av analysenivå</i>	<i>51</i>
5.1.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	<i>52</i>

5.1.3	<i>Valg av komparative virksomheter</i>	53
5.2	PRESENTASJON AV RESULTAT OG BALANSE	53
5.2.1	<i>Resultatregnskap</i>	54
5.2.2	<i>Balanseoppstilling</i>	55
5.2.3	<i>Endring i egenkapitalen</i>	55
5.3	TRAILING ÅRSREGNSKAP FOR 2016	56
5.4	OMGRUPPERING OG NORMALISERING	58
5.4.1	<i>Omgruppering og normalisering av resultatregnskap</i>	58
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	64
5.4.3	<i>Omgruppering av kontantstrøm</i>	68
5.5	JUSTERING AV MÅLEFEIL	68
5.5.1	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse</i>	73
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	74
	6 ANALYSE AV RISIKO	76
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	76
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	77
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	78
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	79
6.1.4	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	81
6.1.5	<i>Kontantstrømanalyse</i>	82
6.1.6	<i>Oppsummering likviditetsanalyse</i>	83
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE.....	83
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	84
6.2.2	<i>Covenantskrav</i>	85
6.2.3	<i>Finansieringsmatrise</i>	85
6.2.4	<i>Analyse av netto driftsrentabilitet</i>	87
6.2.5	<i>Oppsummering soliditetsanalyse</i>	88
6.3	SYNTETISK RATING	88
	7 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	90
7.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL EK – KAPITALVERDIMODELLEN	90
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	91
7.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	93
7.1.3	<i>Illikviditetspremie</i>	94
7.1.4	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden</i>	94
7.1.5	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	97
7.2	FINANSIELLE KRAV	98

7.2.1	<i>Kravet til finansiell gjeld</i>	98
7.2.2	<i>Kravet til finansielle eiendeler</i>	100
7.2.3	<i>Kravet til netto finansiell gjeld</i>	102
7.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL	103
	8 ANALYSE AV LØNNSOMHET	105
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET	106
8.1.1	<i>Superrentabilitet</i>	106
8.1.2	<i>Ekstern bransjefordel</i>	108
8.1.3	<i>Intern ressursfordel</i>	108
8.1.4	<i>Oppsummering – Strategisk fordel</i>	109
8.2	RAMMEVERK FOR STRATEGISK DRIFTS- OG FINANSIERINGSANALYSE	110
8.3	DRIFTSFORDEL – BRANSJE, RESSURS OG GEARING	111
8.4	REN DRIFTSFORDEL	111
8.4.1	<i>Bransjefordel drift</i>	112
8.4.2	<i>Ressursfordel drift</i>	112
8.4.3	<i>Margin- og omløpsfordel</i>	113
8.4.4	<i>Oppsummering – driftsfordel</i>	121
8.5	GEARINGFORDEL DRIFT.....	121
8.6	OPPSUMMERING – SAMLET DRIFTSFORDEL	122
8.7	FINANSIERINGSFORDEL – SUPERRENTE OG GEARING	123
8.7.1	<i>Finansieringsfordel – finansiell gjeld</i>	123
8.7.2	<i>Finansieringsfordel – finansielle eiendeler</i>	125
8.7.3	<i>Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld</i>	126
8.7.4	<i>Finansieringsfordel – Oppsummering</i>	128
8.8	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL.....	128
	9 FREMTIDSREGNSKAP	130
9.1	RAMMEVERKET FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	130
9.2	VEKSTANALYSE - HISTORISKE DRIVERE	131
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst</i>	131
9.2.2	<i>Analyse av historisk egenkapitalvekst</i>	132
9.3	VALG VED UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAPET.....	134
9.3.1	<i>Budsjetthorisont (T)</i>	134
9.3.2	<i>Valg av detaljnivå</i>	135
9.3.3	<i>Teknikk for framskrivning</i>	136
9.4	BUDSJETTDRIVERE I BUDSJETTERINGSPERIODEN	136
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	137

9.4.2	<i>Netto driftsresultat</i>	141
9.4.3	<i>Netto finansiell gjeld</i>	143
9.4.4	<i>Netto finanskostnad</i>	145
9.4.5	<i>Netto driftseiendeler</i>	147
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	148
9.5.1	<i>Fremtidsregnskap</i>	148
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	149
9.5.3	<i>Fri kontantstrøm</i>	149
	10 FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK ANALYSE	150
10.1	EGENKAPITAL- OG MINORITETSKRAV	150
10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	150
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	151
10.1.3	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	151
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	152
10.1.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	152
10.2	FINANSIELLE KRAV	153
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	153
10.2.2	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	154
10.2.3	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	154
10.2.4	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	155
10.3	SELSKAPSKRAV	156
10.4	STRATEGISK FORDEL	157
	11 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	159
11.1	EGENKAPITALMETODEN	159
11.1.1	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	160
11.1.2	<i>Utbyttmodellen</i>	160
11.1.3	<i>Superprofittmodellen</i>	160
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	161
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODEN	161
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	161
11.2.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	162
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT VED BRUK AV BUDSJETTERTE VEKTER	162
11.4	KONVERGENS MOT ET FELLES VERDIESTIMAT	164
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	167
11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	167
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse med Crystal Ball</i>	168

11.5.3	<i>Tornadoanalyse</i>	175
11.6	OPPSUMMERING VERDIESTIMAT	177
	12 KOMPARATIV VERDIVURDERING	178
12.1	KOMPARATIVE VIRKSOMHETER	178
12.2	MULTIPLIKATORER	179
12.2.1	<i>Verdiestimat basert på P/B-multiplikator</i>	181
12.2.2	<i>Verdiestimat basert på P/E-multiplikator</i>	183
12.2.3	<i>Verdiestimat basert på EV/Salg-multiplikator</i>	185
12.2.4	<i>Verdiestimat basert på EV/EBIT-multiplikator</i>	186
12.3	ENDELIG VERDIESTIMAT ETTER KOMPARATIV VERDSETTELSE	188
	13 OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	189
13.1	OPPSUMMERING	189
13.2	HANDLINGSSTRATEGI	190
	14 REFERANSELISTE	191

1 Innledning

I dette kapittelet vil vi presentere formålet med vår utredning samt bakgrunnen og motivasjonen for valget av Norwegian Air Shuttle ASA som selskap. Vi vil også presenterte avgrensninger vi har foretatt i tillegg til oppgavens struktur og oppbygning.

1.1 Formål

Masterutredningens hovedformål er å verdsette Norwegian Air Shuttle ASA, heretter omtalt som Norwegian. Det vil vi gjøre gjennom å beregne egenkapitalverdien per 31.12.2016, gjennom bruk av både strategiske analyser og regnskapsanalyser. Disse analysene vil gi oss innsikt i selskapet og bransjen, som vil bli brukt til å predikere fremtiden. På denne måten vil vi være i stand til å verdsette selskapet. Vi bruker offentlige tall fra årsrapporter frem til og med 2015 og første og andre kvartalsrapport for 2016. Vårt estimat vil videre bli sammenlignet med markedsverdien, representert med børskursen, og vi vil se nærmere på eventuell avvik. Vi vil så komme med en anbefalt handlingsstrategi med bakgrunn i om aksjen er over- eller underpriset. Samtidig er det verdt å merke seg at verdiestimatet vil bli preget av usikkerhet. Usikkerheten skyldes våre verdsettelsesmetoder, og mangel på informasjon da kun offentlig informasjon benyttes i våre analyser.

1.2 Bakgrunn og motivasjon

Vår masterutredning er en del av vår mastergrad innen regnskap og revisjon ved Norges Handelshøgskole. Utredningen vår baserer seg på kurset MRR413A ved Kjell Henry Knivsflå. Gjennom vårt studieløp har vi fått interesse for regnskapsanalyse og verdivurdering. Denne masterutredningen gir oss muligheten til å anvende vår kunnskap på en praktisk oppgave med høy relevans.

Vårt valg av selskap falt på Norwegian da vi vurderte det som et spennende selskap. Norwegian vokser raskt i en bransje som er preget av store problemer og omstruktureringer blant de tradisjonelle aktørene. Norwegian har på kort tid gått fra å operere med et par fly på innenriksruter i Norge til å bli Europas tredje største lavkostflyselskap. Det har de klart i en periode hvor flere etablerte aktører har slitt med flat til lav passasjervekst og svake resultater. I tillegg mener vi de fremstår som et modig og nytenkende selskap i form av å være det første

lavprisselskapet som satser på langdistanseflyvninger og store flyordre. Det er i tillegg et selskap de fleste i Skandinavia har god kjennskap til og som vies mye medieomtale.

1.3 Avgrensning

Utredningen vår er kun basert på offentlig informasjon om Norwegian. Vi har ikke vært i kontakt med noen internt i selskapet og har således bare betraktet selskapet fra et eksternt perspektiv. Vårt verdiestimat på Norwegian vil ta utgangspunkt i den finansielle stillingen per 31.12.2016, men vi kommer til å benytte aksjekursen 29.11.2016 som vårt beste estimat for aksjekursen per 31.12.2016, da oppgaven leveres inn før sluttkurs 31.12.2016 er tilgjengelig.

Vi har valgt å begrense bransjen til fire selskaper: Norwegian, SAS, Lufthansa og Ryanair. Vi lager dermed en bransje som består av både lavprisselskap og fullserviceselskap. Valg av komparativ bransje blir redegjort for i kapittel 2. Selskapene i vår komparative bransje benytter ulike regnskapsår. Vi velger å ikke utføre eventuelle justeringer i regnskapstallene for å korrigere for effekten differansen i regnskapsår måtte ha. Vi antar at denne avgrensningen heller ikke vil ha vesentlig betydning for resultatene av analysen vår.

I luftfartsbransjen opererer mange av selskapene som datterselskap i et større konsern. Bakgrunnen for dette er at flere flyselskaper driver med virksomhet innenfor andre områder enn passasjertransport. Denne forretningsvirksomheten drives ofte gjennom separate selskaper i samme konsern. Vi har valgt å vurdere Norwegian på konsernnivå, dette ser vi på som hensiktsmessig da det er begrenset informasjon om flere av datterselskapene, noe som gjør det vanskelig å vurdere datterselskapene hver for seg. Ettersom virksomhet innen andre forretningsområder enn passasjertransport som oftest utgjør en relativt liten andel av konsernet sine totale aktiviteter, vil bruk av konsernregnskapstall ha liten praktisk betydning for resultatet av analysen.

1.4 Struktur

Strukturen i masterutredningen vår vil følge rammeverket som ble presentert i kurset MRR413A. Denne utredningen består av tre hoveddeler.

Del 1 omfatter kapitlene 2-4, der kapittel 2 presenterer Norwegian og den komparative bransjen. Videre fortsetter kapittel 3 med valg av verdsettelsesteknikk, hvor ulike verdsettelsesmetoder blir presentert før vi begrunner valget av metoden vi velger å benytte oss av. Avslutningsvis vil kapittel 4 gjennomføre en strategisk analyse som inneholder både en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeanalyse.

Del 2 omfatter kapitlene 5-8, der kapittel 5 tar for seg analyse av regnskapstallene. Her vil regnskapet presenteres og det vil bli foretatt trailing for 2016. Deretter vil vi foreta en omgruppering av resultatregnskap og balanse samt justere eventuelle målefeil. Kapittel 6 vil analysere risikoen i selskapet, både på kort og lang sikt. Risikoen vil avslutningsvis bli oppsummert ved å gi en syntetisk rating. Kapittel 7 tar for seg historisk avkastningskrav, og kapittel 8 ser på den historiske lønnsomheten. I Kapittel 8 vil en eventuell strategisk fordel bli dekomponert for å undersøke hvor Norwegian gjør det relativt bedre eller dårligere enn sine konkurrenter.

Del 3 omfatter kapitlene 9-12. I kapittel 9 vil innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen brukes til å utarbeide et fremtidsregnskap. Budsjettthorisonen strekker seg til periode T, der alle budsjett drivere vil være konstante. Det resulterer i en konstant vekst eller «*steady state*». Periode T vil i vår utredningen være år 2026. Kapittel 10 beskriver fremtidskravene og den fremtidige strategiske fordelene. Den fundamentale verdsettelsen blir utført i kapittel 11, hvor vi kommer frem til et endelig verdiestimat basert på hele utredningen. Vi vil benytte både egenkapital- og selskapskapitalmetoden for å beregne et verdiestimat. Deretter vil vi gjennomføre en Monte Carlo-simulering for å analysere usikkerheten rundt verdiestimatet og forutsetningene estimatet bygger på. Kapittel 12 vil ta for seg komparativ verdivurdering, der multipler vil bli brukt for å estimere verdien av selskapet. Avslutningsvis i utredningen vil kapittel 13 oppsummere resultatene vi har kommet frem til, før det vil bli gitt en handlingsstrategi basert på verdiestimatet.

2 Presentasjon av bransje og virksomhet

Dette kapittelet gir en gjennomgang av viktig bakgrunnsinformasjon om selskapet og bransjen til Norwegian. Kapittelet starter med en kort presentasjon av Norwegian før det vil gis en gjennomgang av bransjen og makroforhold som påvirker bransjen. Til slutt vil vi presentere selskaper som vi anser som Norwegian sine viktigste konkurrenter.

2.1 Kort om Norwegian

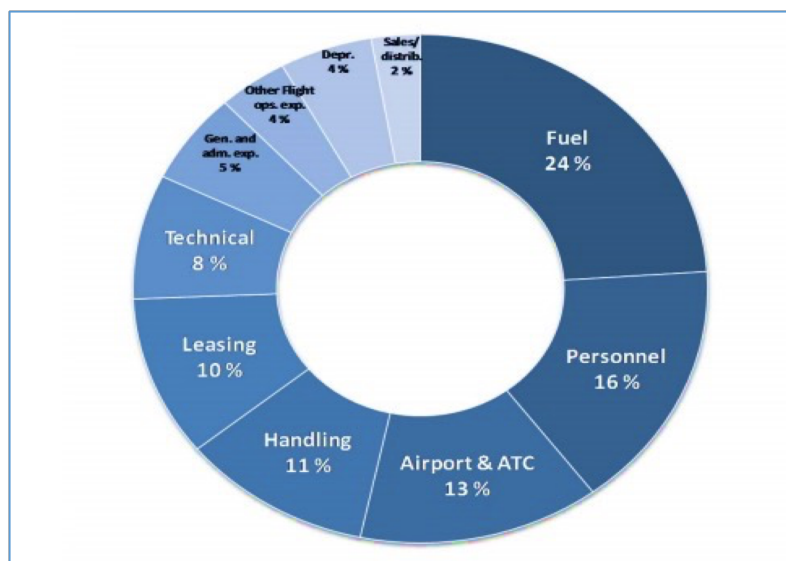
Norwegian ble grunnlagt i 1993 og startet da med flyvninger på vestkysten i Norge i samarbeid med Braathens. Dette samarbeidet varte fram til 2002, da Braathens ble kjøpt opp av SAS, og Norwegian startet sine egne ruter. Året etter ble Norwegian børsnotert på Oslo Børs (Norwegian 1, 2016).

Norwegian er i dag Skandinavias nest største flyselskap, og det tredje største lavprisselskapet i Europa med rundt 5500 ansatte. I 2015 fraktet Norwegian 24 millioner passasjerer på 447 ruter til 138 destinasjoner i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Thailand og USA (Norwegian Air Shuttle, 2015).

I mai 2013 startet Norwegian med flyvninger på strekningen Oslo-New York og Oslo-Bangkok, etterfulgt av ruter til Fort Lauderdale fra de skandinaviske hovedstedene. Denne langdistanse satsingen har vært preget av tekniske problemer og problemstillinger knyttet til bruk av utenlandsk kabinpersonale.

Samtidig som de øker satsingen på langdistanseflyvninger har de begynt å lease ut en betydelig andel av flyene de har bestilt, gjennom et eget leasingselskap. Det gjør Norwegian fleksibel ved at overskuddsfly kan leies ut, på den annen side ligger det en risiko i å ikke få leid ut flyene man ikke trenger, og dermed ha fly på bakken eller fly ulønnsomme ruter (Norwegian Air Shuttle, 2015).

Administrerende direktør i Norwegian, Bjørn Kjos, har tidligere uttalt at det er helt nødvendig å satse på en flypark som bruker minst mulig drivstoff for å overleve som flyselskap (Dinside, 2013). Som illustrert i figur 2.1, er drivstoffkostnaden den største operasjonelle kostnaden for selskapet ifølge kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2015.



Figur 2.1 – Kostnadsstruktur Q4 2015 (norwegian.no, 2015)

I 2012 bestilte Norwegian 222 nye fly fra Boeing og Airbus. Ifølge deres nettside var dette på daværende tidspunkt den største ordren på fly gjort av et europeisk flyselskap, og Norwegian gav med dette et signal om tro på videre vekst. Ifølge årsrapporten for 2015 hadde selskapet ved utgangen av 2015 en flåte bestående av 99 fly. Selskapet hevder at de i dag har en av de mest moderne, effektive og miljøvennlige flåtene i bransjen med en gjennomsnittsalder på 3,6 år.

2.2 Industri og markedsforhold

2.2.1 Luftfartsindustrien

Den globale flyindustrien har doblet omsetningen det siste tiåret fra 2004 til 2014, da det ble nådd en topp i omsetning på \$ 758 milliarder. I 2015 var omsetningen noe redusert til \$ 710 milliarder, noe som skyldes en styrking av den amerikanske dollaren, og effekten på inntekter i andre valutaer ifølge The International Airport Association (IATA 4, 2015).

Veksten i industrien var 2,2% i 2015 sett opp mot 5% i 2014. Inntektsveksten i bransjen korrelerer med veksten i verdensøkonomien, og en svakere vekst i inntekter i bransjen kan forklares av en nedgang i vekst i verdensøkonomien. Industrien har i snitt en fortjenestemargin på 3% og bransjen sitter dermed ikke igjen med mye av omsetningen som

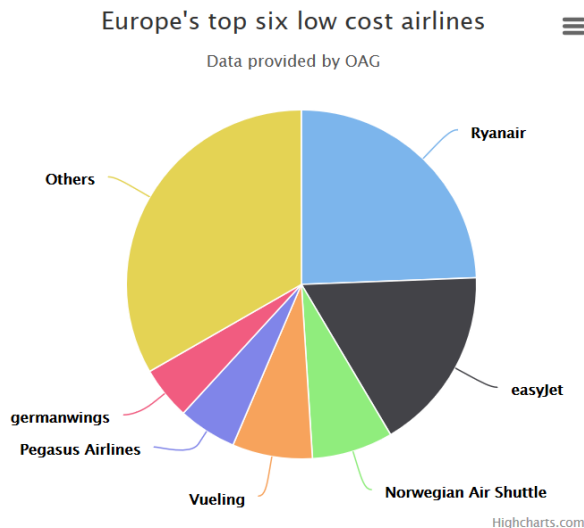
resultat (ibid). Faktorene som påvirker vekst i bransjen er ifølge IATA (2015) oljepris, valutakurser, befolkningsutvikling og politikk.

Etter at Southwest Airlines introduserte lavprismodellen på 1970-tallet har det vært vanlig å dele bransjen inn i to hovedkategorier. Lavprisselskapene opererer typisk med en passasjerklasse, lave billettpriser, flere seterader, ingen servering ombord, kortest mulig bakketid (turnaround) og benytter seg av sekundære flyplasser (Moen, 2014). På denne måten tilbyr lavprisselskapene et homogent produkt og klarer å holde kostnadene nede. Ifølge Porter (1998) vil denne type selskaper typisk følge konkurransestrategien kostnadsledelse, der konkurransekraften er å ha lavere enhetskostnader enn sine konkurrenter (Porter, 1998).

Fullprisselskaper er en motpol til lavprisselskaper (O'Connell & Williams, 2005). Disse selskapene opererer med høyere billettpriser, men inkluderer blant annet en høyere grad av service og tjenester i prisen. I tillegg er de fleste fullprisselskapene medlem av et flyselskapsnettverk som utvider rutenettet deres ytterligere. Ifølge IATA (2015) kontrollerer lavprisselskapene 25% av det totale markedet, og står for mesteparten av veksten i bransjen.

2.2.2 Det europeiske luftfartsmarkedet

Europeisk luftfartsindustrien er preget av mange aktører og sterk konkurranse fra både lavprisselskap og fullprisselskap. Fremveksten av lavprisselskaper de siste to tiårene har fullstendig endret internasjonal luftfart. I Europa skyldtes denne fremveksten at EU startet å åpne opp markedene i 1990 årene med den hensikt å skape et mer effektivt marked. Det irske selskapet Ryanair var det første til å gripe denne muligheten og er blitt det ledende lavprisselskapet i Europa (Moen, 2014).



Figur 2.2 – Europas største lavprisselskaper etter markedsandel (The Telegraph, 2014).

Ifølge data levert av OAG (Official Airline Guide) i august 2014, så har Norwegian en markedsandel på 7,5%. Som man ser av figuren er Ryanair fremdeles den klart største aktøren blant de europeiske lavprisflyselskapene.

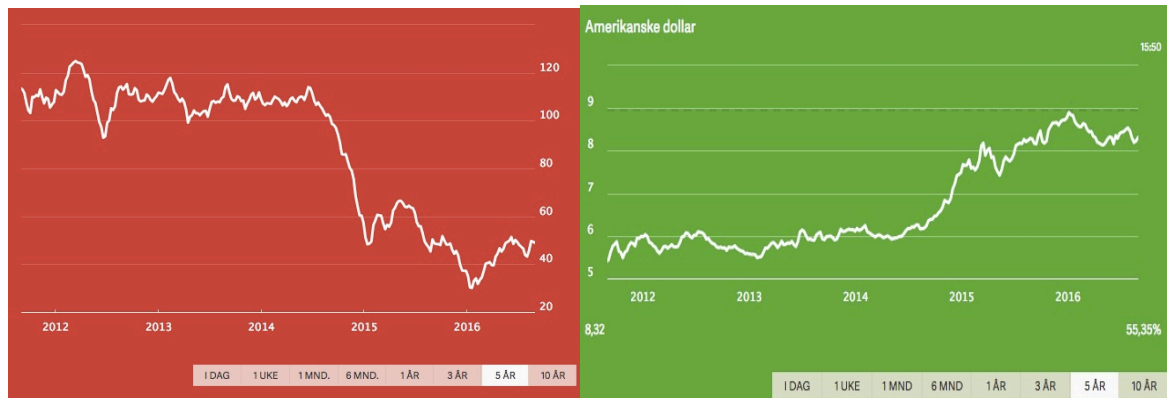
2.2.3 Makrofaktorer

Makroforhold er eksterne forhold som påvirker konkurranseforholdene i en bransje, og som man har relativt lite innflytelse over. Det betyr også at forholdene er like for alle virksomheter som opererer innenfor den samme bransjen. Disse forholdene er å regne som rammebetingelsene til bransjen, og deles gjerne inn i følgende kategorier: økonomiske-, politiske - og miljømessige forhold.

2.2.3.1 Oljepris og valutakurser

Som vi kunne se av figur 2.1 utgjør drivstoffkostnader en fjerdedel av de operasjonelle kostnadene for et flyselskap. Prisen for flybensin har historisk sett korrelert med prisen for råolje. I 2015 var prisen på flybensin, Platts PCCH i gjennomsnitt 48 USD per fat. Det tilsvarer en reduksjon på 42% sammenlignet med året før, og dermed nådde prisen det laveste nivået på 11 år. På grunn av ulike strategier for sikring av råvarepriser ble effekten av prisfallet forsinket for enkelte selskaper i bransjen (IATA 2, 2016).

Effekten av fallet i oljeprisen ble svekket av valutaeffekten. Amerikansk dollar styrket seg i verdi sett opp mot andre valutaer i 2015. Andre operasjonelle kostnader som er eksponert for valutasvingninger er kostnader knyttet til vedlikehold og reparasjoner, og flyplassavgifter. (ibid.) Figur 2.3 illustrerer utviklingen i spotprisen for Brent Oil og USD.



Figur 2.3 - Brent oil spot, og USD (bors.e24.no, 2016)

2.2.3.2 Verdensøkonomien

FN slo fast at "verdensøkonomien snublet i 2015" med en vekst på 2,4%, noe som skyldes fall i etterspørsel og råvarepriser. Prognosen tilsier også en lav vekst i årene fremover (UN, 2016). Økonomisk vekst i eurosonen var med på å kompensere for en bremset befolkningsvekst i Kina. Figur 2.4 illustrerer klart korrelasjon mellom veksten i luftfartsindustrien og vekst i verdensøkonomien. Verdensøkonomien har i lengre tid vært preget av stor ubalanse i handelen mellom land, og lave renter som presser bankene til å låne ut penger (Norges Bank, 2011).

Sentralbankene har de siste årene innført lave og negative renter, og trykket mer penger for å stimulere til vekst – men dette uten hell (Finans Norge, 2016). Lave rentenivåer fører til at det blir mer attraktivt for flyselskapene å investere i utvidelse av flåten, da lave rentenivåer fører til finansieringsavtaler med bedre rentevilkår.

Chart 2 – Air freight growth vs. world trade and industrial production growth



Figur 2.4 - Vekst i verdensøkonomien (IATA 1, 2016)

2.2.3.3 Politikk og reguleringer

I 2015 var det et krav jf. Utlendingsloven §55 at utenlandsk flypersonell, som ikke er EØS-borgere må ha oppholdstillatelse i riket for å kunne arbeide for et norske flyselskap i internasjonal flytrafikk. Dette satt begrensninger for innleie av personell for norske flyselskap. Kravet til oppholdstillatelse var ikke gjeldende for personell som arbeidet ombord i norske fly som ikke landet i Norge, selv om flyet skulle være registrert i Norge. Denne loven ble endret, med inntredende kraft fra 1. juli 2016 jf. Utlendingsforskriften §1-1. I praksis betyr dette at norske flyselskaper kan fly med utenlandsk personell i Norge, noe som innebærer konkurranse på like vilkår for norske- og utenlandske flyselskaper.

Utslippene fra norsk luftfartsindustri er svært regulert, og et flyselskap er pliktig til å kjøpe kvoter for hele sitt samlede utslipp. Ifg. NHO er også luftfart den eneste innenlands virksomheten som er pålagt å betale CO₂-avgift til den norske stat, og som er omfattet av EUs kvoteordning. En klimakvote tilsvarer et tonn utslipp av karbondioksid. Norsk luftfart har vært regulert av EUs kvotesystem for utslipp av CO₂ siden 2012. Kvoteplikten gjelder ikke for flyvninger inn og ut av Europa grunnet uenigheter i FNs luftfartsorganisasjon (miljøstatus.no, 2015). Siden kvoteprisen er avhengig av tilbudet, som igjen er avhengig av utslippene, varierer prisen på en klimakvote fra år til år.

I juli 2016 ble det også innført flyseteavgift på henholdsvis 80 kr per reisende for alle avganger fra en norsk flyplass. På innenlandsreiser tilkommer 10% merverdiavgift. I tillegg til dette blir flyselskapene belastet for "flyplasskatt" til luftfartsmyndighetene, som består av sikkerhetsavgift og passasjeravgift på henholdsvis 56 kr og 54 kr (Avinor, 2015).

2.3 Konkurrenter og komparativ bransje

Norwegians flytrafikk foregår hovedsakelig i det europeiske markedet, og dermed er de fleste av konkurrentene europeiske flyselskaper. I denne oppgaven vil vi sammenligne Norwegians regnskapstall med regnskapstall fra en komparativ bransje. Vi har derfor valgt å konstruere vår bransje utelukkende av europeiske selskap. Siden Norwegian opererer hovedsakelig i Europa, mener vi dette vil gi det mest relevante sammenligningsgrunnlaget. Vår komparative bransje består av SAS, Ryanair og Lufthansa. Vi har valgt å inkludere både lavkost- og fullprisselskaper, da vi anser Norwegian for å ligge et sted imellom, og dette vil da gi et så representativt bilde som mulig av Norwegians komparative bransje.

2.3.1 Scandinavian Airline System - SAS

SAS ble grunnlagt i 1946 og er Skandinavias største flyselskap. SAS er medlem av Star Alliance, en global samarbeidsavtale mellom 28 flyselskaper. Star Alliance er det største flyselskap nettverket i verden (Star Alliance, 2016). Medlemskap i nettverket innebærer at SAS kan tilby turer til destinasjoner der de selv ikke har ruter fordi passasjerene kan bruke et annet flyselskap som også er medlem av nettverket.

Passasjertallene til SAS har holdt seg forholdsvis stabile de 10 siste årene, mens omsetningen har falt noe. I 2014/2015 fraktet SAS totalt 28,1 millioner passasjerer til 119 destinasjoner i Europa, USA og Asia (SAS 1, 2016). Ifølge årsrapport for 2015 hadde SAS et gjennomsnitt på 11 288 ansatte, en kabinfaktor på 74,8 % og en flyflåte bestående av 154 fly (SAS 2, 2015). Konsernet har slitt den senere tid, og det er derfor foretatt betydelige kapitalinnskudd og sparetiltak for å opprettholde driften. Den Svenske, Danske og Norske stat eier per mars 2016 til sammen 49,7% av aksjene i SAS (SAS 3, 2016).

2.3.2 Ryanair

Ryanair et Irsk lavprisselskap som er Europas største flyselskap målt i antall passasjerer. Selskapet ble etablert i 1984 i Irland som et fullprisselskap, men etter 1991 da selskapet var på konkursens rand ble selskapet rekonstruert til et lavprisselskap. Selskapet er i dag kjent for sine lavprispilletter der lite inkluderes i prisen.

I 2015 hadde Ryanair en flåte bestående av 341 fly. Ifølge årsrapporten for 2015 hadde selskapet en vekst i antall passasjerer på ca. 18%, og fraktet totalt 106,4 millioner passasjerer. Selskapet fløy til 32 ulike land, og over 200 ulike destinasjoner i Europa, Midtøsten og Nord-Afrika. Kabinfaktoren var 93%, og breake-even kabinfaktoren var 72% (Ryanair 1, 2016). I Norge har selskapet i en lengre periode vært stasjonert på sekundære flyplasser som Rygge utenfor Oslo, og Torp utenfor Sandefjord. Selskapet har lagt inn bestilling på 315 nye luftfartøy, og ser for seg å frakte 180 millioner passasjerer innen 2024 (Ryanair 2, 2016).

2.3.3 Lufthansa Group

Tysklands nasjonale flyselskap, Lufthansa ble stiftet i 1953. I 2015 ble 71% av inntektene generert fra Europa. På lik linje med SAS er Lufthansa Group medlem av den globale samarbeidsavtalen Star Alliance. Lufthansa gikk over til Lufthansa gruppen på 1990-tallet, som et resultat av økt konkurranse og tregere verdensøkonomi. Selskapet ble omstrukturert med mål om å sette opp uavhengige selskaper som konkurrerer i markedet, og som er ansvarlige for sine egne resultater. I dag er Lufthansa Group en global luftfartsgruppe bestående av Swiss, Austrian Airlines og Brussels Airlines. Konsernet har i dag over 600 fly i sin flåte og over 170 tusen ansatte. Konsernet flyr til mer enn 260 destinasjoner på fire ulike kontinenter (Lufthansa 1, 2016).

3 Valg av metode for verdsettelse

I dette kapitlet vil vi først gi en innføring i ulike verdsettelsesteknikker, etterfulgt av en begrunnelse for valg av verdsettelsesteknikk som benyttes for å vurdere Norwegian. Avslutningsvis vil vi gi en mer grundig innføring i den metoden vi velger å benytte oss av.

3.1 Oversikt over metoder for verdsettelse

Det sentrale formålet med å utføre en verdivurdering av et selskap er å finne verdien på selskapets egenkapital. Den estimerte verdien sammenlignes så med børsverdien for å kunne se om selskapets aksjer er over- eller underpriset. Verdivurderingen kan dermed brukes til å utarbeide en handlingsstrategi for behandling av aksjene til selskapet.

Det finnes flere ulike verdsettelsesteknikker. De ulike metodene har ulike styrker og svakheter, noe som gjør at de ofte brukes som supplementer fremfor alternativer. Det er vanlig å skille mellom tre metoder innen verdsettelsesteknikker: fundamental-, komparativ-, og opsjonsbasert verdsettelse (Penman, 2013). Valg av teknikk avhenger av flere forhold, som blant annet informasjonstilgang og tid til rådighet. Videre vil selskapets bransje, fase i livssyklus og antakelser om fortsatt drift være avgjørende for valget (Damodaran, 2012).

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på en analyse av underliggende eller sentrale forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav (Knivsflå, 2016). Verdien av en aksje beregnes på bakgrunn av hvilke avkastning aksjen forventes å generere fremover. For å vurdere dette benytter man informasjon om selskapet og faktorer som er forventet å påvirke selskapets evne til å levere resultater (Penman, 2013). Prognosene på fremtidsregnskapet blir blant annet basert på selskapets risikoprofil, vekstutsikter og tidligere regnskapstall. Fundamental verdsettelse blir betraktet som grunnlaget for de andre teknikkene, men blir kritisert for at de budsjetterte kontantstrømmene er vanskelige å estimere. Det gjør at verdiestimatene kan bli unøyaktige (Dahl & Boye, 1997).

Penman (2013) nevner fem steg som bør inngå i en fundamental verdivurdering. For det første er det nødvendig å ha kjennskap til selskapet og forstå bransjen det opererer i. Videre

må man kunne analysere og benytte seg av informasjonen i regnskapet. På bakgrunn av disse analysene må man så stille prognoser på fremtidig avkastning, for deretter å konvertere disse prognosene til et verdiestimat ved bruk av neddiskontering. Avslutningsvis gjenstår investeringsbeslutningen om kjøp eller salg på bakgrunn av dagens aksjekurs og verdiestimatet det er kommet frem til.

Det skilles gjerne mellom to ulike måter å utføre fundamental verdsettelse på - egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. De utføres på ulike måter, men skal gi samme verdiestimat når vi bruker verdivektede avkastningskrav til henholdsvis egenkapital og selskapskapital (Damodaran, 2012). Innenfor de to metodene finnes det flere ulike modeller.

3.1.1.1 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen ved bruk av den fremtidige strømmen av verdier til aksjonærer direkte. Det gjør man ved å regne ut nåverdien til for eksempel fri kontantstrøm til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran, 2012). Den kan virke som om at egenkapitalmetoden er veldig ulik den enklere fremgangsmåten hvor en aksje verdsettes basert på forventet fremtidig utbytte. Det stemmer imidlertid ikke, da egenkapitalmetoden verdsetter potensielt utbytte og ikke faktisk utbytte direkte (Damodaran, 2012).

Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er gitt ved årets driftsresultat justert for endring i netto driftseiendeler, netto finansresultat og endring i netto finansiell gjeld (Koller et al. 2010). Dette er en av kapitalflytene man kan ta utgangspunkt i, men også utbytte, superprofitt og superprofittvekst er størrelser som vil gi tilsvarende estimat (Knivsflå, 2016). I figur 3.1 følger formelen for egenkapitalverdien ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen. Formelen er basert på forutsetningen om at det foreligger konstant vekst i tiden fra T+1 til uendelig.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ekk - v)}$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

$FKE_t =$ Fri kontantstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t

$ekk_t =$ Avkastningskravet til egenkapitalen ved tidspunkt t

$v =$ Egenkapitalvekst

Figur 3.1 - Egenkapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm til egenkapitalen (Knivsfå, 2016)

3.1.1.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden (SK-metoden) innebærer at hele selskapets verdi verdsettes før en trekker ut verdien av rentebærende gjeld. Den resterende verdien representerer dermed verdien av selskapets egenkapital (Koller et al. 2010). SK-metoden er en “indirekte” metode. Selskapets verdi kan presenteres gjennom tre ulike typer kapitalmål: totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Fremgangsmåten er ifølge Knivsfå (2016) ekvivalente og verdiesimatet blir identisk når vektingen i kravene er korrekt. Fri kontantstrøm fra drift, som er kapitalflyten til driftskapitalen, er gitt ved netto driftsresultat og endring i netto driftseiendeler. Figur 3.2 viser formelen for egenkapitalverdien ved bruk av selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift. Formelen bygger på den samme forutsetningen om konstant vekst ved T+1 som ved bruk av den direkte metoden.

$$VEK_0 = \sum_{t=0}^T \frac{FKD_t}{(1 + WACC_1) * \dots * (1 + WACC_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + WACC_1) * \dots * (1 + WACC_T) * (WACC - ndv)} - NFG_0$$

$VEK_0 =$ Verdien av egenkapitalen ved tidspunkt 0

$FKD_t =$ Fri kontantstrøm fra driften ved tidspunkt t

$WACC_t =$ Verdivektet avkastningskrav ved tidspunkt t

$ndv =$ Vekst i netto driftskapital

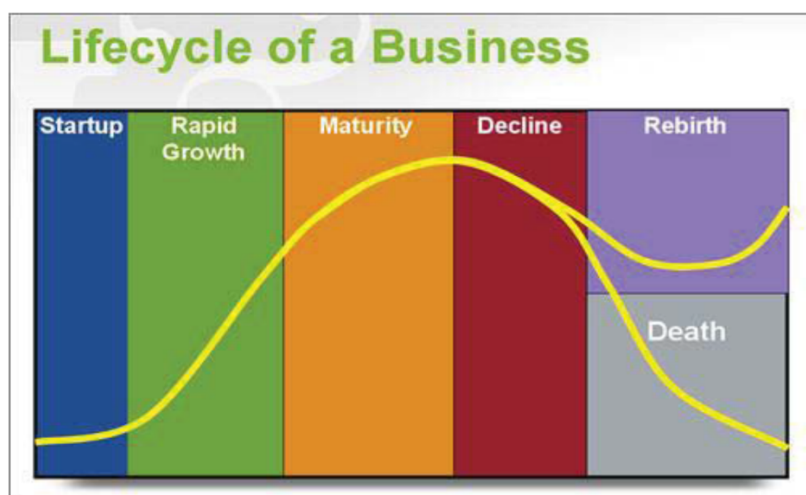
$NFG_0 =$ Netto finansiell ved tidspunkt 0

Figur 3.2 - Selskapskapitalmetoden representert ved fri kontantstrøm fra drift (Knivsfå, 2016)

I likhet med egenkapitalmetoden er det mulig å ta utgangspunkt i en annen kapitalflyt enn fri kontantstrøm, som for eksempel superprofitt, endring i superprofitt eller utbytte.

Både for den direkte og indirekte metoden er det nødvendig å foreta en prognose på hvordan kapitalstrømmene vil bli i fremtiden. Å lage gode analyser på fremtiden er krevende og det kreves god innsikt av de som gjennomfører analysen. Det fundamentale rammeverket gir verdifull innsikt i selskapet slik at man lettere er i stand til å vurdere forutsetningene som legges til grunn for estimatene. Det vil man ikke oppnå i samme grad med de andre verdsettelsesmetodene. Den fundamentale metoden benyttes mindre i praksis av analytikere da metoden er både tidkrevende og omstendelig.

For å kunne utarbeide en god fundamental analyse er det nødvendig med en relativt god informasjonstilgang, spesielt finansielle data for analyseperioden. Det medfører at metoden er best egnet til bruk på selskaper som er i den modne fasen av livssyklusen vist i figur 3.3, fordi man da har mer stabile finansielle data. Da det ikke vil være mulig å estimere kontantstrømmer inn i evigheten er det vanlig å avslutte ved å fastsette en horisontverdi. Denne horisontverdien verdsetter egenkapitalen ut over budsjettperioden (Damodaran, 2012). Som vist i figur 3.1 og 3.2 inneholder både den direkte og indirekte metoden et slikt horisontledd.



Figur 3.3 - Selskapets livssyklus (The Presidents' Council Foundation , 2016)

Når fundamental verdsettelse benyttes gjøres det eksplisitt rede for de antakelser og forutsetninger som analysen bygger på. Det gjør at brukerne av analysene i ettertid kan vurdere om de er enige i disse antakelsene og eventuelt gjøre sine egne tilpasninger. Det er spesielt to parametere som har innvirkning på verdiestimatet man utarbeider gjennom en fundamental verdsettelse; vekstraten for kontantstrømmen og diskonteringsrenten. Disse blir i stor grad bestemt gjennom skjønnsmessige vurderinger og verdiestimatene kan dermed være utsatt for eventuelle bias hos dem som har utarbeidet parameterne (Kaldestad og Møller, 2014). Blant annet har forskning vist at individer har en tendens til å være for optimistiske når de skal vurdere positive tendenser, og for pessimistiske i vurderingen av negative tendenser, noe som gjør at slike vurderinger vil påvirkes subjektivt (Kaldestad og Møller, 2014).

For å gjennomføre en fundamental verdsettelse må det lages prognoser på selskapets frie kontantstrøm fra drift i fremtiden. Det kan av mange ulike årsaker være vanskelig å prognostisere den fremtidige utviklingen for et selskap. For selskaper som er i nedgangstid og gjerne har negativ fri kontantstrøm, eller hvor det er en vesentlig risiko for konkurs, vil det være spesielt vanskelig å forutse fremtiden og verdien av egenkapitalen kan gjerne ikke fastsettes ved bruk av en slik metode (Penman, 2013). I selskaper med kraftig vekst eller restrukturering vil de historiske tallene kunne være lite representative for fremtiden og dermed blir analysegrunnlaget dårligere. For et selskapet i en syklisk bransje kan det oppstå lignende problemer. Løsningen på dette er ofte å normalisere regnskapstallene, da det vil være krevende å forutse hvordan svingningene vil bli fremover i tid. Et problem som da gjerne oppstår er at man implementerer målefeil i tallene. En konsekvens av dette er at usikkerheten knyttet til verdiestimatet blir større enn om selskapet hadde generert en mer forutsigbar kontantstrøm over tid.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ - eller relativ verdiverdsettelse er basert på sammenligning av prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler (Damodaran, 2012). Metoden er mye brukt i praksis, fordi den er mindre ressurskrevende og lettere å bruke. Ulempen med denne metoden er blant annet at verdiestimatet blir påvirket av grunnlaget for sammenligning og markedets holdning til bransjen. I tillegg kreves det ofte justeringer for å kunne gjøre metoden komparativ. De to

sentrale modellene innenfor komparativ verdsettelse er multiplikatormodellen og substansmodellen (Knivsflå, 2016).

3.1.2.1 Multiplikatormodellen

I denne modellen skal man finne et verdiestimat på selskapet, med utgangspunkt i multipler eller forholdstall fra komparative selskaper i bransjen. For at denne metoden skal kunne gi en verdi må selskapene være sammenlignbare. Multipler er forholdstall der aksjeprisen blir målt relativt til størrelser i finansregnskapet som driftsresultat, bokført verdi eller kontantstrøm (Damodaran, 2012). Penman (2013) tar utgangspunkt i tre steg ved forklaring av modellen. Først må man finne frem til selskaper som har tilnærmet lik drift som det selskapet som skal verdsettes. Deretter finner man forholdstall ved å identifisere de størrelse i regnskapet som skal måles relativt til aksjeprisen. Avslutningsvis tar man medianen eller gjennomsnittet av de valgte forholdstallene og multipliserer dette med den aktuelle verdien hos måleselskapet slik at man får frem et verdiestimat. Denne modellen er basert på antakelsen om at selv om enkelte selskaper kan være feilpriset, så vil gjennomsnittet i bransjen være relativt riktig priset. En svakhet med denne metoden er at hvis hele markedet er feilpriset vil også selskapet vi skal verdsette bli feilpriset. Det vil for eksempel være aktuelt hvis det er bobler i markedet.

Denne modellen fungerer godt som et supplement til fundamental verdsettelse, da den er enkel og lite tidskrevende. Det er heller ikke nødvendig med mye informasjon om verken bransjen eller målselskapet. Det er derfor en metode som er mye brukt i praksis. Det er imidlertid en del utfordringer ved bruk av denne metoden. Ifølge Damodaran (2012) er den største utfordringen å finne komparative selskaper som er like nok målselskapet. Ifølge Penman (2013) vil det være hensiktsmessig å ha flest mulig komparative selskaper da det blir mindre sannsynlig med feil, mens det på den andre siden er lite sannsynlig at alle disse selskapene faktisk vil være like nok målselskapet. Hvilket av disse forholdene som veier tyngst er imidlertid uklart. Ifølge Damodaran (2012) vil analyser basert på multipler i stor grad gi et godt bilde av dagens markedssituasjon, men at analysene ikke nødvendigvis gir gode estimater på fremtidig verdi. Dette kan gjøre det aktuelt å kombinere analyser av multipler og fundamental analyse for å få en så korrekt verdsettelse om mulig.

3.1.2.2 Substansmodellen

Substansmodellen baserer seg på den estimerte salgsverdien til selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld, altså selskapets substansverdi (Penman, 2013). Substansverdien til egenkapitalen er med andre ord summen av komparative verdier på individuelle netto driftseiendeler, minus den komparative verdien på netto finansiell gjeld. Denne modellen har en tendens til å undervurdere den virkelige verdien av egenkapitalen. En av årsakene for dette er at det er problematisk å skulle verdsette de eiendelene som er balanseført til historisk kost. Den historiske kost verdien vil sjeldent reflektere den virkelige verdien og det er derfor utfordrende å fastsette en korrekt verdi, da det er usikkert hvilken fremtidig verdi eiendelen vil generere (Penman, 2013). Denne problemstillingen gjør seg også gjeldende for immaterielle eiendeler. Dette gjør at modellen er best egnet i selskaper der viktige eiendeler har klare sammenlignbare verdier, typisk bransjer som eiendom og shipping, eller der verdien av immaterielle eiendeler er lav (Knivsflå, 2016).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodaran (2012, s. 87) definerer en opsjon som en rett til å kjøpe eller selge en eiendel til en gitt pris, ved eller før utløpsdatoen for opsjonen. En opsjon er altså en rett, men ikke en plikt. Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse, der målet er å bygge inn verdien av fleksibilitet. Dermed blir nåverdien av særlig fleksibilitet lagt til den statiske verdien til selskapet. Eksempler på verdien av fleksibilitet kan for eksempel være muligheten til å utsette et prosjekt eller til å utvide et prosjekt (Kaldestad & Møller, 2014). Fleksibiliteten kan verdsettes enten ved bruk av Black and Scholes modell for opsjonsprising eller binomiske modeller (Damodaran, 2012).

Det kan ofte være vanskelig å gjennomføre analyser av verdien av fleksibilitet. Usikkerhet rundt det endelige estimatet er ofte stor, særlig når det gjelder realopsjoner da disse i liten grad handles på en organisert markeds plass. Verdien av fleksibiliteten er ofte størst når det er knyttet stor usikkerhet til fremtidig utvikling og fleksibiliteten blir tilsvarende stor, mens mulighetene for realopsjoner er begrenset i stabile bransjer.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av hvilken fase bedriften befinner seg i sin livssyklus, bransjen og tilgang på informasjon. Det optimale er å kombinere ulike varianter av fundamentale og komparative tilnærminger for å få et så pålitelig svar som mulig (Kaldestad & Møller, 2014). I praksis er komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen den mest brukte. En av grunnene for dette er at denne metoden er enklere og mindre kostnadskreven enn fundamental verdsettelse.

Vi vil anse Norwegian for å være i grenseland mellom høy og moden vekst. Selskapet har høy vekst på langdistanseruter og europeiske ruter, mens veksten har modnet i Norge og Norden. Selskaper i denne fasen opplever gjerne mer stabile inntekter og en mer forutsigbar vekst. Det foreligger bedre historiske tall og det finnes gjerne et bredere utvalg komparative selskaper. For selskaper som befinner seg i denne delen av livssyklusen anbefales det å bruke fundamental verdsettelse som hovedteknikk (Damodaran, 2012).

Norwegian er en etablert aktør i bransjen og har vært børsnotert siden 2003. Det gjør at det finnes detaljerte regnskapsdata med årsrapporter for flere år tilbake i tid, noe som er et viktig kriterium ved fundamental verdsettelse.

Som følge av dette velger vi å benytte fundamental verdsettelse som vår hovedteknikk, da denne teknikken best gjenspeiler virksomhetens underliggende verdier og framtidutsikter. I tillegg er dette en teknikk som er grundig, og dermed øker sannsynligheten for at relevant informasjon blir inkludert i verdivurderingen. Ulempene med fundamental verdsettelse er imidlertid at den kan gi et unøyaktig verdiestimat, men denne ulempen gjelder også for de to andre teknikkene. Samt vil også fundamental verdsettelse medføre utregninger og estimeringer av flere budsjett drivere, noe som er en tidkrevende prosess.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på underliggende økonomiske forhold, som blant annet er reflektert i års- og kvartalsrapporter. Rammeverket for fundamental verdsettelse består av 5 steg; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handlingsstrategi. Disse stegene skal til slutt føre til at man ender opp med et estimat på egenkapitalverdien til Norwegian og en tilhørende verdi per aksje.

Steg 1: strategisk analyse

Verdsettelsesprosessen starter med å utarbeide en strategisk analyse, som består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse (Penman, 2013).

Formålet med denne strategiske analysen er å få ytterligere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene ved selskapet og bransjen. Disse to analysene til sammen vil avgjøre om selskapet har en strategisk fordel. Denne fordelene relaterer seg i hovedsak til selskapets driftsaktiviteter, eller eventuelt komme fra selskapets finansiering.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse, som ofte utarbeides parallelt med den strategiske analysen, omhandler analyse av tilgjengelig informasjon fra års- og kvartalsregnskap. Her avdekkes den historiske utviklingen for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2016). I situasjoner der en kun har tilgang på en til tre kvartalsrapporter vil det være nødvendig å foreta en “trailing” for å estimere helårsregnskapet. Tallene i helårsregnskapet må så omgrupperes for å gjøre det klart for analyse. Hensikten med å omgruppere tallene er å gjøre regnskapet mer investororientert, samt å skille mellom drift og finans.

Videre må det justeres for eventuelle målefeil, før man til slutt utfører forholdstallsanalyser som analyserer risiko og rentabilitet. Risikoanalysen baseres på likviditets- og soliditetsanalyser som danner grunnlag for en syntetisk rating. Rentabilitetsanalysen tallfester selskapets drifts- og finansieringsfordel, og følgelig deres strategiske fordel. Deretter må det kartlegges om den strategiske fordelene er relatert til selskapets interne ressurser eller til bransjeforhold.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet og fremtidskravet utarbeides basert på kunnskap fra den strategiske regnskapsanalysen (Palepu et al., 2013). Basert på en rekke budsjett drivere belyser man forventet fremtidsregnskap, der både forventet resultatregnskap, balanse og kontantstrøm er inkludert. Deretter blir det fremtidige avkastningskravet estimert.

Steg 4: Fundamental verdsettelse

Selve verdivurdering blir foretatt på bakgrunn av det budsjetterte fremtidsregnskapet med tilhørende krav. Som nevnt tidligere kan man benytte to metoder, den direkte egenkapitalmetoden eller den mer indirekte selskapskapitalmetoden. Begge metodene beregner egenkapitalverdien ved at man først diskonterer relevante verdistrømmer som tilfaller de ulike kapitalene. Ved selskapskapitalmetoden må man imidlertid trekke ifra verdien på gjelden og minoritetsinteressene for å finne verdien på egenkapitalen. Til slutt kommer man frem til det endelige estimatet og den tilhørende aksje verdien ved bruk av en stegvis konvergeringsprosess. Denne prosessen innebærer at fremtidsregnskapet og det tilhørende kravet blir verdibasert.

Verdiestimatet man kommer frem til under verdsettelsen i steg fire utgjør et punkt estimat som det vanligvis er knyttet usikkerhet til. Denne usikkerheten bør derfor analyseres ytterligere (Knivsflå, 2016). Sensitivitetsanalyser og simuleringer kan benyttes for å vurdere hvorvidt verdiestimatet endres når man endrer verdidrivere. I tillegg må man vurdere i hvilke grad selskapets konkursfare har blitt hensyntatt i verdiestimatet.

Steg 5: Handlingsstrategi

Avslutningsvis sammenligner man verdiestimatet med børs kursen på verdsettelsestidspunktet for å komme frem til en handlingsstrategi.

4 Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven analyserer vi interne og eksterne forhold som er forventet å påvirke selskapets verdiskaping over budsjettperioden. Denne analysen vil bestå av to deler; ekstern bransjeanalyse- og intern ressursanalyse. På bakgrunn av dette vil vi kunne kartlegge de underliggende økonomiske forholdene som påvirker Norwegian sin strategiske posisjon og finansielle stilling i dag, men også i fremtiden. Dette vil sammen med regnskapsanalysen danne grunnlag for prognosen av fremtidsregnskapet og dermed også for verdsettelsesestimatet av Norwegian. Analysene i dette kapitlet baseres på forholdene som ble presentert i kapittel 2.

4.1 Rammeverket for strategisk analyse

Hovedformålet med den strategiske analysen er å avdekke om Norwegian har en ressursallokering som gir dem en evne til å generere en avkastning utover avkastningskravet, og om en eventuell superprofitt skyldes egenskaper ved bransjen eller selskapet (Knivsflå, 2016).

Først utfører vi en bransjeanalyse for å undersøke om luftfartsbransjen har en iboende strategisk fordel, det vil si om luftfartsbransjen skaper en avkastning større enn avkastningskravet. Deretter vil vi utføre en ressursanalyse av Norwegian for å undersøke om Norwegians sine ressurser er kilder til en strategisk fordel sammenlignet med bransjen, altså om Norwegian har en høyere avkastning enn bransjen.

Vår bransjeanalyse består av en PESTEL-analyse, og en analyse av Porter sine fem konkurransekrefter. PESTEL-analysen vil se på makroforholdene som påvirker luftfartsbransjen (Johnson, et al., 2011). Porter-analysen analyserer konkurranseforholdene innad i bransjen (Porter, 1979). I ressursanalysen vil vi benytte en SVIMA-analyse, som ser på Norwegians ressurser for å undersøke om de gir selskapet en strategisk fordel overfor sine konkurrenter i bransjen. Funnene fra disse tre analysene vil bli oppsummert i en SWOT-matrise for å gi en oversikt over Norwegians styrker, svakheter, muligheter og trusler.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

For å vurdere om bransjen har en strategisk fordel benytter vi Porter og PESTEL analyse. Disse to analysene vil sammen belyse om bransjen har en superrentabilitet, altså om netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskravet i bransjen. En eventuell bransjefordel vil være felles for alle aktørene i bransjen.

4.2.1 PESTEL- analyse av makrofaktorer

En PESTEL-analyse er et nyttig verktøy for å kartlegge makroomgivelsene til luftfartsbransjen (Johnson, et al., 2011). Forholdene som inngår i en PESTEL analyse er: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige/miljømessige og legale forhold (ibid.). Når man skal utføre en PESTEL-analyse er det viktig å identifisere bransjens viktigste drivere for endring fordi dette vil være de faktorene som har størst effekt på bransjens strategiske suksess eller fiasko. Gjennom å analysere hvordan disse faktorene påvirker miljøet bransjen opererer i, og spesielt hvordan disse faktorene er i endring, er man i stand til å evaluere bransjens strategiske posisjon.

4.2.1.1 Politiske og juridiske forhold

Vi har valgt å slå sammen analysen av de politiske og juridiske forholdene, da de er relativt sterkt knyttet sammen og overlapper hverandre på flere punkter i vårt tilfelle. Politiske faktorer representerer påvirkning fra myndigheter og politiske organisasjoner. Myndighetene har ofte mulighet til å påvirke markedsbetingelse gjennom eierskap i selskaper, kjøp av tjenester fra bransjen eller gjennom å levere tjenester til bransjen. I Norge er for eksempel staten eier i flere store børsnoterte selskaper. Dette gir staten stor innflytelse over selskapene og deres utvikling. Media, aktivistgrupper og politiske organisasjoner kan også være kilder som påvirker bransjen (ibid).

Statlig finansiering av et flyselskap er med på å beskytte selskapet i nedgangstider. Det gjør at selskapet kan overleve en lengre periode med tap enn et privatfinansierte selskap. Et kjent eksempel på flyselskap som har en høy grad av offentlig finansiering er SAS, der de tre nordiske landene Norge, Sverige og Danmark eier store deler av selskapet. I 2010 sto det så ille til med SAS at "Krisepakken" fra de nordiske landene kan ha reddet selskapet fra stupet (Dagens Næringsliv, 2010). Selv om SAS på 2000-tallet oppnådde gode resultater fra

forretningsreiser tapte de stort på fritidsreisende. Likevel måtte selskapet inngå allianser for å klare seg på lang sikt. Allianser kan også ha sine ulemper i den grad selskapene som inngår i alliansen har like interesser og overlappende virksomhet. I alliansenettverket Star Alliance måtte SAS og Lufthansa samarbeide om rutetrafikken i Baltikum og København. Begge hadde lik virksomhet i form av at de opererte de samme rutene, og ved inngåelse i nettverket måtte begge partene samarbeide om ruteplanleggingen. Noe som endte med at begge parter måtte gi slipp på enkelte ruter (Samferdsel, 2009).

Flytrafikken har siden 1980-tallet gått i retning av liberalisering og økt konkurranse (Store norske leksikon, 2016). I 1993 førte EU's transportpolitikk frem til en avtale som endret strukturen i bransjen. Avtalen gikk ut på fri konkurranse på ruter i EU-området (Samferdsel, 2009). Siden Norge på dette tidspunktet var med i EØS-avtalen åpnet dette opp for muligheter samt økt konkurranse for norske flyselskaper. Konkurransen ble først merkbar i Norge etter 1998, da hovedflyplassen på Gardermoen ble åpnet og kapasiteten ble utvidet betydelig. Markedet for fritidsreiser var prisfølsomt og dereguleringen av luftfartsindustrien førte til omstrukturering av eksisterende selskaper, og etablering av nye. Statlige flyselskaper i Europa hadde lenge vært konkurransebeskyttet, men når andre konkurrerende selskaper kom på banen måtte tidligere beskyttede selskaper nå søke allianser med andre for å stå sterkere mot konkurransen. Til tross for at Ryanair og Easyjet etablerte seg som konkurrenter i norsk luftfart i slutten av 1990-tallet, var det først etter 2000 at lavprisselskapene tok av i Norge (ibid).

Den europeiske luftfartsbransjen har utviklet seg i en retning av økt trafikkvolum og høyere priselastisitet for fritidsreisene. Behovet for direkteruter har økt, og det er ikke lenger behov for å samle all flytrafikk om de største knutepunktene. Liberaliseringen av bransjen har siden bare fortsatt, og i 2016 ble det vedtatt en avgjørende lovendring om bruk av utenlands arbeidskraft som nevnt i kapittel 2. Personalkostnader er den største operasjonelle kostnaden for Norwegian ifg. kvartalsrapporten 4. kvartal 2015. Kutt i personalkostnader kan være med på å forbedre resultatet, men det er viktig å huske på at konkurrenter som SAS har de samme mulighetene for å foreta kostnadskutt. Dermed vil billig arbeidskraft som konkurransekraft kunne føre til ytterligere prisrig. Ifølge departementets utregninger har kabinpersonale fra lavkostland en lønn på bare 35-40% av norsk lønn (ABC Nyheter, 2016).

Tidligere har lavprisselskaper redusert lønnsutgifter ved å ansette personale fra lavkostland gjennom hovedkontorer i andre land (Bloomberg, 2015). Lovendringen var dermed helt sentral for at konkurransen skulle foregå på like vilkår.

Flyselskapene har i en lenger periode vært avgiftsbelagt i form av ulike typer avgifter. Som nevnt i kapittel 2, ble det i 2016 innført en ekstra avgift, seteavgift på 80 kr eks. mva., noe som medfører at de totale avgiftene til staten er 190 kr per billett i dag. I tillegg til dette tilkommer merverdiavgift på 10%.

Flysikkerhet er ifølge Store norske leksikon et samlebegrep for de sikkerhetskrav som iverksettes for å eliminere risiko for ulykker og terrorhandlinger i luften. Sikkerhet ved flyplasser fikk betydelig oppmerksomhet etter terrorangrepene på World Trade Centre i New York og Pentagon i Washington 11. september 2001. De lovpålagte sikkerhetstiltakene som ble innført medførte økning av kostnadene i bransjen (Blalock, et al., 2007).

Norge fulgte opp EUs regler for sikkerhet i 2004, noe som innebar en grundig sjekk av passasjerer og bagasje før ombordstigning, uavhengig av om man flyr innenlands eller utenlands. Bestemmelsen som ligger til grunn for flysikkerhet er utarbeidet av luftfartsmyndighetene i USA (FAA) og EU (EASA). EASA har lagt inn forslag om å endre regelverkets virkeområde til å omfatte også bakketjenester og tjenester tilknyttet trafikkavvikling på oppstillingsplassen. I praksis vil en slik endring føre til økte kostnader for flyplassdrivere, og dermed er det naturlig å anta at sikkerhetsavgiften vil øke (Regjeringen, 2016).

Utslipp av klimagasser fra innenriks luftfart utgjør 2% av Norges totale utslipp ifølge Luftfartstilsynet. Som nevnt i kapittel 2 er norske flyselskap lovpålagt å kjøpe klimakvoter for sitt totale utslipp. Det utgjør en betydelig kostnad for flyselskaper hvert år. Media har tidligere fanget opp tvilsomme kvotekjøp, som eksempel kan Norwegians omstridte kvotekjøp i 2012 nevnes (E24, 2013).

FNs internasjonale luftfartsorganisasjon, ICAO (2016) rapporterte i 2016 at målet for veksten i luftfart er å være klimanøytral innen 2020. Ifølge NHO har utslippene per passasjerkilometer nesten halvert seg siden 2001 og frem til 2014 (NHO, 2015). Flyselskapene betalte i 2015 en CO₂-avgift på 105 øre per liter for jet-bensin, og CO₂-avgiftene er doblet siden 2012. Det

viser at klimapolitikken stadig blir strengere, og at selskapene med jevne mellomrom blir pålagt nye og høyere avgifter. De ulike selskapene finner ulike måter å dekke inn CO₂-avgiften på. Eksempelvis har SAS valgt å trekke frem denne avgiften som en egen linje under skatter og avgifter, mens Norwegian har valgt å ikke skille denne kostnaden spesifikt ut. Uavhengig av måten denne avgiften dekkes inn på er dette en kostnad som enten blir belastet kunden i form av økte billettpriser, eller en kostnad som reduserer fortjenestemarginen. Siden fritidsreisene har vist seg å være svært priselastiske som nevnt i kapittel 2, kan det være nærliggende å tro at slike pålagte avgifter kan krympe marginene i bransjen.

Frem til 2002 ga SAS-gruppen bonuspoeng til sine passasjerer på innenlandsreiser. Bonuspengene kunne brukes til å bestille nye reiser med samme selskap, en form for kvantumsrabatt. Denne ordningen ble sett på som en måte å binde kunder opp til samme selskap på, noe som var til hinder for konkurranse jf. Konkurranseloven §§1-1 og 3-10. I 2001 vedtok Konkurransetilsynet at det ikke skulle gis bonuspoeng på innenlandsreiser fra 2002. Frem til 2002 var det SAS-gruppen som hadde monopol på innenlandsrutene, men lovendringen la til rette for etablering av konkurrenten Norwegian (Konkurransetilsynet, 2002). I 2013 ble bonusforbudet opphevet av Regjeringen, og både Norwegian og SAS startet med lojalitetsprogram som gav passasjerer bonuspoeng på innenlandsreiser (Hangar 1, 2013).

Lovgivningen rundt bonusprogrammene er helt avgjørende for konkurransen i bransjen, og eventuelle endringer vil påvirke kundenes preferanser i den grad slike programmer er med på å danne byttekostnader. Samt er lovgivningen avgjørende for inntjeningen i bransjen siden en monopolist ikke ville hatt de samme incentivene til å gi rabatter i form av bonuspoeng til samtlige reisende.

4.2.1.2 Økonomiske faktorer

Under økonomiske faktorer inngår forhold som økonomisk utvikling og konjunkturer. De viktigste makroøkonomiske faktorene som påvirker flyindustrien er økonomisk vekst, oljepris og rentenivå.

Ifølge Turnbull et. al. (2004) er det fire profittparametere som driver fortjeneste for flyselskaper. Disse fire er *trafikkvolum*, *kapasitet*, *avkastning* og *enhetskostnader*. Av deres teori fremkommer det at endring i bare en av parameterne gjør bransjes fortjenestemarginer svært sårbare. Som nevnt tidligere er veksten i verdensøkonomien korrelerende med veksten i

luftfarten. Som nevnt i kapittel 2 *„snublet verdensøkonomien i 2015“* og det er forventet liten vekst i årene fremover, noe som tyder på at etterspørselen etter flyreiser trolig ikke vil øke like ekspansivt per år fremover som trenden har vist det siste tiåret. På grunn av korrelasjon mellom veksten i verdensøkonomien og veksten i luftfarten er bransjen også sårbar for konjunktursvingninger (Doganis, 2006).

Ifølge IATA (2016) var veksten i den globale luftfarten 6,5% i 2015, dette er den høyeste veksten side finanskrisen i 2010 og kapasiteten økte med 5,9%. Tilsvarende tall for europeisk luftfart var henholdsvis 5% og 3,8%. Det skal sies at europeiske flyselskaper har den høyeste kabinfaktoren i bransjen som tilsvarer et gjennomsnitt på 82,6%. I 2015 økte inntekten per passasjerkilometer (RPK) med 7,4% noe som skyldes økningen i trafikken (IATA 3, 2016).

Fyllingsgraden eller kabinfaktor kan benyttes som et mål på lønnsomheten av et flyselskap, siden den tar hensyn til inntektsgivende setekilometer som selskapet har fløyet, og den totale tilgjengelige kapasiteten (ASK). Kabinfaktoren kan finnes ved å dele RPK på ASK.

Prisene på flybilletter har sunket med 57% de siste tyveårene ifg. IATA (2016).

Det kan sies at bransjen går godt i den forstand at billettprisene reduseres mens inntektene øker. Passasjerer er svært prissensitive for endringer i billettpriser, og billettprisen er den viktigste volumdriveren i bransjen ifg. Turnbull et al. (2004). Dermed kan reduserte priser ha ført til en økt etterspørsel etter fritidsreiser de siste årene, noe som igjen gir utslag i kabinfaktorene i form av økt inntekt per passasjerkilometer.

En annen faktor som høyst sannsynlig har bidratt til økt resultat per passasjerkilometer i bransjen er fallet i oljeprisen, fordi oljeprisen er med på å påvirke enhetskostnadene. Som nevnt står drivstoffkostnader for en stor andel av de operasjonelle kostnadene for et flyselskap. Det har vært omdiskutert i media om nedgangen i oljeprisen ikke skal gjenspeiles i billettprisene, men så fremt dette ikke har skjedd er dette en reduksjon i kostnader som selskapene har dratt nytte av i form av økt lønnsomhet. Som nevnt i tidligere avsnitt er kostnader knyttet til personale i ferd med å reduseres ytterligere i bransjen etter lovendring, noe som bidrar til ytterligere besparelser i de operasjonelle kostnadene (NRK, 2016).

Trenden i bransjen har den siste tiden vært at kapasiteten øker samtidig som veksten i etterspørselen er noe avtagende. Det er størst vekst i ruter til Midtøsten, men også europeiske-

og asiatiske-ruter er i vekst (IATA 1, 2016). Dermed kan det se ut som om den bremsende verdensøkonomien har satt sine spor i veksten. Det er noe usikkert hvordan "Brexit" kommer til å påvirke etterspørselen av flyreiser, men her velger vi å forenkle og anta at det har større betydning for cargo transport enn for passasjertransport.

Valutakurser påvirker både inntekts- og kostnadssidene i et flyselskap da selskapene har kostnader og inntekter i ulike valutaer. Kostnadene for drivstoff bergnes gjerne i USD, og en svekket USD-kurs ville redusert kostnadene. For inntektssiden er det motsatt, svekket NOK ville være fordelaktig for antall reisende fra andre land enn Norge siden det ville økt inntektssiden for et selskap. Det er imidlertid helt vanlig praksis å sikre deler av risikoen. Noe som gjør at svingninger i valuta påvirker driften noe i etterkant. Ifg. analytikere er det grunn til å tro at nettoeffekten er på den negative siden (DNB, 2016).

4.2.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer påvirker viljen til å endre måter man gjør ting på i eksisterende bedrifter og bransjer (SNL 4, 2014). Et av de sosiokulturelle faktorene som påvirker luftfartsbransjen er befolkningens holdninger til å fly. Det kan tenkes at dersom befolkningen har negative assosiasjoner til å fly vil dette påvirke etterspørselen etter flyreiser. Vi betrakter folks holdninger til sikkerhet og global oppvarming som sosiokulturelle faktor da de påvirker bransjens holdninger og vilje til å endre måten man opererer på.

Evan Booth som står bak nettstedet terminalcornucopedia.com har vist at komponenter til å lage bomber kan kjøpes etter at man har passert sikkerhetskontrollen. Slike nettsteder er med på å øke bevisstheten rundt sikkerhet blant reisende, og legge press på myndigheter for å følge opp med nye tiltak. Dermed er bevissthet rundt sikkerhet en sosiokulturell faktor som påvirker vilje til å endre rutiner. Som nevnt under politiske og juridiske forhold blir det stadig pålagt nye sikkerhetstiltak på flyplasser, dette sier noe om utviklingen i befolkningens holdninger til å fly.

Samtidig er det grunn til å tro at bevisstheten rundt global oppvarming har økt de siste fem årene om vi ser på utviklingen av elektrisk drevne motorer. Eksempelvis har Tesla kommet med EL-biler med en rekkevidde som gjør det mulig å utkonkurrere vanlige bensindrevne biler i høy grad (Teknisk Ukeblad, 2016). Høye drivstoffkostnader i form av høye oljepriser ser ut til å ha drevet innovasjon også i luftfartsindustrien. Utviklingen går mot mer effektive

motorer som reduserer drivstofforbruket og dermed også utslippene. Samtidig som industrien ser etter hybridløsninger for å redusere påvirkningene på miljøet ytterligere. Et eksempel på dette er hybridløsninger på fly, et samarbeidet mellom Simens og Airbus (Siemens, 2016).

Skype for business, og Lync er bare noen av få programmer som skal gjøre det enklere for bedrifter å kommunisere både eksternt og internt. Muligheter til å holde nettmøter kan redusere behovet for forretningsreiser i fremtiden. Trenden har frem til nå vært det motsatte, og det blir stadig flere forretningsreisende over hele verden. Bedrifter har imidlertid blitt mer kostnadsbevisste, og benytter seg gjerne av økonomiklassen ifølge Andreas Krog, redaktør for resemiediecheck-in.dk. Ifølge han skyldes det at flere flyselskaper har valgt å satse på god standard og grei service i denne klassen. Det er med på å bekrefte IATA's påstand om at pris er den viktigste faktoren som driver volum, og at merkevare er en faktor som påvirker valg av flyselskap i mye mindre grad. Generelt stilles det også høyere krav til service på flyplasser i form av luksuriøse lounges og "fast track" (Aftenposten 1, 2016).

Utdanningsnivået har økt betydelig i perioden mellom 2000 og 2015. Ifølge Statistisk Sentralbyrå (SSB) er det ca. 30% flere med høyere utdanning (SSB, 2016). Andelen av de med lang høyere utdanning på over fire år som inkluderer mastergrad har derimot økt med ca. 96%, altså tilnærmet doblet seg i løpet av bare 15 år (ibid.) Dette bidrar til en økonomisk vekst i Norge og har økt levestandarden. Goder som ferie er noe mange kan unne seg i dag. Dermed har antall potensielle reisende med fly økt kraftig, og det er naturlig å anta at denne trenden vil fortsette i årene fremover. I tillegg til utdanningsnivå er befolkningsvekst med på å danne grunnlaget for økt antall potensielle reisende i årene som kommer.

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Nye fly er mer energieffektive og medfører store reduksjoner i drivstoffutgifter og vedlikeholdskostnader. Samt er de innredet med nyere interiør som kan bedre passasjerenes reiseopplevelse.

Det siste 50 årene er drivstoffbruket per fløyet kilometer redusert med 80%. Støy fra fly er i samme periode kuttet med 75% (Aftenposten 2, 2016). Det tyder på at den tekniske utviklingen i bransjen skjer nokså raskt, og vi kan forvente at utslippene skal kuttes ytterligere i årene fremover. Reduserte utslipp er lik reduserte kostnader for bransjen. Når vi snakker om luftfartsbransjen mener vi flyselskapene, men i denne sammenheng er det i tillegg naturlig å

trekke inn leverandører av fly. For at flyselskapene skal klare å redusere utslippene er de helt avhengige av at produsentene klarer å levere. Derfor er det viktig å trekke inn samspillet mellom flyselskaper og leverandører. Flyselskapene har i første omgang et ansvar for å etterspørre mer effektive fly, slik at leverandørene blir presset til å levere det som forventes av de.

Av de faktorer som bidrar til å redusere utslipp og kostnader er effektiv drift helt essensielt. For at fly skal bruke mindre drivstoff per passasjerkilometer må selskapene fly de korteste rutene så effektivt som mulig. At det per dags dato ikke finnes et felles luftområde over hele Europa gjør at fly ved passering av luftområdegrensener mellom ulike land må fly ekstra omveier. Dette for å passere grensene til nøyaktig avtalte tider, som igjen fører til at flyene brenner unødig drivstoff. Dette er med på å illustrere at det er samspill mellom juridiske og teknologiske faktorer.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Miljøfaktorer legger vekt på hvilke problemstillinger som må knyttes opp mot forurensning og klimaforandringer. Det kan gi økte kostnader gjennom krav om reduksjon av utslipp og bedre avfallshåndtering, samtidig som det kan gi bedrifter incentiv til å investere i nyere og mer energieffektivt utstyr. Dermed kan det også skape muligheter for bedriften til å redusere kostnadene på lang sikt.

Som nevnt i kapittel 2 er utslippene fra norsk luftfart svært regulert. Selskapene er pliktet til å kjøpe klimakvoter for utslippene som slippes ut ved innenlands flyvninger. Det betyr at ingen land per dags dato tar utslipp som følger av internasjonale flyvninger inn i sin klimastatistikk (NHO, 2015). Det er et mål om å regulere de internasjonale utslippene på sikt, og derfor må man ta høyde for at kostnader knyttet til kjøp av klimakvoter kan øke på lenger sikt. Den internasjonale luftfartsorganisasjon, IATA har vedtatt en tre punkts klimaplan for å redusere utslippene fra bransjen på sikt. I denne planen inngår det blant annet at drivstoff-effektiviteten skal økes hvert år, stanse veksten av utslipp innen 2020, noe som innebærer flere kvotekjøp, og redusere utslippene med 50% innen 2050 sett opp mot 2005 nivå. Flytrafikken står for omtrent 2% av verdens utslipp av CO₂ i 2015 (IATA 5, 2015).

I en undersøkelse foretatt av Norstat for NHO luftfart i 2014 kom det frem at nordmenn flest flyr uten dårlig samvittighet. Av et utvalg på 1000 respondenter over 18 år var det 69% som

svarte i svært liten eller liten grad. Dermed er det naturlig å tro at holdninger til miljø ikke er noe brems for nordmennesenes reiselyst (Romerikes blad, 2014).

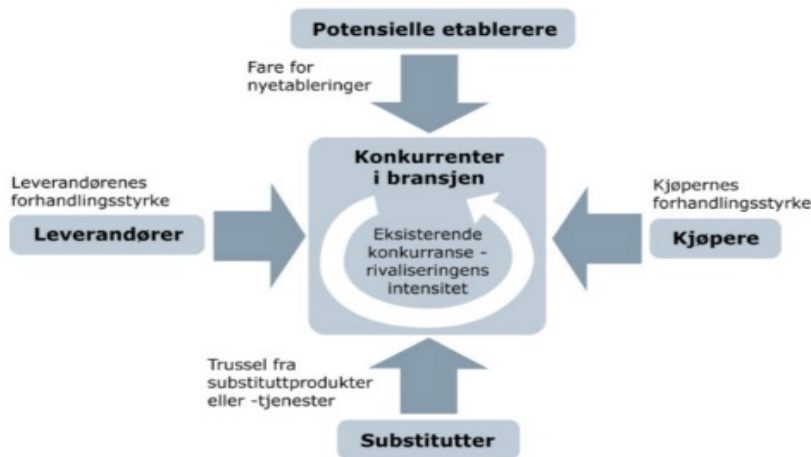
Ulike miljømessige eller geologiske forhold kan hindre flytrafikken til tider. Et kjent eksempel på dette er vulkanutbruddet i 2010 på Island som påvirket store deler av flytrafikken i Europa. Generelt er sterk vind ofte til hinder i Norge, og ekstremvær med for mye regn. Det har også vært eksempler på at for mye snøfall over et kort tidsintervall har hindret trafikken, da flyplassene ikke har hatt mannskap nok til å få ryddet snøen unna fort nok. Hendelser som dette skjer med jevne mellomrom.

4.2.1.6 Oppsummering av PESTEL-analysen

PESTEL-analysen har vist at liberalisering av bransjen har ført til økt rivalisering og konkurranse i bransjen. Utfordringene for bransjens lønnsomhet består grovt sett av reduserte billettpriser og økende kostnader. Som et resultat av at folk flest har blitt mer bevisst rundt flysikkerhet har myndighetene pålagt sikkerhetstiltak som er kostbare for flyselskapene. At befolkningen blir mer klimabevisst er en annen faktor som er med på å dra opp kostnadene. Det skjer i form av økte kostnader til kjøp av klimakvoter, og økte investeringskostnader for mer drivstoffeffektive fly. Lovgivningen rundt bonusprogramordningen er en faktor av betydning for konkurransen i bransjen. Bonusprogrammene er med på å danne byttekostnader og fører på denne måten til mer lojale kunder. En eventuell lovendring kan føre til mindre lojale kunder.

4.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et rammeverk for å analysere en bransje med utgangspunkt i konkurranseomgivelsene (Porter, 1979). De fem kreftene er trusler fra nyetablering, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt, intern rivalisering og trusler fra substitutter, som illustrert i figur 4.1 (ibid.)



Figur 4.1 - Porters konkurranseanalyse (estudie.no, 2016)

Lønnsomheten til en bransje vil avhenge av tilstedeværelsen av de ulike konkurransekraftene i bransjen. En sterk tilstedeværelse av kreftene vil gi liten mulighet for å oppnå en lønnsomhet over bransjegjennomsnittet. En god forståelse for konkurransekraftene i luftfartsindustrien vil gi større muligheter for å forstå dagens lønnsomhet og hva som skal til for å kunne oppnå lønnsomhet også i fremtiden.

4.2.2.1 Trussel fra nyetableringer

Nyetableringer er virksomheter som nettopp har etablert seg i bransjen eller virksomheter som truer med å etablere seg (Barney, 2014). Etableringsbarrierer påvirker hvor enkelt det er å etablere seg i en bransje, og påvirker derfor trusselen. Disse barrierene vil typisk være stordriftsfordeler, differensierte produkter, hvor kapitalintensiv virksomheten er eller juridiske barrierer.

For å starte et flyselskap kreves det at man kjøper flymaskiner, noe som krever mye kapital. Det kan gjøre det vanskelig for nye aktører å etablere seg. Man kan eventuelt redusere

etableringskostnadene gjennom leasing av fly, samt outsourcing av bakkehåndtering og andre tjenester til store profesjonelle parter. Som nevnt ovenfor har dereguleringen av europeisk luftfart gjort at det ikke trengs spesielle rettigheter for å fly innad i unionen utover en driftstillatelse. Det vil derfor ikke være mange praktiske hindringer for å starte et flyselskap, bare man har tilstrekkelig med kapital.

Etablerte selskaper kan ha stordriftsfordeler som det er vanskelig for nykommere å kopiere. Det kan være kostnadsfordeler som kommer av å ha mange fly, som gir lavere vedlikeholdskostnader og større forhandlingsmakt overfor flyprodusentene. Etablerte selskaper har også større muligheter for å få gode landetider på de populære flyplassene. Et nyoppstartet flyselskap vil kunne få problemer med å oppnå de samme fortrinnene. Ikke minst har etablerte selskaper et etablert rutenett som det vil ta lang tid å bygge opp for en inntrenger i bransjen.

Konsumentene vurderer flyreiser som relativt homogene produkter, og byttekostnadene vil som følge at dette være lave. Dermed utgjør ikke differensiering en særlig barriere for nyetablering, da kundene hovedsakelig er opptatt av lavest mulig pris og dermed vil kunne være villig til å bytte til et nytt flyselskap. Lojalitetsprogrammer og bonusprogrammer kan til en viss grad gjøre kunder mer lojale.

En demper for at nye aktører skal ønske å etablere seg i bransjen er at konkurransen i markedet er høy og følgelig er lønnsomheten relativt lav. Flere flyselskaper taper penger og risikerer konkurs. Etablerte aktører kan også sette i gang en priskrig for å skremme nye aktører ut av markedet. Det kan fungere som en potensiell etableringsbarriere som er med på å skremme vekk potensielle nye aktører.

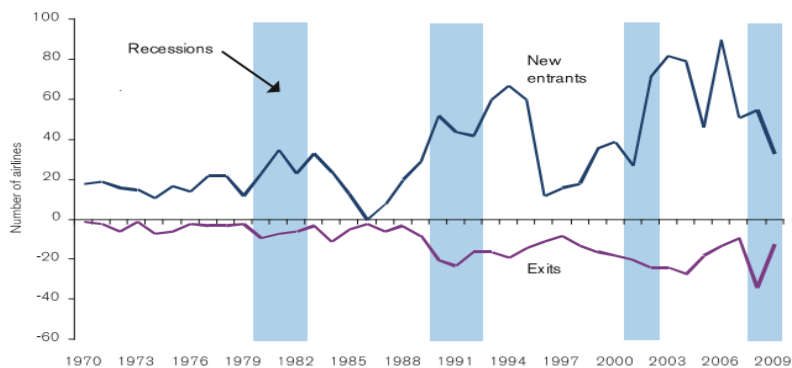


Chart 40: Net entry of new airlines continues even during recessions
Source: Ascend

Figur 4.2 - Antall nye aktører og antall aktører som avslutter driften (IATA 3, 2016)

Som figur 4.2 illustrerer har det vært mange nyetableringer de siste årene, men veldig mange av de mislykkes (IATA , 2011). Det kan tyde på at det er de allerede etablerte selskapene som inntrer i nye markeder og ruter som er den største trusselen. Samlet sett synes trusselen fra nye aktører å være middels da det er forholdsvis enkelt å starte opp et flyselskap, men det er forholdsvis vanskelig å finne lønnsomme ruter.

4.2.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som dekker omtrent samme behov hos kunden som det opprinnelige produktet (Barney, 2014). Byttekostnaden og produkt differensieringen påvirker hvor enkelt det er for kunder å bytte til et substitutt, og dermed påvirker det trusselen for substitutter i bransjen. Som substitutter til flyreiser vil vi både inkludere andre transportmidler som tog, buss og bil i tillegg til kommunikasjonsteknologi som videokonferanser.

På kortere distanser vil både buss, bil og tog være aktuelle substitutter. Det kan være med på å presse prisene nedover på ruter hvor det finnes gode alternative reisealternativer. I dagens samfunn er tid blitt en viktig faktor, og dette vil nok være med på å gjøre alternative reisemåter mindre attraktive enn fly.

For lengre flydistanser vil høyhastighetstog utgjøre en stadig større trussel for reiser innad i Europa etterhvert som høyhastighetsteknologien forbedres og linjenettet ekspanderes. Selv om høyhastighetstogene går langsommere enn fly, er de konkurransedyktige på total reisetid på flere kort- og mellomdistansetrekninger. Ved tog kan passasjerene nemlig slippe mye av ventetiden før og etter reisen i forhold til hva som ville være tilfelle på en flyplass. I tillegg

går tog ofte fra bysentrum til bysentrum, slik at de reisende slipper reisen til og fra flyplassen. På langdistansereiser finnes det etter vår vurdering ingen reelle substitutter.

Samlet sett synes trusselen fra substitutter å virke middels da konkurranseevnen til for eksempel tog bare gjør seg gjeldene på kortere avstander og kommunikasjonsteknologi kun utgjør en trussel mot forretningsreiser.

4.2.2.3 Forhandlingsmakt hos leverandører

Leverandørmakt kan påvirke lønnsomheten i en bransje gjennom høye priser på innsatsfaktorer (Barney, 2014, p. 64). Forhandlingsmakten til leverandørene avhenger i stor grad av antall leverandører, hvor differensierte innsatsfaktorene er antall substitutter.

En annen faktor som påvirker forhandlingsmakten til leverandører er muligheter for vertikal integrasjon, og graden av hvor viktige kundene er for leverandørene.

Vi vurderer leverandører av fly, leverandører av drivstoff og flyplasser som de viktigste leverandørene for luftfartsindustrien. Det finnes kun to store aktører som produserer fly i størrelsesordenen 90-220 passasjerer. Europeiske Airbus og Amerikanske Boeing står for all produksjon av kommersielle fly i denne størrelsen (Harrison, 2011). Det er med på å gi leverandørene høy makt. Dersom det hadde vært sterkere konkurranse mellom flyprodusenter ville flyselskapene kunne oppnådd bedre avtaler på sine investeringer av fly, og dermed bedret sin lønnsomhet. Mange flyselskaper har også valgt å kun benytte seg av en flytype for å spare kostnader gjennom besparelser på vedlikehold og spesialisering på en flytype og stordriftsfordeler. At flyselskapene velger å binde seg til en flytype gir den aktuelle flyprodusenten enda høyere forhandlingsmakt. Flyselskapene har likevel mulighet til å gjøre grep for å redusere flyprodusentenes forhandlingsmakt. Norwegian har for eksempel valgt å bestille fly fra både Boeing og Airbus. Det gjør at Norwegian får høyere forhandlingsmakt fordi de setter de to produsentene opp mot hverandre i forhandlinger om tilbud på fly.

De fleste store flyplassene i Europa er drevet på monopolkonsensjoner utstedt av lokale eller statlige myndigheter (The Economist, 2014). Det medfører at de store flyplassene har høy forhandlingsmakt. Det er flyplassene som gir tillatelse til flyselskapene som vil operere ruter til og fra dem. For flere av storbyene i Europa vil kapasiteten være tilnærmet full på de mest populære flyplassene. Det medfører at de store sentrumsnære flyplassene vil ha betydelig forhandlingsmakt, mens de mindre flyplassene gjerne i utkanten av en storby vil ha mindre

forhandlingsmakt. Leverandører av drivstoff har en forholdsvis svak posisjon i og med at prisene på flybensin i stor grad er basert på oljeprisen, som er markedsbasert. Dermed har leverandører av drivstoff lav forhandlingsmakt. Samlet sett synes leverandørene til luftfartsbransjen å ha relativt høy forhandlingsmakt.

4.2.2.4 Forhandlingsmakt hos kundene

Kundenes forhandlingsmakt er definert som kundenes mulighet til å påvirke prisen eller betingelser, og dermed påvirke lønnsomheten i bransjen (Barney, 2014). Ulike faktorer som kan virke som en trussel for lønnsomheten er eksempelvis antall kunder, differensierte produkter, hvor viktig produktene er for kunden og potensiale for vertikal integrasjon.

Flyselskapene prøver å øke kundenes byttekostnader ved å tilby lojalitetsprogrammer, men effekten av slike program er relativt liten ettersom kundene helt fint kan ha medlemskap hos ulike flyselskaper. Trolig vil bonusopptjening, nettverksallianser og tilgang til lounges være av større betydning for forretningsreisende enn for feriereisende, slik at dette segmentet vil ha noe høyere byttekostnader.

Kundene vurderer flyreiser som et relativt lite differensiert produkt. Dermed vil kundene ha lave byttekostnader ved å skifte fra et selskap til et annet. Søkeportaler på internett har gjort graden av pristransparens for flybilletter svært høy. Kundene kan enkelt bruke søkemotorer for å få tilgang på nærmest perfekt informasjon om hvem som tilbyr ulike reiser billigst. Det gir kundene høy grad av forhandlingsmakt ettersom det er enkelt for dem å alltid velge det selskapet som tilbyr den beste prisen. Eksempler på slike nettportaler er Momondo, Finn, og Expedia. Kundene kan enkelt søke flyreiser på tvers av flyselskaper, og kan enkelt sjekke om det finnes alternative avgangstider som er rimeligere enn det opprinnelige søket. Dermed er det ingen tvil om at kundene har svært priselastisk etterspørsel etter flyreiser. Samlet sett synes kundenes forhandlingsmakt å være høy da flybilletter blir vurdert som et relativt homogent produkt og byttekostnadene er lave.

4.2.2.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering kan forklares som intensiteten i konkurransen mellom de etablerte aktørene i bransjen (Barney, 2014, p. 62). Forhold som kan påvirke konkurranseintensiteten i bransjen er antall konkurrerende selskap, bransjens vekst og produktdifferensiering.

Flyselskapene konkurrer med relativt homogene produkter, men det finnes likevel noen forskjeller. For eksempel flyr Ryanair fra mindre flyplasser med lav pris og høye tilleggsgebyrer, mens SAS flyr til de store flyplassene til høyere pris, men har få tilleggsgebyrer. Ryanair og SAS tilbyr på denne måten to forskjellige produkter utover selve flyreisen. Tradisjonelt sett har forretningsreisende vært opptatt av tid og komfort når de velger flyreise, mens feriereisende vil være mer opptatt av pris. Som nevnt tidligere går utviklingen i dag mot mer prisbevisste forretningsreisende, slik at flyreiser kan vurderes som et lite differensiert produkt. Det taler for høy rivalisering, da pris blir den avgjørende faktor.

Kapasiteten i luftfartsbransjen er bestemt av antall fly, antall avganger og størrelsen på flyene. De fleste av flyselskapene har en kabinfaktor på mellom 70 og 80%. Kabinfaktor betyr antall passasjerer som kjøper billett til flyavgangen, og dette viser om det er ledig kapasitet i markedet. Ledig kapasitet skaper press på prisene da flyselskapene vil ønske å fylle opp flyene sine, da marginalkostnaden av å frakte en passasjer ekstra er veldig lav. Det skaper et sterkt incentiv til å selge ledige seter på flyvninger billig.

Den økte satsingen på reklame og markedsføring er også med på å øke rivaliseringen mellom selskapene. Totalt sett vil vi vurdere rivaliseringen mellom de etablerte aktørene som høy.

4.2.2.6 Oppsummering av Porter- analysen

Av analysen ovenfor ser vi at det er stor konkurranse i luftfartsbransjen. Den høye konkurransen kommer av at det er forholdsvis enkelt å starte opp et flyselskap, samtidig som det er flere aktuelle substitutter til å fly. At både kundene og leverandørene har sterk forhandlingsmakt er også med på å øke konkurransen. I tillegg er den stadige rivaliseringen mellom de eksisterende selskapene i bransjen med på å øke konkurransen i luftfartsmarkedet. Den høye konkurransen presser ned marginene til selskapene og fører dermed til redusert lønnsomhet for aktørene i bransjen.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den eksterne analysen har vi analysert faktorer som påvirker luftfartsbransjen som helhet. I den interne analysen skal vi analysere Norwegian sine ressurser relativt til resten av bransjen.

4.3.1 SVIMA/VRIO

For å vurdere om Norwegian sine ressurser gir grunnlag for en strategisk fordel benytter vi en intern ressursbasert analyse. Selskapet har en ressursfordel når netto driftsrentabilitet er høyere enn bransjen. Et verktøy for å analysere de interne ressursene til en bedrift er VRIO-verktøyet, eller den norske versjonen SVIMA. Formålet med denne analysen er å avgjøre hvilke ressurser en bedrift har mer av og/eller av bedre kvalitet enn bransjen forøvrig (Jakobsen & Lien, 2001). Med ressurser mener vi “ beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier” (Jakobsen & Lien, 2001, p. 79) Figur 4.3 gir en oversikt over betingelsene ressursene må oppfylle for å være kilde til varige konkurransefortrinn.

Betingelse	Egenskaper til ressursen
Sjelden	Er av en mengde eller kvalitet som ikke konkurrentene har
Viktig	Vesentlig reduserer selskapets kostnader og/eller øker klientenes betalingsvilje
Ikke-imiterbar	Vanskelig å kopiere eller substituere
Mobilisert	Skaper økonomiske verdier ved intensiv bruk i selskapets forretningsenhetsstrategi
Approprierbar	Verdiene den skaper tilfaller bedriften

Figur 4.3 - SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001, p. 79)

4.3.1.1 Flyflåte

Norwegian oppgir i sine årsrapporter at de i dag har en av de mest moderne, effektive og miljøvennlige flåtene i verden med en gjennomsnittsalder på 3,6 år ved utgangen av 2015 (Norwegian 1, 2016). Nye fly medfører økt komfort, mindre miljøutslipp og sparte kostnader gjennom at de er mer drivstoffeffektive og mindre vedlikeholdskrevende. Spørsmålet blir da om en lav snittalder på flyflåten representerer et varig konkurransefortrinn for Norwegian. Ressursen må sies å være både sjelden og viktig, da mange av konkurrentene, særlig i Skandinavia, har en mye eldre flyflåte, og en ung flyflåte helt klart er kostnadsbesparende for Norwegian. I tillegg kan omdømme til konkurrentene svekkes av å ha en gammel og lite

miljøvennlig flyflåte. Norwegian sin unge flyflåte vil vi karakterisere som et midlertidig fortrinn, da konkurrentene i nærmeste fremtid kan gjøre som Norwegian - å fornye og modernisere sin flyflåte.

Som det fremkommer av tallene i kapittel 2 har både SAS og Ryanair flere fly i sin flåte enn Norwegian. Det er en fordel for konkurrentene da flere fly effektiviserer driften og gir stordriftsfordeler. Denne fordel vil ikke være langvarig da Norwegian sin flyflåte vil øke betraktelig de kommende årene.

4.3.1.2 Forhold til leverandører

Helt siden oppstart har Norwegian vært samarbeidspartner med den amerikanske flyprodusenten Boeing. Norwegian har også vært først ut med lanseringen i Europa av den nye flytypen Boeing 737 MAX8. I forbindelse med Norwegians store flyinvestering i 2012 innledet de også et forhold til flyprodusenten Airbus. Dette er den største ordren av fly i Europa noensinne, og Norwegian har dermed sikret sin flåtefornyelse i mange år fremover i tid. Det faktum at Norwegian samarbeider med to flyprodusenter vil gi Norwegian fordeler som tilstrekkelig flykapasitet og fleksibilitet. For Norwegian er det viktig å ha en jevn strøm med leveranse av fly også etter 2016. Norwegian vil i motsetning til de selskapene som bare har satset på én flytype være lite sårbar dersom forsinkelser eller produksjonsvanskeligheter skulle ramme én av typene. Ved å bestille fly fra to ulike leverandører reduserer Norwegian i tillegg leverandørens forhandlingsmakt (Mynewsdesk, 2012).

Norwegian sitt gode forhold til leverandørene gjør at de får være tidlig ute med å ta i bruk nye flytyper. Det vil føre til at Norwegian kan få et midlertidig fortrinn med å få mer kostnadseffektive fly inn i sin flåte før sine konkurrenter. Det kan også medføre ulemper med å være en av de første som tar i bruk nye flytyper, eksempelvis innkjøringsproblemer som var tilfelle med den nye flytypen, Dreamliner.

Dersom vi ser på kriteriene i SVIMA modellen kan ikke forholdet til leverandørene ses på som et varig konkurransefortrinn. Årsaken for dette er at et godt forhold til leverandørene ikke kan anses som sjelden, da flere flyselskaper også har et godt forhold til sine leverandører, og at dette er noe som konkurrentene kan opparbeide seg over tid.

4.3.1.3 Finansiering

Norwegian har benyttet seg av amerikanske myndigheters lånegarantier når de har kjøpt Boeing-fly og europeiske myndigheters garantier ved kjøp av Airbus-fly. Bruken av slike eksportkredittbyrå gjør at investeringene blir rimeligere (Exim, 2016). Norwegian kan da låne penger av banker til å finansiere kjøp av fly med sikkerhet i at tap ved mislighold vil bli dekket av eksportkredittbyråene. Finansiering på denne måten er med på å spare finansieringskostnader for Norwegian og er dermed en fordel. Det er hovedsakelig fly kjøpt etter finanskrisen i 2008 som er finansiert med denne gunstige ordningen. Da SAS har en eldre flyflåte, og dermed har gjort få investeringer i fly etter 2008, har de ikke fått benyttet seg av denne gunstige finansieringsordningen i samme grad som Ryanair og Norwegian. Det representerer riktignok ikke en strategisk fordel for Norwegian fordi det er mulig for konkurrentene å benytte seg av den samme finansieringsmetoden i fremtiden.

4.3.1.4 Markedsposisjon i Skandinavia

Norwegian har sammen med SAS en svært sterk posisjon i det skandinaviske markedet. Selv om Ryanair også opererer i dette markedet har de ikke klart å oppnå like store markedsandeler som de har i resten av Europa. I Norge har SAS og Norwegian til sammen en markedsandel på 80% (Travelmarket, 2013). I Danmark har SAS-gruppen og Norwegian en markedsandel på til sammen 61 %, i Sverige på 51 % og i Finland på 22 %. Skandinavia er et attraktivt marked for flyselskaper da det består av velstående og reiseglade kunder. Særlig Norge har en topografi som gjør fly til en attraktiv reisemåte. Norwegians sterke markedsposisjon kan dermed utgjøre en ressursfordel for selskapet. Denne fordelingen vil trolig være midlertidig da Ryanair har planer om å utvide sin satsing i Skandinavia. Fra 01.09.16 startet de å fly ruter fra Gardemoen (Dagbladet 1, 2016). Hvis Ryanair lykkes med sin utvidete satsing i Skandinavia vil Norwegians ressursfordel kunne reduseres.

4.3.1.5 Merkenavn

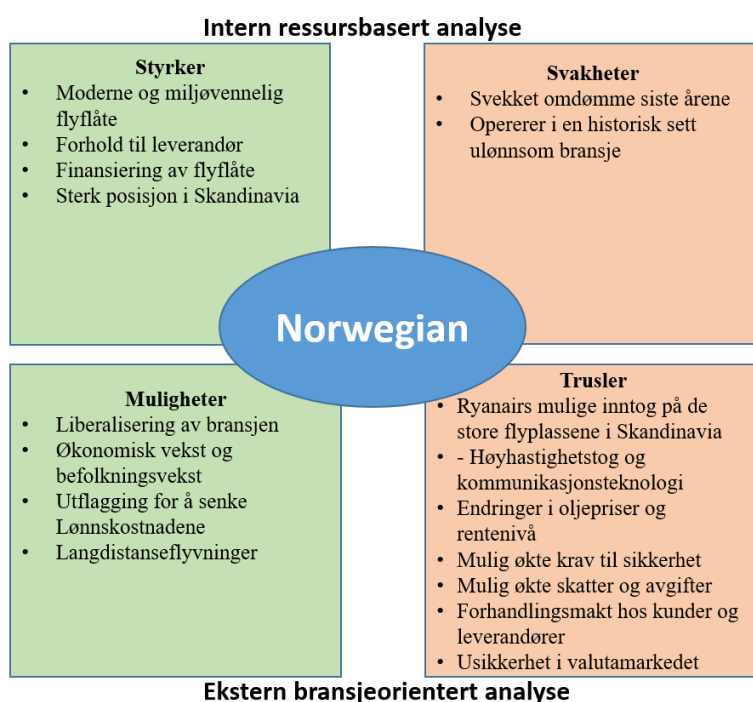
I 2013 var Norwegian det mest populære merkenavnet innenfor den norske transportindustrien. I 2014 derimot falt de kraftig på omdømmemålinger, etter gjentatte problemer med misfornøyde kunder i forbindelse med forsinkelser på langdistanseflyvninger (Hangar 2, 2014). Samme året suste SAS fra Norwegian på den årlige omdømmemålingen fra Apeland og Reputation Institute (Aftenposten 3, 2015).

I 2015 var Norwegian for andre år på rad det selskapet som opplevde sterkest negativ utvikling i omdømme i henhold til TNS Gallups omdømmeindeks for 2015. I 2014 var det mye negativ oppmerksomhet rundt de nye Dreamliner-flyene og rekrutteringspolitikken mens det i 2015 i tillegg har vært problemer knyttet til den langvarige arbeidskonflikten (TNS Gallup, 2015). Fra samme omdømmemåling fra 2016 viser resultatene at Norwegian er på vei opp igjen etter et par turbulente år, men blir fremdeles slått av SAS. Etter de siste års fall i omdømme kan trolig ikke Norwegians merkenavn ses å representere en ressursfordel for selskapet.

4.4 Oppsummering – strategisk fordel og risiko

SWOT-analyse er en analyse der de eksterne og interne forholdene settes sammen for å gi en oversikt over selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler (Barney, 2014, p. 10).

Rammevilkårene for bransjen ble kartlagt gjennom den eksterne bransjeanalysen ved bruk av en PESTEL- og PORTER analyse. I en SWOT-analyse vil omgivelsene representere muligheter og trusler. Ressursene som ble kartlagt i SVIMA analysen representerer Norwegians styrker og svakheter. Bakgrunnen for en SWOT-analyse er at Norwegian skal velge strategier som utnytter muligheter og nøytraliserer trusler gjennom bruk av sine styrker. Eventuelle svakheter må unngås eller forbedres (ibid). SWOT-analysen er vist i figuren under.



Figur 4.4 - SWOT-analyse av Norwegian

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet bearbejdes regnskapet til Norwegian for å gjøre det bedre egnet for investororientert analyse. Ifølge Kinserdal (2005) er regnskapsanalyse avdekking og klargjøring av regnskapstall slik at de gjennom analyse kan gi innsikt i underliggende økonomiske forhold. De rapporterte regnskapstallene vil sammen med den historiske utviklingen gi oss videre mulighet til å predikere fremtidsregnskapet. På en annen side har Gjesdal (2007) et mer skeptisk syn på hvorvidt de historiske tallene kan være med på å predikere fremtiden. De historiske tallene vil likevel være svært aktuelle for vår analyse i den grad de vil være med på å reflektere fundamentale forhold som inntjening på sikt.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

For å gjennomføre regnskapsanalysen har vi tatt utgangspunkt i Knivsflå sitt rammeverk som deler analysen inn i fire steg. Rammeverket tar utgangspunkt i rapporterte årsregnskaper og kvartalsrapporter, og har til hensikt å gi innsikt om underliggende økonomiske forhold.

Steg 1 - Trailing av årsregnskap

Trailing av årsregnskap innebærer at vi bruker kvartalstall for 2016, samt tall fra 2015 til å lage et estimat på årsregnskapet i 2016. Det gjøres fordi vi ikke har tilgang på årsregnskapet for 2016. Norwegian bruker IFRS og er dermed pliktig til å utarbeide kvartalsrapporter.

Steg 2 - Omgruppering av finansregnskapet

Det neste steget i regnskapsanalysen er en omgruppering av de rapporterte regnskapstallene slik at de blir mer investororienterte. Det gjøres fordi regnskapet i utgangspunktet har et kreditororientert fokus og dermed er lite egnet for investororientert analyse. Omgrupperingen medfører at vi skaper et skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, samt normale og unormale poster.

Steg 3 - Analysere målefeil og eventuell justering

Det tredje steget er analyse og justering av målefeil som kan foreligge i regnskapet. Formålet med dette er å justere regnskapet slik at det gir et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. Disse justeringene vil ikke nødvendigvis være hensiktsmessige, da man også kan risikere å tilføre regnskapet ytterligere støy.

Steg 4 - Analyse av forholdstall

Det siste steget i regnskapsanalysen er en analyse av forholdstall som skal kartlegge de underliggende forholdene. Det innebærer både analyse av risiko og rentabilitet. Basert på disse to risikoanalysene vil man komme frem til en syntetisk rating.

Før vi kan gjennomføre regnskapsanalysen må det avklares hvilken analysenivå som skal benyttes og hvor lang analyseperioden skal være. Valg av analysenivå innebærer at man må velge hvorvidt selskapet skal analyseres med utgangspunkt i konsernregnskapet eller regnskapet til morselskapet. Lengden på analyseperioden vil avhenge av hvordan den historiske utviklingen til selskapet har vært. Til slutt må vi avgjøre hvilke komparative virksomheter som skal utgjøre bransjegjennomsnittet som Norwegian skal sammenlignes med.

5.1.1 Valg av analysenivå

En analyse av virksomheter kan gjennomføres på flere ulike måter, enten ved å analysere ulike forretningsområder hver for seg eller ved å analysere virksomheten som helhet. Koller et al. (2010) sier at man burde være forsiktig med å slå sammen ulike forretningsområder for å unngå å miste trender i inntjeningen. Ved å analysere forretningsområdene hver for seg vil det bli enklere å sammenligne med tilsvarende virksomheter. En forutsetning for å kunne analysere forretningsområdene hver for seg er at man har nok informasjon tilgjengelig om de ulike forretningsområdene, noe som ofte kan være en utfordring. Det er fordi forretningsområder ofte er organisert som private selskaper (AS), og ikke børsnoterte, og følgelig er informasjonsgrunnlaget til morselskapets konsernregnskap begrenset.

I Norwegian sitt tilfelle har vi valgt å slå sammen bank- og passasjertransportvirksomhet og analysere virksomheten som helhet, siden tilgangen på informasjon om de ulike forretningsområdene innad i Norwegian konsernet er begrenset. I tillegg utgjør som oftest flyselskapenes eventuelle andre forretningsområder en liten andel av den overordnede virksomheten. Samt fordi datterselskapet til Norwegian Air Shuttle ASA anses å drive med virksomhet som er relatert til flyvirksomhet.

Det kan videre diskuteres om det er relevant å analysere Norwegian sitt selskapsregnskap. Selskapsregnskapet viser investeringer i datterselskapet i form av balanseposter og resultatposter, mens konsernregnskapet viser de økonomiske forholdene til Norwegian og datterselskapene samlet. Fordi konsernregnskapet gir et mer omfattende og helhetlig bilde av den samlede virksomheten ifg. Knivsflå, vil vi av den grunn bruke konsernregnskapet i den videre fremstillingen. I tillegg innebærer generelt sett krav om uniforme regnskaps -og vurderingsprinsipp at et konsernregnskap ivaretar kravet om sammenlignbarhet (Kaldestad og Møller, 2014).

5.1.2 Valg av analyseperiode

Når vi skal utføre en regnskapsanalyse må vi velge hvor langt bak i tid regnskapsinformasjonen skal analyseres. Hvilken fase bedriften finner seg i livssyklusen bør ifølge Damodaran (2012) være med på å avgjøre lengden på analyseperioden.

Dersom selskapet befinner seg i en stabil fase anbefales det å benytte en noe lenger analyseperiode, og motsatt bør en kort analyseperiode benyttes dersom selskapet befinner seg i en vekstfase. Det er fordi eldre regnskapstall vil være mindre representative for dagens virksomhet når selskap har en høy vekst. Samtidig vil en for kort analyseperiode også kunne være en svakhet, da det vil gi et mindre og mer volatilt grunnlag å bygge analysen på. Dersom virksomheten skulle operere i en syklisk bransje vil det være nødvendig å få med både en oppgang og nedgang i syklusen for å kunne danne et normalbilde (Knivsflå, 2016).

Norwegian har fokusert på det samme forretningsområde siden oppstart i 2002, og har opplevd sterk vekst. Det vil derfor ikke være hensiktsmessig å foreta en historisk regnskapsanalyse fra selskapets start, da dette ikke vil gi et godt grunnlag for de framtidige utsiktene til selskapet. Norwegian's sterke vekst taler dermed for en kort analyseperiode. At inntekt per fløyet passasjerkilometer (yield) har sunket de siste ti årene fra 0,7 til 0,53 tyder det på at lønnsomhetsveksten har stanset, og at økt trafikk bare gir begrenset økning i inntekter. Med bakgrunn i dette antar vi at Norwegian har vært gjennom den mest eksplosive delen av vekstfasen og er i ferd med å stabilisere seg. I tillegg opererer Norwegian i en delvis syklisk bransje der oljepriser og økonomiske sykluser er viktige resultatdrivere, noe som taler for en lengre analyseperiode slik at man inkluderer både «gode» og «dårlige» år. Basert på

denne antagelsen velges en mellomlang analyseperiode på syv år inkludert trailingåret. Det gir oss en analyseperiode som strekker seg fra 2010-2016T.

5.1.3 Valg av komparative virksomheter

Bransjegjennomsnittet fungerer som en målestokk når vi skal analysere prestasjonene til Norwegian. For å danne et best mulig bransjegjennomsnitt må det velges et utvalg virksomheter som er relativt lik Norwegian. Utvalget av komparative virksomheter vil gi et viktig sammenligningsgrunnlag for analysen av Norwegian sin lønnsomhet og finansielle risiko. Vi har valgt å inkludere både typiske lavprisselskaper og fullkostselskaper i vår komparative bransje. Bakgrunnen for dette er at skille mellom disse type selskapene har hatt en tendens til å forsvinne de siste årene. Norwegian kan sies å ha startet som et typisk lavprisselskap, men har etter hvert fått mer og mer likheter til et fullprisselskap gjennom innføring av blant annet langdistanseruter og ulike billettyper. Dermed har vi valgt å betrakte SAS, Ryanair og Lufthansa som komparative virksomheter. En svakhet ved vårt valg av komparativ bransje er at Lufthansa er en relativt stor aktør i bransjen med høyere omsetning enn Norwegian, SAS og Ryanair til sammen. Det gjør at gjennomsnittet i stor grad representerer regnskapstallene til Lufthansa. Vi vurderer likevel dette som en bedre løsning enn å utelate en dominerende aktør.

I en strategisk regnskapsanalyse bør også Norwegian inngå i bransjegjennomsnittet. (Knivsflå, 2016). Årsaken til dette er at vi ønsker å vurdere hvordan Norwegian gjør det sammenlignet med bransjens gjennomsnitt, og da må alle selskapene som utgjør «bransjen» inngå. Vi vil benytte et verdivektet gjennomsnitt av bransjetallene som sammenligningsgrunnlag for analysene.

5.2 Presentasjon av resultat og balanse

I denne delen av regnskapsanalysen blir resultatregnskapet, balansen og endringen av egenkapitalen for Norwegian i analyseperioden 2010-2015 presentert, samt 2009 for endringstall. Tallene er hentet fra års- og kvartalsregnskap, og vil utgjøre grunnlaget for selve analysen. Norwegian rapporterer etter IFRS og alle tall er oppgitt i 1000 NOK.

5.2.1 Resultatregnskap

Alle tall i 1000 NOK							
Resultatregnskap for konsernet	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Passasjertransport	6 389 406	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622	18 505 762
Tilleggsinntekter	788 655	1 034 006	1 224 744	1 405 495	1 757 887	2 727 439	3 275 289
Andre inntekter	131 129	162 172	206 688	234 624	371 871	557 978	702 493
Driftsinntekter før unormale poster	7 309 190	8 406 339	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544
Salgs-og distribusjonskostnader	-149 415	-167 859	-198 930	-274 954	-339 376	-469 111	-612 286
Flydrivstoff	-1 423 328	-2 092 859	-3 093 514	-3 740 508	-4 707 203	-6 321 053	-5 184 475
Flyleasing	-620 114	-778 411	-829 667	-1 032 915	-1 284 395	-1 845 940	-2 213 251
Flyplassavgifter	-1 037 716	-1 295 913	-1 561 369	-1 730 217	-2 182 645	-2 723 910	-2 949 313
Handlingskostnader	-722 658	-863 551	-982 191	-1 077 334	-1 339 417	-1 854 844	-2 336 785
Teknisk vedlikeholdskostnader	-659 796	-697 196	-711 597	-792 565	-927 820	-1 290 035	-1 716 547
Andre flyrelaterte kostnader	-325 371	-405 787	-441 657	-482 932	-589 742	-855 231	-826 391
Lønnskostnader	-1 303 299	-1 531 211	-1 836 194	-2 068 202	-2 478 294	-3 208 987	-3 433 703
Avskrivninger	-148 882	-186 707	-293 950	-385 244	-529 825	-748 138	-1 133 287
Andre driftskostnader	-396 058	-397 735	-458 408	-534 335	-517 319	-667 577	-1 263 185
Driftsresultat før unormale poster	522 553	-10 890	121 243	721 985	615 182	-444 787	814 321
Andre inntekter	0	175 000				0	
Gevinst salg varige driftsmiddel		16 329	3 471	17 852	68 326		7 603
Nedskrivning			-14 500				
Engangskost langdistanseproblemer					-216 000		
Forsinkelse langdistanse						-382 000	
Andre tap/gevinster - netto	49 315	29 732	305 720	-336 385	502 148	-583 751	-474 150
Driftsresultat (EBIT)	571 868	210 171	415 934	403 452	969 656	-1 410 538	347 774
Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441
Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
Finansinntekter - normalt	23 206	40 292	35 665	47 543	149 658	196 269	74 181
Finanskostnader- Normalt	-20 933	-40 159	-70 246	-118 845	-256 702	-447 241	-463 348
Unormalt finansresultat	45 700	26 468	-234 331	258 190	-471 830	-23 167	12 989
Resultat før skatt	623 041	243 100	166 540	623 180	437 379	-1 627 046	75 037
skattekostnad normal	-176 789	-72 214	-44 497	-166 354	-115 317	675 772	43 973
skattekostnad - unormal	0	0	81	-181	-500	-118 488	127 141
Årsresultat	446 252	170 886	122 124	456 645	321 562	-1 069 762	246 151
Andre driftsrelaterte resultatelement	-5 007	320	-1 694	303	-2 925	414 866	465 626
Andre finansielle resultatelement	1 608	2 768	0	0	1 158	-1 158	0
Totalresultat	442 853	173 974	120 430	456 948	319 795	-656 054	711 777

Tabell 5.1 - resultatregnskap for Norwegian i perioden 2009-2015

5.2.2 Balanseoppstilling

Alle tall i 1000 NOK							
Balanse for konsernet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Immaterielle eiendeler	190 543	210 293	236 216	237 774	225 270	206 826	206 675
Utsatt skattefordel	157	270	2 069	4 293	28 517	518 915	593 626
Fly, reservedeler, leasede fly	974 892	2 092 136	3 869 159	5 579 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706
Driftsløsører, inventar og lignende	30 905	26 175	31 991	58 476	72 972	83 687	79 508
Bygninger	3 933	9 525	9 525	9 525	14 966	252 236	285 674
Finansiell leasing eiendel	26 092	31 203	27 882	24 562	21 242	19 234	
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	7 236	2 689	2 689	2 689	82 689	82 689	82 689
Investeringer i tilknyttede selskap	47 943	62 272	82 091	116 050	164 575	223 594	328 127
Forhåndsbetaling til flyprodusenter	1 410 992	2 002 600	2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281
Andre langsiktige driftsrelaterte fordringer	26 391	53 242	113 061	135 562	199 036	421 060	501 811
Sum anleggsmidler	2 719 084	4 490 405	6 501 637	9 013 047	10 850 856	18 438 837	26 525 097
Varer	40 825	66 191	81 994	68 385	74 135	82 851	104 141
Kundefordringer	829 893	842 143	1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg					11 158		
Driftsrelaterte derivater	23 688	43 395	242 790	10 172	37 389		
Kontanter og kontantekvivalenter	1 408 475	1 178 416	1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139	2 454 160
Sum omløpsmidler	2 302 881	2 130 145	2 502 227	2 906 010	3 911 887	4 267 512	5 109 017
SUM EIENDELER	5 021 965	6 620 550	9 003 864	11 919 057	14 762 743	22 706 349	31 634 114
Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 829	2 108 251	2 965 312
Sum egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 829	2 108 251	2 965 312
Pensjonsforpliktelser	97 558	121 672	151 187		127 821	201 883	134 516
Avsetning for periodisk vedlikehold	70 336	94 961	81 865	175 306	412 737	835 480	1 177 513
Utsatt skatt	17 806	89 483	134 646	301 042	443 991	169 851	80 338
Langsiktig rentebærende gjeld	878 878	1 943 903	2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 405
Finansiell leasingforpliktelse	28 829	20 007	15 485	10 853	6 860	3 227	
Sum langsiktig gjeld	1 093 407	2 270 026	3 066 071	4 654 055	6 728 305	11 160 669	17 935 772
Kortsiktig rentebærende gjeld	675 303	520 972	1 551 918	1 349 359	768 401	3 330 387	3 041 388
Leverandørgjeld	746 549	1 063 436	1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566
Trafikkavregningsgjeld	792 713	954 232	1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428
Driftsrelaterte derivater	1 227	15 003	539	190 356		458 958	782 523
Betalbar skatt	111 158	976	488			2 211	32 123
Sum kortsiktig gjeld	2 326 950	2 554 619	3 992 206	4 844 351	5 284 611	9 437 428	10 733 028
Sum gjeld	3 420 357	4 824 645	7 058 277	9 498 406	12 012 916	20 598 097	28 668 800
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	5 021 964	6 620 549	9 003 866	11 919 058	14 762 745	22 706 348	31 634 112

Tabell 5.2 -Balanseoppstilling i Norwegian i perioden 2009-2015

5.2.3 Endring i egenkapitalen

Endring i EK	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Egenkapital 01.01	897 368	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 829	2 108 251
Totalresultat	442 853	173 973	120 430	456 948	319 795	-656 054	711 777
Betalt utbytte							
Netto kapitalinskudd	266 913	20 325	29 255	18 114	9 379	14 477	145 284
Driftsrelatert "dirty surplus"	-5 527						
Finansielt "dirty surplus"							
Egenkapital 31.12	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 652	2 749 829	2 108 251	2 965 312

Tabell 5.3 - Endring i egenkapitalen til Norwegian i perioden 2009-2015

Resultatregnskapet viser at inntektene til Norwegian hovedsakelig stammer fra billettinntekter og “tilleggsinntekter”. “Tilleggsinntekter” er inntekter fra tilleggstjenester passasjerer kjøper utenom selve flybilletten. Eksempler på dette er bagasjeavgift, matservering om bord, setereservering osv. “Andre inntekter” er i hovedsak inntekter fra selskapets frakt- og cargotjenester. Tilleggsinntekter som andel av totale driftsinntekter har vokst over perioden, noe som stemmer overens med Norwegians lavkostmodell. Salg av tilleggstjenester er en viktig kilde til resultatet fordi marginene på disse tilleggstjenester er større enn på selve flybillettene. Særlig gjelder dette for lavkostselskapene (Forbes, 2014).

Norwegian har også opplevd stor vekst i balansesummene over analyseperioden. Vi ser også en jevn økning i bokført egenkapital. Det negative årsresultatet i 2014 førte til at egenkapitalen ble kraftig redusert dette året. Egenkapitalen har vokst sakte sammenlignet med balansesummene, dette medfører at egenkapitalandelen har falt gjennom perioden.

5.3 Trailing årsregnskap for 2016

Sist utgitte årsregnskap for Norwegian er fra 2015, noe som er relativ gammel informasjon med tanke på at vi er inne i siste halvdel av 2016. Etter IAS 34 er børsnoterte konsern pålagt å utarbeide kvartalsrapporter etter IFRS. Disse kvartalsrapportene kan vi bruke for å utarbeide trailing/tabulering av regnskapet for hele 2016. Vi har per 18. september bare kvartalsrapport for første og andre kvartal tilgjengelig. Vi vil derfor utarbeide et trailingregnskap med utgangspunkt i første og andre kvartal i 2016, med støtte fra tall hentet fra 2015. Trailing balansen blir utarbeidet med utgangspunkt i balanse for 2 kvartal, da dette er vårt beste estimat på balansen ved slutten av året. Formelen under benyttes ved utarbeidelsen av trailingregnskapet.

$$Trailing = Q_1 + Q_2 + Q_{3(t-1)} + Q_{4(t-1)}$$

Det innebærer at vi estimerer årets resultatregnskap med utgangspunkt i de to første kvartalene i 2016, og benytter tredje og fjerde kvartal fra 2015 som beste estimat på tredje og fjerde kvartal i 2016. Vi vil i tillegg vekstjustere tallet vi kommer frem til med utgangspunkt i utviklingen i de to første kvartalene i år sammenlignet med i fjor. Siden vekst er tilbakevendende til gjennomsnittet ifølge Palepu et al. (2013) bør en eventuell ekstrem vekst overstyres.

Metoden nevnt ovenfor gjelder bare for normale poster. For unormale poster vil ikke kvartalstall for 2015 være relevant for samme periode i 2016, da unormale poster ikke er forventet å gjenta seg. For unormale poster vil vårt beste estimat være kvartalstallene for inneværende år.

For ordinære finansposter vil vi estimere en rentesats på bakgrunn av historiske data og multiplisere denne med det kapitalgrunnlaget vi anser som det mest korrekte. Vi benytter finanskostnaden hentet fra første og andre kvartal 2015 og den inngående finansielle gjelden for hele 2015 som utgangspunkt for estimering av renten. Ettersom denne renten bare utgjør halve året, må vi justere den opp slik at den er representativ for hele året. Deretter multipliserer vi med den inngående balansen for 2016 på den finansielle gjelden. Vi benytter den samme metoden for å estimere finansinntekten, men som kapitalgrunnlag benytter vi nå finansielle eiendeler.

Skattekostnaden estimerer vi med utgangspunkt i driftsresultatet, finansinntektene og det unormale finansresultatet før vi justerer ned med utgangspunkt i finanskostnadene. Siden selskapsskattesatsen i Norge er 25% i 2016 vil vi ta utgangspunkt i en skattesats på 25% for beregning av fradrag knyttet til finanskostnadene.

Vi anser den effektive skattesatsen på finansinntekter som lavere enn selskapsskatten på bakgrunn av fritaksmetoden i § 2-38 i skatteloven. Denne metoden går ut på at utbytte og aksjegevinster ikke er skattepliktig for selskaper etter uttaksmodellen i skatteloven. På grunn av at deler av finansinntektene ikke er skattepliktig blir den effektive skattesatsen på finansinntekt redusert. Hvor mye den skal reduseres vil avhenge av hvor stor del av finansinntektene og det unormale finansresultatet som er skattefritt. En tommelfingerregel sier at 2/3 er skattepliktig og vi velger derfor å benytte oss av en sats på 18% som vårt beste estimat på finansinntektskattesatsen (Knivsflå, 2016). Vi velger å benytte oss av denne tommelfingerregelen da vi som ekstern ikke har nok kunnskaper om hvordan finansinntektene til Norwegian fordeler seg mellom skattepliktig og skattefrie.

$$dss = \frac{\overbrace{\text{Normal skattekostnad} - \text{skatt på finansresultat}}^{\text{Normal skatt på driftsresultat}}}{\text{Driftsresultat}}$$

Før vi kan estimere skattekostnaden på trailingen må en rimelig driftskattesats bestemmes. Vi beregner først driftskattesatsen for 2015 og for de to første kvartalene i 2016 ved hjelp av formelen under. Estimert på driftskattesatsen for 2016 beregnes så ved å vektlegge satsen for 2015 og satsen for første halvår i 2016 med 50% hver. Den estimerte driftskattesatsen blir da 37,6%. Skattekostnaden på trailingen estimeres så ved hjelp av formelen som er gjengitt i figur 5.1.

$$\text{Skattekostnad} = \text{dss} * \text{driftsresultat} + \text{fis} * (\text{FI} + \text{UFR}) - \text{fgs} * \text{FK}$$

dss = driftskattesatsen

fis = effektiv skattesats på på finansinntektene

fgs = effektiv skattesats på finanskostnadene

Figur 5.1 - Fremgangsmåte for trailing av skattekostnad (Knivsflå, 2016)

Ved utarbeiding av trailingbalanse for 2016 tar vi utgangspunkt i balansen fra andre kvartal og bruker denne som beste estimat. Tallene i kvartalsrapportene er i større grad sammenslåtte poster, dette har vi løst med å splitte de opp i lik prosentvis fordeling som balansen for 2015. På samme måte som for Norwegian, har vi gjennomført trailing for bransjen for å få tall som er sammenlignbare.

5.4 Omgruppering og normalisering

5.4.1 Omgruppering og normalisering av resultatregnskap

Som nevnt innledningsvis til kapittel fem er regnskapet etter IFRS mer kreditororientert enn investororientert. Ved å omgruppere oppstillingsplanen får vi tydeligere frem de momentene som er av interesse for investorer. Vi skiller mellom verdiskapingen som kommer fra drift og finans, samt hvordan denne verdiskapingen fordeles mellom eiere, kreditorer og det offentlige. Det gjør at analysen av rentabilitet og vekst får større fokus. Samt skiller vi mellom normale og unormale poster for å gjøre analysen mer fremtidsrettet.

Omgruppering av resultatregnskapet består ifølge Knivsflå (2016) av fire steg:

Steg 1 - Identifisere det fullstendige resultatet

Steg 2 - Fordel fullstendig nettoresultat

Steg 3 - Identifisere normale og unormale poster

Steg 4 - Fordeling av skattekostnaden

Steg 1 - Identifisere det fullstendige resultatet

Norwegian rapporterer etter IFRS hvor hovedregelen etter IAS 1 er at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, med mindre andre standarder tillater eller krever noe annet. Det skal da rapporteres under posten "Annet fullstendig resultat" (AFR). Det er likevel visse inntekter og kostnader som blir ført direkte mot egenkapitalen, og dette er et brudd på kongruensprinsippet som sier at alle endringer i egenkapitalen, unntatt egenkapitaltransaksjoner, skal føres over resultatet (Kvifte, et al., 2001). Resultatet fra slike poster inngår i "Dirty surplus" (DSP). Ved gjennomgang av Norwegian sine årsregnskap oppdaget vi at Norwegian har kostnadsført emisjonskostnader direkte mot egenkapitalen i 2009. For å finne det fullstendige resultatet benytter vi oss av Knivsflå (2016) sin formel som er vist under. Det fullstendige nettoresultatet presenteres i tabell 5.4.

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat}(\text{ÅRE}) + \text{Annen fullstendig resultat}(\text{AFR}) + \text{"dirty surplus"}$$

Fullstendig nettoresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Åresresultat til majoritet	ÅRE	446 252	170 885	122 124	456 645	321 562	-1 069 762	246 151	970 727
Andre driftsrelaterte resultatелеment	DAFR	-5 007	320	-1 694	303	-2 925	414 866	465 626	-164 500
Andre finansielle resultatелеment	FAFR	1 608	2 768	-	-	1 158	-1 158	-	-
Rapportert totalresultat		442 853	173 973	120 430	456 948	319 795	-656 054	711 777	806 227
Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP	-5 527	-	-	-	-	-	-	-1 025 427
Finansielt "dirty surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	FNR	437 326	173 973	120 430	456 948	319 795	-656 054	711 777	-219 200

Tabell 5.4 - Fullstendig nettoresultat til Norwegian i perioden 2009-2016

Steg 2 - Fordel fullstendig nettoresultat

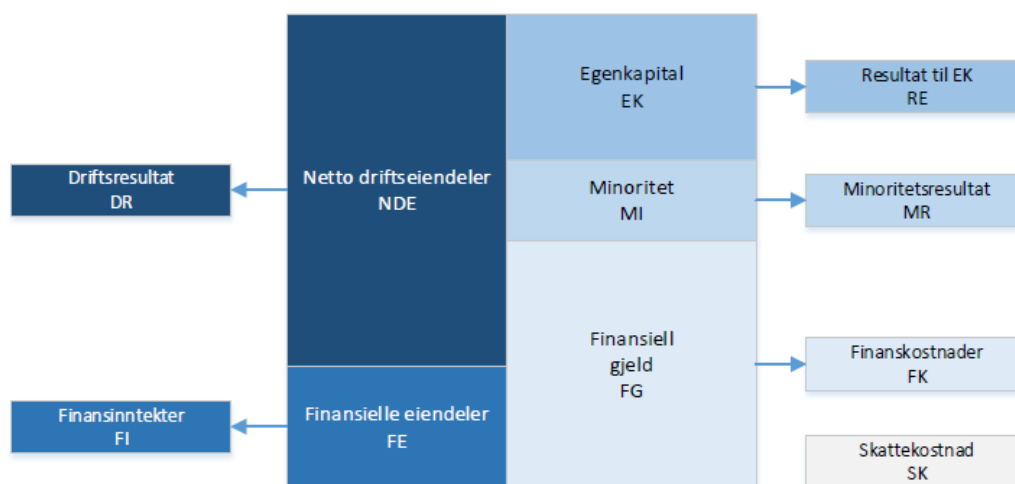
Fullstendig nettoresultat kan deles inn i driftsrelaterte- og finansielle poster. Videre kan resultatet fordeles på de ulike kapitalene i balansen. Ved å fordele resultatet på de ulike kapitalene vil vi belyse verdiskapingen i virksomheten. Vi vil fordele resultatet etter skatt, altså nettoresultatene til kapitalene.

Vi anser Norwegian sin eierandel på 20% i Bank Norwegian som en driftsrelatert post. Bank Norwegian er et tilknyttet selskap, og virksomheten anses å være nært knyttet opp mot driften i Norwegian. Bank Norwegian er nært knyttet opp mot merkenavnet til Norwegian, og kunder i banken kan tjene opp "cashpoints" på flyreiser gjennom å bruke kredittkort fra Bank Norwegian. Penman (2013) anser det som hensiktsmessig å splitte opp posten for tilknyttede

selskap i en driftsdel og en finansiell del. Notene til Norwegian gir derimot for lite informasjon om hvorvidt inntektene stammer fra finansinntekter eller driftsinntekter (Penman, 2013). I tillegg driver Bank Norwegian et bankforetak, noe som gjør at skille mellom drift og finans er mer uklart enn hva normalt er.

Annet fullstendig resultat (AFR) består hovedsakelig av valutadifferanser innad i konsernet. Dette er knyttet til driften av selskapet og blir derfor klassifisert som driftsrelatert. AFR inneholder også verdiendringer i «Tilgjengelig-for-salg» finansielle eiendeler. Denne posten velger vi å klassifisere som finansrelatert.

Figur 5.2 illustrerer sammenhengen mellom resultatene og de ulike kapitalene i balansen. Ved å skille mellom drift og finans, sikrer man at resultat og balanse henger sammen. For eksempel må finansinntekter være knyttet til finansielle eiendeler. Videre illustrerer tabell 5.5 og 5.6 det fullstendige drifts- og finansresultatet før skatt.



Figur 5.2 - Sammenheng mellom balansene og resultatet før skatt

Fullstendig driftsresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	DI	7 309 190	8 597 667	10 532 191	12 859 043	15 579 544	19 540 039	22 491 147	26 180 578
Driftskostnader	DK	-6 737 322	-8 387 497	-10 116 257	-12 455 591	-14 609 888	-20 950 577	-22 143 373	-24 383 348
Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	571 868	210 170	415 934	403 452	969 656	-1 410 538	347 774	1 797 230
Resultat fra driftstillknyttet virksomhet	DI	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	226 290
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	-5 007	320	-1 694	303	-2 925	414 866	465 626	-164 500
Driftrelatert "Dirty Surplus"	DDSP	-5 527	-	-	-	-	-	-	-1 025 427
Fullstendig driftsresultat før skatt	FDR	564 534	216 818	433 758	436 595	1 013 328	-938 041	916 841	833 593

Tabell 5.5 - Fullstendig driftsresultat før skatt til Norwegian i perioden 2009-2016

Fullstendig finansresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	FI	68 906	66 760	35 665	320 896	150 766	210 050	100 684	43 200
Finanskostnad	FK	-20 933	-40 159	-304 577	-134 008	-729 640	-484 189	-476 862	-559 900
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	FI	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	FAFR	1 608	2 768	-	-	1 158	-1 158	-	-
Finansielt "Dirty Surplus"	FDSP	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	FFR	49 581	29 369	-268 912	186 888	-577 716	-275 297	-376 178	-516 700

Tabell 5.6 - Fullstendig finansresultat før skatt til Norwegian i perioden 2009-2016

Steg 3 - Identifisere normale og unormale poster

Når det fullstendige resultatet er delt inn i drift og finans, er det viktig å skille mellom normale og unormale poster. Kunnskap om hva som er normale og unormale poster er viktig innsikt, da de normale postene trolig vil kunne gi et bedre bilde av forventede resultater i fremtiden enn de unormale. Dette skillet vil være viktig for både investorer og kreditorer når det skal foretas verdi- eller kredittvurdering av selskapet. Det kan være vanskelig å skille mellom normale og unormale poster grunnet mangelfull noteinformasjon, og hva som defineres som unormalt kan i stor grad variere fra selskap til selskap (Penman, 2013).

Normale poster defineres av Knivsflå (2016) som varige, permanente poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode, og som følgelig er relevante for fremtiden. Normale poster er ofte stabile, og vil derfor kunne være med på å indikere en trend på utviklingen. Typiske normale poster vil være driftsinntekter, driftskostnader og rentekostnader. Det er poster vi ikke forventer store endringer i, gitt at vi er i samme markedssituasjon.

Unormale poster er poster som vi ikke forventer skal komme tilbake igjen, typiske engangshendelser. Unormale poster defineres av Knivsflå (2016) som poster som bare virker inn på en eller et fåtall perioder, og som derfor er lite relevante for fremtiden. Disse postene vil derfor ikke være relevante for framskriving eller budsjettering. Unormale poster vil typisk være nedskrivning på eiendeler eller verdiendring på finansielle instrumenter.

En potensiell svakhet ved skillet mellom normale og unormale regnskapsposter er at dette skillet gir mulighet for ledelsen til å "pynte på" resultatet. Ledelsen kan bli fristet til å legge normale kostnader inn under unormale, og unormale inntekter som normale inntekter. På denne måten vil det normale resultatet bli kunstig høyt (Heskestad, 2001).

Norwegian har en del inntekter og kostnader som vi har vurdert til å være unormale, disse er identifisert ved gjennomgang av årsrapporter og kvartalsrapporter. Gevinst ved salg av driftsmiddel, erstatning fra SAS i 2010, nedskrivinger på driftsmiddel og engangskostnader i forbindelse med langdistanseflyvninger er de postene vi har vurdert til å være unormale driftsposter. Alle finansposter med unntak av renteinntekter- og kostnader er vurdert til å være unormale finansposter. I tillegg er AFR og "Dirty surplus" ansett å være unormalt. Skattejusteringer fra tidligere år anser vi også for å være en unormal skattekostnad.

Unormalt driftsresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Andre inntekter	-	175 000	-	-	-	-	-	-
Gevinst salg varige driftsmiddel	-	16 329	3 471	17 852	68 326	-	7 603	123 900
Nedskrivning	-	-	-14 500	-	-	-	-	-
Engangskost langdistanseproblemer	-	-	-	-	-216 000	-	-	-
Forsinkelse langdistanse	-	-	-	-	-	-382 000	-	-
Andre tap/gevinster - netto	49 315	29 732	305 720	-336 385	502 148	-583 751	-474 150	-67 600
Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre driftsrelaterte resultatelement	-5 007	320	-1 694	303	-2 925	414 866	465 626	-164 500
Driftsrelatert "dirty surplus"	-5 527	-	-	-	-	-	-	-1 025 427
Unormalt driftsresultat	38 781	221 381	292 997	-318 230	351 549	-550 885	-921	-1 133 627

Tabell 5.7 - Unormalt driftsresultat til Norwegian i perioden 2009-2016

Unormalt finansresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt finansresultat	45 700	26 468	-234 331	258 190	-471 830	-23 167	12 989	-48 300
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet								
Andre finansielle resultatelement	1 608	2 768	-	-	1 158	-1 158	-	-
Finansielt "Dirty Surplus"	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt finansresultat	47 308	29 236	-234 331	258 190	-470 672	-24 325	12 989	-48 300

Tabell 5.8 - Unormalt finansresultat til Norwegian i perioden 2009-2016

Steg 4 - Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er fordeling av skattekostnaden. Ifølge Gjesdal (2007) består skattekostnaden av en betalbar del, og en del som består av endringen i utsatt skatt. Skattekostnaden utgjør som utgangspunkt 27% (25% fra 2016) av resultatet før skatt, med mindre permanente avvik mellom regnskapsmessige inntekter og kostnader foreligger. I regnskapet er skatten kun oppgitt som en skattepost selv om både finans og driftsposter har skattemessige konsekvenser (Penman, 2013). For å få en mest mulig korrekte nettoresultater vil vi fordele skattekostnaden på drift og finans, samt normalt og unormalt resultat. Gjennom å fordele skattekostnaden vil det være mulig å fordele nettoresultatene etter skatt til de ulike kapitalene i balansen. Det gjøres ved å først beregne skatten på de normale og unormale finanspostene, for så å fordele resten av skatten på normal og unormal drift. Ifølge Gjesdal (2007) er det vanskelig å fordele skattekostnaden på en

meningsfull måte når man er ekstern, men vi velger likevel å fordele skatten som forklart over, da vi mener dette vil gi et bedre bilde av nettostørrelsene.

Selskapsskattesatsen endret seg fra inntektsåret 2014 fra 28% til 27% og endret seg videre til 25% fra inntektsåret 2016. Vi tar utgangspunkt i denne skattesatsen ved beregning av netto finanskostnad. Som nevnt tidligere vil den effektive finansinntektsskattesatsen ofte være lavere enn selskapsskattesatsen på grunn av fritaksmodellen, som gjør inntekter fra aksjeinvesteringer skattefrie. Andre inntekter, som for eksempel vanlige renteinntekter, har full skattesats. Det er derfor naturlig å anta at den reelle skattesatsen for finansinntekter ligger et sted mellom 0% og 28%. Vi velger som tidligere å benytte oss av tommelfingerregelen på 18%. Den samme skattesatsen forventes for unormalt finansresultat.

Den resterende andelen av skatten gir grunnlaget for å gi et estimat på driftsskattesatsen i de ulike årene. Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen (*ndss*) er selskapets normaliserte skattesats, og vil brukes videre i utredningen. Formelen for utregning av driftsskattesatsen (*dss*) er gitt nedenfor, og tabell 5.9 presenterer *dss* for analyseperioden.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

NDK = Rapportert skattekostnad

f_{kss} = finanskostnadsskattesats

f_{iss} = finansinntektsskattesatsen

FK = finanskostnad

FI = finansinntekt

DR = Normalt driftsresultat

u_{frss} = unormal finansresultatskattesats

UDR = Unormalt driftsresultat

UFR = Unormalt finansresultat

Driftsskattesats (dss)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt (ndss)
Formel	29,77 %	33,99 %	24,02 %	35,84 %	25,29 %	41,56 %	18,82 %	37,05 %	30,79 %

Tabell 5.9 - Utregning av driftsskattesats til Norwegian i perioden 2009-2016

Den normaliserte driftsskattesatsen er beregnet til å være 30,79%. Denne benyttes ved skattelegging av driftsresultatet i egen virksomhet. Det unormale driftsresultatet skattelegges med driftsskattesatsen for det enkelte år, samt unormal skatt på normalt driftsresultat. (Som er

avviket mellom driftskattesatsen og den normaliserte driftskattesatsen multiplisert med normalt driftsresultat). Tabell 5.10 og 5.11 presenterer tallene for Norwegian.

Fordeling av skattekostnad	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	-160 904	3 353	-37 333	-222 313	-189 426	136 959	-250 745	-536 066
Skatt på finansinntekt	-4 177	-7 253	-6 420	-8 558	-26 938	-35 328	-13 353	-7 776
Skatt på finanskostnad	5 861	11 245	19 669	33 277	71 877	120 755	125 104	127 900
Skatt på unormal driftsresultat	-14 681	-75 143	-70 798	114 163	-89 631	401 336	87 790	-20 858
Unormal skatt på normalt drift	5 338	349	8 205	-36 449	33 873	47 881	97 515	-108 925
Skatt på unormal finansresultat	-8 226	-4 764	42 180	-46 474	84 929	4 170	-2 338	8 694
Unormal skatt	-	-	81	-181	-500	-118 488	127 141	938
Rapportert skattekostnad	-176 789	-72 214	-44 416	-166 535	-115 817	557 284	171 114	-536 094

Tabell 5.10 - Fordeling av skattekostnad til Norwegian i perioden 2009-2016

Omgruppert resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	7 309 190	8 406 339	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544	26 056 678
Salgs- og distribusjonskostnader	-149 415	-167 859	-198 930	-274 954	-339 376	-469 111	-612 286	-871 576
Flydrivstoff	-1 423 328	-2 092 859	-3 093 514	-3 740 508	-4 707 203	-6 321 053	-5 184 475	-4 445 361
Flyleasing	-620 114	-778 411	-829 667	-1 032 915	-1 284 395	-1 845 940	-2 213 251	-2 660 124
Flyplassavgifter	-1 037 716	-1 295 913	-1 561 369	-1 730 217	-2 182 645	-2 723 910	-2 949 313	-3 389 313
Handlingskostnader	-722 658	-863 551	-982 191	-1 077 334	-1 339 417	-1 854 844	-2 336 785	-3 082 291
Teknisk vedlikeholdskostnader	-659 796	-697 196	-711 597	-792 565	-927 820	-1 290 035	-1 716 547	-1 706 160
Andre flyrelaterte kostnader	-325 371	-405 787	-441 657	-482 932	-589 742	-855 231	-826 391	-1 296 431
Lønnskostnader	-1 303 299	-1 531 211	-1 836 194	-2 068 202	-2 478 294	-3 208 987	-3 433 703	-3 947 563
Avskrivninger	-148 882	-186 707	-293 950	-385 244	-529 825	-748 138	-1 133 287	-1 477 830
Andre driftskostnader	-396 058	-397 735	-458 408	-534 335	-517 319	-667 577	-1 263 185	-1 439 098
Driftsresultat fra egen virksomhet	522 553	-10 890	121 243	721 985	615 182	-444 787	814 321	1 740 930
Driftsrelatert skattekostnad	-160 904	3 353	-37 333	-222 313	-189 426	136 959	-250 745	-536 066
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	361 649	-7 537	83 910	499 672	425 756	-307 828	563 576	1 204 864
Netto driftsresultat fra driftstilnyttede virksomheter	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	226 290
Netto driftsresultat	364 849	-1 209	103 428	532 512	472 353	-250 197	667 017	1 431 154
Netto finansinntekt	19 029	33 039	29 245	38 985	122 720	160 941	60 828	35 424
Nettoresultat til sysselsatt kapital	383 878	31 831	132 673	571 497	595 072	-89 257	727 845	1 466 578
Netto finanskostnad	-15 072	-28 914	-50 577	-85 568	-184 825	-326 486	-338 244	-383 700
Netto minoritetsresultat								
Normal nettoresultat til egenkapital	368 806	2 916	82 096	485 929	410 247	-415 743	389 601	1 082 878
Unormalt netto driftsresultat	29 438	146 586	230 485	-240 696	295 291	-220 156	311 525	-1 262 472
Unormalt netto finansresultat	39 082	24 472	-192 151	211 716	-385 743	-20 155	10 651	-39 606
Unormalt netto minoritetsresultat								
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	437 326	173 974	120 430	456 948	319 795	-656 054	711 777	-219 200
Netto betalt utbytte	266 913	20 325	29 255	18 114	9 379	14 477	145 284	-
Endring i egenkapital	704 239	194 299	149 685	475 062	329 174	-641 577	857 061	-219 200

Tabell 5.11 - Omgruppert og normalisert resultatregnskap for Norwegian 2010-2016

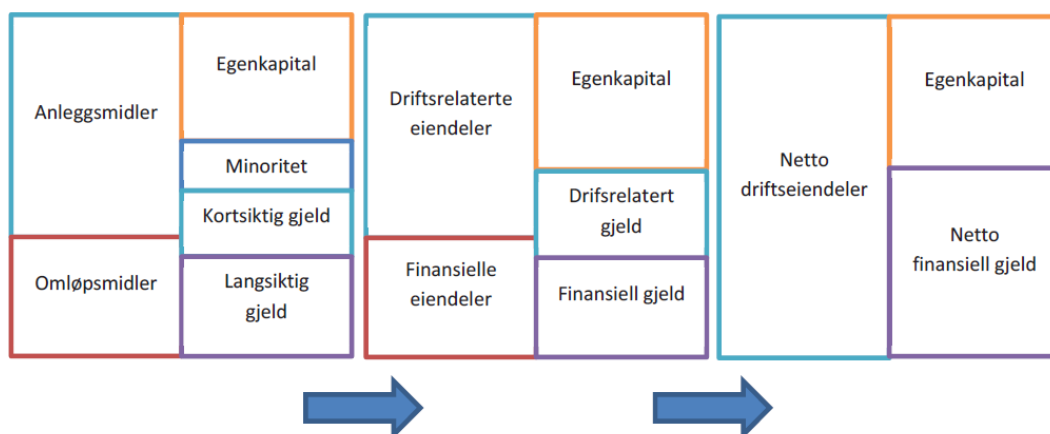
5.4.2 Omgruppering av balansen

På samme måte som resultatregnskapet må balansen omgrupperes for regnskapsanalysen og verddivurderingen. IFRS oppstillingen er som nevnt kreditororientert, og ved å skifte fokuset til sysselsatt kapital og netto driftskapital blir det mulig å avdekke selskapets evne til å skape verdier (Penman, 2013).

Det er viktig med konsistens mellom resultatregnskapet og balansen. I utgangspunktet består balansen av eiendeler delt inn i anleggsmidler og omløpsmidler, og gjeld som deles inn i kortsiktige- og langsiktige forpliktelse. Ved å omgruppere balansen kan vi gi investorer mer beslutningsnyttig informasjon. Ifølge Penman (2013) er det primært driften som skaper verdi for eiere, og omgrupperingen av balansen skiller derfor mellom driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld. Dermed er dette et viktig steg i verdivurderingen av et selskap fremover i tid. Etter omgrupperingen av regnskapet vil vi få netto driftseiendeler på den ene siden, og egenkapital og netto finansiell gjeld på den andre siden. Sammenhengene vises i likningen og figur 5.3 under:

Netto driftseiendeler = driftseiendeler – driftsrelatert gjeld

Netto finansiell gjeld = finansielle eiendeler – finansiell gjeld



Figur 5.3 - Fra kreditororientert til investororientert balanse (Knivsflå, F5, 2016)

Poster som danner grunnlag for driftsresultatet i resultatregnskapet anses som driftsrelaterte poster i balansen. Driftsrelaterte eiendeler er de eiendelene som er nødvendige for den operasjonelle driften av selskapet. Finansielle eiendeler er de eiendelene som er driftsfremmende.

5.4.2.1 Eiendeler

Anleggsmidler

Immaterielle eiendeler som i all hovedsak består av goodwill ved oppkjøp av datterselskaper og IT-systemer, anses å være driftsrelaterte. Det er eiendeler som tilhører driften, og blir dermed klassifisert som driftsrelatert.

Det samme gjelder for postene *Varige driftsmidler* og *finansiell leasing eiendel* som består av henholdsvis fly, bygninger og utstyr som er direkte relatert til driften. *Forhåndsinnbetalinger til flyprodusenter* anses også som driftsrelaterte.

Det samme gjelder for posten *andre langsiktige driftsrelaterte fordringer* da de i hovedsak består av forhåndsbetalte kostnader, refusjoner, periodisk vedlikehold, og kundefordringer. Det er i tråd med Penman (2013) sin teori om andre poster.

Investering i tilknyttede selskaper, blir beregnet som driftsrelatert for konsistens mellom resultat og balanse. Som nevnt under omgrupperingen av resultatregnskapet argumenterer Penman (2013) for at tilknyttede selskaper skal anses som driftsrelaterte dersom virksomheten er nært knyttet til den virksomheten selskapet driver. Investeringene i Bank Norwegian har som diskutert tidligere synergieffekter knyttet opp mot passasjerreise og er av den grunn klassifisert som driftsrelaterte, også for konsistens mellom resultat og balanse. Det fremkommer av note 24 at de andre tilknyttede selskapene også er knyttet tett opp mot drift, dermed klassifiseres hele posten for investeringer i tilknyttede selskaper som driftsrelatert.

De finansielle anleggsmidlene består av *finansielle eiendeler tilgjengelig for salg*, dette er eiendeler som ikke har noe med driften å gjøre.

Omløpsmidler

Kundefordringer, varer og driftsrelaterte derivater er driftsrelaterte. Derivat er finansielle instrument som blir benyttet til sikring av risiko eller til spekulasjon. Dersom derivatet blir benyttet for å sikre en driftsposisjon, er det driftsrelatert. Blir det benyttet for spekulasjon eller til å sikre en finansiell posisjon, er det finansielt. I Norwegian sitt tilfelle er det oppført som driftsrelaterte derivater og vi velger derfor å klassifisere det som en driftsrelatert post.

Kontanter og kontantekvivalenter er en annen post som Penman (2013) har diskutert. Han mener at en viss andel av kontantbeholdningen kan være nødvendig for å drifte selskapet, men at den andelen som skulle overstige det nødvendige buffere burde klassifiseres som finansiell. Ifølge Knivsflå (2016) er det vanskelig å anslå nøyaktig størrelse på en slik kontantbuffer, noe som medfører at kontanter og kontantekvivalenter ofte blir vurdert som finansielle. For konsistens mellom det omgrupperte resultatregnskapet og balansen klassifiseres også alle renteinntekter på driftsrelaterte likvider som finansielle. En konsekvens av dette kan ifølge Knivsflå (2016) være at man underestimerer driftskapitalen.

5.4.2.2 Egenkapital og gjeld

Da utsatt skatt skyldes ulike skatte- og regnskapsmessige avskrivninger av driftsrelaterte eiendeler som IT-systemer og goodwill ved kjøp av datterselskap, klassifiseres denne posten som driftsrelatert (Penman, 2013).

Investorrelatert syn ville vært å anse avsatt utbytte som egenkapital, og ikke kortsiktig gjeld, fordi avsatt utbytte ville vært en post som skulle utbetales til aksjeeiere. Siden Norwegian rapporterer etter IFRS er det ikke nødvendig med en omgruppering da avsatt utbytte allerede inngår som en del av egenkapitalen. Etter IFRS avsettes det ikke for foreslått utbytte (Kvifte, et al., 2001).

Langsiktige rentebærende gjeld ansees som finansiell da den har en påløpende rentekostnad knyttet til seg. *Pensjon* klassifiseres også som drift, da det er knyttet opp mot lønnskostnader og operasjonell drift av selskapet. Teorien er imidlertid ikke helt klar på hvordan pensjonsforpliktelse skal klassifiseres, og derfor er det mer naturlig å fokusere på konsistens mellom resultatregnskap og balanse.

Kortsiktig rentebærende gjeld anses finansielt, da det på lik linje med den langsiktige gjelden har påløpende rentekostnader knyttet til seg.

Leverandørgjeld, betalbar skatt og trafikkavregningsgjeld anses som driftsrelatert da det er noe selskapet opparbeider seg gjennom ordinær drift. Driftsrelatert gjeld er gjeld som det i hovedsak ikke direkte betales renter av, men som indirekte kan betales renter av via prisen på varer og tjenester som selskapet selger (Penman, 2013).

Avsetning for periodisk vedlikehold er langsiktig driftsrelatert gjeld da dette er nødvendig for å holde driften i gang.

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

På samme måte som for resultatet og balansen, vil også kontantstrømmen i årsrapportene være mest kreditororientert. Det er fordi kontantstrømmen i årsrapportene fokuserer på hvor likvid kontantstrømmen til virksomheten er, og skiller dermed mellom drift, investering og finansiering. Vi gjør en omgruppering mot et investororientert perspektiv ved å flytte fokus til kontanter skapt gjennom drift, og dermed til de midlene som er frie til utdeling. “fri kontantstrøm til egenkapital” (FKE) vil da være lik “netto betalt utbytte” (NBU). Den frie kontantstrømmen til den respektive kapitalen vil her være den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen, etter at man har tatt hensyn til reinvesteringer og nødvendige nyinvesteringer (Knivsflå, 2016).

Norwegian		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	-1 209	103 428	532 512	472 353	-250 197	667 017	1 431 154
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	146 586	230 485	-240 696	295 291	-220 156	311 525	-1 262 472
Endring(økning) i netto driftseiendeler	<i>ΔNDE</i>	-1 330 775	-1 988 561	-1 125 890	-787 878	-6 296 255	-6 714 992	221 880
Fri kontantstrøm fra drift	<i>FKD</i>	-1 185 398	-1 654 648	-834 075	-20 235	-6 766 609	-5 736 450	390 562
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	33 039	29 245	38 985	122 720	160 941	60 828	35 424
Unormalt netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	24 472	-192 151	211 716	-385 743	-20 155	10 651	-39 606
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	234 606	73 470	-625 949	-526 389	166 145	-443 021	-578 273
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	<i>FKS</i>	-893 281	-1 744 084	-1 209 323	-809 647	-6 459 678	-6 107 992	-191 893
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-28 914	-50 577	-85 568	-184 825	-326 486	-338 244	-383 700
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	901 872	1 765 409	1 276 775	985 091	6 771 685	6 300 951	575 607
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	-20 325	-29 255	-18 114	-9 379	-14 477	-145 284	-

Tabell 5.12 - Omgruppert kontantstrøm til Norwegian 2010-2016

5.5 Justering av målefeil

Utarbeidelsen av finansregnskapet er ifølge Kinserdal (2005) registrering, måling og rapportering av de underliggende forholdene i rammen av god regnskapsskikk. Det innebærer vurdering av transaksjoner for å resultatføre eller balanseføre de ulike hendelsene gjennom regnskapsperioden. Rapporteringen skjer gjennom offentliggjøringen av regnskapsinformasjonen, som baseres på IFRS reguleringene for å sikre brukere tilgang på relevant og konsistens informasjon. IFRS reglene er balanseorienterte, noe som innebærer at inntekter og kostnader defineres ut fra eiendeler, egenkapital og gjeld.

Den tilhørende litteraturen er av ulike syn på hvorvidt man skal justere for målefeil. Penman (2013) mener at justering av målefeil kan føre til ytterligere målefeil i de rapporterte regnskapstallene. På en annen siden mener Damodaran (2012) at justering av målefeil gir et mer korrekt bilde av de underliggende økonomiske forholdene.

Målefeil kan ifølge Knivsflå (2016) ha tre kilder; superprofitt, regnskapsregler og kreativ regnskapsføring. Vi anser det ikke nødvendig å justere regnskapet for målefeil som skyldes superprofitt, da dette er en avkastning ut over avkastningskravet til eiere.

Vi ser bort fra muligheten for at det kan finnes målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring da selskapet har rene revisjonsberetninger. Grunnet begrensninger i tilgjengelig informasjon vil vi kun justere for målefeil vi mener skyldes anvendelse av regnskapsreglene.

Regnskapsregler kan ifølge Palepu et. al. (2013) føre til målefeil som skyldes benyttede avskrivningsplaner og manglende balanseføring.

Avskrivningsplan

Avskrivningsplanen etter IFRS skal ta hensyn til restverdien av anleggsmiddelet ved utgangen av levetiden. Selv om reglene krever dekomponering, slik at deler av det enkelte anleggsmiddelet som er av betydelig størrelse av anskaffelseskost skal avskrives separat, er dette ikke vanlig praksis (Fardal, 2007). Den vanligste metoden å benytte for avskrivninger er den lineære metoden (Heskestad, 2001). Denne metoden innebærer at investeringsutgiften blir fordelt og kostnadsført med lik andel av anskaffelseskost per år over levetiden. Det er den mest praktiske måten å avskrive varige driftsmidler på, men bruk av denne metoden fører til ulik rapportert rentabilitet i løpet av levetiden. Grunnen for dette er at kontantstrømmen til driftsmiddelet høyst sannsynlig aldri vil være lineært avtagende med beløp som tilsvarer årlig avskrivning multiplisert med forventet internrente (ibid.)

Denne feilkilden kan i utgangspunktet korrigeres i regnskapsanalysen, ved å benytte internrentebaserte avskrivningsplaner. Denne metoden ville gitt lik rentabilitet hvert år, og ville ifølge Heskestad (2001) gitt den mest korrekte tilnærmingen dersom målet med rapporteringen var å vise lønnsomheten. Ifølge sammenstillingsprinsippet ville dette vært den korrekte metoden å avskrive varige driftsmidler på, da metoden ville kostnadsført en mer korrekt andel i forhold til inntjeningen enn den lineære metoden ville gjort. Problemet med å bruke denne mer korrekte teoretiske avskrivningsplanen er at det som oftest blir problematisk å fordele den totale kontantstrømmen fra drift til de enkelte anleggsmidlene. På grunn av

begrenset tilgjengelig informasjon om selskapets anleggsmidler foretar vi ikke en justering av målefeil som skyldes benyttelse av lineære avskrivningsplaner. Siden selskapet i sin portefølje til enhver tid besitter varige driftsmidler med ulik gjenværende levetid kan det være naturlig å anta at forskjellene i rentabilitet blir utjevnet på sikt.

Manglende balanseføring

For å kunne balanseføre etter IFRS reglene stilles det krav til at postene tilfredsstillt kravene til definisjonen av eiendeler og forpliktelser. Poster som ikke tilfredsstillt dette kravet skal tas over resultatregnskapet. For å kunne balanseføre skal den økonomiske fordelene av posten kunne måles pålitelig og med sannsynlighet tilflyte selskapet (Fardal, 2007).

Norwegian har i sin balanse en større post knyttet til leasing av fly, som defineres som operasjonell leasing og er driftsrelatert. Operasjonell leasing tilfredsstillt ikke dette kravet til balanseføring fordi Norwegian leier eiendelene. Manglende balanseføring av denne posten fører til undervurdering av kapitalen og overvurderer lønnsomheten ifølge Koller, Goedhart & Wessels (2010). På den annen side mener Kaldestad og Møller (2014) at en justering ikke er å anbefale siden effekten ofte er marginal, og man gjør mer skade enn nytte. På grunn av at Norwegian har en post av betydelig størrelse knyttet til operasjonell leasing velger vi å justere for denne målefeilen. Knivsflå (2016) har foreslått en metode for balanseføring hvor man estimerer balanseverdien av leasingkostnaden ved å benytte gjennomsnittlig leasingkostnad og en kapitaliseringsfaktor. Vi har valgt å ikke benytte oss av denne metoden, da stor vekst i kostnader fører til at gjennomsnittstall vil kunne føre til ytterligere målefeil. Derfor har vi valgt å bruke metoden til Palepu et. al. (2013), som skal være egnet for bransjer som har store kapitalbindinger i varige driftsmidler, som for eksempel luftfartsindustrien.

Norwegian har ulike lengder på leasingavtaler for ulike typer fly. Det fremkommer av notene at Boeing 737 leases for en periode på mellom tre til ti år, og at Boeing 787 leases for minst 12 år. Posten inkluderer også leasing av diverse utstyr som antas å ha noe lavere leasetid enn fly. For å kunne estimere leiekapitalen benytter vi oss av Norwegians egne oversikter over operasjonell leiekostnad, og neddiskonterer leieforpliktelsen med renten som Norwegian oppgir å være knyttet til flyleasing, slik at vi finner nåverdien av operasjonell leasing. Deretter fører vi økningen i gjelden mot finansiell gjeld i balansen. Selskapet har rapportert leasingforpliktelsen i tre kategorier; innen ett år, fra ett til fem år og over fem år.

Kategorien "ett til fem år" er relativt stor i forhold til posten som forfaller innen ett år, derfor velger vi å anta at tilnærmet like stor andel av forpliktelsene forfaller hvert år i intervallet 2-5 år. Posten over 5 år er relativt liten i forhold til at Boeing 787 leases for minst 12 år. Vi forutsetter derfor at posten forfaller lineært i perioden fra 6 til 12 år. Dermed fordeler vi både kategori 2 og 3 ved hjelp av lineær metode over den forutsatte perioden.

Leasingforpliktelse	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Innen 1 år	908 904	1 188 324	1 389 566	1 205 853	2 034 126	2 603 334	3 218 516
Fra 1 til 5 år	2 499 375	3 396 442	5 879 524	6 632 348	6 724 240	8 894 137	20 261 852
Over 5 år	744 514	1 301 544	5 702 109	7 046 958	6 167 172	7 167 035	19 882 063
Total leasingforpliktelse	4 152 793	5 886 310	12 971 199	14 885 159	14 925 538	18 664 506	43 362 431
Diskonteringsrente	5,40 %	4,50 %	4,00 %	3,10 %	3,30 %	3,50 %	3,30 %
Nåverdi 31.12	3 411 445	4 931 394	10 484 986	12 497 212	12 589 266	15 677 461	36 088 585

Tabell 5.13 - Forpliktelses på leasing

Netto driftseiendeler økes med nåverdien av leasing forpliktelsen fratrukket skatten på disse forpliktelsene. Kortsiktig gjeld blir beregnet ut fra årets avdrag fratrukket skatt. Effekten vises i tabell 5.14 under.

Balanse endringer	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Eiendeler								
Driftsrelaterte anleggsmidler - økning	3 411 445	4 931 394	10 484 986	12 497 212	12 589 266	15 677 461	36 088 585	36 088 585
Utsatt skatt	-1 050 450	-1 518 472	-3 228 530	-3 848 134	-3 876 479	-4 827 394	-11 112 375	-11 112 375
Endring Netto driftseiendeler	2 360 995	3 412 922	7 256 455	8 649 078	8 712 787	10 850 067	24 976 210	24 976 210
Egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig netto finansiell gjeld	301 675	385 142	283 938	446 739	601 383	897 787	707 533	1 016 805
Langsiktig netto finansiell gjeld	2 059 320	3 027 780	6 972 517	8 202 339	8 111 404	9 952 280	24 268 677	23 959 405
Netto finansiell gjeld	2 360 995	3 412 922	7 256 455	8 649 078	8 712 787	10 850 067	24 976 210	24 976 210

Tabell 5.14 - Balanseføring av forpliktelses

Virkingen på resultatet vil være å fjerne de teoretiske lånekostnadene fra forpliktelsene. Det fører til at driftskostnadene blir lavere i form av tilbakeføring av leie, men effekten blir utjevnet noe av reduksjon i avskrivninger og fratrukk i form av reduksjon i skattefradraget. Økningen i netto driftsresultat blir utlignet av at netto finanskostnader øker tilsvarende i form av økte rentekostnader på den finansielle gjelden. Justeringen vil ikke ha noe virkning på nettoresultatet til egenkapitalen.

Resultat endringer	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Tilbakeføring av leie	620 114	778 411	829 667	1 032 915	1 284 395	1 845 940	2 213 251	2 660 124
Avskrivning	-435 896	-556 498	-410 268	-645 501	-868 949	-1 297 229	-1 022 328	-1 469 201
Endring utsatt skatt	-56 724	-68 331	-129 141	-119 292	-127 924	-168 959	-366 708	-366 708
Fullstendig netto driftsresultat	127 494	153 581	290 258	268 121	287 522	379 752	824 215	824 215
Rentekostnad til leiekraft	-184 218	-221 913	-419 399	-387 414	-415 446	-548 711	-1 190 923	-1 190 923
Endring utsatt skatt	56 724	68 331	129 141	119 292	127 924	168 959	366 708	366 708
Virkning på egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 5.15 - Resultatvirkning av balanseføring

Pensjonsforpliktelser

IFRS gir muligheter til å "korridorføre" sine pensjonsforpliktelser over flere år. Kinserdal (2014) beskriver korridoren som "forskjellen mellom den "riktige" beregnede forpliktelsen som stod beskrevet i notene, og pensjonsgjelden som stod i balansen. Korridoren oppstod fordi det var tillatt å utsette balanseføring av sum av tidligere feilestimer (Kinserdal, 2014).

Endrede regnskapsregler fra og med 2013 (IAS 19 Revised) har ført til at korridorføring ikke lenger er tillatt. Norwegian har brukt denne metoden fra 2009 til den ble avvirket i 2012. Vi velger derfor å justere for dette i perioden 2009-2012. Resultatvirkningen fra pensjonsforpliktelser blir beregnet ut fra den årlige forandringen i pensjonskorridoren fratrukket skatt. Ut ifra Norwegianers regnskaper har pensjonsforpliktelsene ført til følgende justeringer:

Resultatvirkning pensjonsjustering	2008	2009	2010	2011	2012
Korridorforpliktelse 01.01	115 873	98 662	178 472	308 219	0
Endring i korridor		17 211	-79 810	-129 747	308 219
Skatteeffekt (ndss)		-5 300	24 575	39 952	-94 907
Endring i unormalt nettoresultat til EK		11 911	-55 235	-89 795	213 312

Tabell 5.16 - Resultatvirkning av pensjonsjustering

Balansevirkning	2008	2009	2010	2011	2012
Pensjonsforpliktelse	115 873	98 662	178 472	308 219	0
Utsatt skatt	-35 680	-30 380	-54 955	-94 907	0
Reduksjon i egenkapital	80 193	68 282	123 517	213 312	0

Tabell 5.17 - Virkning på egenkapitalen av pensjonsjustering

5.5.1 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Vi vil nå presentere det omgrupperte og justerte resultatregnskapet og balansen.

Omgruppert resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T
Driftsinntekter	7 309 190	8 406 339	10 528 720	12 841 191	15 511 218	19 540 039	22 483 544	26 056 678
Salgs- og distribusjonskostnader	-149 415	-167 859	-198 930	-274 954	-339 376	-469 111	-612 286	-871 576
Flydrivstoff	-1 423 328	-2 092 859	-3 093 514	-3 740 508	-4 707 203	-6 321 053	-5 184 475	-4 445 361
Flyleasing	-620 114	-778 411	-829 667	-1 032 915	-1 284 395	-1 845 940	-2 213 251	-2 660 124
Reduserte leasingkostnader	127 494	153 581	290 258	268 121	287 522	379 752	824 215	824 215
Flyplassavgifter	-1 037 716	-1 295 913	-1 561 369	-1 730 217	-2 182 645	-2 723 910	-2 949 313	-3 389 313
Handlingskostnader	-722 658	-863 551	-982 191	-1 077 334	-1 339 417	-1 854 844	-2 336 785	-3 082 291
Teknisk vedlikeholdskostnader	-659 796	-697 196	-711 597	-792 565	-927 820	-1 290 035	-1 716 547	-1 706 160
Andre flyrelaterte kostnader	-325 371	-405 787	-441 657	-482 932	-589 742	-855 231	-826 391	-1 296 431
Lønnskostnader	-1 303 299	-1 531 211	-1 836 194	-2 068 202	-2 478 294	-3 208 987	-3 433 703	-3 947 563
Avskrivninger	-148 882	-186 707	-293 950	-385 244	-529 825	-748 138	-1 133 287	-1 477 830
Andre driftskostnader	-396 058	-397 735	-458 408	-534 335	-517 319	-667 577	-1 263 185	-1 439 098
Driftsresultat fra egen virksomhet	650 047	142 691	411 501	990 106	902 704	-65 035	1 638 536	2 565 145
Driftsrelatert skattekostnad	-160 904	3 353	-37 333	-222 313	-189 426	136 959	-250 745	-536 066
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	489 143	146 045	374 168	767 793	713 277	71 924	1 387 791	2 029 079
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	3 200	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631	103 441	226 290
Netto driftsresultat	492 343	152 373	393 686	800 633	759 874	129 555	1 491 232	2 255 369
Netto finansinntekt	19 029	33 039	29 245	38 985	122 720	160 941	60 828	35 424
Nettoresultat til sysselsatt kapital	511 371	185 412	422 931	839 618	882 594	290 495	1 552 060	2 290 793
Netto finanskostnad	-142 565	-182 496	-340 835	-353 690	-472 347	-706 238	-1 162 459	-1 207 915
Netto minoritetsresultat								
Normal nettoresultat til egenkapital	368 806	2 916	82 096	485 929	410 247	-415 743	389 601	1 082 878
Unormalt netto driftsresultat	41 349	91 351	140 690	-27 384	295 291	-220 156	311 525	-1 262 472
Unormalt netto finansresultat	39 082	24 472	-192 151	211 716	-385 743	-20 155	10 651	-39 606
Unormalt netto minoritetsresultat								
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	449 237	118 739	30 635	670 260	319 795	-656 054	711 777	-219 200
Netto betalt utbytte	266 913	20 325	29 255	18 114	9 379	14 477	145 284	-
Endring i egenkapital	716 150	139 064	59 890	688 374	329 174	-641 577	857 061	-219 200

Tabell 5.18 - Omgruppert og justert resultatregnskap til Norwegian i perioden 2009-2016

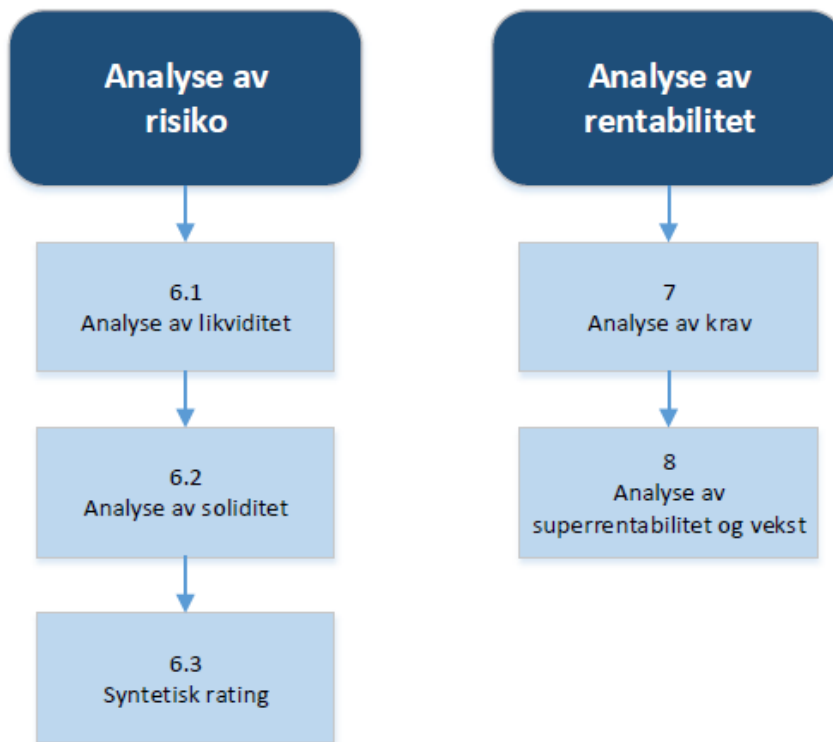
Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	4 806 950	7 526 240	13 264 188	16 969 775	18 496 405	27 999 001	50 026 251	52 151 688
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-757 241	-1 081 918	-1 043 007	-2 319 877	-2 781 607	-3 850 668	-5 036 783	-7 384 100
Netto driftseiendeler	NDE	4 049 709	6 444 322	12 221 181	14 649 898	15 714 798	24 148 333	44 989 468	44 767 588
Finansielle eiendler	FE	1 415 711	1 181 105	1 107 635	1 733 584	2 259 973	2 093 828	2 536 849	3 115 122
Sysselsatte eiendeler	SSE	5 465 420	7 625 427	13 328 816	16 383 482	17 974 771	26 242 161	47 526 317	47 882 710
Egenkapital	EK	1 521 414	1 727 622	1 822 072	2 207 340	2 749 829	2 108 251	2 965 312	2 746 100
Minoritetsinteresser	MI								
Finansiell gjeld	FG	3 944 005	5 897 804	11 506 746	14 176 144	15 224 944	24 133 909	44 561 003	45 136 610
Sysselsatt kapital	SSK	5 465 419	7 625 426	13 328 818	16 383 483	17 974 773	26 242 160	47 526 315	47 882 710

Netto driftskapital - balanse	NDK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	4 806 950	7 526 240	13 264 188	16 969 775	18 496 405	27 999 001	50 026 251	52 151 688
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-757 241	-1 081 918	-1 043 007	-2 319 877	-2 781 607	-3 850 668	-5 036 783	-7 384 100
Netto driftseiendeler	NDE	4 049 709	6 444 322	12 221 181	14 649 898	15 714 798	24 148 333	44 989 468	44 767 588
Egenkapital	EK	1 521 414	1 727 622	1 822 072	2 207 340	2 749 829	2 108 251	2 965 312	2 746 100
Minoritetsinteresser	MI								
Netto finansiell gjeld	NFG	2 528 294	4 716 699	10 399 111	12 442 560	12 964 971	22 040 081	42 024 154	42 021 488
Netto driftskapital	NDK	4 049 708	6 444 321	12 221 183	14 649 899	15 714 800	24 148 332	44 989 466	44 767 588

Tabell 5.19 - Omgruppert og justert balanse til Norwegian i perioden 2009-2016

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte finansregnskapet vil videre danne grunnlaget for forholdstallanalysen i de tre neste kapitlene. Her vil Norwegian sin finansielle stilling og lønnsomhet bli sammenlignet med bransjen. I kapittel 6 vil risikoen på kort sikt analyseres ved hjelp av en likviditetsanalyse og på lang sikt med en soliditetsanalyse. På bakgrunn av dette vil vi gi en syntetisk rating for Norwegian og bransjen. Kapittel 7 vil videre utarbeide avkastningskravene til Norwegian og bransjen, før vi deretter benytter disse i analysen av rentabilitet i kapittel 8. Her vil vi vurdere om Norwegian oppnår en rentabilitet som er høyere enn avkastningskravet, før vi videre dekomponerer kildene til en eventuell superrentabilitet. Til slutt vil vi sammenligne rentabiliteten til Norwegian med de komparative aktørene våre. Rammeverket beskrevet over er vist i figur 5.4 under.



Figur 5.4 - Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsflå, F8, 2016, s.19)

Norwegian har hatt stor vekst de siste årene, noe som taler for å benytte tidsvekting med størst vekt de senere årene, da de siste årene best viser Norwegian sin fremtidige stilling. På den annen side er luftfartsbransjen, som vi kom frem til i den strategiske analysen, påvirket av oppgangs- og nedgangskonjunkturer i verdensøkonomien. Det taler for at man bør være

forsiktig med tidsvekting av tallene i analyseperioden. På bakgrunn av dette velger vi å benytte en moderat vekting hvor de seneste årene får størst vekting, som vist i tabell 5.20.

Periode	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vekting	10 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %

Tabell 5.20 - Tidsvekting av de ulike periodene

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet vil vi analysere kredittrisikoen til Norwegian. Kredittrisikoen til et selskap representerer risikoen som långiver står overfor når han låner penger til selskapet. En slik risiko innebærer at långiver risikerer å bli påført et tap som følge av gjeldsforhandling, eller konkurs hvis låneren skulle misligholde lånet. En lav kredittrisiko betyr at låneren ses på som en sikker betaler, mens en høy kredittrisiko betyr at låneren vurderes som en mer usikker betaler (Knivsflå, 2016).

Vi vil videre benytte forholdstallanalyser for å vurdere likviditeten og soliditeten til Norwegian. Disse analysene vil danne grunnlag for den syntetiske ratingen til Norwegian, som benyttes for å fastsette kredittrisikoen til virksomheten. Denne ratingen vil bli brukt videre i utregningen av avkastningskrav i kapittel 7.

Forholdstallene vi vil beregne blir produsert på bakgrunn av de omgrupperte og justerte regnskapstallene for Norwegian og bransjen fra kapitel 5. Vi benytter tidsserieanalyse og bransjeanalyse for å vurdere forholdstallene. Tidsserieanalyse vil si å se på forholdstallene over tid, slik at eventuelle trender kan avdekkes. Bransjeanalyse betyr å vurdere Norwegians forholdstall mot bransjen sine (Knivsflå, 2016). Som nevnt tidligere består vår komparative bransje av Lufthansa, SAS og Ryanair.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

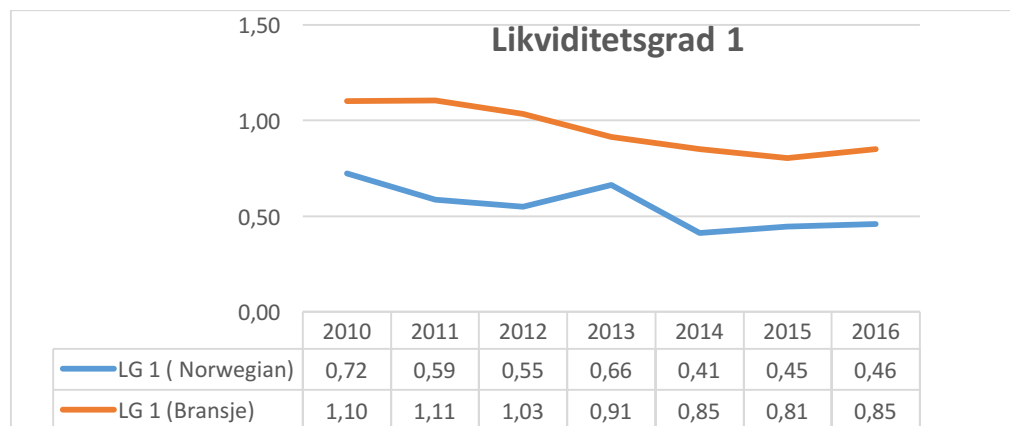
Formålet med likviditetsanalyser er å gi et bilde av den kortsiktige risikoen i selskapet, dette gjøres gjennom å vurdere virksomhetens evne til å betjene sine løpende gjeldsforpliktelser etter hvert som de forfaller. Fokuset er på om den løpende driften gir nok midler til å dekke de løpende kravene etter hvert som de forfaller, slik at man reduserer risikoen for en eventuell konkurs (Knivsflå, 2016). Vi velger å benytte likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, rentedekningsgrad og kontantstrømanalyse for å vurdere Norwegian og bransjens likviditet.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Ifølge Penman (2013) beregnes likviditetsgrad 1 ved å dividere omløpsmidler på den kortsiktige gjelden. Likviditetsgrad 1 gir oss informasjon om virksomhetens mest likvide eiendeler dekker betalingsforpliktelsene som forfaller i løpet av det neste året. Eksempler på omløpsmidler er varer og kundefordringer, mens kortsiktig gjeld typisk er leverandørgjeld.

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

Et høyt forholdstall vil her indikere at virksomheten har god tilgang på likvide omløpsmidler som lett kan benyttes for å betale ned kortsiktig gjeld. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, slik at over halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, men dette er ikke noe eksakt krav (Damodaran, 2012). Hva som kan regnes som en god likviditetsgrad må sees i sammenheng med bransjetilhørighet og det tilhørende bransjesnittet, samt utviklingen over tid, da det finnes store variasjoner for den enkelte bransje.



Figur 6.1- Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Som det fremkommer av figur 6.1, har Norwegian sin likviditetsgrad 1 ligget godt under bransjegjennomsnittet i hele perioden. Norwegian har en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 0,54 i analyseperioden, mot bransjens 0,95. Tidsserieanalyse av Norwegian sin likviditetsgrad 1 viser en fallende trend frem til 2014, for utenom 2013, hvor den hadde et hopp. Siden 2014 har den vært relativt stabilt rundt 0,4, som utgjør omtrent halvparten av gjennomsnittet for bransjen.

Bakgrunnen for den fallende likviditetsgraden til Norwegian er at selskapets kortsiktige gjeld i analyseperioden har økt mye mer enn omløpsmidlene. Den store økningen i kortsiktig gjeld kommer i hovedsak fra økning i kortsiktig driftsrelatert gjeld i perioden, men i 2014 økte i tillegg den finansielle gjelden kraftig. Omløpsmidlene, som i hovedsak består av kontanter og kundefordringer, har ikke holdt følge med utviklingen i den kortsiktige gjelden.

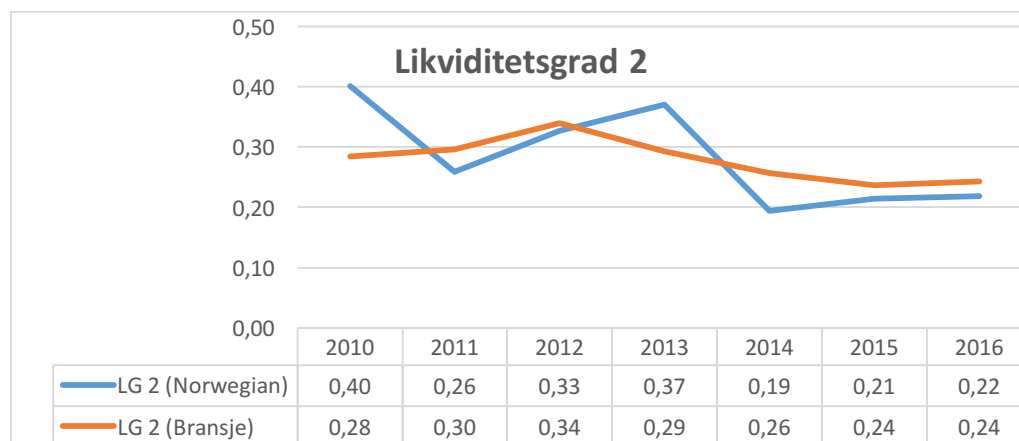
Både Norwegian og bransjen har en likviditetsgrad 1 som er langt lavere enn tommelfingerregelen på 2. Vi anser denne tommelfingerregelen som dårlig egnet for flybransjen, da ulike bransjer har ulike behov for likviditet. Slaubaugh, Pollock og Schmelzle (2004) har gjennom sitt studie av nærmere 3000 amerikanske bedrifter avdekket at balansesummene til selskapene i bransjen og bransjens kapitalintensitet er avgjørende for bransjens likviditetsgrader. Resultatet av studiene viste at jo større balansesummen selskapene hadde, jo lavere likviditetsgrad. Flybransjen var en av bransjene som ble trukket frem hvor likviditetsgrad 1 var betydelig lavere enn tommelfingerregelen på 2. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for amerikanske flyselskaper var i henhold til studien 1,03. Sammenlignet med dette er 0,95 på relativ lik linje med hva som er det normale i flybransjen. Det vil derfor være bedre å vurdere Norwegian sin likviditetsgrad opp mot bransjens, fremfor tommelfingerregelen. For å vurdere likviditeten grundigere, vil vi utføre en analyse av likviditetsgrad 2.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 1 viste oss i hvilke grad omløpsmidlene vil kunne dekke de kortsiktige forpliktelsene. Siden det vil ta lengre tid å realisere driftsomløpsmidlene, fokuserer likviditetsgrad 2 kun på de finansielle omløpsmidlene, som kan realiseres raskere enn de driftsrelaterte omløpsmidlene. Likviditetsgrad 2 beregnes ved å dele finansielle omløpsmidler på kortsiktig gjeld.

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

For likviditetsgrad 2 er tommelfingerregelen at forholdet bør være høyere enn 1, men som nevnt tidligere bør man likevel se dette i sammenheng med bransjetilhørighet og tilhørende bransjesnitt (Knivsflå, 2016).



Figur 6.2 - Likviditetsgrad 2 for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016.

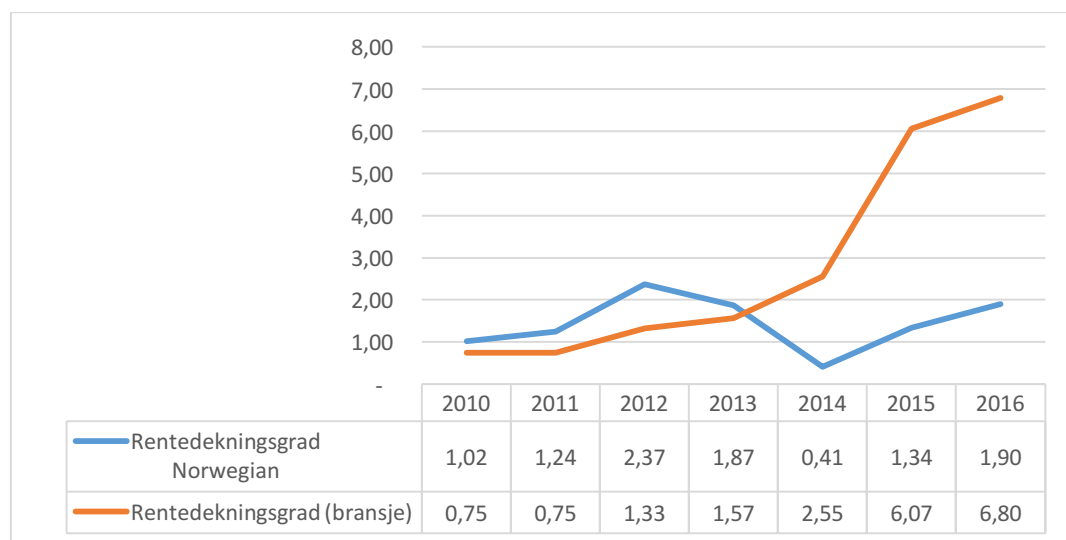
Som figur 6.2 viser har både Norwegian og bransjen vært godt under tommelfingerregelen på 1. I motsetning til likviditetsgrad 1 har Norwegian hatt en bedre eller tilnærmet lik likviditetsgrad 2 som bransjen frem til 2014. Fra 2014 har Norwegian hatt en likviditetsgrad 2 som er marginalt lavere enn bransjen. Det viser at Norwegians omløpsmidler består av en større andel finansielle omløpsmidler enn konkurrentene sine omløpsmidler gjør. Norwegian sin likviditetsgrad 2 har halvert seg i løpet av analyseperioden, og deres evne til å dekke kortsiktig gjeld med de mest likvide omløpsmidlene er nå relativt svak isolert sett. Sammenlignet med bransjen, er Norwegian sin likviditetsgrad 2 relativt lik til konkurrentene.

6.1.3 Rentedekningsgrad

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Rentedekningsgrad beregnes ved å dividere nettoresultat fra sysselsatt kapital på netto finanskostnad. Forholdstallet sier noe om i hvilken grad virksomheten klarer å møte sine finansielle forpliktelser gjennom nettoresultatet.

En tommelfingerregel er at rentedeckningsgraden bør være høyere enn 2. Dette forholdet bør man imidlertid justere på som følge av dagens lave rentenivå, fordi dette medfører relativt lave netto finanskostnader. Ifølge Damodaran (2012) er det viktig å være klar over at to selskap kan ha lik rentedeckningsgrad, men helt ulik generell risiko, da resultatene kan variere mye fra år til år. Rentedeckningsgrad er dermed et forholdstall som ikke bør brukes isolert i vurderingen av likviditet.



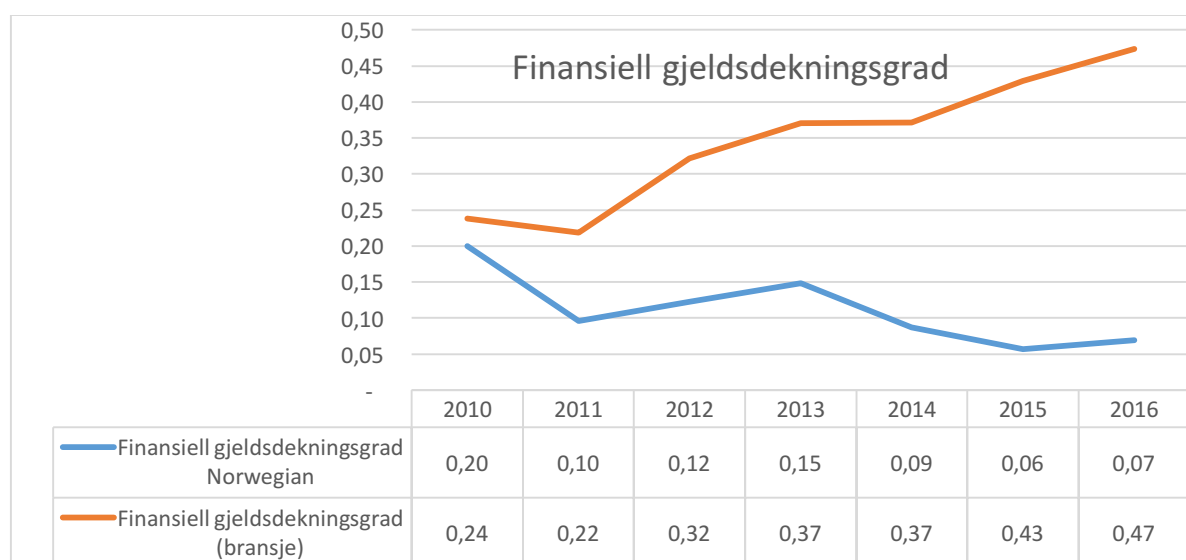
Figur 6.3- Rentedekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Fra figur 6.3 fremgår det at Norwegians rentedeckningsgrad har vært forholdvis volatil gjennom analyseperioden, mens bransjens har vært stigende gjennom hele perioden. Volatiliteten i Norwegians rentedeckningsgrad kommer hovedsakelig fra store svingninger i driftsresultatet og mindre svingninger i finanskostnadene. Etter hvert som Norwegian har påtatt seg mer gjeld for å finansiere investeringer i ny og større flyflåte, har finanskostnadene vært relativt jevnt stigende over analyseperioden. Norwegian har i perioden hatt en gjennomsnittlig rentedeckningsgrad på 1,45, et tall sterkt forringet av det negative årsresultatet i 2014. Bransjen har hatt et snitt på 2,83. Fra 2014 har rentedeckningsgraden vært stigende i både Norwegian og bransjen. Bransjens rentedeckningsgrad har økt svært mye mer enn Norwegians, noe som skyldes at Ryanair har hatt en særdeles høy rentedeckningsgrad fra 2014 til 2016, noe som påvirker bransjesnittet. Ser vi bort ifra Ryanairs svært høye rentedeckningsgrad ligger Norwegian relativt likt med resten av bransjen.

6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Er forholdstallet større enn 1 innebærer det at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke all sin finansielle gjeld, og dermed er i besittelse av netto finansielle eiendeler. Er forholdstallet mindre enn 1 har selskapet netto finansiell gjeld. Faren for likviditetskrise øker jo mindre finansielle eiendeler man har, særlig finansielle omløpsmidler, da dette er selskapet sine mest likvide midler (Knivsflå, 2016).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$



Figur 6.4 - Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016.

Norwegians finansielle gjeldsdekningsgrad har, som figur 6.4 viser, falt gjennom analyseperioden. Samtidig har bransjesnittet økt, noe som medfører at Norwegian nå ligger godt under bransjesnittet. I analyseperioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,11, mens bransjesnittet har vært 0,35. Fra et bransjeperspektiv er Norwegians finansielle gjeldsdekningsgrad langt under bransjesnittet, og dermed relativt svak. Fallet i gjeldsdekningsgraden kommer som følge av stor økning i finansiell gjeld i perioden, samtidig som de finansielle eiendelene, hovedsakelig kontantbeholdningen, har holdt seg relativt stabile.

6.1.5 Kontantstrømanalyse

For å få en bedre innsikt i Norwegians likviditet vil det være hensiktsmessig å utføre en kontantstrømanalyse for å se endringen i finansiell gjeld, netto driftseiendeler og finansielle eiendeler.

Finansielle eiendeler - Likviditet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	-1 209	103 428	532 512	472 353	-250 197	667 017	1 431 154
+ Unormalt netto driftsresultat	146 586	230 485	-240 696	295 291	-220 156	311 525	-1 262 472
-Endring i netto driftseiendeler	1 330 775	1 988 561	1 125 890	787 878	6 296 255	6 714 992	-221 880
= Fri kontantstrøm fra drift	-1 185 398	-1 654 648	-834 075	-20 235	-6 766 609	-5 736 450	390 562
- Netto finanskostnad	-28 914	-50 577	-85 568	-184 825	-326 486	-338 244	-383 700
+ Endring i finansiell gjeld	-901 872	-1 765 409	-1 276 775	-985 091	-6 771 685	-6 300 951	-575 607
= Fri KS til EK fra drift	-312 440	60 184	357 132	780 031	-321 410	226 257	582 469
- Netto betalt utbytte	20 325	29 255	18 114	9 379	14 477	145 284	0
= Fri KS til fin.investering fra drift	-292 115	89 439	375 246	789 410	-306 933	371 541	582 469
+ netto finansinntekter	33 039	29 245	38 985	122 720	160 941	60 828	35 424
+ Unormalt netto finansresultat	24 472	-192 151	211 716	-385 743	-20 155	10 651	-39 606
=Endring i finansielle eiendeler	-234 604	-73 467	625 947	526 387	-166 147	443 020	578 273
Finansielle eiendeler 01.01	1 415 711	1 181 105	1 107 635	1 733 584	2 259 973	2 093 828	2 536 849
Finansielle eiendeler 31.12	1 181 105	1 107 635	1 733 584	2 259 973	2 093 828	2 536 849	3 115 122

Tabell 6.1 - Kontantstrømanalyse – utvikling finansielle eiendeler for Norwegian i perioden 2010-2016

Tabell 6.1 viser utviklingen i Norwegian sine finansielle eiendeler i løpet av analyseperioden. Utviklingen i finansielle eiendeler er godt egnet til å gi et bilde av selskapets likviditetssituasjon ettersom selskapets finansielle eiendeler vil være dets mest likvide midler.

Norwegians økning i finansielle eiendeler i perioden er liten når man sammenligner med økningen i driftsinntekter eller balansesummene. Det skyldes at fri kontantstrøm fra drift har vært negativ i alle årene utenom 2016. Denne kontantstrømmen har vært negativ på grunn av et relativt lavt netto driftsresultat kombinert med store investeringer i netto driftseiendeler. På tross av de hovedsakelig negative kontantstrømmene fra drift, har de finansielle eiendelene i Norwegian økt gjennom perioden, som en følge av selskapets store økning i finansiell gjeld.

Kontantstrømanalysen viser at Norwegian har vært i en periode med store investeringer. Økningen i netto driftseiendeler er stor i hele perioden, og den frie kontantstrømmen fra drift er ikke stor nok til å dekke finanskostnadene. Behovet for kapital til investeringene i driftsmidler dekkes gjennom økt låneopptak som vi ser gjennom de store endringene i finansiell gjeld. Norwegian har også hatt en oppbygning av finansielle eiendeler, noe som er med på å styrke likviditeten. Kapitalkilden er opptak av ny gjeld og emisjoner.

6.1.6 Oppsummering likviditetsanalyse

Analysen av Norwegians kortsiktige risiko viste at Norwegians likviditet er klart svakere enn bransjens i 2016. Norwegians likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad var begge i gjennomsnitt langt lavere enn bransjesnittet i analyseperioden, men har begge vært stigende siden 2014. Den finansielle gjeldsdekningsgraden til Norwegian har forverret seg gjennom perioden, samtidig som gjennomsnittet for bransjen har forbedret seg. Vi så i kontantstrømanalysen at Norwegian har foretatt store investeringer de siste årene, noe som har medført økt behov for opptak av finansiell gjeld. Det har bidratt til en svak utvikling i forholdstallene, både når man sammenligner med standardiserte krav og bransjen.

Det er imidlertid viktig å huske på at en sammenligning mellom Norwegian og bransjen ikke er helt «rettferdig» ettersom Norwegian er inni en vekstfase og dermed har vært nødt til å investere store summer for å øke sin flyflåte. Det kom tydelig frem i kontantstrømanalysen, som i analyseperioden viste stor økning i netto driftseiendeler, sammen med en økning i gjeld. I en vekstfase, som Norwegian er i, vil resultatene typisk ikke ha stabilisert seg. Samtidig tar selskapet på seg store mengder gjeld for å finansiere sin ekspansjon. Dermed kan forholdstallene fremstå som dårligere enn hva selskapets faktiske økonomiske situasjon skulle tilsi.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

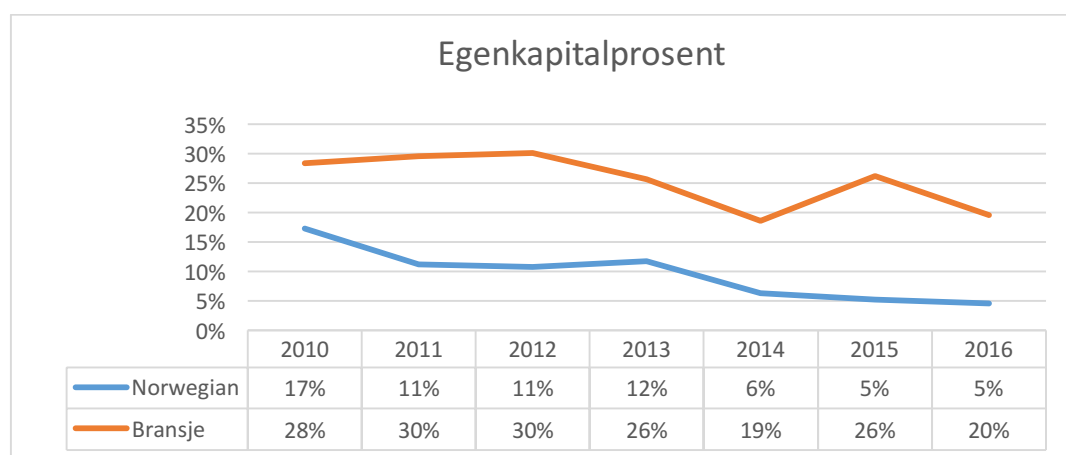
Formålet med soliditetsanalysen er å kartlegge om virksomheten har store nok økonomiske ressurser til å tåle en lengre periode med fremtidige tap (Knivsflå, 2016). Dermed vil egenkapitalen være sentral ved at den utgjør en buffer mot fremtidige tap og reduserer risikoen for konkurs i dårlige tider. I den langsiktige analysen vil vi se nærmere på egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet, samt at det utarbeides en finansieringsmatrise. Netto driftsrentabilitet gir oss et bilde på avkastningen på driften og er således viktig for soliditeten, da negative resultater isolert sett tærer på egenkapitalen.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten sier noe om hvor stor andel av virksomheten som er finansiert med egenkapital. Egenkapitalen vil fungere som en buffer, da selskaper med høyre egenkapitalandel har bedre forutsetning for å tåle nedgangstider og uforutsette hendelser. Med høy egenkapitalprosent vil det være mer kapital å tære på før selskapet blir insolvent, dette medfører at kreditorenes risiko reduseres. Lavere risiko skal isolert sett gi lavere kredittrisikopremie og den finansielle belastningen for selskapet blir dermed redusert. Egenkapitalprosenten er også viktig for långiverne da de ofte stiller krav til egenkapitalprosenten i form av en covenant. Dersom virksomheten på et gitt tidspunkt ikke oppfyller kravet, kan långiverne kreve lånet tilbakebetalt umiddelbart.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Det er verdt å merke seg at vår måte å måle egenkapitalprosent på ikke er internkonsistent ettersom det er justert for operasjonelle leasingkostnader og pensjonsforpliktelser. Dersom et selskaps covenantskrav for finansieringen gir føringer for egenkapitalprosenten, ville bokført egenkapital over bokført totalkapital blitt brukt som mål på egenkapitalprosenten.



Figur 6.5 - Egenkapitalprosent til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Som figur 6.5 viser har Norwegians egenkapitalprosent vært lav i hele perioden sammenlignet med bransjen, på omtrent halvparten av bransjesnittet. En tidsserieanalyse viser at Norwegians egenkapitalprosent er blitt vesentlig redusert gjennom analyseperioden fra 17% i

2010, til 5% i 2016. Nedgangen i 2014 skyldes en dobling av finansiell gjeld fra året før samt dårlig nettoresultat til egenkapitalen. Som følge av denne nedgangen er egenkapitalprosenten i Norwegian nå på urovekkende 5%. Hvis vi bruker bokført egenkapital som andel av bokført total kapital vil egenkapitalprosenten bli 8%. Det er en liten forbedring, men fremdeles veldig lavt.

6.2.2 Covenantskrav

Norwegians covenantskrav på obligasjonslånene innebærer at de til enhver tid har en egenkapital som overstiger 1,5 milliarder kroner, en minimumslikviditet, som vil si kontanter eller kontantlignende instrumenter på 500 millioner kroner og at de ikke utbetaler dividende på mer enn 35 % av årsresultatet sitt (Norwegian, 2015). Kontantbeholdning til Norwegian er på over 2 milliarder kroner, og dividendekravet må Norwegian selv velge å overholde, slik at faren for brudd på covenantskrav er i forhold til egenkapitalkravet. Det fremgår fra presentasjonen i kapittel 5 at egenkapitalen for både 2015 og 2016 er godt over 2,5 milliarder kroner. Flyfinansieringen er, som nevnt i den strategiske analysen, garantert av eksportkredittryråer, hvor flyene fungerer som sikkerhet.

6.2.3 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise viser oss hvordan de forskjellige eiendelene i et selskap eller en bransje er finansiert på et gitt tidspunkt. Finansieringsmatrisen viser ikke utvikling over tid, slik som analyse av egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet gjør. Selskapet eller bransjens eiendeler er listet vertikalt i matrisen, mens finansieringsmetodene er listet horisontalt. Finansieringsmetodene er listet fra mest til minst solid, slik at jo raskere matrisen går til bunns, desto mindre risikabel er selskapet sin finansiering.

Det er ønskelig at *langsiktige anleggsmidler* finansieres i form av *langsiktig kapital*. Dermed er det fordelaktig med finansiering i form av *egenkapital*, da egenkapital er den minst risikable finansieringskilden. Videre vil man foretrekke at den langsiktige kapitalen finansieres med *langsiktig driftsrelatert gjeld* fremfor *langsiktig finansiell gjeld*, da dette er en rimeligere finansieringskilde. Til slutt vil *kortsiktig finansiell gjeld* være den minst gunstige finansieringskilden, da den både er den mest risikable og dyreste finansieringskilden.

Norwegian 2015 (absolutte verdier)	Minoritetsinteresser		Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
	Egenkapital						
Driftsrelatert AM	2 965 312		1 392 367	40 812 082	6 248 857		51 418 618
Finansielle AM					82 689		82 689
Driftsrelatert OM					1 360 094	1 294 763	2 654 857
Finansielle OM						2 454 158	2 454 160
Totalkapital	2 965 312	-	1 392 367	40 812 082	7 691 640	3 748 921	56 610 324

Tabell 6.2 - Kapitalstrukturen til Norwegian i 2015 (absolutte verdier)

Norwegian 2015 (prosentvis)	Minoritetsinteresser		Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
	Egenkapital						
Driftsrelatert AM	5,77 %		2,71 %	79,37 %	12,15 %		90,83 %
Finansielle AM					100,00 %		0,15 %
Driftsrelatert OM					51,23 %	48,77 %	4,69 %
Finansielle OM						100,00 %	4,34 %
Totalkapital	5,24 %	0,00 %	2,46 %	72,09 %	13,59 %	6,62 %	100,00 %

Tabell 6.3 - Kapitalstrukturen til Norwegian i 2015 (prosentvis)

Bransje 2015 (prosentvis)	Minoritetsinteresser		Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
	Egenkapital						
Driftsrelatert AM	24,07 %	0,28 %	33,83 %	29,90 %	11,92 %		73,06 %
Finansielle AM					100,00 %		0,00 %
Driftsrelatert OM					100,00 %		21,54 %
Finansielle OM					27,93 %	72,07 %	5,40 %
Totalkapital	17,59 %	0,21 %	24,72 %	21,84 %	31,76 %	3,89 %	100,00 %

Tabell 6.4 - Kapitalstrukturen til bransjen i 2015 (prosentvis)

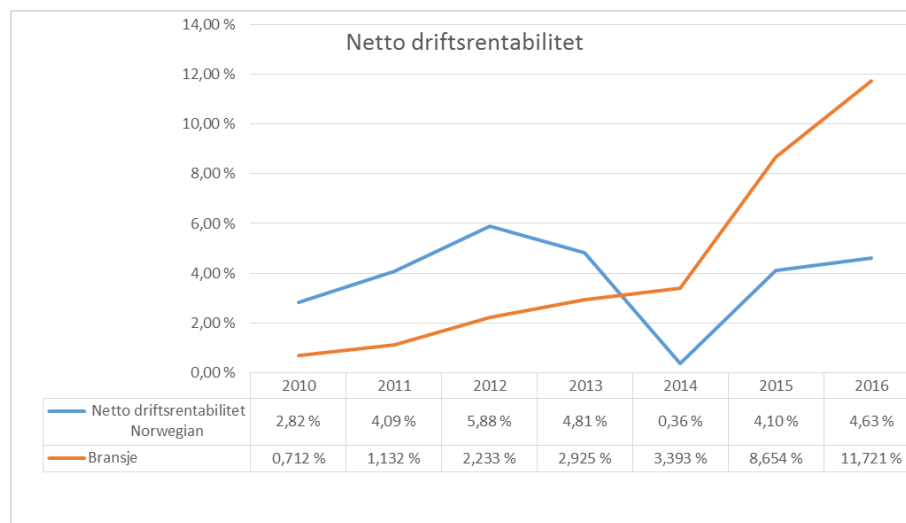
Her fremkommer det at Norwegian sine driftsrelaterte anleggsmidler hovedsakelig er finansiert med langsiktig finansiell gjeld. Videre ser vi at alt av finansielle anleggsmidler og 12,5% av de driftsrelaterte anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Det ønskelige ville være at alle anleggsmidler ble finansiert langsiktig. Alt av omløpsmidler er kortsiktig finansiert.

Tabell 6.4 viser finansieringsstrukturen til bransjen basert på vektning av de komparative virksomhetene. Bransjen har større deler av sine driftsrelaterte anleggsmidler finansiert med egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld, fremfor langsiktig finansiell gjeld, som Norwegian har. Bransjen har i likhet med Norwegian finansiert omtrent 12% av sine driftsrelaterte anleggsmidler med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Samlet sett synes Norwegian å ha en dårligere finansieringsmodell enn bransjen. Begrunnelsen er hovedsakelig Norwegians lave egenkapitalprosent. Bransjen har finansiert 24,36 % av sine driftsanleggsmidler gjennom egenkapital mot Norwegians 5,7 %.

6.2.4 Analyse av netto driftsrentabilitet

Analyse av netto driftsrentabilitet inngår i soliditetsanalysen som et mål på lønnsomhet. Bakgrunnen for dette er at en svak lønnsomhet vil kunne redusere bufferen til egenkapitalen. Her defineres netto driftsrentabilitet som netto driftsresultat i forhold til gjennomsnittlige netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet viser dermed avkastningen til netto driftseiendelene, som vist i formelen under.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta NDE - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$



Figur 6.6 - Netto driftsrentabilitet for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

I løpet av analyseperioden har Norwegians gjennomsnittlige netto driftsrentabilitet vært 3,81 %, mens bransjesnittet har vært 4,4 %. Norwegians volatile netto driftsrentabilitet skyldes store svingninger i netto driftsresultat i løpet av analyseperioden. Netto driftskapital har økt jevnlig. Som påpekt i likviditetsanalysen er dette forventet fordi Norwegian er i en vekstfase med store kapitalinvesteringer, samtidig som resultatet ikke har stabilisert seg. Ut ifra grafen kan vi se at Norwegian nå har en lavere avkastning på kapitalen enn bransjen, dette tyder på høyere risiko hos Norwegian enn bransjen generelt.

6.2.5 Oppsummering soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen viser at Norwegian er et relativt lite solid finansiert selskap. Norwegians egenkapitalandel har vært lav i analyseperioden på omtrent halvparten av bransjesnittet. Etter store tap i 2014 er den nå urovekkende lav på 5%. Dersom Norwegian ikke øker egenkapitalprosenten sin vil bufferen mot fremtidige tap være svært liten. Sammenligning av finansieringsmatrisene til Norwegian og bransjen viste også at Norwegian er mindre solid finansiert enn bransjen. Også her begrunnes det med lav egenkapitalprosent. Driftsrentabiliteten til Norwegian har siden 2013 vært dårligere enn bransjens, men har vært stigende siden 2014.

6.3 Syntetisk rating

Den kortsiktige likviditetsanalysen og langsiktige soliditetsanalysen oppsummeres nå gjennom en syntetisk rating. Knivsflå (2016) sin ratingmodell, presentert i tabell 6.5, tar utgangspunkt i «Standard & Poor's» sitt karaktersystem, og danner grunnlag for den syntetiske ratingen til Norwegian.. Ratingmodellen benytter følgende fire nøkkeltall: *likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.*

Den syntetiske ratingen fremkommer i form av en bokstavkarakter, som videre reflekterer sannsynligheten for at virksomheten går konkurs i løpet av det neste året. Denne ratingen vil brukes i kapittel 7 til å beregne Norwegians avkastningskrav. For å øke detaljnivået på karakterfastsettelsen har vi valgt å sette sterke (+) og svake (-) karakterer.

Rating	Likviditets- grad 1	Rente- dekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6.5 - Syntetisk rating basert på grenseverdier for nøkkeltall (Knivsflå, F8, 2016, s. 86)

Den syntetiske ratingen til Norwegian og bransjen er presentert i tabell 6.6. Her presenteres en syntetisk rating for hver av de syv årene i analyseperioden, samt et tidsvektet gjennomsnitt. Norwegian sitt tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden er CCC, og dette tilsvarer en konkurssansynlighet på 12,61 % (Knivsflå, F8, 2016, s. 81). Bransjens tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden er BB+, og dermed har bransjen en konkurssansynlighet på omtrent 0,96 %.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Norwegian								
Likviditetsgrad 1	0,72	B-	0,59	CCC	0,55	CCC	0,66	CCC+
Rentedekningsgrad	1,02	BB-	1,24	BB+	2,37	BBB+	1,87	BBB
Egenkapitalandel	0,17	B-	0,11	CCC	0,11	CCC	0,12	CCC
Netto driftsrentabilitet	0,03	B	0,04	B	0,06	BB	0,05	BB-
Samlet		B		B-		B+		B+
Bransje								
Likviditetsgrad 1	1,10	BB	1,11	BB	1,03	BB-	0,91	B+
Rentedekningsgrad	0,75	B	0,75	B	1,33	BB+	1,57	BBB-
Egenkapitalandel	0,28	BB	0,30	BB	0,30	BB	0,26	BB-
Netto driftsrentabilitet	0,03	B	0,04	B	0,07	BB+	0,07	BB+
Samlet		B+		B+		BB+		BB

Tabell 6.6 - Syntetisk rating i perioden 2010-2016.

Tabell 6.6 viser at Norwegian får en forholdsvis dårlig rating når vi kun baserer oss på forholdstallene. De har også en dårligere rating enn bransjen i hele analyseperioden. Den dårlige ratingen kommer av den lave egenkapitalprosenten og den dårlige likviditetsgraden. Norwegian sin aggressive vekststrategi har bidratt til selskapets dårlige forholdstall. Økningen i selskapets flyflåte har vært finansiert gjennom en økning i selskapets finansielle gjeld, som har bidratt til at selskapets forholdstall for likviditet og soliditet har blitt såpass svake. Det kan tenkes at Norwegians forholdstall vil bedres etter hvert som veksten stabiliserer seg. Det er samtidig ingen garanti for at Norwegian sin strategi vil være suksessfull. Som beskrevet i den strategiske analysen er luftfartsbransjen en tøff bransje å konkurrere i og dette gjør det risikabelt å låne selskapet penger, og denne risikoen må långivere kompenseres for.

7 Historisk avkastningskrav

I dette kapittelet vil vi beregne avkastningskravene til Norwegian, som sammen med de omgrupperte og justerte tallene fra kapittel 5 skal brukes til å vurdere selskapets lønnsomhet/rentabilitet i kapittel 8.

Ifølge Knivsflå (2016) er et selskap lønnsomt dersom det klarer å generere en egenkapitalrentabilitet (*ekr*) som er større enn kravet til egenkapitalavkastning (*ekk*). Avkastningskravet kan defineres som den forventede avkastningen kapitalmarkedet vil gi på investert kapital med tilsvarende risiko (Gjesdal og Johnsen, 1999). Det vil si at kapitalmarkedet bestemmer alternativ avkastning, og selskapets lønnsomhetspotensiale i form av egenkapitalrentabilitet bestemmes av dets strategiske valg (Palepu et. al, 2013).

Vi er opptatt av å finne avkastningskravet på netto driftskapital for å kunne neddiskontere fri kontantstrøm til egenkapitalen og drift. Den frie kontantstrømmen vil ifølge Kaldestad og Møller (2014) finansiere samtlige kapitalkilder. Avkastningskravet representerer ifølge Kinserdal et al. (1997) alternativkostnaden, og skal gi en avkastning som er lik avkastningen på kapitalplasseringer med samme risiko. Han hevder at innfrielse av avkastningskravet på netto driftskapital er helt nødvendig for å sikre fremtidig kapitaltilførsel. Første steg i beregningen av kravet til netto driftskapital er å beregne avkastningskravene til egenkapital og netto finansiell gjeld. Dette gjøres i delkapittel 7.1 og 7.2. Disse kravene vektet så med de historiske balanseverdiene for så og summeres sammen.

7.1 Avkastningskravet til EK – kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) er modellen som er mest brukt for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen, og er den modellen som er enklest å bruke ifølge Norli (2011).

Basert på Koller et al. (2010) kan den forventede avkastningen til egenkapitalen (CAPM eller *ekk*) beregnes på bakgrunn av risikofri rente (r_f), markedsrisikopremie (*MRP*), egenkapitalbeta (β_{EK}) og Knivsflå (2016) legger på eventuell illikviditetspremie som vist i formelen på neste side.

$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * MRP + ilp$$

$$MRP = R_M - R_f = \text{Markeds risikopremie}$$

$$ilp = \text{illikviditetspremie}$$

Modellen forutsetter et "perfekt" marked, der utlånsrenten er lik innskuddsrenten. Berk og DeMarzo (2013) anser kun den systematiske markedsrisikoen som aktuell for risiko for kapitalverdimodellen, siden den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort. Den systematiske risikoen måles ved hjelp av beta til egenkapital, som ifølge Koller et al. (2010) defineres som graden av samvariasjon mellom selskapets aksjer og markedsporteføljen. Videre følger det en gjennomgang av de ulike komponentene i modellen, før *ekk* beregnes i slutten av delkapittel 7.1.

7.1.1 Risikofri rente

Ifølge Penman (2013) er den risikofrie renten den avkastningen en investor krever for en investering uten risiko. Kaldestad og Møller (2014) har definert risikofri rente som den beste avkastningen man kan oppnå på en portefølje som verken har konkurs- eller mislighetsrisiko knyttet til seg. De mener at den viktigste problemstillingen ved bruk av risikofri rente er å velge tidshorisonten renten skal beregnes på. Det finnes ikke et entydig svar i teorien på hvilken rente som skal legges til grunn ved bruk av kapitalverdimodellen. Enkelte mener at det er fordelaktig å bruke en kortere rente, mens andre mener at en lengre rente er å foretrekke.

Både Penman (2013) og Damodaran (2012) anbefaler bruk av tiårige statsobligasjoner til å beregne risikofri rente. Statsobligasjoner anses å være uten kredittrisiko, men ulempen er at de kommer med ulike tidspunkter for forfall og dermed kan renten variere. Et argument for at det kan være feil å bruke en tiårig statsobligasjon er ifølge Kinserdal et al. (1997) at kapitalverdimodellen bygger på investeringer med en tidshorisont på ett år. Det ville dermed vært mer riktig å bruke en statsobligasjon som forfaller om ett år. Koller et al. (2010) mener at en optimal tilnærming ville vært å benytte en risikofri rente som har løpetid lik den forventede kontantstrømmen, men grunnet kost-nytte vurdering blir ikke denne metoden benyttet i praksis.

Den lange renten kan inkludere en premie for likviditet og inflasjonsrisiko (Kaldestad og møller, 2014). Norges Bank har oppgitt årlig gjennomsnittsrente for statsobligasjoner med forfall om 3 og 10 år til å være henholdsvis 0,76% og 1,57% (Norges Bank , 2016). Dermed er det ikke betydelig stor forskjell i den lange og den noe kortere renten.

Grunnet antakelsen om "mean reversion", eller tilbakevending mot gjennomsnittet vil den lave renten vende tilbake mot et mer normalt nivå over tid (Palepu et al., 2013). Hva det normale rentenivået ligger på er noe usikkert grunnet dagens historisk lave rentenivåer. Ifølge Knivsflå (2016) kan et godt estimat være tre måneders effektive NIBOR-rente, med fratrukket kredittisikopremie. NIBOR-renten er lånerenten norske banker benytter seg imellom, og risikopremien trekkes fra, siden banker seg imellom har en viss grad av risiko knyttet til lån. Denne risikopremien som trekkes fra er basert på en gjennomsnittlig rating (AA) av norske banker i analyseperioden, som ifølge Knivsflå (2016) er i gjennomsnitt 0,6% de siste fem årene. Ettersom avkastningskravet skal benyttes til å vurdere rentabiliteter etter skatt, må den risikofrie renten være beregnet etter skatt.

NIBOR 3-mnd	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
NIBOR 3-mnd	0,024	0,027	0,022	0,018	0,018	0,015	0,015	
Kredittrisikopremie (AA)	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	
Risikofri rente før skatt	0,018	0,021	0,016	0,012	0,013	0,010	0,010	0,013
Skatt (dss)	0,005	0,006	0,005	0,003	0,003	0,003	0,003	0,004
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,015	0,012	0,009	0,009	0,007	0,008	0,010
Vekting	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	

Tabell 7.1 - Risikofri rente (Oslo Børs 2, 2016)

Som vi ser av tabellen har den gjennomsnittlige korte renten vært relativt stabil over analyseperioden. Gjennomsnittlig risikofri rente (hensyntatt vekting) for perioden mellom 2010-2016 er beregnet til å være 1% etter skatt. Som beste estimat på risikofri rente før skatt i 2016 er vi kritiske til å bruke gjennomsnittet av Nibor 3M med fradrag for kredittisikopremie i perioden 2010-2015. Dette fordi Nibor 3M blir høy (2,1%) sett i forhold til gjennomsnittlige månedskurser hentet fra Oslo Børs for de første ti månedene av 2016 (1,05%) (Oslo Børs 2, 2016). Siden den risikofrie renten før skatt i 2015 er midt i mellom våre to beste estimat, har vi valgt å bruke dette som beste estimat for 2016. At renten etter skatt blir 0,1% høyere i 2016 enn 2015 skyldes nedgangen i driftsskattesatsen på to prosentpoeng.

7.1.2 Markedets risikopremie

Ifølge Penman (2013) er markedsrisikopremien differansen mellom risikofri rente og markedsavkastning. Det er et avkastningskrav som en investor krever for å påta seg markedsrisiko (Palepu, et al., 2013). Markedsrisikoen vil ifølge Kaldestad og Møller (2014) være eksponert for konjunktursvingninger, inflasjon og andre makroøkonomiske faktorer som ble nevnt i kapittel fire. Fordi den forventede avkastningen i markedet ikke er observerbar er markedets risikopremie et av de mest diskuterte temaer i finans ifølge Koller et al. (2010).

$$\text{Markedets risikopremie} = r_m - r_f$$

Den mest vanlige metoden å predikere markedsrisikopremien på er å se på den historiske meravkastningen som markedet gir ut over risikofrie statsobligasjoner (Damodaran, 2012). Utregningen av risikopremien vil avhenge av den risikofrie renten, tidshorizonten og bruk av aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt. Uten like forutsetninger ved beregningene vil man komme frem til ulike svar på markedets risikopremie.

Grunnen til at beregningen av den historiske markedsrisikopremien er problematisk er at den ofte oppgis i intervaller, slik som Damodaran (2012) og Johnsen og Gjesdal (1999) har gjort i sine studier. Disse undersøkelsene har delt opp risikopremien i 2 terminer. Den lange terminen består av intervallet 1958-2015 og den kortere terminen består av intervallet 1995-2015. Knivsflå (2016) har i sitt kurs valgt å normalisere risikopremien ved å vektlegge det lange intervallet med 25%, og det korte med 75%. Den normaliserte markedsrisikopremien blir dermed beregnet til 4,7%, som er tilnærmet likt Damodaran (2012) sitt estimat på 5%. Denne normaliserte beregningen følger i tabell 7.2

Risikopremie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	Snitt
Kortsiktig perspektiv etter skatt	0,039	0,036	0,038	0,040	0,040	0,041		
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250		
Langsiktig perspektiv etter skatt	0,048	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050		
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750		
Estimert markedsrisikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,048	0,048	0,054	0,048
Vekting	0,1	0,1	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	

Tabell 7.2 - Markedsrisikopremie i perioden 2010-2016 (Knivsflå, F16, 2016 s.35)

Damodaran (2016) har estimert Norges kredittrisikopremie til å være 6% i februar 2016. Dette estimatet avviker en del fra Knivsflå (2016) sine estimater. Vi har derfor valgt å beregne vårt

beste estimat for markedets risikopremie i 2016 som et gjennomsnitt av de to anslagene, og ender dermed opp med et estimat på 5,4%.

7.1.3 Illikviditetspremie

Selv om modellen forutsetter perfekte markeder, kan det likevel være aktuelt å ta hensyn til en viss grad av markedssvikt. Dette synliggjøres ved å legge på et ekstra ledd til kapitalverdimodellen som kalles illikviditetspremie. Illikviditetspremien er ifølge Knivsflå (2016) den meravkastningen som investorer får i kompensasjon for at illikvide verdipapirer kan være vanskelige å omsette. Det vil være naturlig å anta at illikviditetspremien for Norwegian er lik null, da selskapets aksjer er en av de mest omsatte aksjene på Oslo Børs og etter OBX-Index (Nordnett, 2016). Bjørn Kjos sin store eierandel i selskapet antas å ikke ha stor illikviditetseffekt, da hans eierandel gjennom holdingselskapet HBK Invest AS er ca. 25% (Hangar 3, 2014). Det vil trolig ikke være nok til å ha særlig bestemmende innflytelse over selskapet.

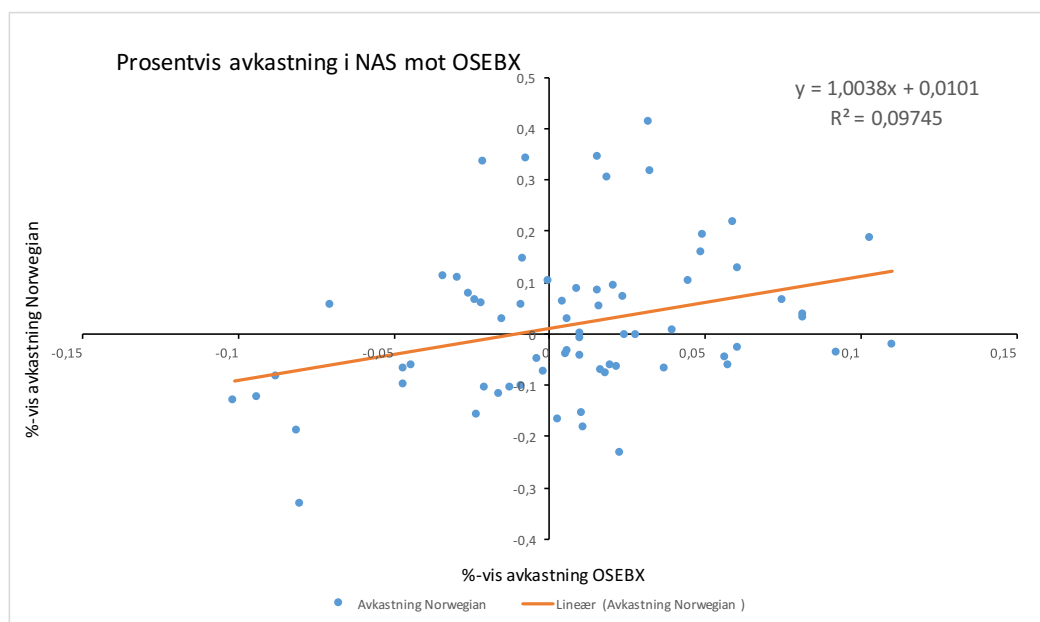
7.1.4 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) sin definisjon er beta den systematiske risikoen som ikke kan diversifiseres bort når investeringen inngår i en markedsportefølje. Markedsindeksen eller aksjemarkedet har en beta lik 1, som betyr at aksjemarkedet samvarierer fullstendig med økonomien (Palepu et al., 2013). På denne måten anses markedsindeksen som en referanseverdi for svingningene i aksjepriser. Dersom aksjen har en betaverdi høyere enn 1 betyr det at aksjen har en større andel av systematisk risiko knyttet til seg, og dermed er aksjen mer utsatt for svingninger enn økonomien. I motsetning vil en aksje med en betaverdi lavere enn 1 være mindre utsatt for svingninger (Damodaran, 2012).

Fordi betaverdien ikke er direkte observerbar estimeres den ved å sammenligne den aktuelle aksjens avkastning med en markedsindeks, eksempelvis hovedindeksen på Oslo Børs. Egenkapitalbetaen blir beregnet på bakgrunn av regresjonsanalyse av historiske data. Den avhengige variabelen i dataanalysen er den prosentvise endringen i Norwegian aksjen (NAS.OL), og den prosentvise endringen i hovedbørsindeksen på Oslo Børs (OSEBX.OL) er den uavhengige variabelen. Hovedbørsindeksen inneholder et representativt utvalg av alle aksjene notert på den utvalgte børsen. Regresjonens stigningstall vil ifølge Damodaran (2011)

være ekvivalent med selskapets beta. Datakilden for regresjonsanalysen er Morningstar Direct, og betaverdien er estimert på bakgrunn av 69 gjennomsnittlige månedlige observasjoner i analyseperioden. Årsaken til at vår rå beta baserer seg på 69 av 81 mulige observasjoner i analyseperioden er fordi at vi har valgt å se bort fra 2014 data. Begrunnelsen for å utelate 2014 er at 2014 var preget av store *unormale* kostnader knyttet til innkjøringsproblemer med den nye flytypen "Dreamliner" som førte til at resultatet ble unormalt dårlig sett i forhold til analyseperioden. I tillegg solgte administrerende direktør, Bjørn Kjos, store deler av selskapets aksjer gjennom holdingselskapet HBK Invest AS (Hangar 3, 2014). Ved å redusere antall observasjoner, slik at data fra 2014 ikke inkluderes, ble vår R-kvadrat forbedret med flere prosentpoeng.

Valget av månedlige observasjoner støttes av Koller et al. (2010), Kaldestad og Møller (2014) og Palepu et al. (2013), da daglige og ukentlige observasjoner kan føre til støy i tallmaterialet i form av kortsiktige variasjoner. Valget av 69 månedlige observasjoner er i tråd med Koller et al. (2010) sin teori om at fastsettelse av *rå* beta bør skje på grunnlag av minimum 60 observasjoner.



Figur 7.1 - avkastning til NAS mot OSEBX (Morningstar Direct, 2016)

Av tabell 7.3 ser vi at egenkapitalbetaen til NAS er 1,0038. Det betyr at dersom Oslo Børs indeksen endres med 1% vil NAS endre seg i gjennomsnitt 1,0038%. R-kvadratet estimerer

den prosentvise variasjonen i NAS som er forklart av variasjonene i OSEBX, det vil si at 9,75 % av variasjonen i selskapets aksjepris forklares av variasjonen i hovedbørsindeksen på Oslo Børs (Damodaran, 2016). En lav verdi på R-kvadratet indikerer at kapitalverdimodellen ikke er spesielt godt egnet til å estimere verdi for beta (Morningstar , 2016).

SAMMENDRAG (UTDATA)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,3122
R-kvadrat	0,0975
Justert R-kvadrat	0,0840
Standardfeil	0,1389
Observasjoner	69

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,1397	0,1397	7,2343	0,0090
Residualer	67	1,2934	0,0193		
Totalt	68	1,4330			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0101	0,0170	0,5935	0,5549	-0,0238	0,0440	-0,0238	0,0440
Avkastning OSEBX	1,0038	0,3732	2,6897	0,0090	0,2589	1,7487	0,2589	1,7487

Tabell 7.3 - Regresjonsanalyse av NAS og OSEBX i perioden 2010-2015 (Morningstar Direct)

Metoden over regnet ut en betaverdi som kalles for selskapets rå beta. Marshall og Blumes er av den mening at betaverdiene på lang sikt vil reversere mot hovedbørsindeksen (Koller et al, 2010). På grunn av denne reverseringen har Merrill Lynch utledet formelen for justert egenkapitalbeta som vektet $\frac{1}{3}$ på markedsbeta og $\frac{2}{3}$ på rå beta (Patterson, 1995). Dermed får vi en justert betaverdi for Norwegians egenkapital i analyseperioden 2010-2016 på 1,0025.

$$\beta_{justert} = \frac{1}{3} * 1 + \frac{2}{3} * 1,0038 = 1,0025$$

Damodaran (2016) har i en årrekke beregnet gjennomsnittlige betaverdier for ulike bransjer i ulike verdensdeler. Ifølge Damodarans nettsider, og tall oppdatert i januar 2016 har den europeiske luftfarten bestående av 37 selskaper en gjennomsnittlig betaverdi lik 0,98 (Damodaran 2, 2016). Siden dette bransjesnittet består av mange flere selskaper enn hva som inngår i vår komparative bransje har vi valgt å regne ut et eget bransjesnitt for våre komparative virksomheter. Den uavhengige variabelen er avkastningen på aksjen notert på hjemmehørende børs, det vil si den børsen som tilhører landet hvor selskapet er grunnlagt, og den uavhengige variabelen er den tilhørende avkastning til hovedbørsindeksen.

Kapitalverdimodellen for utenlandske selskaper forutsetter i utgangspunktet at vi har inputdata for påslag av risiko for de ulike landene. I tillegg til dette bør kravet regnes om til et norsk krav, grunnet ulike inflasjonsnivå i de forskjellige landene. Vi har valgt å benytte oss av tilnærming som Damodaran (2016) har benyttet i sine datasett. Det innebærer at betaverdien for konkurrenten blir sammensatt av en 2- og en 5-årig regresjonsanalyse, og vektet med henholdsvis $\frac{2}{3}$ og $\frac{1}{3}$.

Beta	NAS	SAS	LHA	RY4C	Snitt
2-årig beta		0,7485	0,9849	1,0632	
Vekting		$\frac{2}{3}$	$\frac{2}{3}$	$\frac{2}{3}$	
5 årig		1,2724	0,9179	0,8588	
Vekting		$\frac{1}{3}$	$\frac{1}{3}$	$\frac{1}{3}$	
Ujustert beta	1,0038	0,9232	0,9626	0,9951	0,9712
Justert beta	1,0025	0,9488	0,9750	0,9967	0,9808

Tabell 7.4 - Ujustert- og justert egenkapitalbeta for bransjeutvalget

Av tabellen over fremkommer det at den gjennomsnittlige og justerte egenkapitalbetaen for vårt bransjeutvalg er 0,98. Det samsvarer med Damodaran (2016) sitt estimat. Beta til egenkapitalen avhenger av gjeldsgraden. Jo høyere gjeldsgraden er, desto høyere er betaverdien.

7.1.5 Årlig egenkapitalbeta

Til nå har vi beregnet gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden. Videre skal vi beregne den årlige egenkapitalbetaen, som beregnes ved å finne netto driftsbeta og benytte Miller og Modiglianis proposisjon 1 (MMI).

Miller-Modigliani 1 fastslår at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen, gitt at selskapet ikke har store krisekostnader. Følgelig vil netto driftsbeta være konstant over analyseperioden og i fremtiden (Miller & Modigliani, 1958). Netto driftsbeta beregnes ved hjelp av formelen oppgitt under. Ved beregningen forutsettes det at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$. Fordi Norwegian ikke har minoritetsinteresser kan vi se bort ifra dette, men forutsetningen er aktuell ved beregning av avkastningskravene til konkurrenten Lufthansa.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} + \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Den årlige egenkapitalbetaen beregnes residualt for de enkelte årene på bakgrunn av netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG}) og netto driftsbeta (β_{NDK}). Beregning av disse følger i neste delkapittel – finansielle krav. Tabell 7.5 illustrerer beregningene av de årlige egenkapitalbetaene i analyseperioden 2010-2016.

Netto driftsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalbeta	β_{EK}	0,4146	0,6822	0,8485	0,8155	1,3618	1,5970	2,4181	1,0025
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,3341	0,1994	0,1693	0,1858	0,1061	0,0877	0,0628	0,1442
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,0417	0,0356	0,0345	0,0286	0,0289	0,0294	0,0258	0,0309
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,9122	1,1383	0,9545	0,8759	1,1094	1,2425	0,9605	1,0389
Netto driftsbeta		0,1766	0,1766	0,1766	0,1766	0,1766	0,1766	0,1766	0,1766

Tabell 7.5 – Årlig egenkapitalbeta i analyseperioden 2010-2016

Beta til egenkapitalen er ikke konstant over tid, og varierer i takt med gjeldsgraden. Dersom gjeldsgraden øker vil egenkapitalbetaen øke. Det skjer fordi egenkapitalen blir utsatt for større risiko når kreditorene krever større del av avkastningen (Palepu, et al., 2013).

7.2 Finansielle krav

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld er summen av det vektete finansielle gjelds- og eiendelskravet ifølge Knivsflå (2016). En kreditor påtar seg risiko for tap, og dermed er det naturlig at långivere krevet et påslag for risiko ut over den risikofrie renten. Risiko for tap henger sammen med selskapets risiko for konkurs. Det gjør at påslaget for tapsrisiko varierer med selskapets kredittrisiko. I dette delkapittelet skal vi beregne kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler med tilhørende betaer.

7.2.1 Kravet til finansiell gjeld

Vi benytter oss av Palepu et al. (2013) sin metode for beregning av det finansielle gjeldskravet (fgk). Som vist i formelen under er risikofri rente etter skatt og kredittrisiko premie de viktigste faktorene for beregning av kravet.

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = r_f(1 - s) + krp_L$$

Siden det finansielle gjeldskravet er basert på kredittvurdering av Norwegian er det et krav som bestemmes av selskapets kreditorer. Den finansielle gjelden til Norwegian består i stor grad av langsiktige lån, noe som taler for bruk av den langsiktige kredittrisikopremien. Fordi den langsiktige kredittrisikopremien er høyere enn den kortsiktige kredittrisikopremien tilsvarer dette et tilleggskrav for den finansielle gjelden. Norwegians syntetiske rating ble beregnet i kapittel 6. Kredittrisiko basert på syntetisk rating illustreres under i tabell 7.6.

Rating	Kort KRP	Lang KRP
AAA	0,0020	0,0060
AA	0,0040	0,0080
A	0,0060	0,0100
BBB	0,0100	0,0140
BB	0,0270	0,0310
B	0,0400	0,0440
CCC	0,0790	0,0830
CC	0,1450	0,1490
C	0,2100	0,2100
D	0,2760	0,2800

Tabell 7.6 - Kredittrisiko basert på syntetisk rating (Knivsflå, F9, 2016, s. 58)

Basert på tabellen over beregnes det finansielle gjeldskravet i tabell 7.7. Siden Kaldestad og Møller (2014) mener at det er viktig å ha konsistens i risikofri rente ved fastsettelse av egenkapital- og gjeldskrav benytter vi den samme risikofrie renten i begge beregningene.

Av tabell 7.7 kan vi se at det finansielle gjeldskravet til Norwegian er i gjennomsnitt 5,37% over analyseperioden. Vi har valgt å overstyre den syntetiske ratingen i 2014 og 2015, fordi den dårlige ratingen i disse årene ville medført høye finansielle gjeldskrav på henholdsvis 16% og 9%. Slike høye krav ville dratt opp det tidsvektede gjennomsnittet til 7,77%. Det er lite trolig at kravet til finansiell gjeld ville vært så høyt sammenlignet med den faktiske gjeldsrenten som er i gjennomsnitt ca. 3% over analyseperioden (jf. tabell 8.20). At gjeldsrenten har vært tilnærmet stabil over hele analyseperioden tyder på at bankene har ansett den dårlige perioden som forbigående, og dermed ikke justert opp rentene. Differansen mellom finansiell gjeldskrav og den faktiske gjeldsrenten blir nå ca. 2%, som kan forklares med at Norwegian har klart å finansiere sine utvidelser av flyflåten ved å ta opp rimelige lån gjennom banken Ex-Im i USA. Dette kommer vi nærmere tilbake til i kapittel 8.

Krav til finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Risikofrirente etter skatt	r_f	0,0133	0,0154	0,0118	0,0090	0,0091	0,0070	0,0075	0,0097
Kredittrisikopremie	k_{rp}	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440	0,0440
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,0573	0,0594	0,0558	0,0530	0,0531	0,0510	0,0515	0,0537

Tabell 7.7 - Finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2010-2016

Videre kan finansiell gjeldsbeta (β_{FG}) beregnes ved hjelp av markedsrisiko til finansiell gjeld (mrd_{FG}), kredittrisikopremie (k_{rp}) og markedsrisikopremie (mrp) som vist i formelen under (Knivsflå, 2016). Der markedsrisiko til finansiell gjeld ifølge Knivsflå (2016) er den delen av konkursrisiko som har opphav i økonomien, og er lik forklaringsgraden i regresjonsanalysen justert med $\frac{1}{3}$. Tabell 7.8 presenterer beregningene av gjeldsbeta implisitt, og viser at den tidsvektede gjeldsbetaen i gjennomsnitt er 0,0296 over analyseperioden.

$$\beta_{FG} = \frac{k_{rp_L} * mrd_{FG}}{mrp}$$

Finansiell gjeldsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Lang kredittrisikopremie	k_{rp_L}	0.0440	0.0440	0.0440	0.0440	0.0440	0.0440	0.0440	0.0440
Markedsrisikopremie	mrp	0.0458	0.0458	0.0463	0.0468	0.0475	0.0478	0.0538	0.0482
Markedsrisikodel FG	mrd_{FG}	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0.0312	0.0312	0.0309	0.0305	0.0300	0.0299	0.0266	0.0296

Tabell 7.8 - Finansiell gjeldsbeta til Norwegian i perioden 2010-2016 (beregnet implisitt)

7.2.2 Kravet til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler (fek) kan vi finne ved å vekte eiendelskravet til fordringer, investeringer og kontanter (Knivsflå, 2016). I motsetning til kravet til finansiell gjeld kan selskapet selv være med på å bestemme kravet til finansielle eiendeler. Formel for beregning av dette kravet følger.

$$fek = fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + kk * \frac{KON}{FE}$$

$$fordringskrav = fk = r_f(1 - s) + k_{rp_L}$$

$$investeringskrav = ik = r_f(1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp$$

$$kontantkrav = kk = r_f(1 - s)$$

$FOR = \text{Finansielle fordringer}$

$INV = \text{Finansielle investeringer}$

$KON = \text{Kontanter og kontantekvivalenter}$

Norwegians krav til finansielle eiendeler vil i stor grad baseres på kontantkravet. Selskapet har ingen finansielle fordringer, og investeringer som er kategorisert som finansielle utgjør en liten andel av de finansielle eiendelene. Ved utregning av kravet til investeringer forutsettes det at investeringsbeta er lik 1, og ingen premie for illikviditet (Knivsflå, 2016).

Kontantkravet er som vist i formelen lik risikofri rente etter skatt. Grunnen til dette er at kontanter blir ansett som tilnærmet risikofrie midler, og dermed blir kontantbeta tilnærmet lik 0 (ibid). Tabell 7.9 presenterer kravet til finansielle eiendeler.

Krav til finansielle eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Fordringskrav	fk	0,0233	0,0254	0,0218	0,0190	0,0191	0,0170	0,0175	0,0440
Fordringsvekt	FOR/FE	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringskrav	ik	0,0590	0,0612	0,0581	0,0557	0,0566	0,0547	0,0613	0,0579
Investeringsvekt	INV/FE	0,0021	0,0024	0,0019	0,0427	0,0394	0,0362	0,0373	0,0277
Kontantkrav	kk	0,0133	0,0154	0,0118	0,0090	0,0091	0,0070	0,0075	0,0097
Kontantvekt	KON/FE	0,9193	0,9780	1,2354	1,1192	0,9593	1,0741	1,0720	1,0543
Finansielt eiendelskrav	fek	0,0123	0,0152	0,0147	0,0124	0,0110	0,0094	0,0103	0,0118

Tabell 7.9 - Finansielt eiendelskrav til Norwegian i perioden 2010-2016

På bakgrunn av de finansielle eiendelskravene til Norwegian år for år kan vi nå beregne den finansielle eiendelsbetaen. Knivsflå (2016) har brukt formelen som er vist under til beregningen. For konsistens benytter vi oss av samme forutsetning om at beta til investeringene er lik 1, og beta til kontanter er lik 0. Beregningene presenteres i tabell 7.10.

$$\beta_{FE} = \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE} + \beta_{KON} * \frac{KON}{FE}$$

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_K * mrd}{mrp}$$

Finansiell eiendelsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kort kredittisikopremie		0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
Markedsrisikopremie etter sk:	<i>mrp</i>	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,0538	0,0482
Fordringsbeta når mrd = 1		0,2186	0,2186	0,2162	0,2139	0,2105	0,2094	0,1860	0,2081
Markedets risikodel	<i>mrd</i>	0,0544	0,0544	0,0544	0,0544	0,0544	0,0544	0,0544	0,0544
Fordringsbeta		0,0119	0,0119	0,0118	0,0116	0,0115	0,0114	0,0101	0,0113
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Investeringsbeta		1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0021	0,0024	0,0019	0,0427	0,0394	0,0362	0,0373	0,0277
Kontantbeta		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	0,9193	0,9780	1,2354	1,1192	0,9593	1,0741	1,0720	1,0543
Finansiell eiendelsbeta		0,0021	0,0024	0,0019	0,0427	0,0394	0,0362	0,0373	0,0277

Tabell 7.10 - Finansiell eiendelsbeta til Norwegian i perioden 2010-2016

Av tabellen kan vi se at beta til finansielle eiendeler har vært relativt stabil siden 2013. En økning fra 2012 til 2013 som skyldes en betydelig økning i finansielle eiendeler. Siden kontantbeta er lik null og Norwegian ikke har finansielle fordringer, er den finansielle eiendelsbetaen i helhet bestående av beta for finansielle investeringer og investeringsvekten.

7.2.3 Kravet til netto finansiell gjeld

Netto finansielt gjeldskrav (*nfgk*) blir beregnet ved å vekte kravet til finansiell gjeld (*fgk*) med andel finansiell gjeld og trekke fra kravet til finansielle eiendeler (*fek*) vektet med andel finansielle eiendeler, som vist i formelen under (Knivsflå, 2016). Beregningene følger i tabell 7.11.

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

Krav til netto finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Krav til finansiell gjeld	<i>fgk</i>	0,0573	0,0594	0,0558	0,0530	0,0531	0,0510	0,0515	0,0537
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,3613	1,1526	1,1244	1,1545	1,1217	1,0726	1,0678	1,1333
Krav til finansielle eiendeler	<i>fek</i>	0,0123	0,0152	0,0147	0,0124	0,0110	0,0094	0,0103	0,0117
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,3613	0,1526	0,1244	0,1545	0,1217	0,0726	0,0678	0,1333
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,0735	0,0662	0,0610	0,0592	0,0583	0,0540	0,0543	0,0593

Tabell 7.11 - Netto finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2010-2016

Beta til netto finansiell gjeld (β_{NFG}) blir utregnet ved å vekte beta til finansiell gjeld med andel finansiell gjeld og trekke fra beta til finansielle eiendeler vektet med andel finansielle eiendeler (Knivsflå, 2016). Tabell 7.12 presenterer betaverdier for finansiell gjeld i analyseperioden.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansiell gjeldsbeta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,0312	0,0312	0,0309	0,0305	0,0300	0,0299	0,0266	0,0297
Finansiell gjeldsvekt <i>FG/NFG</i>	1,3613	1,1526	1,1244	1,1545	1,1217	1,0726	1,0678	1,1333
Finansiell eiendelsbeta	0,0021	0,0024	0,0019	0,0427	0,0394	0,0362	0,0373	0,0277
Finansiell eiendelsvekt <i>FE/NFG</i>	0,3613	0,1526	0,1244	0,1545	0,1217	0,0726	0,0678	0,1333
Netto finansiell gjeldsbeta	0,0417	0,0356	0,0345	0,0286	0,0289	0,0294	0,0258	0,0309

Tabell 7.12 - Netto finansiell gjeldsbeta til Norwegian i perioden 2010-2016

7.3 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Netto driftskrav (*ndk*) er et avkastningskrav til egenkapitalen som vektet med hensyn på majoritetsinteresser, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (Penman, 2013). Dette kravet blir gjerne omtalt som «weighted-average cost of capital» eller WACC. Årsaken til at man vektet kravet er fordi det er ulik risiko knyttet opp mot de ulike finansieringskildene.

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

Netto driftskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav <i>ekk</i>	0,0322	0,0467	0,0511	0,0471	0,0738	0,0832	0,1375	0,0753
Majoritetsvekt <i>EK/NDK</i>	0,3139	0,1898	0,1359	0,1536	0,1327	0,0692	0,0529	0,1313
Netto finansiell gjeldskrav <i>nfgk</i>	0,0735	0,0662	0,0610	0,0592	0,0583	0,0540	0,0543	0,0593
Netto finansiell gjeldsvekt <i>NFG/NDK</i>	0,6861	0,8102	0,8641	0,8464	0,8673	0,9308	0,9471	0,8687
Netto driftskrav <i>ndk</i>	0,0606	0,0625	0,0596	0,0574	0,0603	0,0560	0,0587	0,0589

Tabell 7.13 – Netto driftskrav til Norwegian i perioden 2010-2016

Tabell 7.13 presenterer netto driftskravet i analyseperioden. Vi kan se av tabellen at netto driftskravet har falt de siste to årene. Fallet i netto driftskravet er ifølge Knivsflå (2016) ikke uavhengig av risikofri rente og estimatet på risikopremien. Dermed kan årsaken til fallet i netto driftskravet tilskrives vårt estimat på risikofri rente etter skatt. Norwegian har heller ikke minoritetsinteresser, dermed strykes minoritetsleddet i WACC formelen for våre beregninger. Vi ser også at egenkapitalkravet er lavere enn gjeldskravet frem til og med 2013. Det gir lite mening da det er mer risikofyllt å skyte inn egenkapital enn gjeld, og man dermed burde kreve mer avkastning på egenkapital enn gjeld. Dette kan skyldes at det er mye støy i målingen av beta i disse årene og som nevnt tidligere har vi en lav verdi på R-kvadratet som indikerer at kapitalverdimodellen ikke er spesielt godt egnet. Etter 2013 synes beta å ha blitt mer troverdig

og vi får høyere egenkapitalkrav. De mer troverdige målingene de seinere årene kan skyldes at Norwegian har blitt et mer modent selskap. Da det er de seneste årene som tilegges mest vekt i den videre analysen, antar vi at de noe urimelige kravene frem til 2013 ikke vil påvirke vårt verdiestimat i stor grad.

Kravet til sysselsatt kapital (*skk*) beregnes på samme måte som kravet til netto driftskapital, men vektet opp mot sysselsatt kapital istedenfor netto driftskapital. Sysselsatt kapital vektet til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Tabell 7.14 presenterer tallene.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + nfgk * \frac{NFG}{SSK}$$

Sysselsatt kapitalkrav		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0322	0,0467	0,0511	0,0471	0,0738	0,0832	0,1375	0,0753
egenkapitalsvekt	<i>EK/SSK</i>	0,2515	0,1689	0,1227	0,1358	0,1201	0,0649	0,0497	0,1156
Finansiell gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,0573	0,0594	0,0558	0,0530	0,0531	0,0510	0,0515	0,0537
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,7485	0,8311	0,8773	0,8642	0,8799	0,9351	0,9503	0,8844
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,0510	0,0573	0,0553	0,0522	0,0556	0,0530	0,0558	0,0543

\Tabell 7.14 – Krav til sysselsatt kapital for Norwegian i perioden 2010-2016

8 Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet utføres det siste trinnet i rammeverket for forholdstallsanalyse som er analyse av rentabilitet og superrentabilitet. Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster fra seg i form av prosentvis rente (Damodaran, 2012). Ved å utføre rentabilitetsmålinger vil vi kunne sammenligne lønnsomhet både over analyseperioden og mellom de ulike selskapene. Gjennom å sammenligne rentabiliteten med avkastningskravet vil man kunne avgjøre om selskapets drift er lønnsom. Vi kan måle ulike typer rentabilitet som for eksempel egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet eller sysselsatt kapitalrentabilitet. Vi vil fokusere på egenkapitalrentabiliteten (*ekr*) som tallfester eiernes avkastning på innskutt kapital. Når rentabiliteten er høyere enn kravet oppnår selskapet en superrentabilitet, noe som indikerer at selskapet har en strategisk fordel (Knivsflå, 2016). Den generelle formelen for rentabilitet er gitt ved:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{kapitalen}}$$

Rentabilitetstallene kan regnes ut basert på både normaliserte og fullstendige tall. Vi velger å benytte oss av normaliserte tall for best mulig å budsjettere og fremskrive regnskapet. Videre velger vi å benytte etterskuddsrentabilitet, der kapitalen justeres for opptjent kapital i året. På denne måten får man regnet med årets gjennomsnittlige balanseverdi. Det gir en bedre måling på rentabilitet ettersom resultatene opptjenes gjennom året. Etterskuddsrentabilitet må da sammenlignes med etterskuddskravet. Formelen for etterskuddsrentabilitet er gitt ved:

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Videre i dette kapitlet vil vi ta med oss de kvalitative funnene fra den strategiske analysen i kapittel 4, og sammenligne disse med de kvantitative forholdstallene i den videre analysen. De ulike fordelene og ulempene vil så dekomponeres i drift og finansiering. Det gjøres for å kunne vurdere om Norwegian gjør det relativt bedre eller dårligere enn sine konkurrenter.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er målet på avkastningen på selskapets egenkapital, som vist i formelen under. Den relevante målestokken til egenkapitalrentabiliteten til Norwegian og bransjen er egenkapitalkravet.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

Tabell 8.1 presenterer utviklingen i egenkapitalrentabilitet til Norwegian over analyseperioden. Som vi ser av tabellen har Norwegian hatt store svingninger i egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden. Det er forventet, da Norwegian er i en vekstfase som gjør at driften og resultatene ikke har stabilisert seg. Tallene må likevel vurderes kritisk da balanseførte verdier ofte er mer konservative, og kan føre til at rentabilitetstall blir overvurdert som en følge av for lav kapitalbase. Til tross for at vi gjennomførte justeringer i kapittel 5 for å redusere denne virkningen, vil ikke disse justeringene være perfekte.

Egenkapitalrentabilitet		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Nettoreultat til EK	<i>NRE</i>	2,916	82,096	485,929	410,247	-415,743	389,601	1,082,878	350,766
Justert egenkapital	<i>EK*</i>	1,623,060	1,733,799	1,771,741	2,273,461	2,636,911	2,341,981	2,314,267	2,180,665
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0.18%	4.74%	27.43%	18.05%	-15.77%	16.64%	46.79%	16.26%

Tabell 8.1 - Egenkapitalrentabilitet til Norwegian i perioden 2010-2016

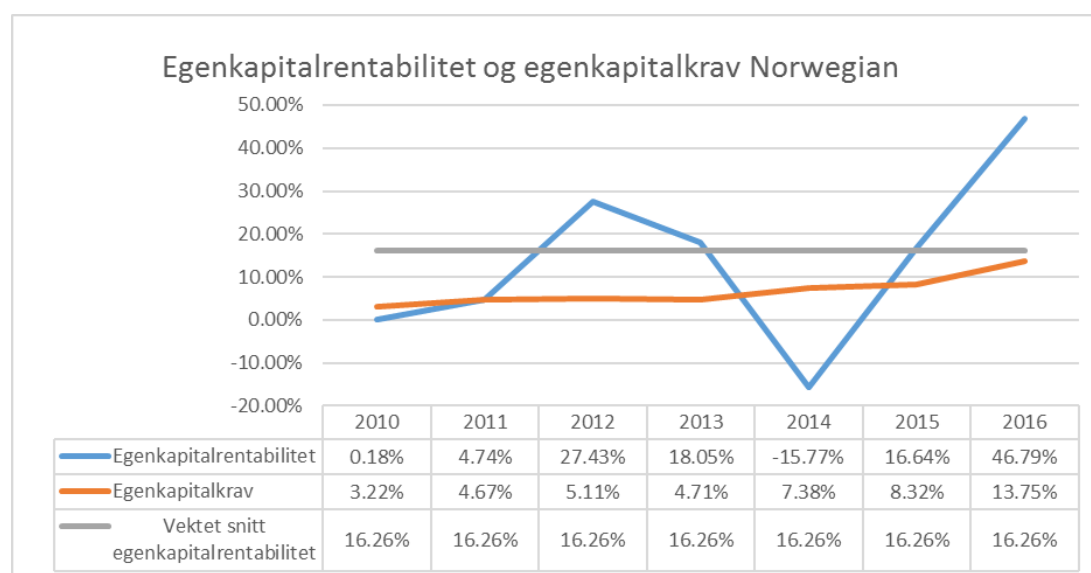
8.1.1 Superrentabilitet

Superrentabilitet til egenkapitalen er avkastningen egenkapitalen eventuelt har generert utover egenkapitalens avkastningskrav, og beregnes ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalkravet beregnet vi i kapittel 7. Tabell 8.2 og figur 8.1 viser superrentabiliteten til Norwegian over analyseperioden. Av tabellen ser vi at egenkapitalrentabiliteten har vært høyere enn egenkapitalkravet i alle år, med unntak av 2010 og 2014. Det vektete snittet til superrentabiliteten på 8,73 % tilsier at Norwegian har vært lønnsom. Vi ser at superrentabiliteten er volatil og har store årlige bevegelser. 2016 fremstår som et ekstremår med tanke på lønnsomhet. Norwegian skriver selv i sine årsrapporter at det historisk gode resultatet stammer fra høy passasjervekst, særlig i Spania. Det kan diskuteres om gjennomsnittlig superrentabilitet på 8,73% synes å være noe høyt. Ser

man bort ifra 2016, som er et uvanlig godt år, er den gjennomsnittlige superrentabiliteten redusert til ca. 3%. Samtidig er 2014 et uvanlig dårlig år, som i stor grad utjevner effekten 2016 har på gjennomsnittet. Ser man bort i fra både 2016 og 2014 er gjennomsnittelig superrentabilitet 8,19%, altså bare marginalt redusert fra 8,73%.

Superrentabilitet		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0.18%	4.74%	27.43%	18.05%	-15.77%	16.64%	46.79%	16.26%
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	3.22%	4.67%	5.11%	4.71%	7.38%	8.32%	13.75%	7.53%
Superrentabilitet	π	-3.05%	0.07%	22.32%	13.34%	-23.15%	8.31%	33.04%	8.73%
Vektet snitt egenkapitalrentabilitet		16.26%	16.26%	16.26%	16.26%	16.26%	16.26%	16.26%	

Tabell 8.2 - Superrentabiliteten til Norwegian i perioden 2010-2016



Figur 8.1 - Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til Norwegian i perioden 2010-2016

Videre kan vi dekomponere superrentabiliteten i tre deler for å se nærmere på de underliggende årsakene til den strategiske fordel. Vi kan dermed avgjøre om superrentabiliteten kommer av interne- eller eksterne forhold. Vi bruker formelen under til å dekomponere superrentabiliteten:

$$\begin{aligned}
 ekr - ekk &= (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk) \\
 &= \text{ekstern bransjefordel} + \text{"intern ressursfordel"} + \text{egenkapitalkravfordel}
 \end{aligned}$$

Det første leddet er den eksterne bransjefordelen, som avgjør om luftfartsbransjen som helhet har en superrentabilitet relativt til kravet i bransjen. Det andre leddet avgjør om Norwegian

har en superrentabilitet relativt til bransjen, altså en «intern ressursfordel». Det siste leddet avgjør om Norwegian har en egenkapitalkravfordel relativt til bransjen. De to sistnevnte leddene utgjør til sammen den *interne fordel*.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Superrentabiliteten til bransjen beregnes på samme måte som vi gjorde for Norwegian i avsnittet over, altså differansen mellom egenkapitalrentabiliteten til bransjen og egenkapitalkravet til bransjen. Bransjefordelen er felles for alle de komparative virksomhetene i bransjen vår.

Superrentabilitet bransje		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Egenkapitalrentabilitet bransje	ekr_B	-3.62%	-2.78%	-0.64%	-0.95%	-4.27%	5.98%	14.15%	2.54%
Egenkapitalkrav bransje	ekk_B	5.23%	5.52%	5.78%	5.32%	7.11%	4.97%	8.16%	6.14%
Superrentabilitet bransje	π_B	-8.85%	-8.29%	-6.43%	-6.27%	-11.38%	1.01%	5.99%	-3.60%

Tabell 8.3 - Superrentabiliteten til bransjen i perioden 2010-2016

Superrentabiliteten til bransjen er presentert i tabell 8.3. Bransjen har i likhet med Norwegian et relativt stabilt egenkapitalkrav over analyseperioden, mens egenkapitalrentabiliteten har hatt store svingninger. Bransjen har hatt en negativ superrentabilitet i alle årene utenom 2015 og 2016. Egenkapitalrentabiliteten til bransjen er altså jevnt over lavere enn for Norwegian. Bransjen har dermed en tidsvektet superrentabilitet på -3,60%. Den negative bransjefordelen er forventet fra den strategiske analysen i kapittel 4, der vi antok at det ikke er en bransjefordel å operere i luftfartsbransjen. Det skyldes at bransjen har lave marginer og tøff konkurranse. Den negative bransjefordelen er ikke noe som kan vedvare på lang sikt.

8.1.3 Intern ressursfordel

Den interne ressursfordelen kan deles inn i to komponenter: «intern ressursfordel» og egenkapitalkravfordel. Disse to komponentene gir til sammen uttrykk for om Norwegian har interne ressursfordeler relativt til bransjen. Den interne ressursfordelen viser oss om Norwegian har en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen, og følgelig om Norwegian får mer igjen per krone investert i egenkapital.

Tabell 8.4 presenterer «den interne ressursfordelen», og viser oss at Norwegian oppnår en bedre egenkapitalrentabilitet enn bransjen i alle årene utenom 2014. Senere i dette kapitlet skal vi se nærmere på hvorfor Norwegian har en fordel på «den interne ressursfordelen».

"Intern ressursfordel"		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
EK-rentabilitet Norwegian	ekr	0.18%	4.74%	27.43%	18.05%	-15.77%	16.64%	46.79%	16.26%
EK-rentabilitet bransje	ekr_B	-3.62%	-2.78%	-0.64%	-0.95%	-4.27%	5.98%	14.15%	2.54%
"Intern ressursfordel"	$ekr - ekr_B$	3.80%	7.51%	28.07%	19.00%	-11.50%	10.66%	32.64%	13.72%

Tabell 8.4 - Intern ressursfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

Egenkapitalkravfordelen uttrykker om Norwegian har et høyere egenkapitalkrav enn bransjen, og følgelig om investorer anser investeringsrisikoen i Norwegian for å være høyere enn investeringsrisikoen i den komparative bransjen. Tabell 8.5 presenterer egenkapitalkravfordelen. Bransjen har 1,38% lavere tidsvektet snitt enn Norwegian. Norwegian anses dermed for å ha en høyere investeringsrisiko enn bransjen. Det innebærer at investorer krever en høyere avkastning på investeringer i Norwegian enn i resten av bransjen. Det kan forklares med at Norwegian har en høyere gjeldsgrad enn den komparative bransjen, og dermed vurderes som mer risikofylt av investorer.

Egenkapitalkravfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Egenkapitalkrav bransje	ekk_B	5.23%	5.52%	5.78%	5.32%	7.11%	4.97%	8.16%	6.14%
Egenkapitalkrav Norwegian	ekk	3.22%	4.67%	5.11%	4.71%	7.38%	8.32%	13.75%	7.53%
Egenkapitalkravfordel	$ekk_B - ekk$	2.00%	0.85%	0.67%	0.61%	-0.27%	-3.35%	-5.59%	-1.38%

Tabell 8.5 - Egenkapitalkravfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.1.4 Oppsummering – Strategisk fordel

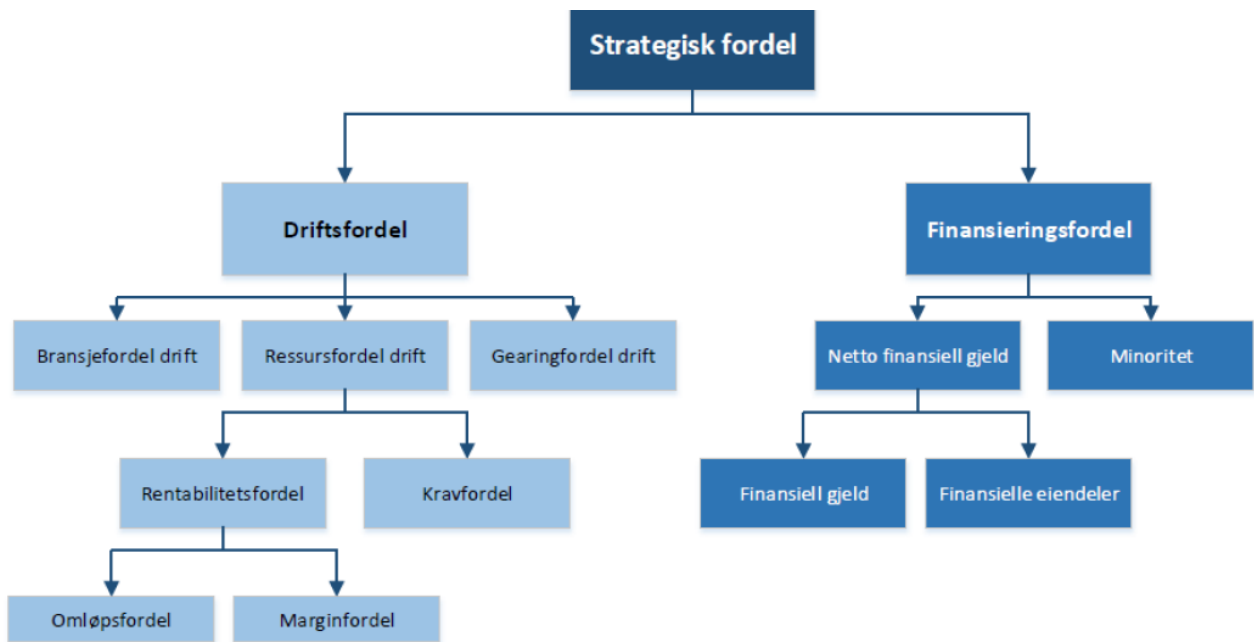
Tabell 8.6 oppsummerer den strategiske fordel til Norwegian over analyseperioden. Av tabellen ser vi at det hovedsakelig er den interne ressursfordelen som gir Norwegian en strategisk fordel, mens bransjefordelen trekker i negativ retning. Kravsfordelen gir en fordel til Norwegian sammenlignet med bransjen frem til og med 2014. Fra 2014 til 2016 har bransjen en kravsfordel. Samlet gir dette en strategisk fordel på 8,73 %, lik superrentabiliteten som ble beregnet i 8.1.1.

Strategisk fordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Bransjefordel	-8.85%	-8.29%	-6.43%	-6.27%	-11.38%	1.01%	5.99%	-3.60%
"Intern ressursfordel"	3.80%	7.51%	28.07%	19.00%	-11.50%	10.66%	32.64%	13.72%
Egenkapitalkravfordel	2.00%	0.85%	0.67%	0.61%	-0.27%	-3.35%	-5.59%	-1.38%
Strategisk fordel	-3.05%	0.07%	22.32%	13.34%	-23.15%	8.31%	33.04%	8.73%

Tabell 8.6 - Strategisk fordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

Vi har kommet frem til at Norwegian har en tidsvektet strategisk fordel over analyseperioden på 8,73%. Denne fordel vil vi nå dekomponere videre. Figur 8.2 viser rammeverket for strategisk drifts- og finansieringsanalyse, og vi vil i resten av dette kapitlet ta for oss hvert enkelt ledd i dette rammeverket og vurdere om det enkelte leddet gir en fordel eller ulempe. Den strategiske fordel kan splittes i to hovedkategorier, drift og finansiering (Knivsflå, 2016). Først dekomponerer vi driftsfordelen før vi så ser på finansieringsfordelen.



Figur 8.2 - Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Driften i en virksomhet er det grunnleggende forholdet for å opparbeide seg en strategisk fordel. Ifølge Knivsflå (2016) er det vanskelig å oppnå en strategisk fordel gjennom finansiering, da man ikke kan forvente å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet. Driftsfordelen kan splittes i to hovedkomponenter, strategisk driftsfordel og gearingfordel drift. Den strategiske driftsfordelen er en «ren» driftsfordel, mens gearingfordelen blir en skalering av den strategiske fordelene.

Den rene driftsfordelen kan videre deles inn i en bransje- og ressursfordel, der ressursfordelen videre kan dekomponeres i en rentabilitets- og kravfordel. Vi vil videre gjøre rede for de ulike leddene i formelen for ren driftsfordel, som er vist under.

$$\begin{aligned} \text{Ren driftsfordel} &= ndr - ndk \\ &= (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) \\ &= \text{Bransjefordel} + \text{Rentabilitetsfordel} + \text{Kraffordel} \end{aligned}$$

8.4 Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Den rene driftsfordelen kan kun tilskrives Norwegian, og ikke resten av den komparative bransjen.

Tabell 8.7 presenterer den rene driftsfordelen til Norwegian, som er beregnet til -2,23 % over analyseperioden. Norwegian har hatt en netto driftsrentabilitet lavere enn kravet gjennom analyseperioden. Videre skal vi se på årsakene til den rene driftsfordelen ved å studere de tre ulike komponentene nærmere.

Ren driftsfordel Norwegian		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0.0239	0.0327	0.0562	0.0496	0.0054	0.0337	0.0517	0.0366
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0.0606	0.0625	0.0596	0.0574	0.0603	0.0560	0.0587	0.0589
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-0.0366	-0.0297	-0.0034	-0.0078	-0.0550	-0.0223	-0.0070	-0.0223

Tabell 8.7 - Ren driftsfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.4.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift innebærer at bransjen har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn netto driftskravet til bransjen. I tabell 8.8 ser vi at luftfartsbransjen har oppnådd en bransjeulempe på 0,42 % over analyseperioden. Bransjefordelen er negativ i alle år, med unntak av 2015 og 2016. At det ikke er en bransjefordel i luftfartsbransjen er som forventet fra kapittel 4, da det er hard konkurranse i bransjen.

Bransjefordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr_B	0.0058	0.0122	0.0234	0.0277	0.0295	0.0813	0.1212	0.0532
Netto driftskrav bransje	ndk_B	0.0570	0.0582	0.0589	0.0559	0.0628	0.0492	0.0616	0.0574
Bransjefordel drift	BFD	-0.0512	-0.0460	-0.0355	-0.0282	-0.0333	0.0322	0.0595	-0.0042

Tabell 8.8 - Bransjefordel drift i perioden 2010-2016

8.4.2 Ressursfordel drift

Ressursfordel vil si at Norwegian har særegne interne ressurser som utnyttes effektivt, slik at de klarer å oppnå en fordel relativt til sin komparative bransjen. Denne fordelten kan oppnås på to ulike måter. Det ene tilfellet er gjennom rentabilitetsfordel, som tilsier at Norwegian har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Det andre tilfellet er gjennom netto driftskravfordel, hvor Norwegian har et lavere netto driftskrav enn bransjen (Knivsfå, 2016). Tabell 8.9 presenterer rentabilitetsfordelen, der Norwegian over analyseperioden har en rentabilitetsulempe på 1,66 %. En rentabilitetsulempe betyr at Norwegian utnytter de interne ressursene sine noe dårligere enn bransjen, og denne ulempen vil bli ytterligere dekomponert i 8.4.3 (*Margin- og omløpsfordel*).

Rentabilitet drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftsrentabilitet Norwegian	ndr	0.0239	0.0327	0.0562	0.0496	0.0054	0.0337	0.0517	0.0366
Netto driftsrentabilitet bransje	ndr_B	0.0058	0.0122	0.0234	0.0277	0.0295	0.0813	0.1212	0.0532
Rentabilitetsfordel drift	RF	0.0181	0.0205	0.0328	0.0219	-0.0242	-0.0476	-0.0695	-0.0166

Tabell 8.9 - Rentabilitetsfordel drift til Norwegian i perioden 2010-2016

Tabell 8.10 presenterer netto driftskravfordelen, her gjør Norwegian det marginalt dårligere enn bransjen med en ulempe på 0,15%.

Netto driftskravfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftskrav bransje	ndk_B	0.0570	0.0582	0.0589	0.0559	0.0628	0.0492	0.0616	0.0574
Netto driftskrav Norwegian	ndk	0.0606	0.0625	0.0596	0.0574	0.0603	0.0560	0.0587	0.0589
Netto driftskravfordel	KR	-0.0036	-0.0043	-0.0007	-0.0015	0.0025	-0.0068	0.0029	-0.0015

Tabell 8.10 - Netto driftskravfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.4.3 Margin- og omløpsfordel

Norwegian har, som vi presenterte i tabell 8.9, en rentabilitetsulempe på -1,66 %. Denne ulempen skyldes at Norwegian har margin- og/eller omløpsulempe relativt til bransjen. Videre vil vi utføre en «Du Pont-analyse», hvor vi dekomponerer rentabilitetsfordelen inn i margin- og omløpsfordel. Formlene under illustrerer dekomponeringen av ndr til omløpsfordel og marginfordel (Knivsflå, 2016).

$$ndr = ndm * onde$$

$$ndr - ndrB = \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel}$$

$$= (ndm - ndmB) * onde + (onde - ondeB) * ndmB$$

8.4.3.1 Marginfordel

Marginfordel (MF) innebærer at Norwegian har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekter enn bransjen, altså en høyere driftsmargin (Knivsflå, 2016). Marginfordelen er differansen mellom netto driftsmargin i Norwegian og bransjen, vektet med omløpet til netto driftseiendeler til Norwegian. Videre vil netto driftsmargin (ndm) være forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter, som formelen under illustrerer. Ndm vil altså være et mål på lønnsomheten til selskapet.

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

Tabell 8.11 presenterer marginfordelen til Norwegian over analyseperioden, der Norwegian oppnår en uvektet marginfordel på 2,58 %. Det medfører at for hver driftsinntektskrone Norwegian tjener vil de ha lavere driftskostnader enn bransjen. Det er dermed en fordel for Norwegian. Marginfordelen er forventet da Norwegian opererer som et lavkostselskap i bransjen, og vår komparative bransje består av flere fullserviceselskaper som grunnet sin forretningsmodell ikke har like lave operasjonelle kostnader som Norwegian.

Marginfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftsmargin Norwegian	<i>ndm</i>	0.0181	0.0374	0.0623	0.0490	0.0066	0.0663	0.0866	0.0507
Netto driftsmargin bransje	<i>ndm_B</i>	0.0082	0.0094	0.0149	0.0153	0.0171	0.0358	0.0483	0.0249
Uvektet marginfordel	<i>MV_U</i>	0.0099	0.0279	0.0474	0.0337	-0.0105	0.0306	0.0382	0.0258
Omløpet til NDE Norwegian	<i>onde</i>	1.6257	1.1525	0.9851	1.0479	0.9836	0.6647	0.5956	0.9331
Vektet marginfordel	<i>MV_V</i>	0.0161	0.0322	0.0467	0.0353	-0.0103	0.0203	0.0228	0.0240

Tabell 8.11 - Marginfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

Common-size-analyse

Videre skal vi nå dekomponere marginfordelen til Norwegian på 2,58% i en common size-analyse. Det vil vise oss hvilke kostnadsposter som utgjør størst andel av driftsinntektene hos Norwegian relativt til bransjen. Dermed kan vi tydelig se hvilke driftskostnader hos Norwegian som skaper marginfordelen. Hvilke kostnadsposter som gir opphav til Norwegian sin marginfordel frekammer av tabell 8.12. Lønn, salg- og distribusjonskostnader og avskrivningene til Norwegian utgjør en lavere andel av driftsinntektene relativt til bransjen, samt resultatposten *netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter*, utgjør en fordel relativt til bransjen.

Norwegian sin marginfordel kommer følgelig av at de bruker 10,78% mindre enn bransjen på avskrivninger, 11,92% mindre i salgs- og distribusjonskostnader og 4,12% mindre i lønn og personalkostnader. Samtidig reduseres marginfordelen ved at de bruker mer enn bransjen i andre driftskostnader, drivstoffkostnader og leasingkostnader. De lave marginene i bransjen er i samsvar med den strategiske analyse om at bransjen karakteriseres av høy grad av konkurranse, noe som gjør det vanskelig for selskapene å oppnå gode marginer.

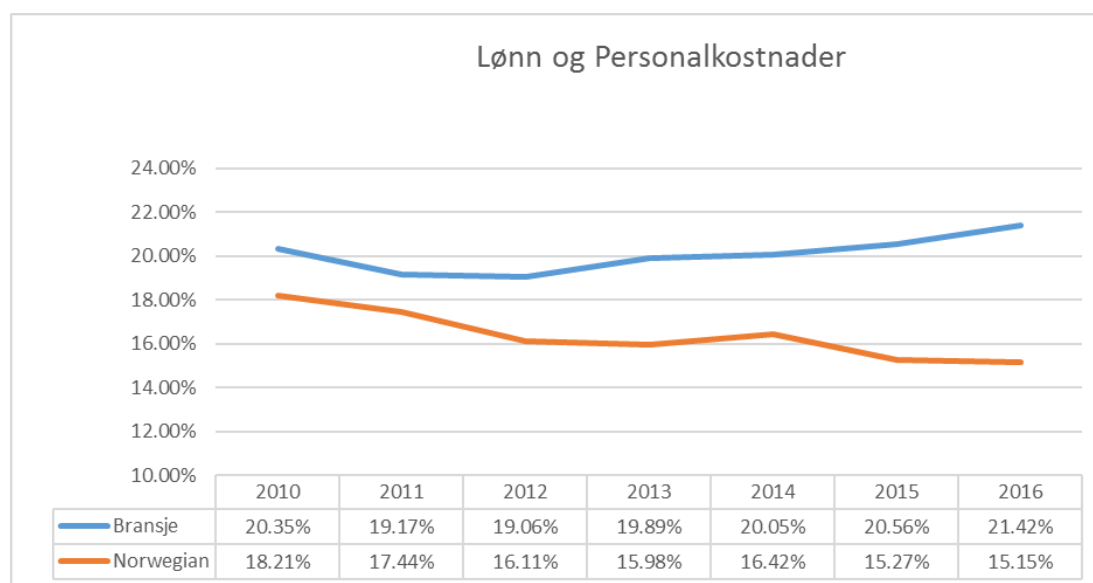
Common-size Norwegian	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt	Snitt	Avvik
Vekt	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	Norwegian	Bransje	
Driftsinntekter	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	0.00%
Lønn og peronalkostnader	18.21%	17.44%	16.11%	15.98%	16.42%	15.27%	15.15%	16.12%	20.24%	-4.12%
Andre driftskostnader	43.54%	39.47%	35.96%	35.83%	37.83%	40.44%	41.88%	39.41%	23.55%	15.86%
Salgs- og distribusjonskostnader	2.00%	1.89%	2.14%	2.19%	2.40%	2.72%	3.34%	2.50%	14.42%	-11.92%
Avskrivninger	2.22%	2.79%	3.00%	3.42%	3.83%	5.04%	5.67%	4.03%	14.81%	-10.78%
Drivstoff	24.90%	29.38%	29.13%	30.35%	32.35%	23.06%	17.06%	25.77%	22.37%	3.40%
Leasingkostnader	7.43%	5.12%	5.96%	6.43%	7.50%	6.18%	7.05%	6.59%	1.72%	4.87%
Driftsresultat fra egen virksomhet	1.70%	3.91%	7.71%	5.82%	-0.33%	7.29%	9.84%	5.58%	2.88%	2.70%
Driftsrelatert skattekostnad	-0.04%	0.35%	1.73%	1.22%	-0.70%	1.12%	2.06%	0.92%	0.42%	0.50%
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1.74%	3.55%	5.98%	4.60%	0.37%	6.17%	7.79%	4.66%	2.47%	2.20%
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0.08%	0.19%	0.26%	0.30%	0.29%	0.46%	0.87%	0.41%	0.03%	0.38%
Netto driftsresultat	1.81%	3.74%	6.23%	4.90%	0.66%	6.63%	8.66%	5.07%	2.49%	2.58%

Tabell 8.12 - Common-size-analyse til Norwegian i perioden 2010-2016

Videre skal vi nå gå nærmere inn på de ulike kostnadspostene, og se på deres historiske utvikling. Dermed får vi innsikt i mulige underliggende årsaker til de ulike fordelene og ulempene.

Lønn og personalkostnader

Figur 8.3 illustrerer utviklingen i lønn og personalkostnader over analyseperioden. Norwegian har hatt en fordel over hele analyseperioden på i snitt 4,12%. Fordelen har økt over perioden, da bransjens lønnskostnader i andel av driftsinntektene har økt, samtidig som Norwegian sine lønnskostnader som andel av driftsinntekter har blitt redusert. Det kan virke overraskende at Norwegian har en lønnskostnadsfordel da Norge og Skandinavia har et høyere kostnadsnivå enn andre land i Europa. En mulig forklaring på dette kan være at Norwegian har en økende andel av utenlandske ansatte, og de vil derfor klare å konkurrere med de andre lavprisaktørene på dette punktet.

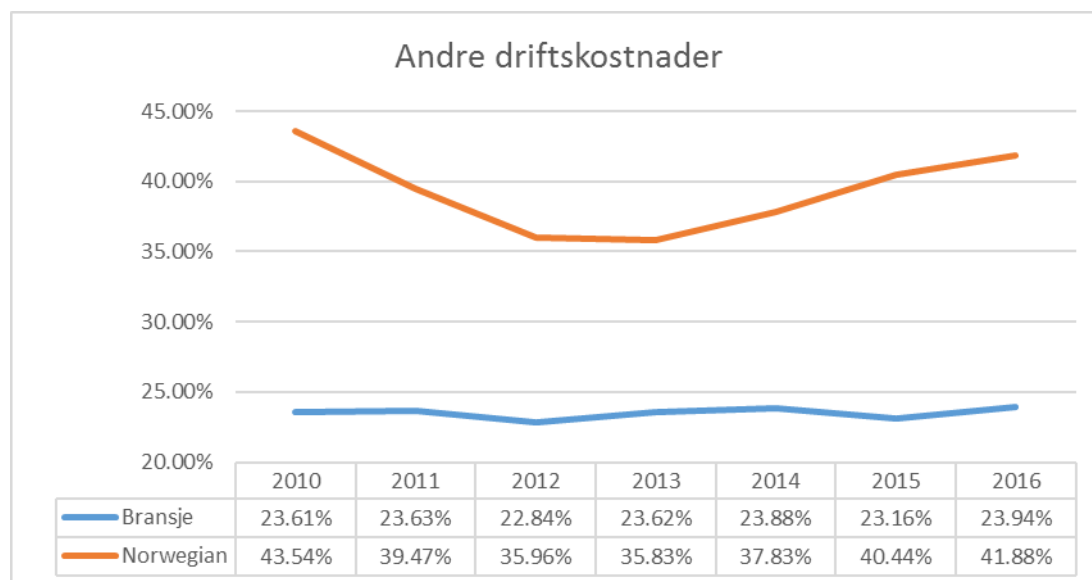


Figur 8.3 - Lønn og personalkostnader til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Andre driftskostnader

Figur 8.4 illustrerer utviklingen i andre driftskostnader over analyseperioden. Andre driftskostnader er en sekkepost, og består blant annet av flyplassavgifter, vedlikeholdskostnader og andre flyrelaterte kostnader. Norwegian har her hatt en kostnadsulemp gjennom hele analyseperioden. En av årsakene til dette kan være at en del av disse kostnadene går til tjenester som er levert i Norge og Skandinavia, hvor kostnadsnivået er høyere enn i mange andre land. Vedlikehold og flyplassavgifter ved de store norske

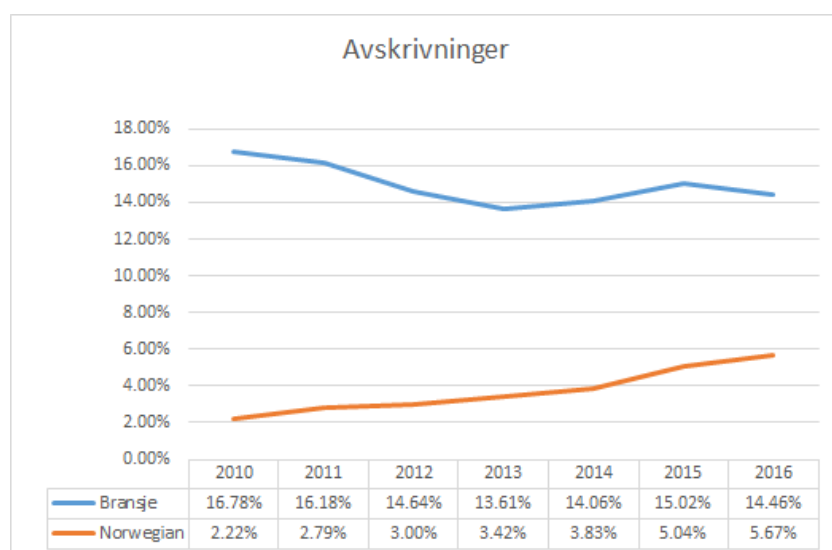
lufthavnene vil være dyrere enn i utlandet. Informasjonsgrunnlaget for kostnadsposten er dårlig, og det er dermed vanskelig å utdype denne kostnadsulempen nærmere.



Figur 8.4 - Andre driftskostnader til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Avskrivninger

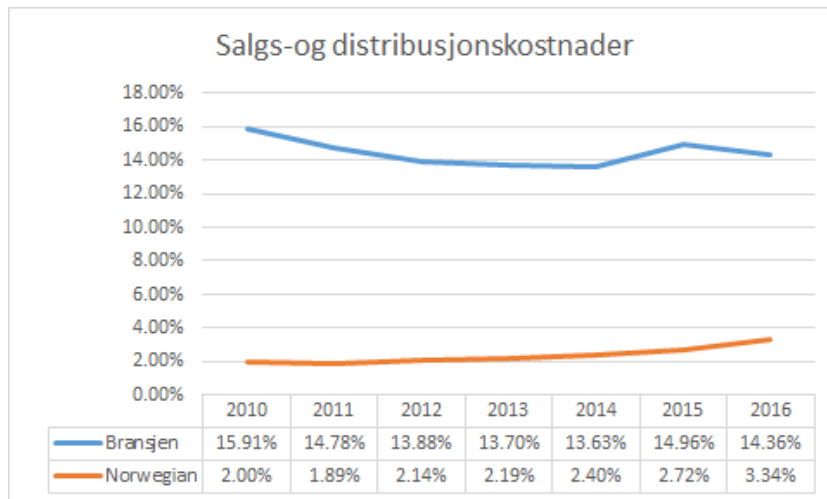
Figur 8.5 illustrerer utviklingen i avskrivninger over analyseperioden. Norwegian har her hatt en kostnadsfordel gjennom hele analyseperioden. Fordelen har imidlertid blitt redusert gjennom perioden da Norwegian har hatt en stigende trend. Det har sammenheng med utviklingen til Norwegian hvor det blir gjort store investeringer i flyflåten.



Figur 8.5 - Avskrivninger til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Salgs- og distribusjonskostnader

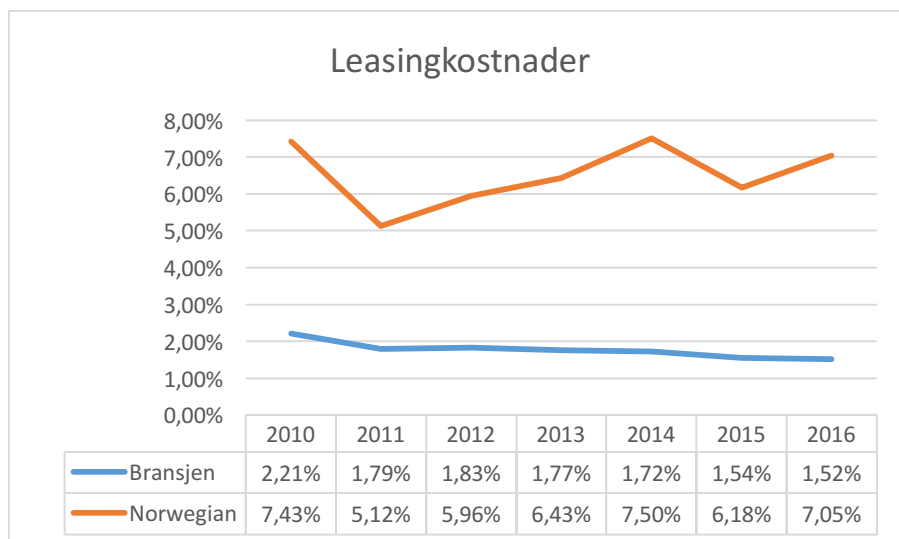
Figur 8.6 illustrerer utviklingen i salgs- og distribusjonskostnader over analyseperioden. Norwegian har hatt en stabil kostnadsfordel gjennom hele analyseperioden. Denne fordelingen kommer nok trolig av at Norwegian opererer som et lavkostselskap i en komparativ bransje bestående av flere fullserviceselskaper. Norwegian var tidlig ute med digitale løsninger som direkte salg via internett og bruk av IT til å koordinere ruteprogrammer og bemanningsplaner. Disse digitale løsningene har erstattet arbeidsintensive oppgaver og har dermed redusert kostnader. Til tross for sterk vekst har Norwegian klart å redusere sin andel av administrativt ansatte (Moen, 2014). Det er nok en stor del av forklaringen på hvorfor Norwegians salgs- og distribusjonskostnader er såpass mye lavere enn bransjens.



Figur 8.6 - Salgs- og distribusjonskostnader til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Leasingkostnader

Figur 8.7 illustrerer utviklingen i leasingkostnader over analyseperioden. Som vi ser av figuren har Norwegian hatt langt høyere leasingkostnader enn bransjen over hele perioden. En av årsakene til dette kan være at Norwegian har opprettet flere ruter før de har rukket å få levert nye fly. Utvidelse av flyflåten er som nevnt tidligere en svært tidkrevende prosess. At bransjen har lavere leasingkostnader enn Norwegian er naturlig, da det er eldre selskaper med en mer etablert flyflåte, og de vil dermed bruke en større kostnadsandel på avskrivninger fremfor leasing. Etersom Norwegian får levering på sine fly vil trolig avskrivningene øke samtidig som leasingkostnadene reduseres, og dermed vil de få en kostnadsfordeling mellom leasing og avskrivninger som er mer lik bransjen.



Figur 8.7 – Leasingkostnader til Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Oppsummering – marginulempe

Tabell 8.13 oppsummerer marginfordelen til Norwegian mot bransjen over analyseperioden.

Tallene i denne tabellen er differansen mellom common size-analysene til Norwegian og bransjen. Videre er det vektete snittet til kostnadspostene vektet med omløpet til netto driftseiendeler, slik at vi får frem den vektete marginfordelen til de ulike kostnadspostene.

Den vektete marginfordelen til Norwegian over analyseperioden blir 2,40 %.

Oppsummering	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Vektet snitt	Vektet onde	Vektet MF
Vekt	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20			
Driftsinntekter	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.31%	0.00%
Lønn og peronalkostnader	-2.14%	-1.73%	-2.96%	-3.91%	-3.62%	-5.29%	-6.27%	-4.12%	93.31%	-3.85%
Andre driftskostnader	19.93%	15.84%	13.12%	12.21%	13.95%	17.28%	17.95%	15.86%	93.31%	14.80%
Salgs-og distribusjonskostnader	-13.92%	-12.89%	-11.74%	-11.51%	-11.23%	-12.24%	-11.01%	-11.92%	93.31%	-11.12%
Avskrivninger	-14.56%	-13.39%	-11.64%	-10.19%	-10.23%	-9.98%	-8.79%	-10.78%	93.31%	-10.06%
Drivstoff	4.54%	5.98%	3.02%	4.78%	7.53%	2.47%	-1.50%	3.40%	93.31%	3.17%
Leasingkostnader	5.22%	3.33%	4.13%	4.66%	5.78%	4.64%	5.53%	4.87%	93.31%	4.54%
Driftsresultat fra egen virksomhet	0.93%	2.87%	6.06%	3.96%	-2.19%	3.12%	4.10%	2.70%	93.31%	2.52%
Driftsrelatert skattekostnad	0.03%	0.25%	1.56%	0.87%	-0.86%	0.49%	1.09%	0.50%	93.31%	0.47%
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0.89%	2.62%	4.51%	3.09%	-1.32%	2.63%	3.01%	2.20%	93.31%	2.05%
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0.09%	0.18%	0.23%	0.28%	0.27%	0.43%	0.81%	0.38%	93.31%	0.35%
Netto driftsresultat	0.99%	2.79%	4.74%	3.37%	-1.05%	3.06%	3.82%	2.58%	93.31%	2.40%

Tabell 8.13 - Oppsummering marginfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.4.3.2 Omløpsfordel

Omløpsfordel (*OF*) innebærer at virksomheten har høyere driftsinntekt per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. Denne fordelten er altså et mål på effektivitet til selskapet (Knivsflå, 2016). Omløpsfordel er differansen mellom omløpet til netto driftseiendeler (*onde*) for Norwegian og bransjen, vektet med *ndm* for bransjen. Dermed

oppnår Norwegian en omløpsfordel dersom de har høyere driftsinntekt per passasjer relativt til netto driftskapital per passasjer enn bransjen. OF og $onde$ er gitt ved formlene under;

$$OF = (onde - onde_B) * ndm_B$$

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI \text{ per passasjer}}{NDE \text{ per passasjer}}$$

Tabell 8.14 presenterer omløpsfordelen til Norwegian over analyseperioden. Som vi kan se av tabellen, oppnår Norwegian en omløpsulempe på 4,41 %. Trenden til Norwegian over analyseperioden har imidlertid gått i negativ retning, da de har gått fra en omløpsulempe på 0,15 % i 2010 til en omløpsulempe på 10,52 % i 2016. Norwegian har som tidligere nevnt, foretatt enorme investeringer i flyflåten de siste årene, og selv om driftsinntektene har vokst betraktelig over analyseperioden, har de ikke vokst like raskt som driftseiendelene. Det er naturlig, da det tar litt tid fra investeringene foretas til de materialiserer seg i økte driftsinntekter. Etter hvert som Norwegian får satt sine nye fly i drift vil økningen i netto driftseiendeler avta samtidig som driftsinntektene vil øke, noe som vil føre til et høyere omløp av netto driftseiendeler. Norwegian sin omløpsfordel kan videre dekomponeres i en "average revenue per unit" (ARPU)-fordel og en effektivitetsfordel. En eventuell ARPU-fordel indikerer at Norwegian har høyere driftsinntekter per passasjer enn bransjen. En eventuell effektivitetsfordel betyr at Norwegian utnytter sine netto driftseiendeler mer effektivt enn bransjen. I luftfartsbransjen vil effektiviteten være forholdet mellom antall fly investert i og antall passasjerer fraktet.

Omløpsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Omløpet til NDE Norwegian	$onde$	1.6257	1.1525	0.9851	1.0479	0.9836	0.6647	0.5956	0.9331
Omløpet til NDE bransje	$onde_B$	1.8136	1.7856	1.9189	2.1508	2.4344	2.7205	2.7715	2.3380
Uvektet omløpsfordel	OF_U	-0.1879	-0.6332	-0.9338	-1.1029	-1.4508	-2.0557	-2.1759	-1.4049
Netto driftsmargin bransje	ndm_B	0.0082	0.0094	0.0149	0.0153	0.0171	0.0358	0.0483	0.0249
Vektet omløpsfordel	OF_V	-0.0015	-0.0060	-0.0139	-0.0168	-0.0249	-0.0735	-0.1052	-0.0441

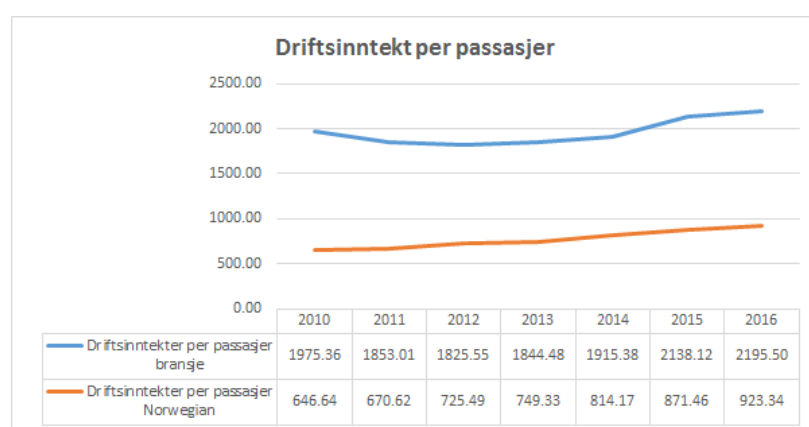
Tabell 8.14 - Omløpsfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

Tabell 8.15 og figur 8.8 presenterer driftsinntekter per passasjer for Norwegian relativt til bransjen. Norwegian oppnår lavere driftsinntekter per passasjer enn bransjen over hele analyseperioden. Både Norwegian og bransjen følger samme trend over analyseperioden, og driftsinntekter per passasjer har økt jevnt gjennom analyseperioden. En forklaring til at

Norwegian gjør det dårligere enn bransjen på dette forholdstallet er at Norwegian opererer som et lavprisselskap, mens flere av konkurrentene i bransjen er fullpris selskaper. I tillegg har de frem til nylig hatt hovedsakelig kort- og mellomdistanseflyvninger, mens bransjen har hatt mere langdistanseflyvninger som gjerne koster mer per billett.

Driftsinntekter per passasjer	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Driftsinntekter Norwegian	8406339	10528720	12841191	15511218	19540039	22483544	26056678	18143358
Antall passasjerer Norwegian	13000	15700	17700	20700	24000	25800	28220	22149
Driftsinntekter per passasjer Norwegian	646.64	670.62	725.49	749.33	814.17	871.46	923.34	797.76
Driftsinntekter per passasjer bransje	1975.36	1853.01	1825.55	1844.48	1915.38	2138.12	2195.50	1996.10

Tabell 8.15 - Driftsinntekter per passasjer for Norwegian og bransjen i 2010-2016

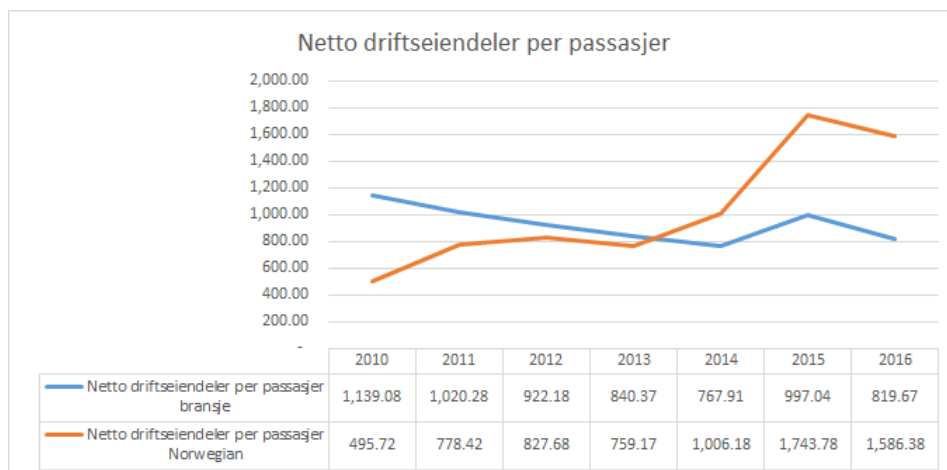


Figur 8.8 - Driftsinntekter per passasjer for Norwegian og bransjen i perioden 2010-2016

Tabell 8.16 og figur 8.9 presenterer netto driftseiendeler per passasjer for Norwegian relativt til bransjen. Norwegian har hatt lavere netto driftseiendeler per passasjer enn bransjen frem til 2014. Fra 2014 har Norwegian hatt høyere netto driftseiendeler per passasjer enn bransjen. Det er negativt for Norwegian, da det indikerer at Norwegian har en driftskapitalulempe ved at de selger færre flybilletter per netto driftseiendel enn bransjen. Norwegian har hatt en kraftig økning i forholdstallet gjennom perioden. Det kan ha sammenheng med at de har gjort investeringer i flyflåten som enda ikke har gitt utslag i form av økt salgsvolum/antall passasjerer. Av figuren ser vi at differansen mellom netto driftseiendeler per passasjer i Norwegian og bransjen har økt, noe som er en negativ trend.

Netto driftseiendeler per passasjer	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto driftseiendeler Norwegian	6444321	12221183	14649899	15714800	24148332	44989466	44767588	27262421
Antall passasjerer Norwegian	13000	15700	17700	20700	24000	25800	28220	22149
Netto driftseiendeler per passasjer Norwegian	495.72	778.42	827.68	759.17	1006.18	1743.78	1586.38	1141.02
Netto driftseiendeler per passasjer bransje	1139.08	1020.28	922.18	840.37	767.91	997.04	819.67	912.74

Tabell 8.16 - Netto driftseiendeler per passasjer for Norwegian og bransjen i 2010-2016



Figur 8.9 - Netto driftseiendeler per passasjer for Norwegian og bransjen i analyseperioden

8.4.4 Oppsummering – driftsfordel

Norwegian har en ren driftsulempen på 2,23 %, og av tabell 8.17 ser vi at dette hovedsakelig kommer fra ressursulempen drift på 1,81 %. Ressursulempen kommer av at både rentabilitets- og kravsfordelen er negativ. Rentabilitetsulempen kommer av den negative omløpsfordelen. Omløpsulempen kommer fra et høyere kapitalbruk per passasjer enn bransjesnittet, som følge av å være et ungt flyselskap som på kort tid har gjort store investeringen i flyflåten sin.

Oppsummering ren driftsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Bransjefordel drift	BFD	-0.0512	-0.0460	-0.0355	-0.0282	-0.0333	0.0322	0.0595	-0.0042
Marginfordel drift	MF	0.0161	0.0322	0.0467	0.0353	-0.0103	0.0203	0.0228	0.0240
Omløpsfordel drift	OF	-0.0015	-0.0060	-0.0139	-0.0168	-0.0249	-0.0735	-0.1052	-0.0441
Rentabilitetsfordel drift	RF	0.0181	0.0205	0.0328	0.0219	-0.0242	-0.0476	-0.0695	-0.0166
Kravsfordel drift	KF	-0.0036	-0.0043	-0.0007	-0.0015	0.0025	-0.0068	0.0029	-0.0015
Ressursfordel drift	RFD	0.0146	0.0163	0.0321	0.0204	-0.0217	-0.0545	-0.0665	-0.0181
Ren driftsfordel	RDF	-0.0366	-0.0297	-0.0034	-0.0078	-0.0550	-0.0223	-0.0070	-0.0223

Tabell 8.17 - Oppsummering driftsfordel til Norwegian i perioden 2010-2016

8.5 Gearingfordel drift

Gearingfordel i driften er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, vektet med en gearing. Videre er gearing summen av netto finansiell gjeldsgrad (*nfgg*) og minoritetsgrad (*mig*). Gearingfordel er altså en fordel som kan oppnås ved å finansiere driften fra andre kilder enn egenkapital (Knivsflå, 2016). En positiv ren driftsfordel vil øke med gearing, mens en negativ ren driftsfordel vil bli forverret med gearing. Norwegian får dermed en større ulempe ved gearing. Gearing vil imidlertid ikke øke verdien av virksomheten, da økt

belåning medfører større risiko knyttet til egenkapitalen. Følgelig vil eierne kreve høyere avkastning.

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

Tabell 8.18 presenterer gearingfordel i driften over analyseperioden. Norwegian har en gjennomsnittlig gearingulempe på 16,82% over analyseperioden. Det har sammenheng med at den rene driftsfordelen også var negativ over hele analyseperioden og at Norwegian har en høy gjeldsgrad. Det gjør at det ikke er fordelaktig å gear opp driften i form av belånte midler.

Gearingfordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-0.0366	-0.0297	-0.0034	-0.0078	-0.0550	-0.0223	-0.0070	-0.0223
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	2.1859	4.2693	6.3573	5.5110	6.5341	13.4422	17.9048	9.3574
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	-0.0801	-0.1270	-0.0218	-0.0430	-0.3591	-0.2995	-0.1255	-0.1682

Tabell 8.18 - Gearingfordel drift til Norwegian i 2010-2016

8.6 Oppsummering – Samlet driftsfordel

Tabell 8.19 oppsummerer den samlede driftsfordelen til Norwegian over analyseperioden. Den rene driftsulempen på 2,23 % blir forsterket opp av gearingen, slik at samlet driftsulempe til Norwegian over analyseperioden er på 19,05 %. Stor negativ gearingfordel er et resultat av Norwegian's høye gjeldsgrad. Deler av driftsulempen til Norwegian kommer fra bransjeulempen, dette vil da altså være en ulempe for hele bransjen. Videre har Norwegian en ressursulempe, altså en ulempe som kun gjør seg gjeldende for Norwegian.

Samlet driftsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-0.0512	-0.0460	-0.0355	-0.0282	-0.0333	0.0322	0.0595	-0.0042
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0.0146	0.0163	0.0321	0.0204	-0.0217	-0.0545	-0.0665	-0.0181
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-0.0366	-0.0297	-0.0034	-0.0078	-0.0550	-0.0223	-0.0070	-0.0223
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	-0.0801	-0.1270	-0.0218	-0.0430	-0.3591	-0.2995	-0.1255	-0.1682
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	-0.1167	-0.1567	-0.0252	-0.0508	-0.4140	-0.3218	-0.1325	-0.1905

Tabell 8.19 - Samlet driftsfordel til Norwegian i 2010-2016

8.7 Finansieringsfordel – superrente og gearing

En finansieringsfordel innebærer enten at et selskap oppnår en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld eller knyttet til minoritetsinteresser, som formelen under illustrerer (Knivsflå, 2016).

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

mik = minoritetsinteressekrav

nfggr = netto finansiell gjeldsrentabilitet

mir = minoritetsinteresserentabilitet

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

mig = minoritetsinteressegrad

Finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld kan dekomponeres i en fordel fra finansiell gjeld og en fordel fra finansielle eiendeler. En fordel fra finansiell gjeld betyr at Norwegian betaler en lavere rente enn kravet til finansiell gjeld, mens en fordel fra finansielle eiendeler betyr at Norwegian oppnår en meravkastning utover kravet for finansielle eiendeler. Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser betyr at avkastningen til minoritetsinteressene er mindre enn avkastningskravet. Norwegian har ikke minoritetsinteresser, så denne fordelene blir dermed ikke aktuell.

Man forventer i utgangspunktet at finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld er omtrent null, da konkurransen i finansmarkedene er høy. Følgelig vil aktørene kunne forvente seg en rente eller rentabilitet lik avkastningskravet (Knivsflå, 2016).

8.7.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld (*FFFG*) er differansen mellom *finansielt gjeldskrav* (*fgk*) og *finansiell gjeldsrente* (*fgr*), vektet med *finansiell gjeldsgrad* (*fgg*). Dermed er det fordelaktig for Norwegian å finansiere virksomheten med finansiell gjeld dersom gjeldsrenten er lavere enn gjeldskravet (Knivsflå, 2016). Formelen for *FFFG* er presentert nedenfor.

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

$$fgk = r_f + krp = \text{finansiell gjeldskrav}$$

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2} = \text{finansiell gjeldsrente}$$

$$fgg = \frac{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

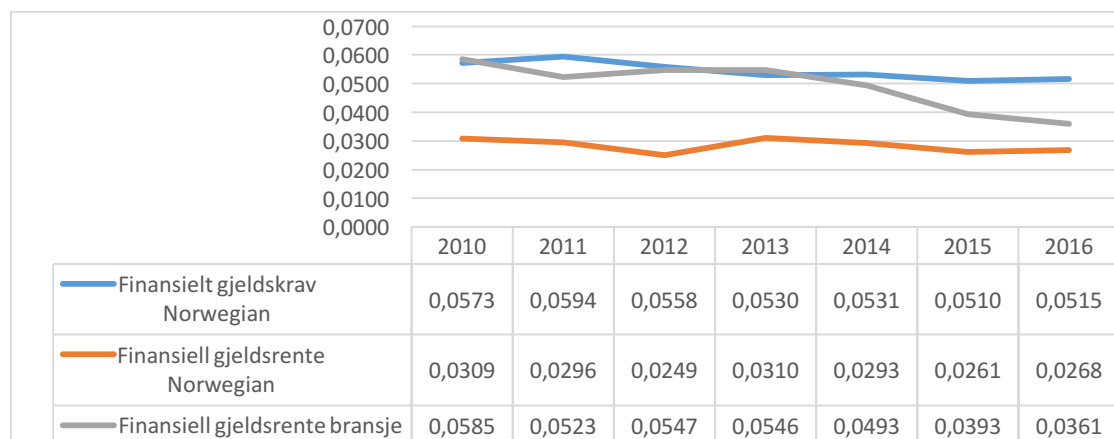
Tabell 8.20 presenterer finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld over analyseperioden, og figur 8.10 illustrerer differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente. Av tabellen ser vi at gjeldsrenten til Norwegian har vært 2,55 % lavere enn gjeldskravet over analyseperioden. Vektet med gjeldsgraden får Norwegian en finansieringsfordel på 25,89%. I teorien skal et effektivt kapitalmarked gjøre det umulig å oppnå en finansieringsfordel. Norwegian har gjennom analyseperioden vært i stand til å finansiere sine lån til en rimeligere rente enn våre beregninger av finansielle gjeldskrav skulle tilsi. Det medfører at Norwegian oppnår en stor finansieringsfordel. Denne finansieringsfordelen kan sannsynligvis tilskrives gode kjøp og finansiering av fly gjennom at Ex-Im bank i USA har stilt garantier i forbindelse med betydelige flykjøp fra Boeing som nevnt i kapittel 4. På denne måten har de kunnet forhandle frem gode lånevilkår.

Det bør likevel stilles spørsmål til den svært høye finansieringsfordelen på gjeld. Det er mulig at Norwegian sine kostnader knyttet til operasjonell leasing ikke kommer godt nok frem i regnskapet. I kapittel 5 gjorde vi en justering for å få frem de reelle finanskostnadene, men det kan være at dette ikke har gitt et godt nok bilde. I common size-analysen så vi at Norwegians leasingkostnader var høyere enn bransjens, og det kan dermed være nærliggende å anta at en del av disse skulle vært overført til finansielle kostnader.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Finansielt gjeldskrav Norwegian	<i>fgk</i>	0.0573	0.0594	0.0558	0.0530	0.0531	0.0510	0.0515	0.0537
Finansiell gjeldsrente Norwegian	<i>fgr</i>	0.0309	0.0296	0.0249	0.0310	0.0293	0.0261	0.0268	0.0282
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk-fgr</i>	0.0263	0.0298	0.0309	0.0219	0.0239	0.0249	0.0247	0.0255
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	2.8067	5.0344	7.8423	6.7716	5.4517	15.7172	18.6623	10.2777
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0.0739	0.1501	0.2423	0.1485	0.1302	0.3908	0.4617	0.2589

Tabell 8.20 - Finansieringsfordel finansiell gjeld til Norwegian i 2010-2016

I figur 8.10 er gjennomsnittlig *fgr* for bransjen presentert i tillegg til Norwegian sin *fgr* og *fgk*. Det gjøres for å gi en indikasjon på hvor gjennomsnittsrenten for bransjen ligger. Som vi ser ligger gjennomsnittet i bransjen over Norwegian i hele perioden.



Figur 8.10 - Finansielt gjeldskrav mot finansiell gjeldsrente i 2010-2016

8.7.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler (*FFFE*) er differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav, vektet med finansiell eiendelsgrad. Dermed er det lønnsomt for Norwegian å ha finansielle eiendeler dersom eiendelsrentabiliteten er større enn eiendelskravet (Knivsfå, 2016). Formelen for *FFFE* er presentert under.

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

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2} = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$fek = r_f + \beta_{FE} * mrp = \text{finansielt eiendelskrav}$$

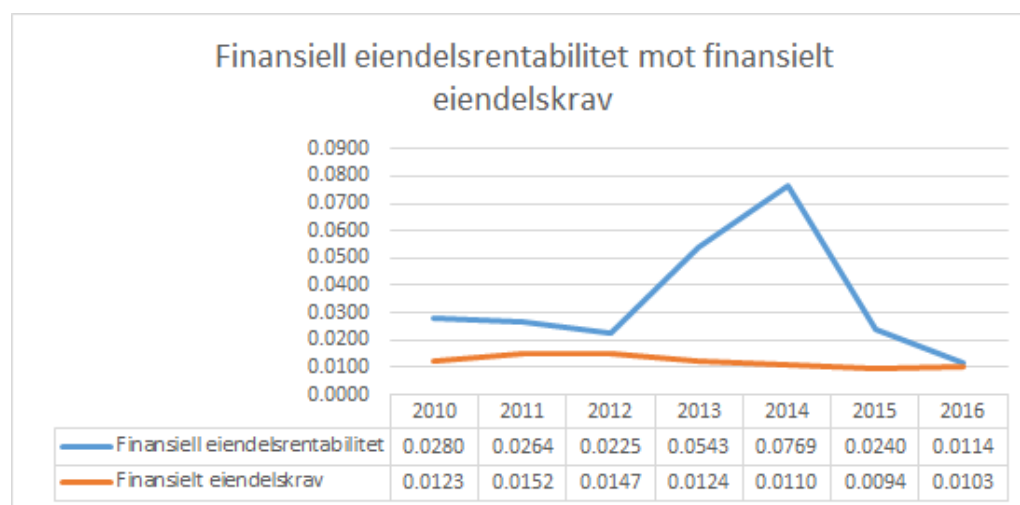
$$feg = \frac{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{finansiell eiendelsgrad}$$

Tabell 8.21 presenterer finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler, og figur 8.11 illustrerer differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. I tabellen 8.21 ser vi at eiendelsrentabiliteten har vært 2,27 % høyere enn eiendelskravet over analyseperioden. Vektet med eiendelsgraden til Norwegian har finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler vært 1,89 % over analyseperioden. Det indikerer at forvaltningen av de finansielle eiendelene verken er spesielt lønnsom eller ulønnsom. En grunn til dette er at

store deler av de finansielle eiendelene til Norwegian er i form av kontanter, som har lav avkastning.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0.0280	0.0264	0.0225	0.0543	0.0769	0.0240	0.0114	0.0344
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0.0123	0.0152	0.0147	0.0124	0.0110	0.0094	0.0103	0.0117
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	<i>fer-fekk</i>	0.0156	0.0112	0.0078	0.0419	0.0659	0.0145	0.0010	0.0227
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0.7898	0.6516	0.7908	0.8513	0.7950	0.9756	1.2135	0.9080
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0.0124	0.0073	0.0061	0.0357	0.0524	0.0142	0.0013	0.0189

Tabell 8.21 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler til Norwegian i 2010-2016



Figur 8.11 - Finansiell eiendelsrentabilitet mot finansielt eiendelskrav i 2010-2016

8.7.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld (*FFNFG*) er differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet, vektet med netto finansiell gjeldsgrad. Dersom kravet er høyere enn rentabiliteten er det fordelaktig for Norwegian å øke netto finansiell gjeld. Vi kan også finne finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld gjennom de to overnevnte beregningene, da $FFNFG = FFFG - FFFE$.

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

$$nfgk = f_{gk} * \frac{FG}{NFG} - f_{ek} * \frac{FE}{NFG} = \text{netto finansielt gjeldskrav}$$

$$nfgr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}} = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}$$

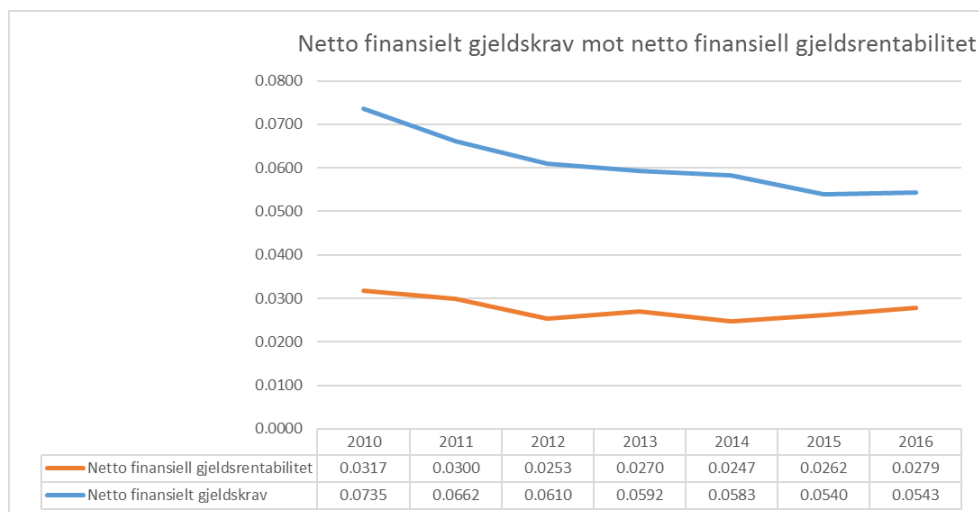
$$nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

Tabell 8.22 presenterer finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld, og figur 8.12 illustrerer differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet. Av tabellen fremkommer det at gjeldskravet har vært 3,21 % høyere enn gjeldsrentabiliteten over analyseperioden.

Vektet med gjeldsgraden til Norwegian har finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld vært 27,54 %. Av figuren ser man også at differansen mellom gjeldskravet og gjeldsrentabiliteten har vært nokså stabil.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0.0735	0.0662	0.0610	0.0592	0.0583	0.0540	0.0543	0.0593
Netto finansiell gjeldsrentabilitet	<i>nfgr</i>	0.0317	0.0300	0.0253	0.0270	0.0247	0.0262	0.0279	0.0273
Netto finansiell gjeldsrentefordel	<i>nfgk-nfgr</i>	0.0418	0.0362	0.0357	0.0323	0.0335	0.0277	0.0264	0.0321
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	2.0169	4.3828	7.0515	5.9203	4.6567	14.7416	17.4488	9.3697
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	0.0844	0.1588	0.2515	0.1910	0.1561	0.4091	0.4604	0.2754

Tabell 8.22 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til Norwegian i 2010-2016



Figur 8.12 - Netto finansielt gjeldskrav mot netto finansiell gjeldsrentabilitet i 2010-2016

8.7.4 Finansieringsfordel – Oppsummering

Av tabell 8.23 ser vi at samlet finansieringsfordel for Norwegian over analyseperioden utgjør 27,78 %. Som nevnt innledningsvis vil finansieringen vanligvis ikke utgjøre en spesielt stor kilde til den strategiske fordelen, men i vårt tilfelle er finansieringsfordelen stor.

Samlet finansieringsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0.0739	0.1501	0.2423	0.1485	0.1302	0.3908	0.4617	0.2589
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0.0124	0.0073	0.0061	0.0357	0.0524	0.0142	0.0013	0.0189
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	0.0863	0.1574	0.2484	0.1842	0.1825	0.4050	0.4630	0.2778
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Samlet finansieringsfordel	<i>FF</i>	0.0863	0.1574	0.2484	0.1842	0.1825	0.4050	0.4630	0.2778

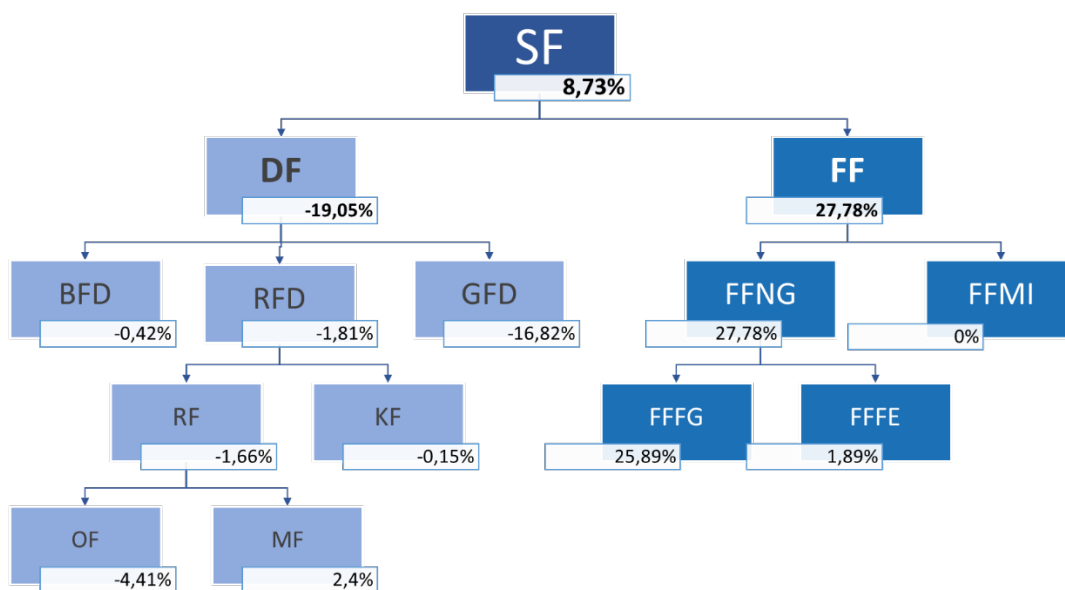
Tabell 8.23 - Samlet finansieringsfordel til Norwegian i 2010-2016

8.8 Oppsummering – Strategisk fordel

I dette kapitlet har vi dekomponert den strategiske fordelen inn i driftsfordel og finansieringsfordel, og dette er oppsummert i tabell 8.24 og figur 8.13. Som presentert i 8.1.1 har Norwegian en strategisk fordel på 8,73 %, og tabellen og figuren dekomponerer og forklarer opphavet til denne fordelen.

Strategisk fordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt		0.10	0.10	0.10	0.15	0.15	0.20	0.20	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-5.12%	-4.60%	-3.55%	-2.82%	-3.33%	3.22%	5.95%	-0.42%
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	1.46%	1.63%	3.21%	2.04%	-2.17%	-5.45%	-6.65%	-1.81%
Gearingsfordel drift	<i>GFD</i>	-8.01%	-12.70%	-2.18%	-4.30%	-35.91%	-29.95%	-12.55%	-16.82%
Driftsfordel	<i>DF</i>	-11.67%	-15.67%	-2.52%	-5.08%	-41.40%	-32.18%	-13.25%	-19.05%
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	8.63%	15.74%	24.84%	18.42%	18.25%	40.50%	46.30%	27.78%
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Strategisk fordel	<i>SF</i>	-3.05%	0.07%	22.32%	13.34%	-23.15%	8.31%	33.04%	8.73%

Tabell 8.24 - Oppsummering av strategisk fordel til Norwegian i 2010-2016



Figur 8.13 - Oppsummering av gjennomsnittlig strategisk fordel til Norwegian i rammeverket

Både bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearingfordel drift har bidratt negativt til Norwegian sin strategiske fordel. Finansieringsfordelen har derimot vært en fordel for Norwegian, og følgelig ført til at Norwegian har endt opp med en positiv strategisk fordel.

I vår analyse vil det dermed framstå som Norwegian har oppnådd en stor fordel i lånemarkedet, noe som teoretisk sett ikke skal være mulig. Gunstige betalingsbetingelser fra flybestillinger kan ha vært med på å gi Norwegian en fordel, men det er imidlertid vanskelig å tro at de klarer å beholde denne fordelten på sikt.

Den negative driftsfordelen på 19,05% kommer av at vi har en negativ rein driftsfordel og en høy negativ gearingfordel som skyldes Norwegians høye gjeldsgrad. Den rene driftsulempen skyldes en negativ bransjefordel og en negativ ressursfordel. Bransjefordelen var, som forventet fra den strategiske analysen, negativ. Det skyldes hard konkurranse og lave marginer i luftfartsbransjen. Dekomponering av ressursfordelen viste at den består av en marginfordel og en omløpsulempen. Marginfordelen kommer av at Norwegian opererer som et lavkostselskap og derfor har lavere kostnader enn vår komparative bransje som består av flere fullserviceselskaper. Omløpsulempen kommer av at Norwegian har investert mye kapital i en ny flyflåte, og det tar tid før investeringene i nye fly materialiserer seg i flere passasjerer. Vi forventer derfor at Norwegians effektivitet øker når flyflåteveksten avtar og størrelsen på flyflåten har stabilisert seg.

9 Fremtidsregnskap

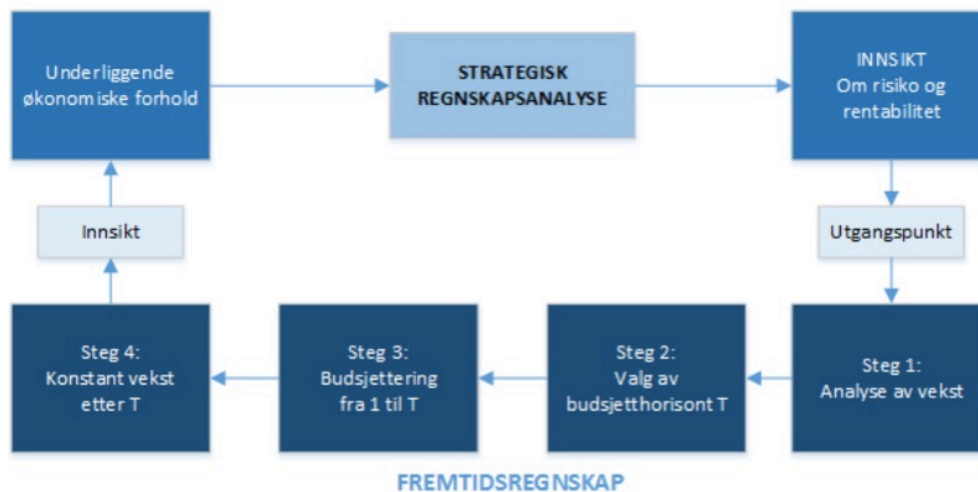
I dette kapitlet skal vi presentere fremtidsregnskapet som blir utarbeidet på bakgrunn av resultatene fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Formålet med fremtidsregnskapet er å lage en prognose for det fremtidige regnskapet, balansen og kontantstrømmen. Fremtidsregnskapet sammen med fremtidige avkastningskrav fra kapittel 10 vil danne grunnlag for den fundamentale verdsettelsen av Norwegian i kapittel 11.

9.1 Rammeverket for fremtidsregnskap

Etter Penman (2013) vil det være mest korrekt å ta utgangspunkt i historisk utvikling ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Årsaken til det er at det er lett å være overoptimistisk i vurdering av muligheter, og for pessimistisk ved vurdering av trusler. Han mener at den beste måten å utarbeide et fremtidsregnskap på vil være å ta utgangspunkt i de historiske dataene og foreta justeringen basert på andre forhold.

Damodaran (2012) derimot, mener at en av svakhetene ved å ta utgangspunkt i historisk utvikling vil være at man ikke tar høyde for eksterne faktorer. Videre legger Damodaran (2012) vekt på forskning som har vist at i løpet av en femårsperiode vil vekst i tidligere år bare korrelere 40% med veksten i inneværende regnskapsperiode. Dermed er han av det syn at dersom man benytter seg av historisk vekst til å predikere fremtidsregnskap bør man ta utgangspunkt i de vekstfaktorene som har høyest korrelasjon med veksten i inneværende år, eksempelvis omsetningsvekst. Dermed er både Penman (2013) og Damodaran (2012) enige om at budsjettering skal baseres på en kombinasjon av historisk utvikling og andre faktorer.

Knivsflå (2016) har oppsummert utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, fremtidsbalansen og fremtidige kontantstrømmer i fire steg. Figur 9.1 illustrerer dette rammeverket som er i tråd med både Penman (2013) og Damodaran (2012).



Figur 9.1 – Rammeverk for fremtidsregnskapet (Knivsflå, F13, 2016, s.13)

9.2 Vekstanalyse - historiske drivere

Analyse av lønnsomhet i kapittel 8 gir innsikt om driverne for lønnsomhet gjennom analyse av risiko og rentabilitet. Den strategiske analysen i kapittel 4 avdekket muligheter og utfordringer som vil påvirke fremtiden. Veksten i analyseperioden vil gi oss innsikt om hvordan egenkapitalen til Norwegian vil utvikle seg i fremtiden. Samtidig er det knyttet mye usikkerhet til fremtiden i forhold til hvordan markedet og andre eksterne faktorer vil endre seg med tiden. Videre følger en gjennomgang av den historiske veksten i driftsinntekter og egenkapital. Knivsflå (2016) sine formler vil bli benyttet.

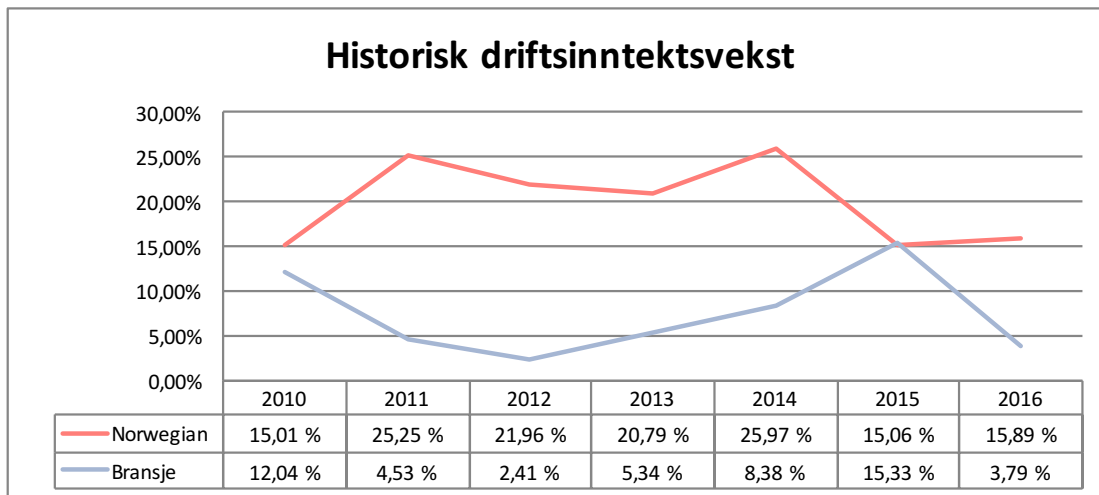
9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Ifølge Penman (2013) er vekst i driftsinntekter den viktigste driveren for fremtidsregnskapet. Årsaken til dette er at omsetningen har stor innvirkning på de fremtidige kontantstrømmene fra driften. Formelen for vekst i driftsinntekter (div) er gjengitt under.

$$div = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Figur 9.2 viser den historiske veksten i driftsinntektene over analyseperioden for Norwegian og den komparative bransjen. Av figuren kan man se at den historiske veksten er generelt noe høyere for Norwegian enn den komparative bransjen, med unntak av regnskapsåret 2015.

Selv om 2014 var et dårlig år for Norwegian, som diskutert i tidligere kapittel, var veksten i driftsinntektene veldig god sammenlignet med tidligere år. At det ikke var inntektene som skuffet, men kostnadene som var svært høye er et faktum ifølge deres kvartalsrapport for andre kvartal 2014. I media ble dette omtalt som "ekstraordinært dårlig for Norwegian", og det ble hevdet at selskapet leverte langt under forventningene (DN, 2014).



Figur 9.2 – Historisk driftsinntektsvekst til Norwegian og bransjen over analyseperioden

9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Årsaken til at egenkapitalvekst er et viktig mål for vekstanalysen er fordi en investor kjøper seg inn i egenkapitalen til et selskap når de investerer i selskapet. Det er veksten på denne egenkapitalen som gir investorene avkastning for den investerte kapitalen. Analysen av den historiske egenkapitalveksten kan gi en pekepinn på fremtidig vekst i egenkapitalen.

Vi skiller mellom vekst i den fullstendige- og den normaliserte egenkapitalen. Fordi den fullstendige egenkapitalen inneholder unormale poster blir det feil å estimere en vekst i disse postene i fremtiden. For å estimere den normale veksten i fremtidsregnskapet settes disse unormale postene lik null. Formelen for fullstendig egenkapitalvekst er gitt ved;

$$ekv = \frac{EK_{UB} - EK_{IB}}{EK_{IB}} = \frac{\Delta EK}{EK_{IB}}$$

Figur 9.3 illustrerer veksten i egenkapitalen til Norwegian og den komparative bransjen over analyseperioden. Som vi kan se av figuren, følger ikke veksten i egenkapital til Norwegian veksten i egenkapitalen til den komparative bransjen, men unntak av 2014 og 2015. Årsaken til dette avviket er justeringer, unormale poster og betaling av utbytte.



Figur 9.3 – Historisk egenkapitalvekst til Norwegian og bransjen over analyseperioden

Den normale egenkapitalveksten til Norwegian vil som nevnt være bedre for predikasjon av fremtidsregnskap fordi den ser bort fra unormale poster. Formelen for den normale egenkapitalveksten er gitt under, og viser to kilder til vekst i egenkapital som er egenkapitalrentabilitet og graden av tilbakeholdt egenkapital (Knivsflå, 2016). Grad av tilbakeholdt egenkapital representerer den genererte profitten fra driften som blir igjen etter at det er betalt ut netto utbytte.

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$ekv = \text{egenkapitalvekst}$$

$$(1 - eku) = \text{tilbakeholdingsgrad}$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$$

Historisk egenkapitalvekst til Norwegian	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Vekt	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,0018	0,0457	0,2498	0,1695	-0,1512	0,1848	0,3652
Tilbakeholdsgrad	<i>1-eku</i>	7,9697	1,3564	1,0373	1,0229	0,9652	1,3729	1,8091
Egenkapitalvekst	<i>ekv</i>	0,0145	0,0620	0,2591	0,1734	-0,1459	0,2537	0,0884

Tabell 9.1 – Normalisert historisk vekst i egenkapitalen til Norwegian i perioden 2010-2016

Ved å trekke ut de unormale postene får vi en tidsvektet egenkapitalvekst for Norwegian på 8,84%, som er betydelig lavere enn tidsvektet fullstendig egenkapitalvekst på 14,25%. At egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalveksten tyder på at Norwegian har hatt et positivt unormalt resultat i analyseperioden. Om det er mulig å opprettholde en egenkapitalvekst på 8,84% i overskuelig fremtid kommer vi tilbake til senere i kapitlet.

9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet

Videre følger valg av budsjettthorison, detaljnivå og teknikk for framskriving. Det er steg 2 i Knivsflå (2016) sitt rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskapet, som ble illustrert i figur 9.1

9.3.1 Budsjettthorison (T)

Fundamental verdsettelse baserer seg på at egenkapitalen til selskapet er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer, noe som fører til at vi i utgangspunktet trenger et estimat på de fremtidige budsjettdriverne og kontantstrømmene. Fordi det ifølge Damodaran (2012) er umulig å estimere kontantstrømmer for evig fremtid trenger vi en budsjettthorison.

Budsjettthorisonen (T) representerer det siste året med fullstendig framskriving av regnskapet, og på denne måten overgangen til *steady state* der alle budsjettdriverne er konstante i årene fremover (Kaldestad og Møller, 2014).

Ifølge Kaldestad og Møller (2014) bør budsjettthorisonen ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet dekke perioden frem til selskapet kommer i *steady state*. Det innebærer at man først og fremst bør se på veksten og stabiliteten i bransjen. Hvor langt tid det tar før en bransje kommer i en fase med konstant vekst avhenger av livssyklusen til de selskapene som inngår i den, samt bransjen i sin helhet. Kaldestad og Møller (2014) gir veiledning om at en budsjettthorison på fem år er passende for sykliske bransjer, bransjer med stor superprofitt og bransjer i stor vekst. Det strider med Koller et al. (2010) som anbefaler bruk av en budsjettthorison på mellom 10-15 år, og argumenterer for at en kortere budsjettthorison vil føre til en sterk undervurdering av selskapet, og kreve urimelig høye antakelser om veksten i *steady state*. Deres teori trekker frem at en av ulempene med en slik lang budsjettthorison vil imidlertid være at det er svært utfordrende å predikere enkeltposter langt frem i tid. Penman

(2013) derimot argumenterer for bruk av en så kort budsjettthorisont som mulig. Han er av det syn at en kort horisont vil føre til høyere validitet av prognosene fordi avstanden er kort mellom estimatene som legges til grunn i analysen og de estimatene som lages for fremtiden. Dermed kan vi konkludere med at teorien ikke har et entydig svar på hvor lang budsjettthorisonten som skal legges til grunn ved analysen.

På bakgrunn av at Norwegian fortsatt har god vekst i driftsinntektene velger vi å tro at selskapet befinner seg i en vekstfase. At Norwegian befinner seg i en vekstfase underbygges av det faktum at selskapet har inngått store innkjøpsavtaler med leverandører av fly. Utvidelse av flyflåten legger grunnlaget for å kunne frakte flere passasjerer i tiden fremover, og på denne måten økes driftsinntektene. Knivsflå (2016) hevder at jo nærmere virksomheten er konstant vekst, desto kortere trenger budsjettthorisonten å være.

I vår tilnærming til beste estimat for når selskapet vil komme i *steady state* med konstant vekst velger vi å trekke inn påstanden til selskapets administrerende direktør, Bjørn Kjos, som hevder at flyselskaper som skal være konkurransedyktige i Europa må ha en flyflåte i størrelsesorden 250 fly (NRK, 2012). Denne uttalelsen ble gitt samtidig som det ble kjent at selskapet hadde inngått store innkjøpsavtalen som ville sikre oppnåelse av denne kritiske grensen. Ut ifra artikkelen som NRK publiserte velger vi å tolke at den store ordren leveres mellom 2016-2022, og dermed er veksten stor frem til 2022 slik at det blir naturlig å velge en budsjettthorisont på minimum 6 år. Ettersom selskapet har inngått opsjoner for kjøp av ytterligere 100 fly velger vi å utvide tidshorisonten til 10 år. Det innebærer at vår budsjettthorisont er regnskapsårene 2017-2026. Vi tar med 2027-2028 for å få med konstant vekst, henholdsvis T+1 og T+2.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå ved utarbeidelsen av fremtidsregnskap dreier seg om antall drivere som skal benyttes ved budsjettering. Palepu et al. (2013) anbefaler bruk av et mindre detaljert nivå, da det å ta færre antakelser om fremtiden vil føre til at det er en større mulighet for at analytikere vurderer hver av antakelsene som legges til grunn.

Usikkerheten ved bruk av mange budsjett drivere vil på lang sikt være høy, og det vil dermed være liten sannsynlighet for å treffe med alle predikasjonene. På kort sikt er det motsatt, det vil si at få budsjett drivere vil gi et lite detaljert bilde (Knivsflå, 2016). Siden vi har valgt en lang budsjett horisont på ti år velger vi å benytte 7 budsjett drivere som presenteres i delkapittel 9.4.

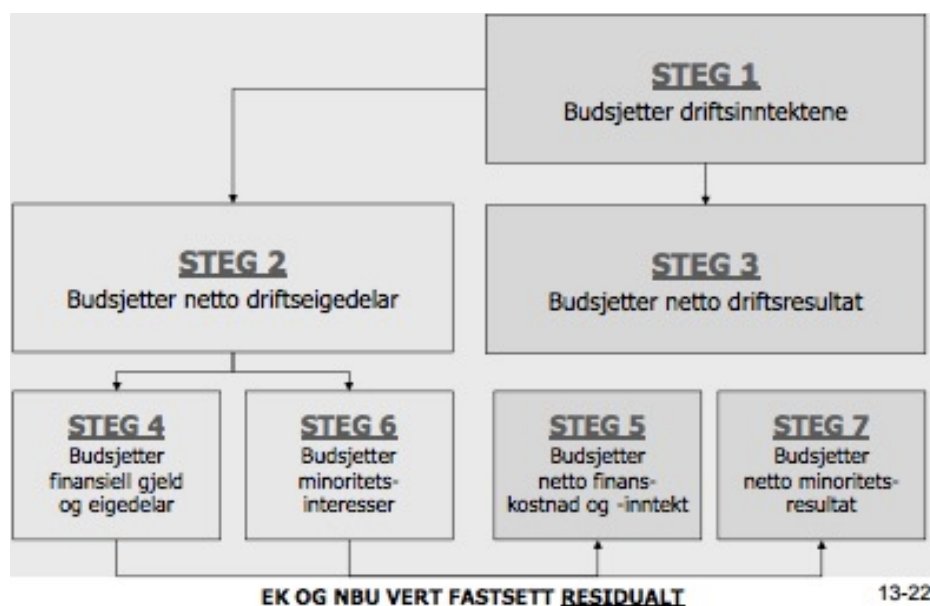
9.3.3 Teknikk for framskrivning

Fremtidsregnskapet utarbeides ved å fastsette verdier for drivere av budsjettet som utvikler seg lineært på kort, mellomlang og lang sikt (Knivsflå, 2016). De aktuelle driverne kan på kort sikt justeres på forhold som med rimelig sikkerhet vi kunne påvirke verdien av driveren. På lengre sikt vil det være mer naturlig å la driverne gå mot gjennomsnittet i den komparative bransjen (ibid).

Ifølge Knivsflå (2016) finnes to alternative estimeringsmetoder for å håndtere usikkerhet i budsjett drivere, scenariobudsjettering og simulering- og sensitivitetsanalyse. Det er i midlertid den sistnevnte som blir foretrukket ifølge hans teori, og benyttet videre i vår analyse. På grunn av forutsetningen ved fundamental verdsettelse om at kontantstrømmer realiseres i slutten av hver regnskapsperiode vil den inngående kapitalen legges til grunn i budsjett driverne (Knivsflå, 2016).

9.4 Budsjett drivere i budsjetteringsperioden

Videre vil det følge en gjennomgang av de ulike driverne for budsjettet som fremtidsregnskapet baseres på. Vi har valgt å bruke Knivsflå (2016) sin modell som består av syv steg, som illustreres i figur 9.4. Siste steg vil utgå da Norwegian ikke har minoritetsandel.



Figur 9.4 – Rammeverk for enkel budsjettering (Knivsflå, 2016, F13, s.23)

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Som nevnt er driftsinntektene vanligvis den viktigste kilden til vekst i selskapet. Vi velger å definere hovedkilden til vekst i driftsinntekter som antall fraktede passasjerer og gjennomsnittlig inntekt per fraktede passasjer (*ARPU*).

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

Videre vil budsjettering av driftsinntekter basere seg på teori fra Damodaran (2012) som gir tre ulike metoder for budsjettering. De tre metodene er estimering basert på historisk vekst, estimering basert på vekst i de fundamentale forholdene og estimering basert på profesjonelle analytikers estimerer for vekst. Det er i samsvar med Knivsflå (2016) sin teori om at veksten i driftsinntektene bør baseres på både strategisk og regnskapsbasert vekstanalyse.

Passasjervekst

Passasjerveksten vil avhenge av tilbudet på flyreiser, som igjen vil avhenge av Norwegians flyflåte og kapasitet til å frakte passasjerer. I tillegg til vekst over budsjettthorisonen er vekst i flyflåten også avgjørende for konstant vekst i fremtiden. Veksten i flyflåten er avhengig av at Norwegian inngår kontrakter om kjøp av nye fly, og siden leveringstidene på fly er relativt

lange er det viktig å tenke langsiktig. Det er som nevnt tidligere to store produsenter av fly, Airbus og Boeing som har begrenset produksjonskapasitet.

Siden vi skal fastsette vekst i driftsinntekter på kort (2017-2018), mellomlang (2022) og lang (2026) sikt må vi fastsette veksten i passasjerer for tilsvarende tidsperioder. Veksten vil bli fordelt lineært mellom disse punktene.

Som nevnt tidligere sikret Norwegian seg en avtale om levering av 222 nye fly mellom 2016-2022. Ifølge Norwegians årsrapport for 2015 vil selskapet ha en flyflåte bestående av 155 fly i 2017, og 177 fly i 2018. Siden selskapet tidligere har hevdet at en del av de nye flyene skal erstatte de eldre velger vi å tro at antall fly i drift ikke vil øke med mer enn 50% av økningen i flyflåten. Samtidig er det nærliggende å tro at Norwegian leier ut fly som skulle være til overs i påvente av godkjenning av nye ruter. Denne forutsetningen legges til grunn for beregning av antall fly i bruk for alle de tre budjetthorisontene. På mellomlang sikt velger vi å benytte oss av estimering basert på profesjonelle analytikers estimater. Ut ifra artikkelen i NRK (2012) vet vi at selskapet skal ha 241 fly ved utgangen av 2022. På lang sikt er det noe mer usikkert hvor stor flyflåten til Norwegian vil være. Til tross for at selskapet har opsjoner på ytterligere 150 fly jf. pressemelding 25.01.12 er det bare 8 stykker som er utøvd (Hengar , 2016). Med bakgrunn i dette velger vi å tro at det vil være overoptimistisk å legge til grunn at alle opsjonene blir utøvd. Selv om selskapet skulle inngå flere kontrakter eller utøve opsjoner etter 2016 velger vi å tro at veksten i flyflåten i hovedsak vil avta etter 2022, dette fordi flere eldre fly kan skiftes ut slik at antallet fly i flåten forblir uendret. Vårt beste estimat for veksten på lang sikt er 1/4 av den lineære veksten mellom 2019-2021.

For å beregne passasjerveksten trenger vi et estimat på hvor mange passasjerer et fly frakter i løpet av ett år. Vårt beste estimat på antall fraktede passasjerer per fly er 249 tusen, som er gjennomsnittet over analyseperioden og illustreres i tabell 9.2. Dette tallet vil naturligvis også avhenge av størrelsen på flyet.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Antall fly ved årsslutt	57	62	68	85	95	99	117	
<i>Tall i tusen:</i>								
Passasjerer	13 000	15 700	17 700	20 700	24 000	25 800	28 220	
Passasjerer per fly	228	253	260	244	253	261	241	249

Tabell 9.2 – Historisk data for antall fraktede passasjerer i analyseperioden

Med utgangspunkt i gjennomsnittlig antall fraktede passasjerer per fly kan vi estimere veksten i antall passasjerer over budsjetthorisonten. Utregningen vises i tabell 9.3, og vi kan se at passasjerveksten er størst de årene der veksten i flyflåten er størst.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 (M)	2023	2024	2025	2026 (T)
Antall fly ved årsslutt	155	177	193	209	225	241	245	249	253	257
Endring	38	22	16	16	16	16	4	4	4	4
Antall fly i bruk	136	147	155	163	171	179	181	183	185	187
Tall i tusen:										
Antall passasjerer per fly	249	249	249	249	249	249	249	249	249	249
Passasjerer fraktet i tusen	33 797	36 531	38 519	40 507	42 495	44 483	44 980	45 477	45 974	46 471
Passasjervekst	19,76 %	8,09 %	5,44 %	5,16 %	4,91 %	4,68 %	1,12 %	1,10 %	1,09 %	1,08 %

Tabell 9.3 – Prognose for antall fraktede passasjerer for Norwegian i 2017-2026

Historisk passasjervekst for Norwegian har vært 14,8% over analyseperioden, noe som er ca. 9% høyere enn passasjerveksten i den komparative bransjen. Med hensyn på de store leveransene av fly de kommende årene er det ikke urimelig med en høyere vekst på kort sikt i budsjetthorisonten enn analyseperioden.

Gjennomsnittlig inntekt per passasjer (ARPU)

Analysen av omløpsfordel i kapittel 8 konkluderte med at Norwegian har en *ARPU* ulempe sett i forhold til bransjen. En slik ulempe er å forvente da den komparative bransjen inkluderer selskaper som tar høyere billettpriser, og kategoriseres mer som fullkostselskaper fremfor lavprisselskaper. Som tabell 8.15 viste har den gjennomsnittlige inntekten per passasjer økt gjennom hele analyseperioden for både Norwegian og den komparative bransjen. For Norwegian har *ARPU* økt med i snitt 6% over analyseperioden.

Som diskutert i PESTEL-analysen i kapittel 4 kan en av årsaken til økt *ARPU* være den økte fyllingsgraden på flyvningene. Gitt at vi ser bort fra ekstremt gode kampanjer, og reiser på mindre populære tidspunkter er billettprisene på langdistanseflyvningene generelt høyere enn billettprisene på kortere flyvninger. På kort sikt vet vi at Norwegian øker satsningen på USA flyvninger, men vi vet også at de har lovet lave priser (E24, 2016). Tar vi i betraktning at selskapet har lovet å redusere priser, og kapasiteten øker velger vi å estimere at veksten i *ARPU* avtar noe sammenlignet med 2016 nivå på 5,75%. Vi legger til grunn *ARPU*-vekst på 4% i 2017, og 3% i 2018.

På mellomlang og lang sikt velger vi å tro at veksten frem mot *steady state* vil avta noe og være 2% årlig frem mot 2026 (T). Årsaken til at vi velger å budsjettere med en liten vekst i

fremtiden er Norwegians påstander om lave billettpriser, og den generelle prisutviklingen i billettprisene som har falt kraftig de siste 20 årene.

ÅR	2017	2018	2022	2026
ARPU (1000)	0,924	0,926	1,003	1,085
Passasjerer (mill)	33 797	36 531	44 483	46 471
Driftsinntekter (1000)	31 217 654	33 843 839	44 608 334	50 443 506

Tabell 9.4 – Budsjetterte driftsinntekter for Norwegian på kort-, mellomlang og lang sikt

Budsjett drivere	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntektsvekst	div	19,81 %	8,41 %	7,91 %	7,42 %	6,92 %	6,42 %	5,56 %	4,70 %	3,84 %	2,98 %	2,98 %

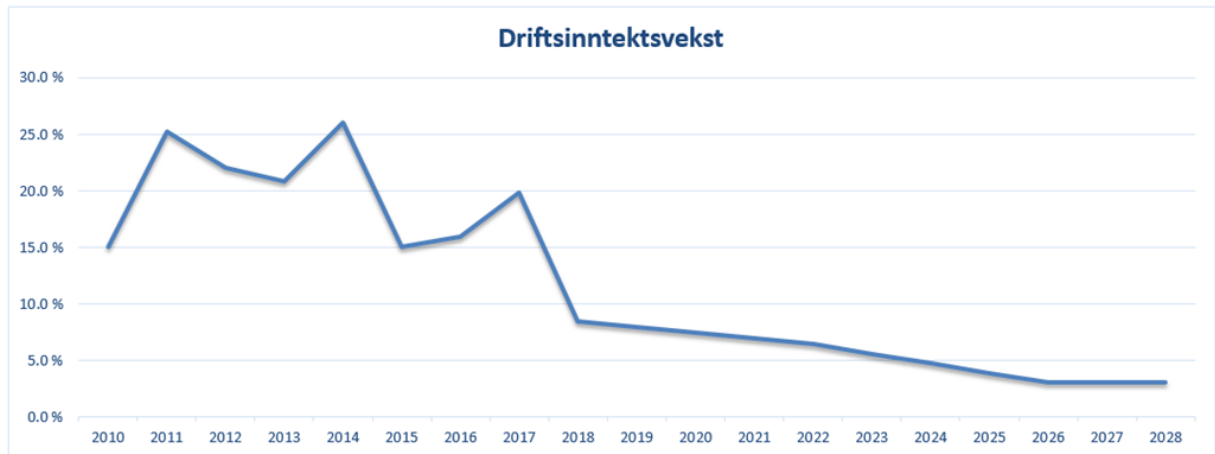
Tabell 9.5 – Driftsinntektsvekst i Norwegian i perioden 2017-2028

Tabell 9.5 har budsjetterte driftsinntekter for år 2017-2028. Utregningen baserer seg på Knivsfå (2016) sin formel for vekst i driftsinntekter (*div*), hvor DI står for driftsinntekter.

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

På kort og mellomlang sikt vil veksten til en virksomhet avhenge av generell bransjevekst og vekst i interne ressurser ifølge Knivsfå (2016). Samt mener han at veksten vil avta noe når virksomheten går over i en mer moden fase etter vekstfasen, og at ingen virksomheter på lang sikt kan vokse raskere enn realveksten i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon som tilsvarer omtrent 5%. På bakgrunn av dette anser vi vårt estimat på 2,98% som rimelig. Figur 9.5 illustrerer utviklingen i driftsinntektsvekst over analyse- og budsjettperioden. Veksten i 2017 skyldes stor økning i antall fraktede passasjerer sammenlignet med året før. Dette tallet er i samsvar med økningen i flyflåten jf. tabell 9.2 og 9.3.



Figur 9.5 – Vekst i driftsinntekter til Norwegian i analyse- og budsjettperioden

9.4.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat (*NDR*) kan budsjetteres over budsjettperioden ved å bruke de budsjetterte driftsinntektene (*DI*) og multiplisere med netto driftsmargin (*ndm*), som vist i formelen. Vi har allerede budsjetterte fremtidige driftsinntekter, og dermed mangler vi netto driftsmargin for å kunne budsjettere netto driftsresultatet i fremtiden.

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Som tabell 8.11 viser har den vektete gjennomsnittlige driftsmarginen vært 5,07% for Norwegian, noe som tilsvarer en marginfordel på 2,58% sett i forhold til den komparative bransjen.

De siste to årene av analyseperioden har netto driftsmarginen vært i gjennomsnitt 7,6%, noe som er svært bra sammenlignet med foregående år i analyseperioden. Netto driftsmarginen som påvirkes av kostnadsnivået vil trolig fortsette å være på samme nivå på kort sikt da selskapet har signalisert kutt i operasjonelle kostnader. I tillegg til å ta i bruk nyere og mer kostnadseffektive fly, skal selskapet også ta i bruk arbeidskraft fra andre land enn Norge med lavere lønnsnivå. Vi velger å tro at selskapet er ferdig med innkjøringsfasen av den nye flytypen Dreamliner som påførte selskapet store kostnader i 2014, og at det de neste to årene ikke vil påløpe store forsinkelseskostnader tilsvarende 2014-nivå.

På mellomlang sikt velger vi å tro at netto driftsmarginen vil reduseres. Luftfartsbransjen er en bransje som historisk sett har vært preget av lave marginer som nevnt innledningsvis i kapittel 2. En av grunnene kunne være at investeringer i fly krever store bindinger av kapital, og det vil være vanskelig å redusere faste kostnader på kort sikt i tider med lavere etterspørsel. Da det er kjent at leasing av fly er vanlig praksis i bransjen velger vi å tro at marginene ikke reduseres drastisk på mellomlang sikt. Dermed setter vi veksten i netto driftsmargin til å være 5% på mellomlang sikt. Det tilsvarer 2013 nivå i netto driftsmargin, som var et år preget av noe økte kostnader med forsinkelser, men stort sett et helt gjennomsnittlig godt år for selskapet.

På lang sikt velger vi å tro at netto driftsmargin reduseres til 4%. Årsaken til at vi velger å ikke konvergere helt ned mot bransjesnitte er fordi vi velger å tro at selskapet klarer å opprettholde en marginfordel, da Norwegian er et lavkostselskap sammenlignet med flere av konkurrentene.

Netto driftsresultat		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	DI	31 217 654	33 843 839	36 534 962	39 226 086	41 917 210	44 608 334	46 067 127	47 525 920	48 984 713	50 443 506	51 945 743	53 492 717
Netto driftsmargin	ndm	0,0764	0,0764	0,0698	0,0632	0,0566	0,0500	0,0475	0,0450	0,0425	0,0400	0,0400	0,0400
Netto driftsresultat	NDR	2 386 305	2 587 053	2 551 260	2 479 890	2 372 942	2 230 417	2 188 189	2 138 666	2 081 850	2 017 740	2 077 830	2 139 709

Tabell 9.6 – Budsjettert netto driftsresultat for Norwegian i perioden 2017-2028

Tabell 9.6 viser budsjetteringen av netto driftsresultat over budsjettperioden, og figur 9.6 viser den historiske utviklingen over analyse- og budsjettperioden grafisk.



Figur 9.6 – Vekst i netto driftsmargin til Norwegian i analyse- og budsjettperioden

9.4.3 Netto finansiell gjeld

Utviklingen i netto finansiell gjeld er helt avhengig av utviklingen i finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Videre vil vi estimere utviklingen i kapitalstrukturen til Norwegian over budsjettthorisonen.

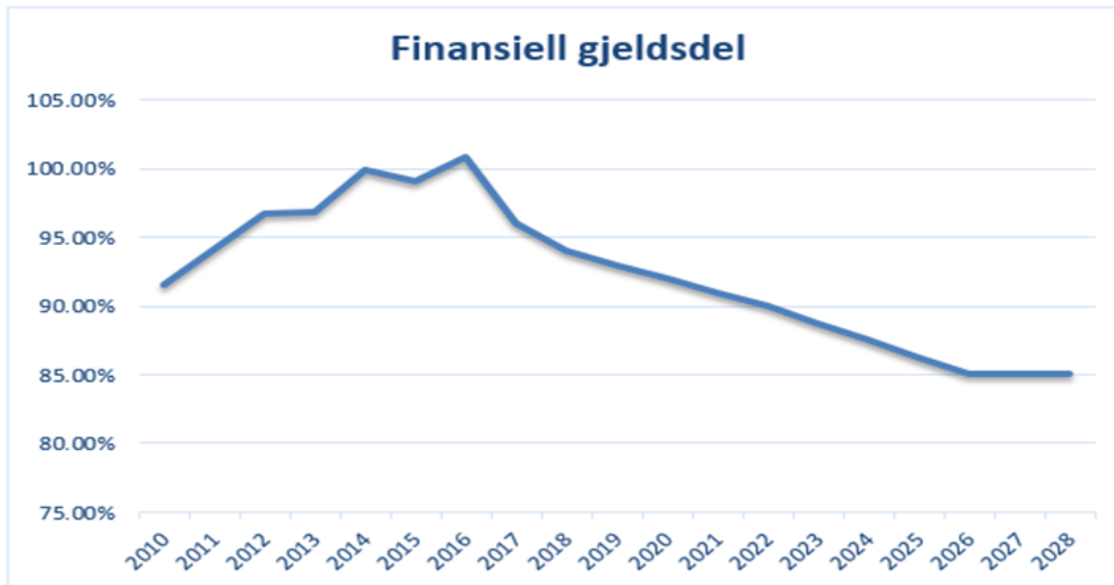
9.4.3.1 Finansiell gjeldsdel

Ifølge Knivsflå (2016) er normal finansiell gjeldsdel for selskaper notert på Oslo Børs rundt 50%. Luftfart er en bransje som krever store investeringer, og gjeldsdelen vil følgelig være høyere enn dette snittet. Norwegian's finansielle gjeldsdel (*fgd*) vil bestå av bank- og obligasjonslån i tillegg til justeringen som vi foretok for operasjonell leasing.

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

Over analyseperioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 98%, som er betydelig høyere enn gjennomsnittet for bransjen som er 72%. Årsaken til den høye gjeldsdelen er store investeringer i driftseiendeler i form av nye fly.

På lang sikt forventes det ikke at den finansielle gjeldsdelen vil øke sammenlignet med dagens nivå, men heller redusere seg noe frem mot *steady state*. En konvergens mot bransjesnittet på 72% ville forutsette at Norwegian oppnår svært store driftsinntekter som går med til nedbetaling av gjeld. Vår analyse legger til grunn at det ikke finnes faktorer som taler for noen store nedbetalinger av finansiell gjeld da finansiell gjeldsdel har vært tilnærmet stabil de siste fire årene av analyseperioden. Dermed budsjetterer vi med en finansiell gjeldsdel på 85% i *steady state*. På kort sikt velger vi å budsjettere den finansiell gjeldsdel til å være 96% og 94% da vi antar at Norwegian betaler en del ned på gjelden sin, da 2017 antas å føre med seg store driftsinntekter. Mellomlang sikt blir antatt å være omtrent midt i mellom de to nivåene. Utviklingen i finansiell gjeldsdel for Norwegian over analyse- og budsjettperioden er illustrert i figur 9.7. Som figuren viser har Norwegian en finansiell gjeldsdel på over 100% i 2016, noe som ikke virker helt rimelig.



Figur 9.7 – Utvikling i finansiell gjeldsdel til Norwegian i analyse- og budsjettperioden

9.4.3.2 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel (*fed*) beregnes på tilsvarende måte som finansiell gjeldsdel, finansielle eiendeler vektet på netto driftseiendeler (*NDE*).

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Selskapets finansielle eiendeler består av kontanter og kundefordringer. Over analyseperioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 10%. Sammenlignet med gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel for bransjen som er 26,3% kan dette tallet virke noe lavt. Vi velger å tro at eiendelsdelen ikke vil endre seg stort over budsjetthorisonten da den i stor grad bestemmes av selskapets eget likviditetsmål. Ifølge Knivsflå (2016) er det gunstig for selskapene å ikke sitte på store kontantbeholdninger når kontantene ikke skal benyttes til noe annet enn finansielle investeringer. I 2016 hadde Norwegian en finansiell eiendelsdel på 7% som er vårt beste estimat på kort sikt, selv om det er lavt sett i forhold til gjennomsnittet for analyseperioden på 10%. Da selskapet i 2013 hadde en eiendelsdel som var det dobbelt av 2015 og 2016 mener vi at det er mest hensiktsmessig å legge vekt på de siste årene da selskapets likviditetsmål kan ha endret seg. På lang sikt velger vi å bruke gjennomsnittlig eiendelsdel for analysen som vårt beste estimat. Figur 9.8 illustrerer utviklingen i finansiell eiendelsdel til Norwegian for analyse- og budsjettperioden.



Figur 9.8 – Utvikling i finansiell eiendel til Norwegian for analyse- og budsjettperioden

9.4.3.3 Oppsummering – Netto finansiell gjeld

På basis av budsjettert finansiell eiendelsdel og finansiell gjeldsdel kan vi regne ut utviklingen i netto finansiell gjeld for Norwegian. Tabell 9.7 illustrerer utviklingen i netto finansiell gjeld over analyse- og budsjettperioden.

Netto driftsresultat		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	48 348 341	44 284 803	41 290 617	38 992 753	37 173 611	34 767 643	32 776 496	31 101 405	29 672 650	30 556 319	31 466 304	32 403 389
Finansiell gjeldsdel	<i>fgd</i>	0,9600	0,9400	0,9300	0,9200	0,9100	0,9000	0,8875	0,8750	0,8625	0,8500	0,8500	0,8500
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	46 414 407	41 627 715	38 400 274	35 873 333	33 827 986	31 290 878	29 089 140	27 213 729	25 592 661	25 972 871	26 746 358	27 542 880
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	48 348 341	44 284 803	41 290 617	38 992 753	37 173 611	34 767 643	32 776 496	31 101 405	29 672 650	30 556 319	31 466 304	32 403 389
Finansiell eiendelsdel	<i>fed</i>	0,0696	0,0696	0,0734	0,0773	0,0811	0,0850	0,0885	0,0920	0,0955	0,0990	0,0990	0,0990
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	3 364 286	3 081 528	3 032 310	3 013 834	3 016 493	2 955 250	2 900 720	2 861 329	2 833 738	3 025 076	3 115 164	3 207 935
Netto finansiell gjeld	<i>NFG</i>	43 050 121	38 546 187	35 367 964	32 859 499	30 811 493	28 335 629	26 188 421	24 352 400	22 758 923	22 947 796	23 631 194	24 334 945

Tabell 9.7 – Utvikling i netto finansiell gjeld for Norwegian over analyse- og budsjettperioden

9.4.4 Netto finanskostnad

For å budsjettere netto finanskostnad (*NFK*) trenger vi to elementer, finanskostnader og finansinntekter.

$$\text{Netto finanskostnad} = \text{finanskostnad} - \text{finansinntekt}$$

9.4.4.1 Finansiell gjeldsrente

Finansiell gjeldsrenten (fgr) beregnes ved hjelp av netto finanskostnad (NFK) og inngående finansielle gjeld som vist i formelen under.

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

Knivslå (2016) forutsetter at netto finansiell gjeldsrente ($nfgr$) er lik netto finansiell gjeldskrav ($nfgek$), gitt at vi har et velfungerende kapitalmarked og verdibasert rapportering etter IFRS som vil jevne ut forskjellene. På bakgrunn av dette blir det rimelig å budsjettere at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet hver år. En slik forutsetning vil medføre en dramatisk nedgang i finanskostnader, som igjen vil gjenspeiles i et godt resultat. Ifølge Knivslå er ikke finansiering i et effektivt marked verken kilde til en fordel eller ulempe.

I analysen av finansieringsfordel i kapittel 8 fant vi en finansieringsfordel for Norwegian. En del av denne fordelene kunne som nevnt mest sannsynlig tilskrives gunstige avtaler om finansiering gjennom den amerikanske eksportbanken og flyprodusenten Boeing. Det kan være nærliggende å tro at bestilling av fly i den størrelsesorden som Norwegian gjorde har gitt dem gode avtaler som vil gi selskapet konkurransefortrinn på lånekostnader sammenlignet med resten av den komparative bransjen. På lang sikt vil det være overoptimistisk å anta at selskapet vil beholde en slik fordel, da konkurrenter vil kunne få tilsvarende gode avtaler. Dermed budsjetterer vi med fgr lik fgk på lang sikt.

9.4.4.2 Finansiell eiendelsrentabilitet

På lik linje med finansiell gjeldsrente sier teorien at finansiell eiendelsrentabilitet (fer) ikke er en kilde til verken fordel eller ulempe i et effektivt finansmarked. Dermed forutsetter vi at den finansielle eiendelsrentabiliteten er lik kravet til finansielle eiendeler ($fer=fek$) over budsjettperioden.

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

9.4.4.3 Oppsummering – Netto finanskostnader

Tabell 9.8 presenterer den budsjetterte utviklingen i netto finanskostnader for Norwegian over budsjettperioden.

Netto finanskostnader	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeld	$^{FG_{IB}}$ 45 136 610	46 414 407	41 627 715	38 400 274	35 873 333	33 827 986	31 290 878	29 089 140	27 213 729	25 592 661	25 972 871	26 746 358
Finansiell gjeldsrente	$^{fgr=fgk}$ 0,0351	0,0343	0,0350	0,0357	0,0363	0,0370	0,0407	0,0443	0,0480	0,0516	0,0516	0,0516
Finanskostnad	FK 1 584 295	1 592 014	1 456 970	1 370 890	1 302 202	1 251 635	1 273 539	1 288 649	1 306 259	1 320 581	1 340 200	1 380 112
Finansielle eiendeler	$^{FE_{IB}}$ 3 115 122	3 364 286	3 081 528	3 032 310	3 013 834	3 016 493	2 955 250	2 900 720	2 861 329	2 833 738	3 025 076	3 115 164
Finansiell gjeldsrentabilfer= fek	0,0071	0,0066	0,0076	0,0086	0,0096	0,0106	0,1480	0,0188	0,0228	0,0268	0,0268	0,0268
Finansinntekt	FI 22 117	22 204	23 420	26 078	28 933	31 975	437 377	54 534	65 238	75 944	81 072	83 486
Netto finanskostnader	NFK 1 562 178	1 569 810	1 433 550	1 344 812	1 273 269	1 219 661	836 162	1 234 115	1 241 021	1 244 637	1 259 128	1 296 626

Tabell 9.8 – Netto finanskostnad for Norwegian over budsjettperioden

9.4.5 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler budsjetteres ved hjelp av driftsinntekter og omløpet til netto driftseiendeler (*onde*). Vi har allerede budsjettert de fremtidige driftsinntektene på bakgrunn av vekst i antall passasjerer og gjennomsnittlig inntekt per passasjer, og dermed mangler vi kun omløpet til netto driftseiendeler for å kunne budsjettere netto driftseiendeler.

Norwegian har i gjennomsnitt hatt et tidsvektet *onde* på 0,93 over analyseperioden.

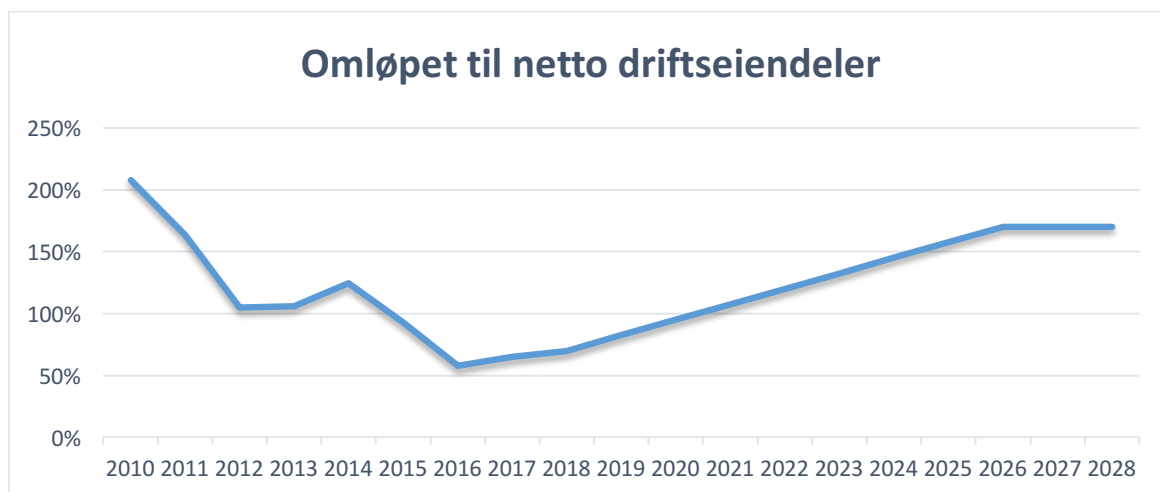
Tilsvarende hadde bransjen en *onde* på 2,30 over samme periode jf. tabell 8.14. Generelt har omløpet til Norwegians netto eiendeler sunket over hele analyseperioden. Årsaken til en nedgang i omløpet er gjerne en økt andel av netto driftseiendeler i form av utvidet flyflåte.

Det fører til at de vil være utfordrende for bransjen å holde oppe omløpet når de befinner seg i en slik stor investeringsprosess som Norwegian.

På kort sikt vet vi at en stor andel av de bestilte flyene leveres i 2017 og 2018, og det vil være naturlig at omløpet til netto driftseiendeler vil øke, spesielt på grunn av den stor økningen i driftsinntektene. På lenger sikt antar vi at omløpet til netto driftseiendeler for Norwegian vil komme nærmere gjennomsnittet for bransjen. Vi velger å tro at selv om man nærmer seg bransjesnittet så vil den ligge noe under 2,30. Årsaken til dette er at i 2016 var det svært stor forskjell på *onde* til Norwegian og den komparative bransjen, da bransjen hadde en *onde* som var ca. 4,5 ganger større enn *onde* til Norwegian. Dermed legger vi til grunn en *onde* på 1,7 på lang sikt istedenfor 2,3. Begrunnelsen for økningen på lang sikt er at Norwegian vil dra nytte av den store utvidelsen av flyflåten kombinert med sin lavprisstrategi.

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

Budsjetteringen av *onde* skjer ved hjelp av formlene gjengitt over. Utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler over analyse- og budsjettperioden illustreres i figur 9.9.



Figur 9.9 – Omløpet til netto driftseiendeler til Norwegian over analyse- og budsjettperioden

9.5 Fremtidsregnskap

På bakgrunn av de estimerte driverne for budsjettet i delkapittel 9.4 kan vi nå presentere fremtidsregnskapet for Norwegian over budsjettperioden 2017-2026. Fremtidsregnskapet inkluderer regnskap, balanse og fri kontantstrøm for hvert av de ti årene som inngår i budsjettperioden.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Resultatregnskap		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	DI	31 217 654	33 843 839	36 534 962	39 226 086	41 917 210	44 608 334	46 067 127	47 525 920	48 984 713	50 443 506	51 945 743	53 492 717
Netto driftsresultat	NDR	2 386 305	2 587 053	2 551 260	2 479 890	2 372 942	2 230 417	2 188 189	2 138 666	2 081 850	2 017 740	2 077 830	2 139 709
Netto finansinntekt	NFI	22 117	22 204	23 420	26 078	28 933	31 975	437 377	54 534	65 238	75 944	81 072	83 486
Nettoresultat til syssel:	NRS	2 408 422	2 609 257	2 574 680	2 505 968	2 401 875	2 262 391	2 625 565	2 193 200	2 147 089	2 093 684	2 158 902	2 223 195
Netto finanskostnad	NFK	-1 584 295	-1 592 014	-1 456 970	-1 370 890	-1 302 202	-1 251 635	-1 273 539	-1 288 649	-1 306 259	-1 320 581	-1 340 200	-1 380 112
Netto minoritetsresultat	NMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat til egenk:	NRE	824 127	1 017 243	1 117 710	1 135 078	1 099 673	1 010 756	1 352 027	904 551	840 830	773 103	818 702	843 083
Unormalt resultat til eg. UNRE		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat:	FNR	824 127	1 017 243	1 117 710	1 135 078	1 099 673	1 010 756	1 352 027	904 551	840 830	773 103	818 702	843 083
Fri kontantstrøm til ege:	FKE	-1 727 992	576 847	933 673	924 477	870 810	940 860	1 195 965	743 622	676 107	78 307	592 115	609 749
Endring i egenkapital	ΔEK	2 552 120	440 396	184 037	210 601	228 864	69 896	156 062	160 929	164 723	694 796	226 586	233 334

Tabell 9.9 – Fremtidsregnskap for Norwegian over budsjettperioden

9.5.2 Fremtidsbalanse

Framtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	NDE	48 348 341	44 284 803	41 290 617	38 992 753	37 173 611	34 767 643	32 776 496	31 101 405	29 672 650	30 556 319	31 466 304	32 403 389
Finansielle eiendeler	FE	3 364 286	3 081 528	3 032 310	3 013 834	3 016 493	2 955 250	2 900 720	2 861 329	2 833 738	3 025 076	3 115 164	3 207 935
Sysselsatte eiendeler	SSE	51 712 627	47 366 330	44 322 927	42 006 587	40 190 104	37 722 892	35 677 216	33 962 734	32 506 389	33 581 395	34 581 468	35 611 324
Egenkapital	EK	5 298 220	5 738 616	5 922 653	6 133 254	6 362 118	6 432 014	6 588 076	6 749 005	6 913 728	7 608 523	7 835 110	8 068 444
Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld	FG	46 414 407	41 627 715	38 400 274	35 873 333	33 827 986	31 290 878	29 089 140	27 213 729	25 592 661	25 972 871	26 746 358	27 542 880
Sysselsatt kapital	SSK	51 712 627	47 366 330	44 322 927	42 006 587	40 190 104	37 722 892	35 677 216	33 962 734	32 506 389	33 581 395	34 581 468	35 611 324

Tabell 9.10 – Fremtidsbalanse sysselsatt kapital for Norwegian over budsjettperioden

Framtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	NDE	48 348 341	44 284 803	41 290 617	38 992 753	37 173 611	34 767 643	32 776 496	31 101 405	29 672 650	30 556 319	31 466 304	32 403 389
Egenkapital	EK	5 298 220	5 738 616	5 922 653	6 133 254	6 362 118	6 432 014	6 588 076	6 749 005	6 913 728	7 608 523	7 835 110	8 068 444
Minoritetsinteresser	MI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto finansiell gjeld	NFG	43 050 121	38 546 187	35 367 964	32 859 499	30 811 493	28 335 629	26 188 421	24 352 400	22 758 923	22 947 796	23 631 194	24 334 945
Netto driftskapital	NDK	48 348 341	44 284 803	41 290 617	38 992 753	37 173 611	34 767 643	32 776 496	31 101 405	29 672 650	30 556 319	31 466 304	32 403 389

Tabell 9.11 – Fremtidsbalanse netto driftskapital for Norwegian over budsjettperioden

9.5.3 Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat	NDR	2 386 305	2 587 053	2 551 260	2 479 890	2 372 942	2 230 417	2 188 189	2 138 666	2 081 850	2 017 740	2 077 830	2 139 709
Unormalt netto driftsre	UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseie	ΔNDE	-3 580 753	4 063 538	2 994 186	2 297 864	1 819 142	2 405 969	1 991 146	1 675 091	1 428 754	-883 669	-909 985	-937 085
Fri kontantstrøm fra dr	FKD	-1 194 448	6 650 591	5 545 446	4 777 754	4 192 084	4 636 385	4 179 335	3 813 758	3 510 605	1 134 072	1 167 845	1 202 624
Netto finansinntekter	NFI	22 117	22 204	23 420	26 078	28 933	31 975	437 377	54 534	65 238	75 944	81 072	83 486
Unormale netto finansii	UNFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansielle eier	ΔFE	-249 164	282 758	49 218	18 476	-2 659	61 243	54 530	39 391	27 591	-191 337	-90 088	-92 771
Fri kontantstrøm til sys	FKS	-1 421 495	6 955 554	5 618 084	4 822 308	4 218 358	4 729 603	4 671 242	3 907 682	3 603 434	1 018 678	1 158 828	1 193 339
Netto finanskostnad	NFK	-1 584 295	-1 592 014	-1 456 970	-1 370 890	-1 302 202	-1 251 635	-1 273 539	-1 288 649	-1 306 259	-1 320 581	-1 340 200	-1 380 112
Unormale netto finans	UNFK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	1 277 797	-4 786 693	-3 227 441	-2 526 941	-2 045 347	-2 537 108	-2 201 738	-1 875 411	-1 621 068	380 210	773 487	796 522
Netto minoritetsresulta	NMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto minorit	UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i minoritetsinte	ΔMI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fri kontantstrøm til ege	FKE	-1 227 992	576 847	933 673	924 477	870 810	940 860	1 195 965	743 622	676 107	78 307	592 115	609 749

Tabell 9.12 – Fri kontantstrøm for Norwegian over budsjettperioden

10 Fremtidskrav og strategisk analyse

Fremtidskrav blir først og fremst benyttet som diskonteringsrente ved verdivurdering. Gjennom å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene kan man utarbeide et verdiesimat på egenkapitalen til virksomheten. I dette kapitlet skal vi utarbeide fremtidige avkastningskrav til egenkapital, netto driftskapital, sysselsatt kapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. Disse kravene vil så bli brukt i den fundamentale verdsettelsen av Norwegian i kapittel 11. I kapittel 7 ble de samme kravene beregnet for analyseperioden med tilhørende teorier og forklaringer. Siden det er samme fremgangsmåte som benyttes nå vil vi ikke presentere utregningene like detaljert. I kapittel 11 vil vi foreta en konvergeringsprosess som justerer de budsjetterte kravene. Formålet med konvergeringsprosessen er at verdien av egenkapitalen skal bli lik, uavhengig av hvilke verdivurderingsmetode som benyttes. I motsetning til utregningen av budsjettdriverne i kapittel 7 vil vektingene av kapitalene beregnes med utgangspunkt i inngående balanse, ikke gjennomsnittlig kapital som vi brukte på de historiske avkastningskravene.

10.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Egenkapitalkravene blir beregnet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen, og kravene avhenger dermed av risikofri rente, markedsrisikopremie, årlig egenkapitalbeta og illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Ved beregning av risikofri rente i fremtiden vil vi ta utgangspunkt i 3M Nibor, på samme måte som vi gjorde i kapittel 7. Ifølge teorien skal den risikofrie renten være tilbakevendende mot gjennomsnittet, og man forventer dermed en konstant normalrente i *steady state* fra og med år 2026 (Knivsflå, 2016). Rentenivået i dag er historisk lavt, og dermed vil det være naturlig å forvente at man får et høyere rentenivå i fremtiden. Basert på prognoser forventes det at dagens lave rentenivå vil opprettholdes de nærmeste årene, grunnet den økonomiske situasjon i Norge i dag. På mellomlang sikt i 2022, forventes det at 3M Nibor vil begynne å øke. Vi har derfor satt 3M Nibor til 1,3 %, noe som er over rentenivået i dag. Videre har vi lagt til grunn Knivsflå sin utregning av normalrenten i år 2026 (Knivsflå, 2016).

$$\text{Normalrente i } T = \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} * \frac{2}{3} + 10 \text{ \u00e5rig statsobligasjonsrente} * \frac{1}{3}$$

Normalrenten i \u00e5r 2026 estimeres til 3,2 % basert p\u00e5 gjennomsnittlig 3M Nibor p\u00e5 4,0 % og 10-\u00e5rig statsobligasjonsrente p\u00e5 1,6 %.

I 2015 var selskapsskattesatsen p\u00e5 27 %, men ble redusert til 25% fra og med 2016. I Mai 2016 ble det inng\u00e5tt et skatteforlik p\u00e5 Stortinget, hvor skattesatsen skal reduseres til 23% innen 2018. Ytterligere reduksjon vil ogs\u00e5 vurderes for \u00e5 tilpasse seg niv\u00e5et i v\u00e5re naboland (Stortinget, 2015-2016).

\u00c5r		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente 3M Nibor		0.0106	0.0095	0.0104	0.0113	0.0121	0.0130	0.0178	0.0225	0.0273	0.0320	0.0320	0.0320
Kort krp f\u00f8r skatt	<i>krp</i>	0.0053	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052	0.0052
Risikofri rente f\u00f8r skatt	<i>r_{fFS}</i>	0.0053	0.0043	0.0052	0.0061	0.0069	0.0078	0.0126	0.0173	0.0221	0.0268	0.0268	0.0268
Skattesats	<i>s</i>	0.2400	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300	0.2300
Risikofri rente etter skatt	<i>r_{fES}</i>	0.0041	0.0033	0.0040	0.0047	0.0053	0.0060	0.0097	0.0133	0.0170	0.0206	0.0206	0.0206

Tabell 10.1 - Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2028

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien i fremtiden er forventet \u00e5 v\u00e5re konstant. If\u00f8lge Damodaran vil den fremtidige markedsrisikopremien i Norge v\u00e5re 6,25% (Damodaran 3, 2016).

\u00c5r		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Markedsrisikopremie	<i>m_{rp}</i>	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625

Tabell 10.2 - Markedsrisikopremie etter skatt i perioden 2017-2028

10.1.3 \u00c5rlig egenkapitalbeta

Miller-Modigliani 1 fastsl\u00e5r at verdien av selskapet er uavhengig av kapitalstrukturen, gitt at selskapet ikke har store krisekostnader. Det inneb\u00e5rer at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden. Det vil ogs\u00e5 gjelde for fremtidsregnskapet, mens egenkapitalbetaen vil variere slik som i analyseperioden. I kapittel 7 beregnet vi at den justerte egenkapitalbetaen for Norwegian var 1,0025 og dermed en konstant netto driftsbeta p\u00e5 0,1766.

Egenkapitalbetaen i fremtidsregnskapet beregnes implisitt p\u00e5 samme m\u00e5te som tidligere, og

tabell 10.3 presenterer egenkapitalbetaen over budsjettperioden. Egenkapitalbetaen i *steady state* blir dermed 0,6893.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalbeta	β_{EK^*}	2.6639	1.5010	1.2756	1.1578	1.0609	0.9800	0.9114	0.8435	0.7858	0.7362	0.6893	0.6893
Egenkapitalvekt	$EK + MI_{IB}/NDK_{IB}$	0.0613	0.1096	0.1296	0.1434	0.1573	0.1711	0.1850	0.2010	0.2170	0.2330	0.2490	0.2490
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0.0140	0.0136	0.0130	0.0123	0.0115	0.0107	0.0098	0.0088	0.0077	0.0066	0.0066	0.0066
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG_{IB}/NDK_{IB}	0.9387	0.8904	0.8704	0.8566	0.8427	0.8289	0.8150	0.7990	0.7830	0.7670	0.7510	0.7510
Netto driftsbeta	β_{NDK}	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766	0.1766

Tabell 10.3 - Årlig egenkapitalbeta til Norwegian i perioden 2017-2028

10.1.4 Illikviditetspremie

Vi forutsetter at Norwegian-aksjen fortsatt vil være blant de mest omsatte aksjene på Oslo Børs fremover i tid og dermed at likviditetspremie vil være lik null også i fremtiden.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Hittil har vi beregnet de ulike faktorene som inngår i kapitalverdimodellen. Ifølge teorien kan man i tillegg ilegge en eierskatt, i form av utbytteskatt. Det vil være med på å øke kravene (Knivsflå, 2016). Størstedelen av Norwegian er eid av aksjeselskaper og institusjonelle investorer, og dermed vil ikke utbytteskatt være gjeldende for store deler av eierskapet. Samlet effektiv eierskatt vil dermed være marginal, og vil velger derfor å sette eierskatten til null.

Tabell 10.4 presenterer de ulike faktorene i fastsettelsen av egenkapitalkravet. Av tabellen ser vi at egenkapitalkravet synker over budsjettperioden fra 17,05 % til 6,37 %.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	rf	0.0041	0.0033	0.0040	0.0047	0.0053	0.0060	0.0097	0.0133	0.0170	0.0206	0.0206	0.0206
Egenkapitalbeta	β_{EK^*}	2.6639	1.5010	1.2756	1.1578	1.0609	0.9800	0.9114	0.8435	0.7858	0.7362	0.6893	0.6893
Markedsrisikopremie	mrp	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625
Illikviditetspremie	ilp_{MAJ}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Egenkapitalkrav	ekk	0.1705	0.0971	0.0837	0.0770	0.0716	0.0673	0.0666	0.0660	0.0661	0.0667	0.0637	0.0637

Tabell 10.4 – Egenkapitalkrav til Norwegian i perioden 2017-2028

10.2 Finansielle krav

De finansielle kravene tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet som ble presentert i kapittel 9. Vi vil benytte samme fremgangsmåte som i kapittel 7. Det finansielle gjeld – og eiendelskravet avhenger av kredittrisikopremien som igjen avhenger av syntetisk rating. Vi vil derfor måtte gjennomføre en syntetisk rating fremover i tid.

10.2.1 Syntetisk rating

Det er to problemstillinger som gjør seg gjeldende ved beregning av den syntetiske fremtidsratingen som ikke oppstod i kapittel 6 da vi brukte historiske tall.

Den første problemstillingen er i forhold til likviditetsgrad 1 som beregnes basert på omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Disse størrelsene vil ikke være oppgitt i fremtidsregnskapet, og vi kan følgelig ikke beregne likviditetsgrad 1 i budsjettperioden. Vi har dermed valgt å se bort ifra likviditetsgrad 1 ved beregning av syntetisk rating. Den andre problemstillingen er knyttet til den fremtidige rentedekningsgraden. Rentedekningsgraden vil bli justert for ett år for å unngå endogenitet, grunnet at netto finanskostnader baserer seg på fremtidsratingen. Netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent blir beregnet på samme måte som før.

Tabell 10.5 presenterer den syntetiske ratingen til Norwegian. Tabellen viser at Norwegian kommer til å oppnå en høyere syntetisk rating i fremtiden enn hva som er tilfellet i dag.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rentedekningsgrad	<i>rdk</i>	1.7306	2.6219	2.6003	2.5167	2.4053	2.2530	2.5479	2.2170	2.1749	2.1247	2.1581	2.1581
rdg rating		BB	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Egenkapitalprosent	<i>ekp</i>	0.0814	0.0963	0.1062	0.1160	0.1258	0.1355	0.1467	0.1579	0.1690	0.1800	0.1800	0.1800
ekp rating		CC	CC+	CCC	CCC	CCC	CCC+	CCC+	CCC+	CCC+	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0.0608	0.0859	0.0850	0.0829	0.0796	0.0750	0.0808	0.0855	0.0893	0.0920	0.0920	0.0920
ndr rating		BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittrating		BB-	BB+	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+

Tabell 10.5 - Syntetisk rating til Norwegian i perioden 2017-2028

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10.6 presenterer *finansielt gjeldskrav*. Kravet baserer seg på risikofri rente og kredittrisikopremie, som vi presenterte tidligere i kapittelet. Over budsjettperioden ser vi at kravet øker, dette har sammenheng med at den risikofrie renten øker til et normalnivå.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	<i>rf</i>	0.0041	0.0033	0.0040	0.0047	0.0053	0.0060	0.0097	0.0133	0.0170	0.0206	0.0206	0.0206
Kredittrisikopremie	<i>krp</i>	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0.0351	0.0343	0.0350	0.0357	0.0363	0.0370	0.0407	0.0443	0.0480	0.0516	0.0516	0.0516

Tabell 10.6 - Finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2017-2028

Videre kan vi implisitt beregne finansiell gjeldsbeta, og dette er vist i tabell 10.7.

Markedsrisikodelen til FG er holdt konstant, på samme måte som i kapittel 7.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kredittrisikopremie	<i>krp</i>	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310	0.0310
Markedsrisikodel FG	<i>mrd</i>	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324	0.0324
Markedsrisikopremie	<i>mrp</i>	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625	0.0625
Finansiell gjeldsbeta	<i>β_{FG}</i>	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161

Tabell 10.7 - Finansiell gjeldsbeta til Norwegian i perioden 2017-2028

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

I Tabell 10.8 presenteres finansielt eiendelskrav, og utregningene av de tre ulike kravene ble presentert i kapittel 7. Fremtidsregnskapet har ikke budsjettet de spesifikke finansielle eiendelene, og vi har dermed valgt å sette år 2026 lik det tidsvektede bransjesnittet i analyseperioden. Videre har vi forutsatt en lineær utvikling av vektene mot 2026. Det medfører at det finansielle eiendelskravet går fra 0,71 % til 2,68 % i *steady state*.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fordringskrav	<i>fk</i>	0.0141	0.0133	0.0140	0.0147	0.0153	0.0160	0.0197	0.0233	0.0270	0.0306	0.0306	0.0306
Fordringsvekt	<i>FOR_{IB}/FE_{IB}</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investeringskrav	<i>ik</i>	0.0666	0.0658	0.0665	0.0672	0.0678	0.0685	0.0722	0.0758	0.0795	0.0831	0.0831	0.0831
Investeringsvekt	<i>INV_{IB}/FE_{IB}</i>	0.0424	0.0475	0.0526	0.0577	0.0628	0.0679	0.0730	0.0781	0.0832	0.0883	0.0883	0.0883
Kontantkrav	<i>kk</i>	0.0041	0.0033	0.0040	0.0047	0.0053	0.0060	0.0097	0.0133	0.0170	0.0206	0.0206	0.0206
Kontantvekt	<i>KON_{IB}/FE_{IB}</i>	1.0589	1.0459	1.0329	1.0198	1.0068	0.9938	0.9807	0.9677	0.9546	0.9416	0.9416	0.9416
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0.0071	0.0066	0.0076	0.0086	0.0096	0.0106	0.0148	0.0188	0.0228	0.0268	0.0268	0.0268

Tabell 10.8 - Finansielt eiendelskrav til Norwegian i perioden 2017-2028

I Tabell 10.9 presenteres finansiell eiendelsbeta. For å kunne beregne denne har vi først regnet ut fordringsbetaen ved bruk av formelen under. Alle de tre faktorene er konstante over budsjettperioden, noe som medfører at også fordringsbetaen er konstant. Videre gjelder de samme forutsetningene på investerings- og kontantbetaen som tidligere, og dermed settes de til henholdsvis én og null.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp * mrd}{mrp}$$

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fordringsbeta	β_{FOR}	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092	0.0092
Fordringsvekt	FOR_{IB}/FE_{IB}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Investeringsbeta	β_{INV}	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Investeringsvekt	INV_{IB}/FE_{IB}	0.0424	0.0475	0.0526	0.0577	0.0628	0.0679	0.0730	0.0781	0.0832	0.0883	0.0883	0.0883
Kontantbeta	β_{KON}	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Kontantvekt	KON_{IB}/FE_{IB}	1.0589	1.0459	1.0329	1.0198	1.0068	0.9938	0.9807	0.9677	0.9546	0.9416	0.9416	0.9416
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0.0424	0.0475	0.0526	0.0577	0.0628	0.0679	0.0730	0.0781	0.0832	0.0883	0.0883	0.0883

Tabell 10.9 - Finansiell eiendelsbeta til Norwegian i perioden 2017-2028

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er presentert i tabell 10.10. Den er beregnet ved å vekte kravet til finansiell gjeld og -eiendeler med de tilhørende budsjetterte vektene. Netto finansielt gjeldskrav går fra 3,71 % til 5,49 % i *steady state*. Fordi vi bruker *inngående balanse* i utregning av vektene, vil vi ikke vil oppnå *steady state* før i år T+1. Det vil også gjelde for de fleste utregningene i resten av kapitlet. Vi vil derfor i all hovedsak presentere *steady state* som T+1.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldskrav	fgk	0.0351	0.0343	0.0350	0.0357	0.0363	0.0370	0.0407	0.0443	0.0480	0.0516	0.0516	0.0516
Finansiell gjeldsvekt	FG_{IB}/NFG_{IB}	1.0741	1.0781	1.0799	1.0857	1.0917	1.0979	1.1043	1.1108	1.1175	1.1245	1.1318	1.1318
Finansielt eiendelskrav	fek	0.0071	0.0066	0.0076	0.0086	0.0096	0.0106	0.0148	0.0188	0.0228	0.0268	0.0268	0.0268
Finansiell eiendelsvekt	FE_{IB}/NFG_{IB}	0.0741	0.0781	0.0799	0.0857	0.0917	0.0979	0.1043	0.1108	0.1175	0.1245	0.1318	0.1318
Netto finansielt gjeldskrav	$nfgk$	0.0371	0.0365	0.0372	0.0380	0.0388	0.0396	0.0434	0.0472	0.0509	0.0547	0.0549	0.0549

Tabell 10.10 - Netto finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2017-2028

Tabell 10.11 presenterer netto finansiell gjeldsbeta. Denne går fra 0,0141 til 0,0066 i *steady state*.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161	0.0161
Finansiell gjeldsvekt	FG_{IB}/NFG_{IB}	1.0741	1.0781	1.0799	1.0857	1.0917	1.0979	1.1043	1.1108	1.1175	1.1245	1.1318	1.1318
Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0.0424	0.0475	0.0526	0.0577	0.0628	0.0679	0.0730	0.0781	0.0832	0.0883	0.0883	0.0883
Finansiell eiendelsvekt	FE_{IB}/NFG_{IB}	0.0741	0.0781	0.0799	0.0857	0.0917	0.0979	0.1043	0.1108	0.1175	0.1245	0.1318	0.1318
Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0.0141	0.0136	0.0132	0.0125	0.0118	0.0110	0.0101	0.0092	0.0082	0.0071	0.0066	0.0066

Tabell 10.11 - Netto finansiell gjeldsbeta til Norwegian i perioden 2017-2028

10.3 Selskapskrav

Det finnes to målestokker for selskapskapitalen, netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Kravet til selskapskapitalen er det vektete kravet til de som finansierer selskaper. Netto driftskrav er dermed vektet avkastningskrav mellom egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Tabell 10.12 presenterer netto driftskrav, som viser at kravet har en økning fra 4,53 % til 5,71 % i *steady state*.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0.1705	0.0971	0.0837	0.0770	0.0716	0.0673	0.0666	0.0660	0.0661	0.0667	0.0637	0.0637
Egenkapitalvekt	EK_{IB}/NDK_{IB}	0.0613	0.1096	0.1296	0.1434	0.1573	0.1711	0.1850	0.2010	0.2170	0.2330	0.2490	0.2490
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Minoritetsvekt	MI_{IB}/NDK_{IB}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0.0371	0.0365	0.0372	0.0380	0.0388	0.0396	0.0434	0.0472	0.0509	0.0547	0.0549	0.0549
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG_{IB}/NDK_{IB}	0.9387	0.8904	0.8704	0.8566	0.8427	0.8289	0.8150	0.7990	0.7830	0.7670	0.7510	0.7510
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0.0453	0.0431	0.0432	0.0436	0.0440	0.0443	0.0477	0.0509	0.0542	0.0575	0.0571	0.0571

Tabell 10.12 - Netto driftskrav til Norwegian i perioden 2017-2028

Sysselsatt kapitalkrav er presentert i tabell 10.13, og fremkommer gjennom vektet avkastningskrav av egenkapital og finansiell gjeld. Dette kravet øker fra 4,28 % til 5,44 %.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0.1705	0.0971	0.0837	0.0770	0.0716	0.0673	0.0666	0.0660	0.0661	0.0667	0.0637	0.0637
Egenkapitalvekt	EK_{IB}/SSK_{IB}	0.0574	0.1025	0.1212	0.1336	0.1460	0.1583	0.1705	0.1847	0.1987	0.2127	0.2266	0.2266
Finansiell gjeldskrav	<i>fjk</i>	0.0351	0.0343	0.0350	0.0357	0.0363	0.0370	0.0407	0.0443	0.0480	0.0516	0.0516	0.0516
Finansiell gjeldsvekt	NFG_{IB}/SSK_{IB}	0.9426	0.8975	0.8788	0.8664	0.8540	0.8417	0.8295	0.8153	0.8013	0.7873	0.7734	0.7734
Sysselsatt kapitalkrav	<i>ssk</i>	0.0428	0.0408	0.0409	0.0412	0.0415	0.0418	0.0451	0.0483	0.0516	0.0548	0.0544	0.0544

Tabell 10.13 - Sysselsatt kapitalkrav til Norwegian i perioden 2017-2028

Vi har hittil i kapittelet beregnet alle de ulike fremtidskravene til Norwegian, og disse er oppsummert i tabell 10.14.

Oppsummering		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0.1705	0.0971	0.0837	0.0770	0.0716	0.0673	0.0666	0.0660	0.0661	0.0667	0.0637	0.0637
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0.0351	0.0343	0.0350	0.0357	0.0363	0.0370	0.0407	0.0443	0.0480	0.0516	0.0516	0.0516
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0.0071	0.0066	0.0076	0.0086	0.0096	0.0106	0.0148	0.0188	0.0228	0.0268	0.0268	0.0268
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0.0371	0.0365	0.0372	0.0380	0.0388	0.0396	0.0434	0.0472	0.0509	0.0547	0.0549	0.0549
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0.0453	0.0431	0.0432	0.0436	0.0440	0.0443	0.0477	0.0509	0.0542	0.0575	0.0571	0.0571
Sysselsatt kapitalkrav	<i>ssk</i>	0.0428	0.0408	0.0409	0.0412	0.0415	0.0418	0.0451	0.0483	0.0516	0.0548	0.0544	0.0544

Tabell 10.14 - Oppsummering fremtidskrav til Norwegian i perioden 2017-2028

10.4 Strategisk fordel

Fremtidsregnskapet som vi beregnet i kapittel 9 og fremtidskravene i dette kapitlet vil til sammen danne grunnlaget for Norwegian sin strategiske fordel i fremtiden. Nullhypotesen er at en virksomhet ikke klarer å ha noen varig strategisk fordel i *steady state*, fordi man forventer at konkurransen over tid medfører at egenkapitalrentabiliteten går mot egenkapitalkravet (Knivsflå, 2016). Vi må dermed avgjøre om denne nullhypotesen gjør seg gjeldende for Norwegian, eller om de faktisk greier å oppnå en varig strategisk fordel hvor egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet.

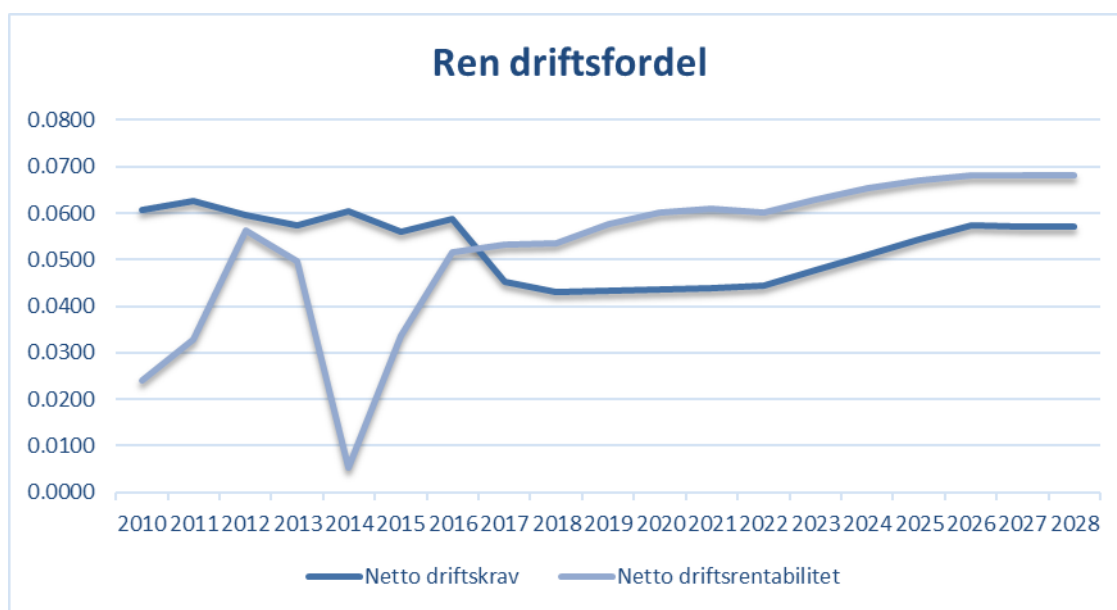
Tabell 10.15 presenterer Norwegian sin strategiske fordel. Denne er beregnet på tilsvarende måte som i kapittel 8, hvor vi dekomponerte den strategiske fordelene i drift og finansiering.

Den samlede driftsfordelen til Norwegian består av en ren driftsfordel og en gearingfordel drift. I tabellen ser vi at den går fra 13,03% til 4,37% i *steady state*. Netto finansiell gjeldsrente er satt lik netto finansielt gjeldskrav i fremtidsregnskapet. Følgelig eksisterer det ikke finansieringsfordel. Dermed vil Norwegian sin strategiske fordel være lik den samlede driftsfordelen på 4,37%. I analyseperioden har Norwegian hatt en driftsulempe i forhold til bransjen. Vi mener det er grunnlag for å anta at Norwegian sin driftsfordel vil øke fremover. Stor vekst og lave stordriftsfordeler sammenlignet med bransjen har gjort det vanskelig å levere resultater utover avkastningskravene når det gjelder drift. Vi tror at ettersom veksten til Norwegian avtar, vil konkurransefortrinnene komme tydeligere frem. Norwegian's midlertidige fortrinn når det gjelder for eksempel flyflåte er et relativt nytt fortrinn, som vi mener Norwegian vil merke mer fremover.

År		1 2017	2 2018	3 2019	4 2020	5 2021	6 2022	7 2023	8 2024	9 2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0.0533	0.0535	0.0576	0.0601	0.0609	0.0600	0.0629	0.0653	0.0669	0.0680	0.0680	0.0680
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0.0453	0.0431	0.0432	0.0436	0.0440	0.0443	0.0477	0.0509	0.0542	0.0575	0.0571	0.0571
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0.0080	0.0104	0.0144	0.0165	0.0169	0.0157	0.0153	0.0143	0.0127	0.0105	0.0109	0.0109
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0.1223	0.0844	0.0967	0.0984	0.0906	0.0759	0.0672	0.0569	0.0459	0.0345	0.0328	0.0328
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	0.1303	0.0947	0.1111	0.1149	0.1075	0.0916	0.0825	0.0712	0.0586	0.0450	0.0437	0.0437

Tabell 10.15 - Strategisk fordel til Norwegian i perioden 2017-2028

Figur 10.1 illustrerer differansen mellom *ndr* og *ndk* over analyse- og budsjettperioden, altså den rene driftsfordelen. Fra og med år 2026 vil driftsfordelen stabiliserer seg i *steady state*. På grunn av konjunkturer i økonomien som påvirker bransjen vil ikke *ndr* være stabil i fremtiden, men beregningen i *steady state* vil representere et gjennomsnitt.



Figur 10.1 - Utvikling i ren driftsfordel til Norwegian i analyse- og budsjettperioden

I tabell 10.16 presenteres også superrentabiliteten til Norwegian for budsjettperioden som er lik den strategiske fordel i tabell 10.15. Her ser vi at både egenkapitalkravet og egenkapitalrentabilitet synker over perioden.

År		1 2017	2 2018	3 2019	4 2020	5 2021	6 2022	7 2023	8 2024	9 2025	T 2026	T+1 2027	T+2 2028
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0.3009	0.1919	0.1949	0.1919	0.1791	0.1588	0.1491	0.1372	0.1247	0.1117	0.1075	0.1075
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0.1705	0.0971	0.0837	0.0770	0.0716	0.0673	0.0666	0.0660	0.0661	0.0667	0.0637	0.0637
Superrentabilitet	π	0.1303	0.0947	0.1111	0.1149	0.1075	0.0916	0.0825	0.0712	0.0586	0.0450	0.0437	0.0437

Tabell 10.16 - Superrentabilitet til Norwegian i perioden 2017-2028

11 Fundamental verddivurdering

Som diskutert i kapittel 3 har vi valgt å bruke fundamental verdsettelse som vår hovedteknikk. I de tidligere kapitlene har vi analysert de underliggende økonomiske forholdene i Norwegian, og utarbeidet et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav for budsjettperioden. Videre i oppgaven vil vi bruke vårt produserte tallmateriale sammen med en kvalitativ vurdering til å gi et estimat på Norwegian sin egenkapitalverdi, og tilhørende verdiestimat per aksje. Det er i hovedsak to ulike modeller innenfor fundamental verdsettelse som brukes til å estimere egenkapitalverdien til en virksomhet. Egenkapitalverdien kan estimeres direkte gjennom bruk av egenkapitalmetoden, eller indirekte ved bruk av selskapskapitalmetoden.

I kapittel 10 kom vi frem til fremtidskrav for budsjettperioden med utgangspunkt i budsjetterte vekter. Disse kravene vil ikke være endelige. Derfor vil heller ikke de tre metodene gi samme egenkapitalverdi ved første verdiestimat. Vi utfører derfor en konvergeringsprosess hvor vektene til de ulike kravene blir endret. Etter denne konvergeringsprosessen ender vi opp med et estimat på egenkapitalverdien som er likt for alle de tre metodene. Vi vil deretter ta hensyn til konkursrisikoen til Norwegian, slik at vi får et endelig verdiestimat. Avslutningsvis vil vi gjennomføre en Monte Carlo-simulering ved hjelp av tilleggsprogrammet «Crystal Ball», som blant annet tar høyde for usikkerhet i budsjettdriverne til fremtidsregnskapet.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden vurderer egenkapitalen direkte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med egenkapitalkravet. Videre kan egenkapitalverdien fastsettes gjennom fire ulike modeller: *utbyttmodellen*, *frikontantstrøm-modellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. De fire modellene vil gi sammenfallende verdiestimer i de enkelte stegene under konvergeringsprosessen ved konsistent bruk (Knivsflå, 2016). Egenkapitalverdien blir beregnet etter Knivsflå (2016) sine formler for alle metodene.

11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

I fri kontantstrøm-modellen beregner vi verdien av egenkapitalen ved å neddiskontere verdien av den fremtidige kontantstrømmen med egenkapitalkravet. I *steady state* forutsettes det at virksomheten har en konstant vekst. Den konstante veksten til Norwegian har vi satt til 3,46%. Egenkapitalverdien beregnes ved følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen

ekv = egenkapitelvekst

ekk = egenkapitalkrav

T = 2026 (budsjetthorisont)

11.1.2 Utbyttmodellen

I utbyttmodellen beregner man verdien på egenkapitalen ved å ta nåverdien av forventet fremtidig utbytte. Siden netto betalt utbytte er budsjettert lik fri kontantstrøm til egenkapitalen, er utbyttmodellen i prinsippet lik fri kontantstrøm-modellen.

Egenkapitalverdien beregnes dermed ut ifra samme formel som i avsnittet over. Eneste forskjell er at *FKE* byttes ut med *NBU*, men disse er som nevnt like.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

NBU = Netto betalt utbytte

11.1.3 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen beregnes egenkapitalen ved å ta den balanseførte verdien av dagnes egenkapital, og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

SPE = Superprofitt til egenkapital

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen beregner verdien av egenkapitalen ved å ta den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til EK tillagt nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst i denne modellen vil kun være positiv superprofittvekst, modellen gir altså kun verdi når veksten er lønnsom slik at vi får økt superprofitt.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek k_1} + \frac{1}{ek k_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ek k_1) * \dots * (1 + ek k_{T+1}) * (ek k - ek v)}$$

$\Delta SPE = \text{superprofittvekst til egenkapitalen}$

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden vurderer som nevnt tidligere egenkapitalen indirekte. Det skjer gjennom at man beregner verdien på hele selskapet, for deretter å trekke ut gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Det gjøres ved å ta utgangspunkt i enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. De samme fire modellene som ble nevnt under egenkapitalmetoden kan brukes til å fastsette egenkapitalverdien. Forskjellen fra egenkapitalmetoden er at egenkapitalkravet blir byttet ut med netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

I netto driftskapitalmetoden er verdien av egenkapitalen verdien av netto driftskapital fratrukket verdien av netto finansielle gjeld og minoritetsinteresser. Netto driftskapitalkrav brukes som diskonteringsfaktor. Beregningene tar utgangspunkt i at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi slik at $nfgr$ er lik $ngfk$.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

$VNDK = \text{Verdien til netto driftskapital}$

$VNFG = \text{Verdien til netto finansiell gjeld}$

$VMI = \text{Verdien til minoritetsinteresser}$

11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden beregner verdien av egenkapitalen som verdien av sysselsatt kapital fratrukket finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Sysselsatt kapitalkrav brukes som diskonteringsfaktor. Her tar beregningene utgangspunkt i at finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, slik at fgr er lik fgk , på samme måte som i netto driftskapitalmetoden.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

$$VSSK = \text{Verdien til sysselsatt kapital}$$

$$VFG = \text{Verdien til finansiell gjeld}$$

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Det første verdiestimatet på egenkapitalverdien til Norwegian estimeres gjennom bruk av budsjetterte vekter. Av tabellene nedenfor ser vi at de tre metodene i første omgang gir ulike verdiestimat, men de ulike modellene innenfor hver av metodene gir like verdiestimat, noe som tyder på konsistent bruk.

Egenkapitalmetoden

NBU- og FKE-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FKE/NBU		-1,725,954	576,128	934,195	926,011	869,610	940,599	803,198	742,948	676,662	77,224	591,013	608,614
/ Diskonteringsfaktor		1.171	1.284	1.392	1.499	1.606	1.714	1.829	1.949	2.078	2.217	2.358	2.508
= Nåverdien fra 1 til T+1	2,784,587	-1,474,483	448,613	671,236	617,774	541,362	548,652	439,240	381,120	325,596	34,837	250,640	242,642
+ Nåverdi horisontverdien T+2	7,603,903												
= Verdien av egenkapital, VEK	10,388,490												

Tabell 11.1 - Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – EK-metoden

SPE-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balanseført egenkapital	2,746,100												
+ Superprofitt til EK		357,822	501,915	637,827	680,435	659,064	582,579	530,703	468,768	395,294	311,187	332,751	342,661
/ Diskonteringsfaktor		1.171	1.284	1.392	1.499	1.606	1.714	1.829	1.949	2.078	2.217	2.358	2.508
= Nåverdien 1 til T+1	3,361,249	305,687	390,826	458,291	453,942	410,289	339,819	290,222	240,471	190,208	140,380	141,115	136,612
+ Horisontverdien fra T+2	4,281,141												
= Verdien av egenkapital, VEK	10,388,490												

Tabell 11.2 - Superprofittmodellen – EK-metoden

Endring SPE-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoreultat i år 1		826,165												
Kapitalisert verdi	4,844,161													
Superprofittvekst til EK			177,681	187,019	101,695	39,455	-20,103	-171	-15,982	-34,745	-53,797	54,980	44,321	45,641
/ Diskonteringsfaktor			1.171	1.284	1.392	1.499	1.606	1.714	1.829	1.949	2.078	2.217	2.358	2.508
= Nåverdien år 2 til T+2	375,346		151,793	145,626	73,070	26,322	-12,515	-100	-8,740	-17,823	-25,886	24,802	18,796	18,196
+ Kapitalisert verdi	2,200,816													
Horisontverdien T+3	570,232													
+ Kapitalisert verdi	3,343,513													
= Verdien av egenkapital, VEK	10,388,490													

Tabell 11.3 - Superprofittvekstmodellen – EK-metoden

Selskapskapitalmetoden – Netto driftskapitalmetoden

FKD-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FKD		1,194,448	6,650,591	5,545,446	4,777,754	4,192,084	4,636,385	4,179,335	3,813,758	3,510,605	1,134,072	1,167,845	1,202,624
/ Diskonteringsfaktor		1.045	1.090	1.138	1.187	1.239	1.294	1.356	1.425	1.502	1.589	1.679	1.775
= Nåverdien fra 1 til T+1	30,326,616	1,142,672	6,099,260	4,875,092	4,024,799	3,382,744	3,582,463	3,082,361	2,676,383	2,336,913	713,864	695,408	677,430
+ Horisontverdien fra T+2	26,202,977												
= Verdien av NDK VNDK	56,529,594												
- Netto finansiell gjeld	42,021,488												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdien av egenkapital, VEK	14,508,105												

Tabell 11.4 - Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – NDK-metoden

SPD-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balansført NDK	44,767,588												
+ Superprofitt fra NDK		357,822	501,915	637,827	680,435	659,064	582,579	530,703	468,768	395,294	311,187	332,751	342,661
/ Diskonteringsfaktor		1.045	1.090	1.138	1.187	1.239	1.294	1.356	1.425	1.502	1.589	1.679	1.775
= Nåverdi fra 1 til T+1	4,296,050	342,311	460,306	560,724	573,201	531,822	450,150	391,406	328,968	263,137	195,883	198,141	193,019
+ Horisontverdien fra T+2	7,465,956												
= Verdien av NDK, VNDK	56,529,594												
- Netto finansiell gjeld	42,021,488												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdien av egenkapital, VEK	14,508,105												

Tabell 11.5 - Superprofittmodellen – NDK-metoden

Endring SPD-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoreultat fra NDE		2,386,305												
Kapitalisert NDR i år 1	52,664,527													
Superprofittvekst NDK			145,144	137,199	43,737	-20,514	-75,936	-53,073	-64,449	-76,817	-87,697	17,850	6,085	6,266
/ Diskonteringsfaktor			1.045	1.090	1.138	1.187	1.239	1.294	1.356	1.425	1.502	1.589	1.679	1.775
= Nåverdi fra 2 til T+2	38,603		138,853	125,825	38,450	-17,281	-61,276	-41,008	-47,533	-53,908	-58,378	11,236	3,623	3,530
+ Kapitalisert verdi av endring SPE	851,951													
Horisontverdien fra T+3	136,529													
+ Kapitalisert horisont	3,013,115													
= Verdien av NDK, VNDK	56,529,594													
- Netto finansiell gjeld	42,021,488													
- Minoritetsinteresser	-													
= Verdien av egenkapital, VEK	14,508,105													

Tabell 11.6 - Superprofittvekstmodellen – NDK-metoden

Selskapskapitalmetoden – Sysselsatt kapitalmetoden

FKS-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fri kontantstrøm til SSK		1,421,443	6,955,531	5,618,137	4,822,401	4,218,460	4,729,680	4,277,457	3,907,735	3,603,513	1,018,619	1,158,765	1,193,273
/ Diskonteringsfaktor		1.049	1.093	1.138	1.186	1.235	1.288	1.346	1.412	1.485	1.566	1.652	1.741
= Nåverdien fra 1 til T+1	30,824,704	1,355,126	6,364,203	4,935,679	4,067,005	3,414,511	3,673,405	3,177,713	2,768,390	2,427,060	650,274	701,590	685,223
+ Horisontverdien fra T+2	29,372,438												
= Verdien av SSK	60,197,142												
- Finansiell gjeld	45,136,610												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdien av egenkapital, VEK	15,060,532												

Tabell 11.7 - Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – SSK-metoden

SPS-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balansført SSK	47,882,710												
+ Superprofitt til SSK		65,195	441,176	609,045	657,737	640,830	567,739	516,844	457,873	386,700	304,412	332,751	342,661
/ Diskonteringsfaktor		1.049	1.093	1.138	1.186	1.235	1.288	1.346	1.412	1.485	1.566	1.652	1.741
= Nåverdi fra 1 til T+1	3,879,830	62,153	403,669	535,061	554,707	518,702	440,946	383,962	324,375	260,452	194,333	201,469	196,769
+ Horisontverdi fra T+2	8,434,602												
= Verdien av SSK	60,197,142												
- Finansiell gjeld	45,136,610												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdien av egenkapital, VEK	15,060,532												

Tabell 11.8 - Superprofittmodellen – SSK-metoden

Endring SPS-modellen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoreultat til SSK		2,408,474												
Kapitalisert NRS i år 1	49,214,901													
Superprofittvekst til SSK			378,951	172,218	53,261	-12,593	-69,403	-49,176	-58,842	-72,238	-84,048	26,622	8,142	8,384
/ Diskonteringsfaktor			1.049	1.093	1.138	1.186	1.235	1.288	1.346	1.412	1.485	1.566	1.652	1.741
= Nåverdi fra 2 til T+2	331,075		361,271	157,577	46,792	-10,621	-56,176	-38,194	-43,714	-51,177	-56,609	16,995	4,929	4,814
+ Kapitalisert verdi endring SPS	6,765,197													
Horisontverdi fra T+3	206,373													
+ Kapitalisert horisont	4,217,044													
= Verdien av SSK	60,197,142													
- Finansiell gjeld	45,136,610													
- Minoritetsinteresser	-													
= Verdien av egenkapital, VEK	15,060,532													

Tabell 11.9 - Superprofittvekstmodellen – SSK-metoden

Oppsummering – første verdiestimat

Resultatene fra første verdiestimat for de ulike metodene er oppsummert i tabell 11.10 under. Verdien kan videre deles på antall aksjer for å finne verdiestimatet per aksje. Antall utestående aksjer hos Norwegian er 35 759 639. Basert på det gjennomsnittlige verdiestimatet til egenkapitalen på kr 13 319 043 vil verdiestimatet per aksje være **kr 372,46**.

Verdien av egenkapitalen	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	10,388,490	10,388,490	10,388,490	10,388,490
NDK-metode	14,508,105	14,508,105	14,508,105	14,508,105
SSK-metode	15,060,532	15,060,532	15,060,532	15,060,532
Gjennomsnitt	13,319,043	13,319,043	13,319,043	13,319,043

Tabell 11.10 - Oppsummering av første verdiestimat til Norwegian

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Første verdiestimat benytter som tidligere nevnt budsjetterte vekter. Det vil gi feil verdiestimat, da de budsjetterte vektene avviker fra de virkelige vektene. Vi vil derfor videre bruke en konvergeringsprosess som sekvensielt justerer vektene mot virkelig verdi for å beregne egenkapitalen til Norwegian. Denne konvergeringsprosessen består av følgende tre steg (Knivsflå, 2016):

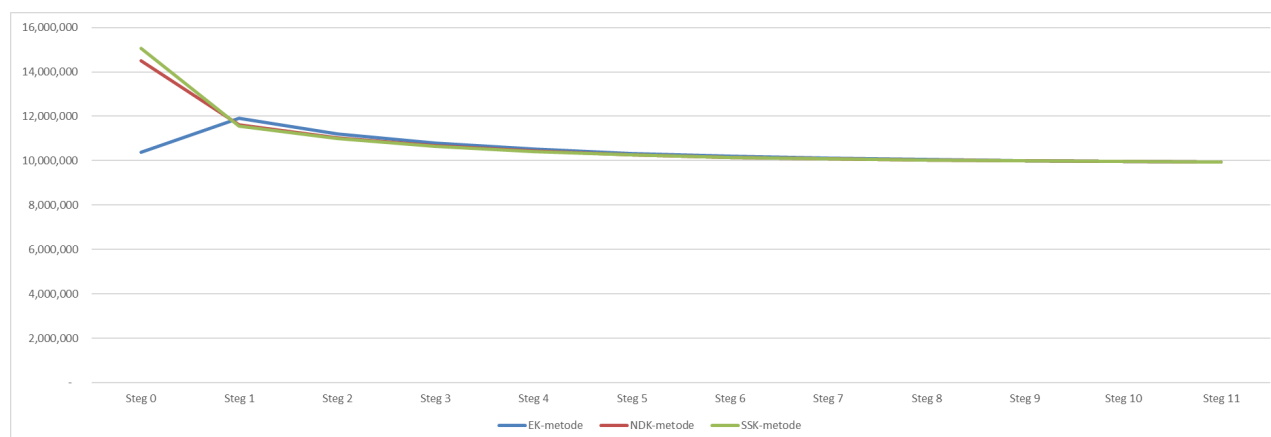
1. Benytte det gjennomsnittlige verdiestimatet på egenkapitalen fra forrige steg (n-1) til å beregne nye verdivekter, samt egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalkrav.
2. Beregne nytt verdiestimat på egenkapitalen ut i fra de oppdaterte verdivektene og kravene.
3. Gjennomføre punkt 1 og 2 helt til man har konvergert til ett felles verdiestimat.

Konvergeringsprosessen fremkommer av figur 11.1 og tabell 11.11. Av tabellen ser vi at det gjennomsnittlige avviket i steg 0 er 14,68 %, mens det allerede fra steg 1 kun er et avvik på 1,19 %. Vi ser dermed at de tre ulike metodene allerede fra steg 1 er nokså sammenfallende. Vi gjennomfører likevel flere steg da vi ønsker å få et avvik som er så lite som mulig. Endelig verdiestimat ut ifra konvergeringsprosessen settes derfor til kr 9 963 498, men dette

verdiestimatet tar ikke høyde for usikkerhetsmomenter, som vi kommer nærmere tilbake til senere i kapitlet.

Verdiestimatet per aksje blir dermed kr 278,66

Konvergeringsprosess



Figur 11.1 - Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11

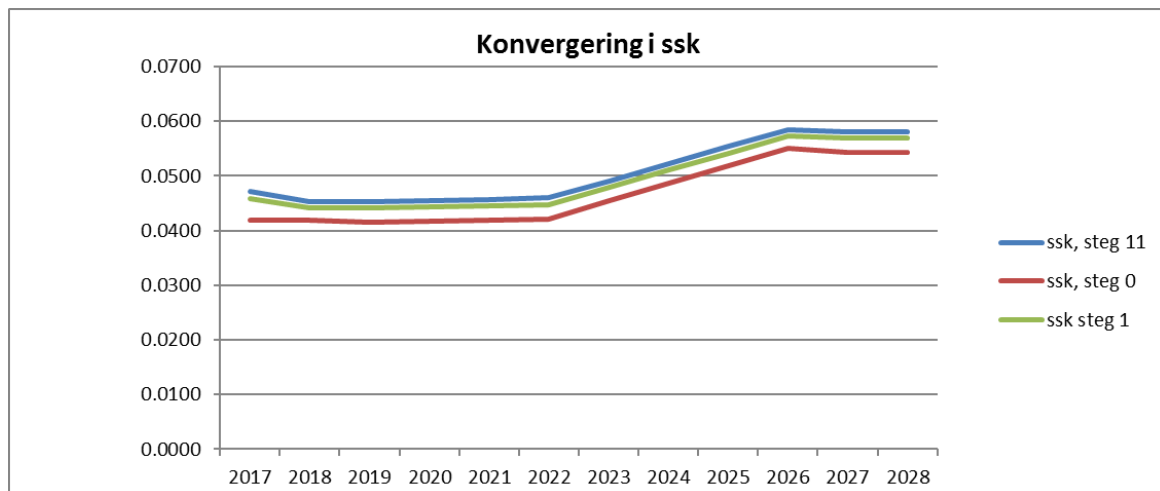
Steg	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10	Steg 11
EK-metode	10,388,490	11,894,785	11,191,038	10,783,930	10,511,669	10,324,802	10,195,583	10,105,845	10,043,342	9,999,721	9,969,233	9,963,499
NDK-metode	14,508,105	11,620,688	11,032,818	10,674,223	10,433,917	10,269,817	10,156,807	10,078,550	10,024,153	9,986,241	9,959,769	9,963,521
SSK-metode	15,060,532	11,543,356	10,984,349	10,641,306	10,411,232	10,254,094	10,145,870	10,070,924	10,018,826	9,982,515	9,957,162	9,963,473
Gjennomsnitt	13,319,043	11,686,276	11,069,402	10,699,820	10,452,273	10,282,904	10,166,087	10,085,106	10,028,774	9,989,492	9,962,055	9,963,498
Avvik i %	14.668 %	1.189 %	0.733 %	0.524 %	0.379 %	0.272 %	0.193 %	0.137 %	0.097 %	0.068 %	0.048 %	0.000 %

Tabell 11.11 - Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11 med %-vis avvik

Som man kan se av både grafen og tabellen gir EK-metoden i steg 0 et verdiestimat som er nærmere det vi ender opp med i steg 11, enn det som NDK- og SSK-metoden gav. Av grafen ser man at SSK-metoden og NDK-metoden stort sett sammenfaller gjennom hele prosessen. SSK-metoden og NDK-metoden gir i steg 0 et for høyt verdiestimat på egenkapitalen, før metoden i steg 2 gir et nokså riktig estimat.

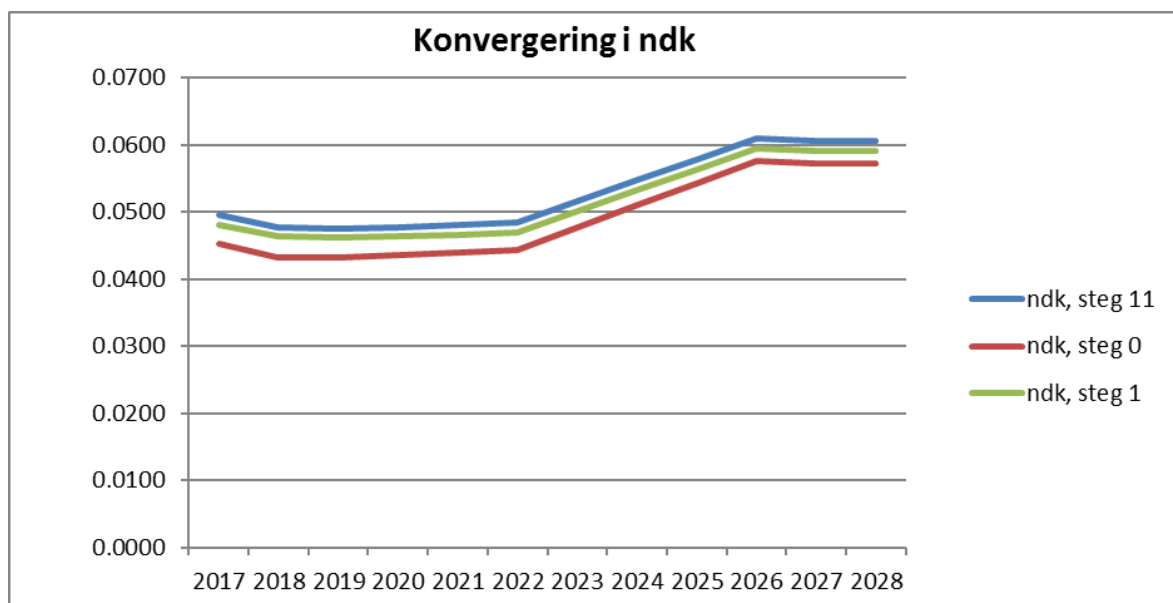
Utviklingen i konvergeringsprosessen henger sammen med utviklingen til *ekk*, *ssk*, og *ndk*. Nåverdien av egenkapitalen fra 1 til $T+1$ endres relativt lite gjennom stegene, mens nåverdien av horisontverdien fra $T+2$ får en større endring når kravene endres. Derfor er differansen i kravet mellom steg 0 og steg 11 i år 2028 ($T+2$) den viktigste faktoren til de varierende verdiestimatene.

Figur 11.2 viser at *ssk* er lavere i steg 0 enn i steg 11. Det underbygger det faktum at *nåverdien av horisontverdien fra T+2* er for høyt i steg 0, og derfor gir et for høyt verdiestimat. Etter steg 0 øker kravet, og vi får dermed et lavere verdiestimat. Differansen mellom *ssk* i steg 1 og steg 11 er liten, og dette medfører at SSK-metoden gir et nokså brukbart verdiestimat allerede fra steg 1.



Figur 11.2- Konvergering i ssk fra steg 0 til steg 11

Figur 11.3 illustrerer at *ndk* er lavere i steg 0 enn i steg 11, noe som medfører at *nåverdien av horisontverdien fra T+2* i steg 0 er for høy, og følgelig får vi et for høyt verdiestimat. I steg 1 øker kravet og vi får et lavere verdiestimat.



Figur 11.3 - Konvergering i ndk fra steg 0 til steg 11

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet som ble presentert over er basert på forventet utvikling i de ulike budsjettdriverne, noe som gir et *punkttestimat* for forventet aksjeverdi til Norwegian. Det foreligger imidlertid betydelig usikkerhet med tanke på utviklingen til de ulike budsjettdriverne, og dermed også i verdiestimatet. Vi vil nå først se på konkurrisikoen i Norwegian, og senere tallfeste usikkerheten i budsjettdriverne for å se hvordan potensielle endringer påvirker verdiestimatet. Vi vil benytte oss av verktøyet Crystall Ball, som er et tilleggsprogram i Excel, for å simulere mulige scenarier.

11.5.1 Konkursrisiko

I kapittel 6 og 7 kom vi frem til en snitt ratingkarakter på B, etter å ha sett bort ifra den dårlige ratingen i 2014 og 2015. En ratingkarakter lik B tilsier en konkurssannsynlighet på 4,93 % i løpet av de neste 12 månedene. Den syntetiske ratingen for fremtidsregnskapet gav oss en ratingkarakter på BB, dette gir en konkurssannsynlighet på 1%. Fremtidsregnskapet er utarbeidet under forutsetning om *fortsatt drift*. Det medfører at konkurrisikoen ikke er bygget inn direkte. Spørsmålet blir da om konkurrisikoen er tilstrekkelig hensyntatt i den fundamentale verdsettelsen. For å ta bedre hensyn til konkurrisikoen kan man utføre en nedjustering av verdiestimatet basert på følgende formel:

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

$$p = \text{konkurssannsynlighet}$$

$$\text{LVEK} = \text{likvidasjonsverdi av egenkapital}$$

Ved en konkurs vil typisk långivere slite med å få dekket alle sine krav, noe som medfører at aksjonærer sjelden sitter igjen med store verdier ved konkurs da de er «sist i køen» når det kommer til utdelinger. Likvidasjonsverdien blir dermed ofte null. Ved en ratingkarakter lik BB, og dermed 1 % konkurssannsynlighet, vil det nedjusterte fundamentale verdiestimatet bli følgende:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = k 278,66 * (1 - 0,01) = \mathbf{kr 275,83}$$

11.5.2 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

For å få frem usikkerheten i verdiestimatene vil vi bruke simuleringsanalyser, der budsjett-og verdidrivere gjøres om til stokastiske variabler (Knivsflå, 2016). Det fastsettes en sannsynlighetsfordeling for hver enkelt variabel, og i simuleringen fastsettes variablene tilfeldig innenfor de gitte forutsetningene. Vi vil også la visse drivere korrelere etter bestemte korrelasjonskoeffisienter. Fordelen med denne analysen er at man synliggjør usikkerheten knyttet til verdsettelsen, samt sensitiviteten til de ulike driverne. Simuleringen vår vil basere seg på det opprinnelige estimatet på kr 278,66 per aksje, og ikke det konkursjusterte estimatet.

11.5.2.1 Kritiske risikofaktorer

Det er blitt identifiserte følgende risikofaktorer som brukes i simuleringsanalysen:

- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Omløpshastighet til netto driftseiendeler
- Markedets risikopremie
- Egenkapitalbeta
- Langsiktig risikofri rente
- Langsiktig finansiell gearing

I fremtidsregnskapet som ble presentert i kapittel 9 foreligger det en lineær utvikling mellom de ulike budsjettpunktene. Ved å gjøre utvalgte budsjettpunkter stokastiske endres også de lineære sammenhengene.

Driftsinntektsvekst

På kort sikt har vi valgt å sette standardavviket likt det historiske standardavviket i analyseperioden. På mellomlang sikt forventer vi et høyere standardavvik enn på kort sikt. Årsaken til dette er at det er mindre usikkerhet på kort sikt, og de predikerte verdiene har derfor mer hold (Knivsflå, 2016). Vi skalerer derfor opp det korte standardavviket med en faktor på 1,33.

På lang sikt har vi forutsatt at den konstante veksten vil være 2,98%. Siden den langsiktige veksten er usikker setter vi en uniform sannsynlighetsfordeling mellom 2 % og 4 %, der øvre

grense er satt lavere enn egenkapitalkravet. En uniform fordeling innebærer at alle verdiene i intervallet [2 %;4 %] har lik sannsynlighet for å inntreffe.

Driftsinntektsveksten	År	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	19.81%	4.37%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	8.41%	4.37%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	6.42%	5.82%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2026	2.98%	U[2 %;4 %]	Uniformt fordelt

Tabell 11.12 - Driftsinntektsvekst i de ulike budsjettpunktene

Det kan videre argumenteres for at det foreligger en positiv korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien. Dersom den økonomiske veksten er høy, så vil kravet være høyt fordi alternativkostnaden er høy. Det innebærer at driftsinntektsveksten i *steady state* har en intuitiv sammenheng med avkastningskravene til egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Vi vil derfor la driftsinntektsveksten korrelere svakt med markedsrisikopremien i *steady state* med en korrelasjonskoeffisient lik 0,2. Det gir:

$$Kor(div, mrp) = 0,2$$

Netto driftsmargin

Vi benytter oss av historisk standardavvik på for alle budsjettpunktene utenom budsjettperiode T. I *steady state* vil usikkerheten være mindre, og vi benytter derfor et standardavvik på halvparten av det historiske snittet.

Netto driftsmargin	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	7.64%	2.60%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	7.64%	2.60%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	5.00%	2.60%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2026	4.00%	1.30%	Normalfordelt

Tabell 11.13 - Netto driftsmargin i de ulike budsjettpunktene

Virksomheter som har høy driftsmargin, tenderer ofte å ha lavt omløp på netto driftskapitalen. Det er derfor grunnlag for å tro at dersom en virksomhet øker marginen i fremtiden, så vil dette lett kunne skje på bekostning av omløpet (Knivsflå, 2016). Altså at det er en negativ korrelasjon mellom *ndm* og *onde*. I analyseperioden var korrelasjonen mellom *ndm* og *onde* - 0,77. Fremover forutsetter vi en korrelasjon lik -0,4 da -0,77 kan virke noe høyt. Det gir:

$$Kor(ndm, onde) = - 0,40$$

Videre så vil virksomheter med høy driftsmargin ha mulighet til å ta høyere finansiell risiko, og dermed ha høyere finansielle gearing (Knivsflå, 2016). Norwegian har over analyseperioden en positiv korrelasjonskoeffisient mellom *ndm* og *fgd* på 0,45. Vi forutsetter en litt svakere positiv sammenheng fremover, slik at:

$$Kor(ndm, fgd) = 0,10$$

Omløpet til netto driftseiendeler

I analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler hatt et standardavvik på 45 %. 2010 og 2016 skiller seg svært ut i forhold til de andre årene. Ser vi bort ifra disse årene får vi et standardavvik på 11,17 %. Vi forutsetter derfor at standardavviket på kort sikt er likt det historiske snittet sett bort ifra 2010 og 2016. På mellomlang sikt øker vi usikkerheten noe, og øker derfor standardavviket med 1,5 %, til 12,67 %. I *steady state* vil usikkerheten være mindre, og vi benytter derfor et standardavvik på halvparten av det justerte historiske snittet. Vi setter dermed standardavviket til 5,58 % i periode T.

Omløpet til netto driftseiendeler	År	Forventet "onde"	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	0.6500	11.17%	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2018	0.7000	11.17%	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	1.2000	12.67%	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2026	1.7000	5.58%	Normalfordelt

Tabell 11.14 - Omløpet til netto driftseiendeler i de ulike budsjettpunktene

Øvrige kritiske risikofaktorer

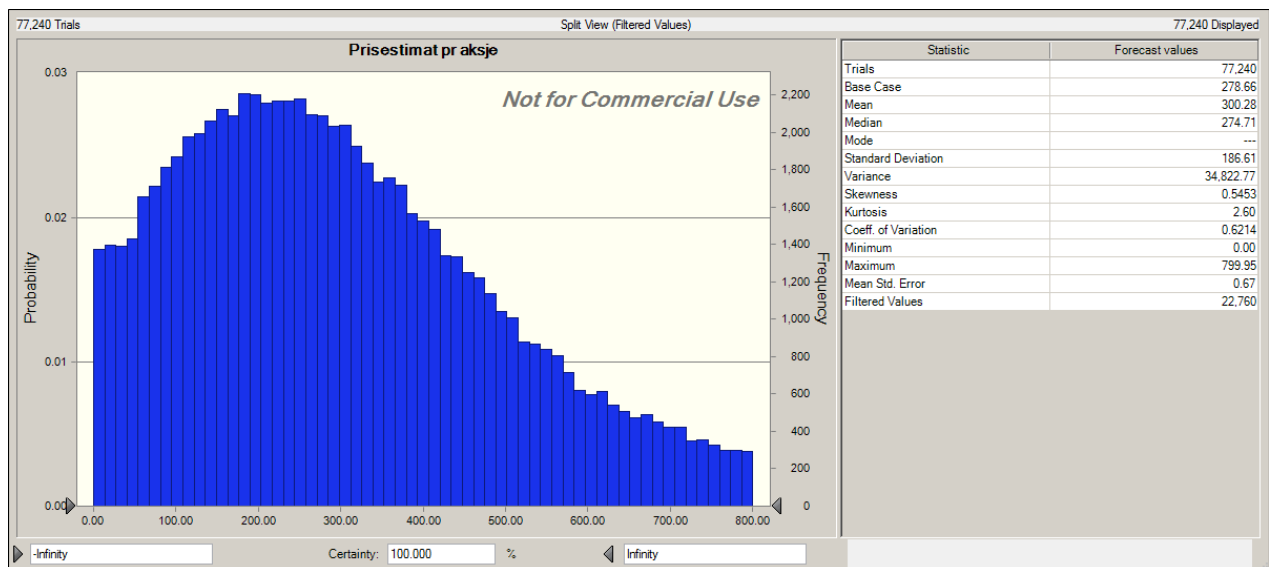
I tabell 11.15 presenteres de øvrige risikofaktorene og sannsynlighetsfordeling deres.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Markedets risikopremie	0.0625	U[5,625% ; 6,875%]	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	2.4180	5.00%	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	0.0206	U[1,6% ; 2,6%]	Uniformt fordelt
Langsiktig finansiell gearing	0.8500	U[83% ; 87%]	Uniformt fordelt

Tabell 11.15 - Øvrige risikofaktorer

11.5.2.2 Simuleringsanalyse

I figuren under fremkommer resultatet av en Monte Carlo-simulering, som er utført ved å benytte et tilleggsprogram i Excel, ved navn Crystal Ball. Vi har gjennomført 100 000 trekninger og satt et intervall for aksjeverdien på (0-800). Ved å sette et intervall for aksjeverdien fjerner vi urealistiske ekstremverdier, og får dermed en mer realistisk trekning. Nedre grense settes til 0, da dette er forventet verdi for aksjonærene ved en eventuell konkurs. Øvre grense er skjønnsmessig satt til 800. Intervallbegrensningen medfører at 22 760 trekninger filtreres ut. Resultatene fra simuleringen er presentert i figur 11.2



Figur 11.4 - Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje

Simuleringen viser et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 300,28, noe som er litt over det opprinnelige estimatet på kr 278,66. Videre har vi en topp rundt kr 200, samt en forskyvning mot høyre der den høyre halen er lengre enn den venstre. Det kan være med på å forklare hvorfor gjennomsnittsverdien er høyere enn det opprinnelige estimatet. Skewness-koeffisienten på 0,5453 underbygger forskyvningen, da null tilsvarer perfekt normalfordeling, mens en positiv verdi tilsier en opphopning i fordelingen til høyre haledel. Kurtosis-verdien forteller hvor tung halen til fordelingen er. En verdi på 2,6 tilsier at det er en del ekstremverdier som er fjernet fra simuleringen. Variasjonskoeffisienten representerer det årlige standardavviket i simuleringen. Det er et måletall på den årlige spredningen til standardavviket til verdiestimatet vektet mot det gjennomsnittlige. I distribusjonen til verdiestimatet på NOK 278,66 har variasjonskoeffisienten blitt målt til 62,14%.

Standardavviket i simuleringen er beregnet til 186,61 %, og det er dermed betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

Norwegian sin kortsiktige konkurssansynlighet er representert ved opphopingen i verdiestimatet på NOK 0. Fra figur 11.2 ser vi at den er beregnet til å være nærmere 2%. Noe som er litt høyere enn det en BB rating tilsier.

11.5.2.3 Original sensitivitetsanalyse

Ved å se nærmere på de ulike budsjettdrivers innvirkning på aksjekursen kan vi få en enda bedre forståelse av variasjonen i verdiestimatet. Simuleringen fra Crystal ball gis oss sensitivitetsanalysen som fremkommer av tabell 11.16, der de ulike budsjettdrivers bidrag til varians kommer frem.

Budsjettvariabler	Bidrag til varians
Netto driftsmargin M	31.21%
Netto driftsmargin T	12.70%
Markedsrisikopremie	12.37%
Onde T	12.35%
Risikofri rente T	11.81%
Netto driftsmargin (2018)	8.46%
Driftsinntektsvekst (T)	5.86%
Egenkapitalbeta	1.82%
Onde (2018)	1.20%
Onde M	1.11%
Netto driftsmargin (2017)	0.82%
Finansiell gjeldsdel	0.27%
Driftsinntektsvekst (2018)	0.01%
Driftsinntektsvekst (M)	0.01%
Driftsinntektsvekst (2017)	0.00%
Onde (2017)	0.00%

Tabell 11.16 - Forklaring av usikkerhet i simuleringen ved ulike budsjett drivere

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin i M og i *steady state* er de variabelen som bidrar mest til variansen. Det er ikke særlig overraskende, da netto driftsmargin er et mål på lønnsomheten. Dermed vil mesteparten av aksjens *oppsidepotensial* være avhengig av netto driftsmargin. Netto driftsmargin i periode T og M står for 43,91% av variasjonen i verdiestimatet. Analysen understreker derfor hvor viktig det er for Norwegian å opprettholde eller øke marginen.

Makroøkonomiske faktorer

De makroøkonomiske forholdene som risikofri rente og markedsrisikopremie påvirker verdiestimatet betydelig. Markedsrisikopremien utgjør 12,37% av variansen i verdiestimatet, mens risikofri rente utgjør 11,81%. Lavere rente og markedsrisikopremie øker aksjeverdien fordi avkastningskravet reduseres, mens høyere rente og markedsrisikopremie reduserer aksjeverdien fordi avkastningskravet øker.

Omløpet til netto driftseiendeler

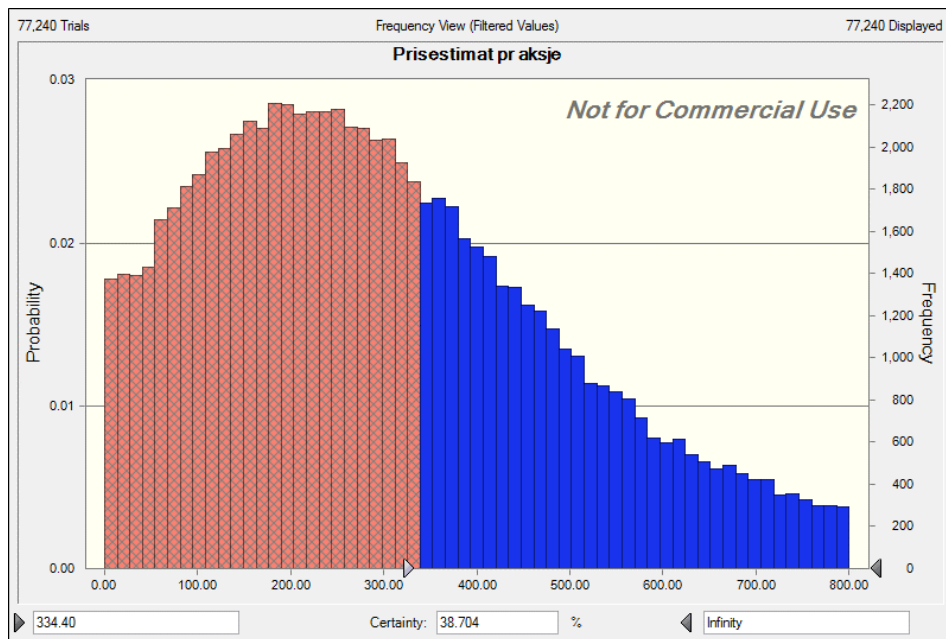
Omløpet til netto driftseiendeler påvirker også verdiestimatet i stor grad. *FE* og *FG* er beregnet ut i fra en prosentdel av *NDE*, og dermed vil *EK* regnes ut implisitt. Da omløpet påvirker *NDE*, vil det også påvirker de nevnte kapitalene. Omløpet til driftseiendelene i periode T utgjør 12,35% av variansen i verdiestimatet.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten i periode T utgjør bare 5,86% av variansen i verdiestimatet, noe som er overraskende. En grunn kan være at korrelasjonene som er lagt inn i modellen utjevner utslagene, i tillegg til at ekstremverdier er filtrert ut. Holder man alt annet likt, men kun endrer på driftsinntektsveksten i T ser vi at den har betydelig påvirkning på verdiestimatet.

11.5.2.4 Oppsidepotensial

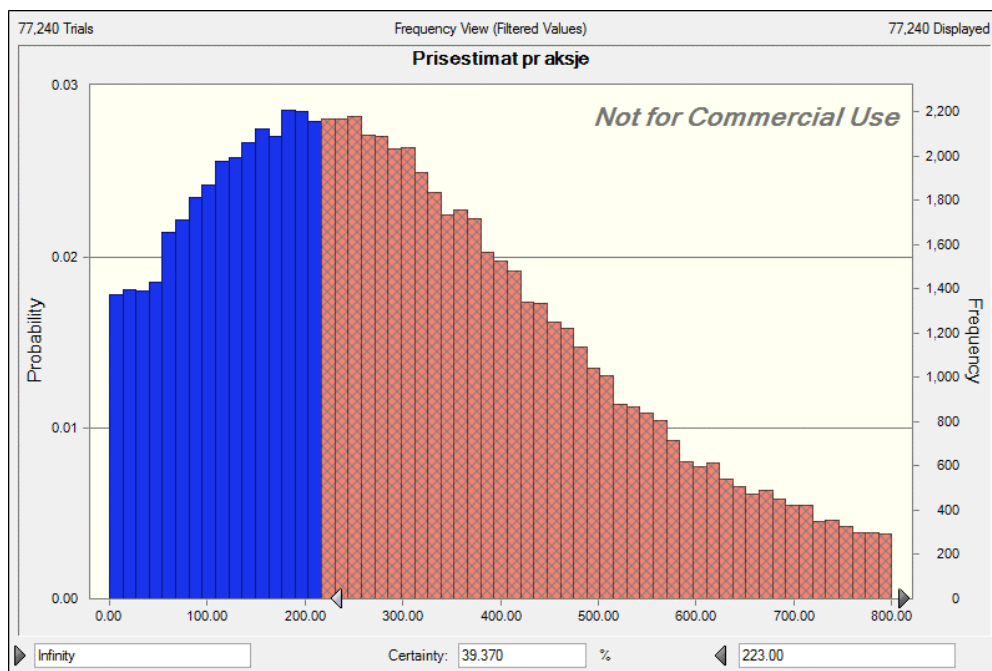
Oppsidepotensialet til aksjen representerer sannsynligheten for at aksjens verdi er minst 20 % høyere enn verdiestimatet. Nedre grense settes da i Norwegian sitt tilfelle til kr 334,40. Det blå område i figur 11.3 viser oppsidepotensialet for Norwegian aksjen. Sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn kr 334,40 er 38,70 %.



Figur 11.5 - Oppsidepotensialet til Norwegian ifølge Monte Carlo-simuleringen

11.5.2.5 Nedsiderisiko

Nedsiderisikoen er sannsynligheten for at aksjekursen skal bli 80% eller lavere av verdiestimatet. Øvre grense settes til kr 223. Det blå område i figur 11.4 viser nedsiderisikoen til Norwegian aksjen. Sannsynligheten for at verdiestimatet blir lavere enn kr 223 er 39,37 %.



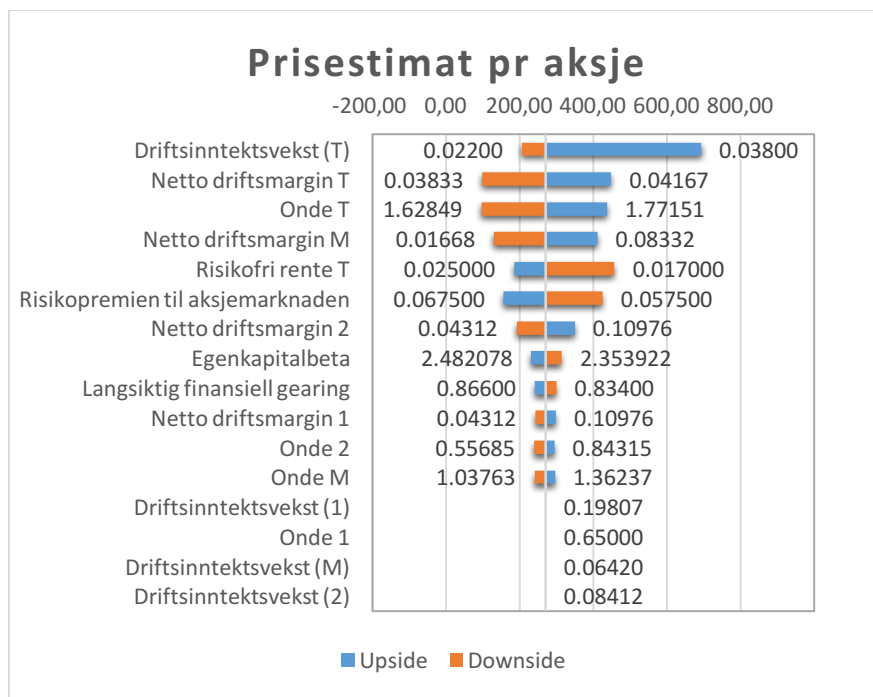
Figur 11.6 - Nedsiderisiko til Norwegian ifølge Monte Carlo-simuleringen

11.5.2.6 Oppsummering simuleringsanalyse

Simuleringen viser at det foreligger betydelig usikkerhet knyttet til variablene i verdsettelsen. Analysen vår viser at det er omtrent like stort oppsidepotensial som nedsiderisiko. Medianen i simuleringen var lavere enn gjennomsnittet, noe som forklares av kurtose-verdien som innebærer at simuleringen inneholder et stort antall ekstremverdier. Både krav knyttet til driften og eksterne faktorer, som markedsrisikopremie og risikofri rente, påvirker verdiestimatet i stor grad. Gjennomsnittlig verdi fra simuleringen er 21,62 kr høyere enn det fundamentale verdiestimatet på 278,66 kr per aksje. Samtidig er medianen lavere enn det fundamentale verdiestimatet. Vi velger derfor å beholde det opprinnelige estimatet fra den fundamentale verdsettelsen videre i oppgaven.

11.5.3 Tornadoanalyse

Figur 11.5 viser en Tornadoanalyse, som illustrerer sensitiviteten i budsjettdriverne. Budsjettdriverne som gir vårt opprinnelige estimat på 278,66 er representert ved den vertikale linjen i sensitivitetsanalysen. Figuren viser hvordan aksjekursen endrer seg ved endring i en av faktorene alt annet like.



Figur 11.7 - Tornadoanalyse av verdidriverne

Figur 11.5 viser at Norwegians aksjekurs er mest sensitiv til driftsinntektsveksten i T. Dersom driftsinntektsveksten i T er 3,80 % fremfor vårt anslag på 2,98% vil aksjekursen stige til over 600 kr. Dersom Norwegian bare oppnår en driftsinntektsvekst på 2,20% vil aksjen være verdt rundt kr 200. Verdiestimatet er derfor svært sensitiv for endringer i driveren, spesielt når vi overstiger *base case* på 2,98%. Driftsinntektsveksten på kort og mellomlang sikt har lite påvirkning på den fundamentale verdsettelsen.

Videre er Norwegian aksjen sensitiv for *ndm* i T og *onde* i T. Dersom *ndm* i T er 4,17% istedenfor vårt anslag på 4% vil aksjekursen stige til ca. 460. Dersom *ndm* blir 3,83% vil aksjekursen bli ca. 100. Dersom *onde* i T blir 1,77 fremfor vårt anslag på 1,70 vil aksjekursen stige til 444. Reduseres *onde* til 1,63 reduseres aksjeprisen til ca. 100.

Vi ser altså at de tre mest sensitive driverne er i periode T. Det er naturlig siden terminalverdien relativt sett utgjør en stor del av de neddiskonterte kontantstrømmene. I tillegg vil de stokastiske verdiene i periode T ha innvirkning på flere år enn de ulike verdiene tidligere i fremtidsregnskapet.

Risikofri rente og markedsrisikopremien har som sett tidligere også relativt stor påvirkning på verdiestimatet. Dersom risikofri rente i T økes til 2,50% fremfor vårt estimat på 2% vil aksjekursen reduseres til 184. Dersom renten derimot reduseres til 1,70% vil aksjekursen økes til ca. 450. Dersom markedsrisikopremien øker til 6,75% vil aksjekursen reduseres til 162, mens en reduksjon til 5,75% medfører en aksjepris på 436.

Faktorene som har størst betydning for Norwegians aksjepris er altså driftsinntektsveksten, *onde* og *ndm* i T, i tillegg til risikofri rente og markedsrisikopremien. Driverne på kort sikt er av mindre betydning.

11.6 Oppsummering verdiestimat

Etter å ha gjennomført konvergeringsprosessen i 11.4 kom vi frem til et endelig verdiestimat på kr 278,66 per aksje. Det er 4,5% høyere enn aksjekursen 29.11.2016 på 266,5, som er vårt beste estimat på aksjekursen 31.12.2016. Sensitivitetsanalysene viser oss hvor vanskelig det er å beregne verdien til et selskap basert på en fundamental verdsettelse, og faren ved å utelukkende basere seg på det første verdiestimatet. Norwegian har omtrent like stor oppsidepotensial som nedsiderisiko, noe som underbygger usikkerheten i estimatet ytterligere.

12 Komparativ verdivurdering

I kapittel 11 utførte vi en fundamental verdivurdering som kom frem til et verdiesimat på aksjene til Norwegian. Som et supplement til å vurdere resultatene fra den fundamentale verdsettelsen skal vi gjennomføre en komparativ verdivurdering. Den komparative verdivurderingen benytter komparative selskaper og multiplikatorer som gjør metoden mer fremtidsrettet enn den fundamentale verdsettelsen (Kaldestad og Møller, 2014).

En multiplikator er et forholdstall som regnes ut på bakgrunn av de komparative selskaperes aksjepris, og tallstørrelser fra resultatet eller balansen som blir multiplisert med den tilsvarende tallstørrelsen til selskapet som verdsettes (Damodaran, 2012). Siden modellen benytter prising som markedet har foretatt, skiller denne metoden seg ut fra inntjeningsbaserte metoder.

Det finnes noen svakheter ved denne metoden. For det første bygger den på en antakelse om at forholdet mellom virkelig verdi og multiplikator er lik for de komparative selskapene og for Norwegian (Kaldestad og Møller, 2014). Ifølge Penman (2013) bør man være kritisk til bruk av multiplikatorer, siden metoden ikke nødvendigvis bygger på fundamentale verdier. En annen svakhet er at multiplikatorene beregnes med utgangspunkt i markedsverdien før 31.12.2016, mens resultatstørrelsene er basert på vårt beste estimat 31.12.2016, noe som fører til at markedsverdien kan avvike fra den verdien våre beregninger har tatt utgangspunkt i.

12.1 Komparative virksomheter

De selskapene som utgjorde vår komparative bransje ved fundamental verdsettelse blir benyttet også ved den komparative verdivurderingen. Selv om metoden bygger på en antakelse om at gjennomsnittsvirksomheten i bransjen vil være rett priset mener vi at analysen vil ha en svakhet som følge av vårt utvalg av komparative selskaper. Dette fordi selskapene ikke er helt identiske, da SAS og Lufthansa kan kategoriseres som mer fullkostselskaper enn lavprisselskaper. Det at selskapene ikke er helt identiske kan indikere at ulike forhold ved de enkelte selskapene prises forskjellig. At aksjene til alle våre komparative selskaper handles på børs indikerer imidlertid at de handles med relativt høy frekvens, og det finnes et velfungerende marked og en virkelig verdi.

12.2 Multiplikatorer

Bruken av en multiplikator i verdsettelse vil ifølge Dyrnes (2009) innebære at man finner en verdi av verdsettelsesobjektet, som i dette tilfellet er aksjene ved å multiplisere en multiplikator med en tilhørende skaleringsfaktor, illustrert ved formelen under.

Verdigrunnet er ofte aksjeprisen, og skaleringsfaktor er ofte en kritisk ressurs, resultat-, balanse- eller kontantstrømstørrelse som driver verdien.

$$\text{Verdiestimat} = \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor}$$

$$\text{Komparativ multiplikator} = \frac{\text{Verdiestimat}}{\text{Skaleringsfaktor}}$$

Dyrnes (2009) har delt multiplikatorene inn i to hovedkategorier, egenkapital- og totalkapitalmultiplikatorer. Knivsflå (2016) omtaler metodene som egenkapital- og selskapskapitalmetode. Forskjellen er at ved selskapskapitalmetoden trekker man i fra netto finansiell gjeld (*NFG*) for å justere for kapitalstruktur ved beregning av verdien av egenkapitalen (*VEK*). Siden verdiestimer som beregnes ved egenkapitalmetoden ikke er justert for kapitalstruktur, bør man justere multiplikatoren for kapitalstrukturen (*unlevered* multiplikator) før man finner verdien av egenkapitalen.

$$\text{Egenkapitalmetode: } VEK = \text{multiplikator} * \text{basis}$$

$$\text{Selskapskapitalmetode: } VEK = \text{multiplikator} * \text{basis} - \text{NFG}$$

Både Dyrnes (2009) og Knivsflå (2016) anbefaler bruk av selskapskapitalmetoden, da man automatisk unngår feilkilden med å ikke justere for kapitalstruktur. I tillegg vil bruk av egenkapitalmetoden kunne gi svært ulike multiplikatorverdier for de ulike selskapene i den komparative bransjen når finansieringsstrukturen er ulik, og man på denne måten får med virkningen av finansiell *gearing* (ibid.).

Datagrunnet for utregning av multiplikatorer presenteres i tabell 12.1 og 12.2. Den første tabellen viser markedsverdien av Norwegian, og de komparative selskapene. Markedsverdien er beregnet ved å multiplisere selskapenes utestående aksjer per 29.11.2016 med den daglige sluttkursen for de noterte aksjene samme dagen, og valutakurser for de komparative

selskapene som er notert på utenlandske børser. På samme måte som i kapittel 7, er sluttkursen for de komparative selskapene hentet fra selskapenes hjemmehørende børs. Valutakursen for SEK og EUR den 29.11.2016 er hentet fra Norges Bank.

	Norwegian	SAS	Lufthansa	Ryanair
Aksjekurs 29.11.16	266,50	13,52	12,43	14,13
Valutamultiplikator	1,00	0,93	9,08	9,08
Aksjekurs (NOK)	266,50	12,56	112,82	128,25
Utestående aksjer (1000)	35 760	330 083	468 820	1 289 081
Markedsverdi EK	9 529 944	4 147 202	52 892 692	165 325 898

Tabell 12.1 – Markedsverdi av EK for Norwegian og de komparative selskapene per 29.11.16

	Norwegian	SAS	Lufthansa	Ryanair
Resultat				
Driftsinntekter (DI)	26 056 678	38 359 292	299 012 535	60 575 915
Driftsresultat før renter, skatt, avskr. (EBITA)	4 042 975	11 099 357	51 730 405	18 297 332
Driftsresultat før skatt (EBIT)	2 565 145	2 136 447	5 428 082	13 708 843
Netto driftsresultat (NDR)	2 255 369	1 337 679	4 978 071	11 927 872
Nettoresultat til egenkapital (NRE)	1 082 878	1 004 372	2 370 012	11 356 977
Balanse				
Kontanter	3 010 400	3 099 153	13 133 542	9 609 587
Egenkapital (EK)	2 746 100	5 086 483	33 160 329	34 735 698
Netto finansiell gjeld (NFG)	42 021 488	1 539 302	67 714 832	1 390 470
Netto driftskapital (NDK)	44 767 588	6 625 785	101 593 401	36 126 167

Tabell 12.2 – Omgrupperte og justerte regnskapstall for Norwegian og de komparative selskapene for 2016

12.2.1 Verdiestimat basert på P/B-multiplikator

Ifølge Damodaran (2012) er pris/bok forholdet mellom markedsverdien av en aksje og den bokførte verdien til egenkapitalen, gitt ved formelen under. Forholdet indikerer hvor mye investorer betaler for eierskap i selskapets egenkapital. Multiplikatoren er meget godt egnet til bruk i bransjer der det er store svingninger i resultatene, som er tilfelle i luftfartsbransjen.

$$\text{multiplikator}(m) = \frac{EK}{VEK}$$

$$VEK = m * EK$$

En svakhet ved multiplikatoren er at den avhenger av at regnskapsføringen skjer etter like regnskapsstandarder, men siden både Norwegian og de komparative selskapene følger IFRS-rapportering vil tallene i stor grad være sammenlignbare. Gitt at regnskapsføringen skjer etter like standarder i de ulike selskapene vil multiplikatoren gi god indikasjon på over- og underprising (Damodaran, 2012).

Ettersom P/B forholdet baserer seg på selskapenes kapitalstruktur, er det hensiktsmessig å justere for forskjellene i kapitalstruktur for å få mer sammenlignbare tall. Ifølge Knivsflå (2016) er det to måter å justere P/B forholdet for kapitalstruktur. Den første metoden er å beregne multiplikatoren med utgangspunktet i egenkapitalmetoden, og deretter justere multiplikatoren for kapitalstrukturen ved hjelp av fire trinn;

1. Beregne en P/B multiplikator for samtlige bedrifter i bransjen ved EK/VEK .
2. Beregne en tilhørende $VNDK/NDK$ -multiplikator for hver av selskapene under forutsetningen at NFG er lik 1. Der $VNDK$ står for markedsverdien av selskapets netto driftskapital, og NDK står for bokført netto driftskapital. Markedsverdien av selskapets netto driftskapital beregnes ved å ta markedsverdien av selskapets egenkapital og addere med balanseført NFG .
3. Finn $VNDK/NDK$ -multiplikator for bransjen ved bruk av gjennomsnitt, median eller verdivektet gjennomsnitt.
4. Regner ut det komparative pris/bok-forholdet for virksomheten som skal verdsettes ved hjelp av formelen under. Hvor store v står for virksomheten som skal verdsettes, og store b står for bransjen.

$$\frac{VEK}{EK_V} = \frac{VNDK}{NDK_B} + \left(\frac{VNDK}{NDK_B} - 1 \right) * nfgg_V$$

Ved bruk av metoden over fikk vi et verdiesimat for Norwegian på over 7000 kr, som er 26 ganger høyere enn aksjekursen 29.11.2016. Årsaken til dette er at selskapets *nfgg* er svært høy i 2016 og i gjennomsnitt over analyseperioden. Dermed er egenkapitalmetoden, og justering for kapitalstruktur gjennom multiplikator ikke en velegnet metode for beregning av verdiesimat for Norwegian. Videre vil vi beregne et verdiesimat for P/B basert på metode to, selskapskapitalmetoden.

Ved selskapskapitalmetoden benytter vi oss av Knivsflå (2016) sine formler som er gjengitt under, og beregningene av multiplikatoren er vist i tabell 12.3.

$$\text{multiplikator}(m) = \frac{VEK + NFG}{NDK}$$

$$VNDK = m * NDK - NFG$$

P/B-multiplikator	Norwegian	SAS	Lufthansa	Ryanair	Gjennomsnitt	Median
Aksjekurs (NOK)	266,50	12,56	112,82	128,25		
NDK	44767588,34	6625784,55	101593401,35	36126167,36		
NFG	42021488,34	1539301,95	67714831,75	1390469,60		
Bokførte aksjer	35 760	330 083	468 820	1 289 081		
Bokført EK	2 746 100	5 086 483	33 160 329	34 735 698		
Markedsverdi EK	9 529 943,79	4 147 202,06	52 892 691,99	165 325 897,98		
P/B-multiplikator	1,15	0,86	1,19	4,61	1,95	1,17

Tabell 12.3 – P/B-multiplikator

Av tabell 12.3 kan vi se at Ryanair har en betydelig større multiplikator enn de andre selskapene i den komparative bransjen. En høy P/B-multiplikator indikerer at investorer har høye forventninger om avkastning, og dette fører til høy markedsverdi på selskapets egenkapital. En multiplikatorverdi som er lavere enn 1, eksempelvis 0,86 for SAS, indikerer at investorer ikke har forventninger om overskudd.

Vi har valgt å benytte median som vårt beste estimat for multiplikator for bransjen. Årsaken er at median er mindre påvirket av ekstreme verdier enn gjennomsnittet. Som tabell 12.3 viste

hadde Ryanair en multiplikator som var mange ganger større enn multiplikatoren for de andre selskapene i den komparative bransjen. Et alternativ til gjennomsnitt og median ville vært å vekte multiplikatorene på selskapets størrelse etter driftsinntekter. Problemet her er imidlertid at ved å velge denne metoden vil over 70% av bransjen bestå av Lufthansa. Tabell 12.4 viser beregning av verdiestimat basert på bok/pris multiplikator, som er 288,80 kr per aksje.

Verdiestimat P/B	Gjennomsnitt	Median
Justert P/B Norwegian	1,95	1,17
NDK	44 767 588	44 767 588
NFG	42 021 488	42 021 488
VEK	45 407 028	10 327 351
Antall aksjer	35 760	35 760
Verdiestimat P/B Norwegian	1269,78	288,80

Tabell 12.4 – Verdiestimat for Norwegian basert på P/B multiplikator

12.2.2 Verdiestimat basert på P/E-multiplikator

Ifølge Dyrnes (2009) er pris/fortjeneste et forholdstall som forklarer forholdet mellom aksjekursen og nettoresultatet til egenkapitalen per aksje, gitt ved formelen under.

$$\text{multiplikator}(m) = \frac{VEK}{NRE}$$

$$VEK = m * NRE$$

P/E-multiplikator må på lik linje med P/B-multiplikatoren justeres for kapitalstruktur ved å justerer multiplikatoren i egenkapitalmetoden, eller ved å benytte selskapskapitalmetoden (Knivsflå, 2016). Som vi viste under beregningen av P/B verdiestimatet var det problematisk å benytte egenkapitalmetoden på grunn av Norwegians høye *nfgg*. Derfor velger vi å benytte oss av selskapskapitalmetoden også for verdiestimatet basert på P/E-multiplikatoren.

$$\text{multiplikator}(m) = \frac{VEK + NFG}{NDR}$$

$$VEK = m * NDR - NFG$$

At luftfartsbransjen er preget av konjunktursvingninger, og netto resultatet til egenkapitalen svinger mye fra år til år, kan også tale for bruk av selskapskapitalmetoden da netto driftsresultat ser ut til å være mer stabil enn nettoresultatet til egenkapitalen. Noe som fører til at vi kan anta at verdiestimatet blir mer pålitelig da den ikke er like sensitiv for unormale hendelser fra år til år.

P/E-multiplikator vektning	Norwegian 6,15 %	SAS 9,05 %	Lufthansa 70,52 %	Ryanair 14,29 %	Gjennomsnitt	Median	Vektet
Markedsverdi EK	9 529 944	4 147 202	52 892 692	165 325 898			
NFG	42 021 488	1 539 302	67 714 832	1 390 470			
NDR	2 255 369	1 337 679	4 978 071	11 927 872			
P/E-multiplikator	22,86	4,25	24,23	13,98	16,33	18,42	20,87

Tabell 12.5 – P/E-multiplikator

Som vi kan se av tabell 12.5 er det store svingninger i P/E-multiplikatoren for de ulike selskapene i den komparative bransjen. En høy P/E-multiplikator betyr at investorene har høye forventninger til vekst i fremtiden. Vår P/E-multiplikator for Norwegian er 22,86 som er noe høyere enn Damodaran (2015) sin "Forward PE" for 2016 for den europeiske luftfartsbransjen i gjennomsnitt. Dermed ser det ut som om Norwegians investorer har god tro på fremtidig vekst i selskapet.

Som vi ser får vi svært ulike verdiestimer ved å benytte gjennomsnitt, median og vektet gjennomsnitt for selskapenes andel av driftsinntekter i bransjen. Eneste metoden som gir et positivt verdiestimat er multiplikatoren som baserer seg på det vektete gjennomsnittet for bransjen. Årsaken til slike store svingninger i multiplikatoren kan ifølge Dyrnes (2009) forklares av svingninger i økonomien. Dermed kan det stilles spørsmål om multiplikatoren er lite egnet for selskaper som er notert på ulike børser, og dermed om verdiestimatet er lite pålitelig. Tabell 12.6 viser at verdiestimat for Norwegian basert på P/E-multiplikator er 141,28 kr.

Verdiestimat P/E	Gjennomsnitt	Median	Vektet
P/E-multiplikator	16,33	18,42	20,87
NDR	2 255 369	2 255 369	2 255 369
NFG	42 021 488	42 021 488	42 021 488
EK-verdi	-5 195 239	-484 077	5 052 076
Antall aksjer	35 760	35 760	35 760
Verdiestimat per aks	-145,28	-13,54	141,28

Tabell 12.6 – Verdiestimat for Norwegian basert på P/E-multiplikator

12.2.3 Verdiestimat basert på EV/Salg-multiplikator

Multiplikatoren estimert verdi(EV)/salg er ifølge Damodaran (2012) en mer robust utgave av inntektsmultiplikatoren pris/salg, og er gitt ved formelen under. EV/Salg multiplikatoren er bedre egnet til å sammenligne selskaper med forskjellige gjeldsgrader siden den tar hensyn til markedsverdien av selskapets gjeld. Vi setter markedsverdien av gjelden lik netto finansiell gjeld som er i tråd med Damodaran (2012) sin teori. Kontanter trekkes fra i telleren fordi det er renteinntekter som er grupperte som finansposter, og ikke tilknyttet selve driften, og fordi nevneren er driftsrelatert.

$$\text{multiplikator } m = \frac{VEK + NFG - \text{kotanter}}{DI}$$

$$VEK = \frac{m * DI - NFG}{\text{Antall aksjer}} = \frac{EV - NFG}{\text{Antall aksjer}}$$

Multiplikator EV/Salg	Norwegian	SAS	Lufthansa	Ryanair	Gjennomsnitt	Snitt lavpris
Markedsverdi EK	48 541 032	2 587 351	107 473 981	157 106 781		
Netto finansiell gjeld	42 021 488	1 539 302	67 714 832	1 390 470		
Kotanter	3 010 400	3 099 153	13 133 542	9 609 587		
EV	87 552 120	1 027 500	162 055 271	148 887 664		
Salg eller DI	26 056 678	38 359 292	299 012 535	60 575 915		
Multiplikator EV/Salg	1,86	0,07	0,36	2,59	1,22	2,23

Tabell 12.7 – EV/salg multiplikator

Tabell 12.7 viser utregningene av EV/salg-multiplikatoren. Som vi kan se av tabellen er det store variasjoner i denne multiplikatoren mellom de ulike selskapene. Lavprisselskapene, Norwegian og Ryanair, har en betydelig høyere multiplikator enn nettverksselskapene, SAS og Lufthansa. Ved å bruke en gjennomsnittlig multiplikatorverdi på 1,22 vil verdiestimatet være negativt, noe som ikke vil være sannsynlig. Damodaran (2015) har beregnet EV/salg-multiplikatoren til å være 1,01 for den europeiske luftfartsbransjen i 2015. Basert på våre tall som viser en tendens til at lavprisselskapene har betydelig høyere EV/salg-multiplikator enn nettverksselskapene velger vi å tro at dersom et bransjesnitt blir beregnet for kun lavprisselskaper vil tallet være noe høyere. For beregning av vårt verdiestimat har vi valgt å

basere multiplikatoren på 75% av gjennomsnittet for lavprisselskapene og 25% av gjennomsnittet for samtlige selskaper i den komparative bransjen.

Vårt beste estimat på EV/Salg-multiplikator er beregnet til å være 1,98 som er gitt ved formelen under. Som vist i tabell 12.8 er vårt verdiestimert basert på denne multiplikatoren lik 265 kr.

$$\text{Multiplikator} \frac{EV}{\text{salg}} = 0,75 * 2,33 + 0,25 * 1,22 = 1,98$$

Verdiestimert EV/Salg	Snitt lavpris
DI	26 056 678
Snitt multiplikator for lavprisselskap	1,98
EV	51 497 859
Netto finansiell gjeld	42 021 488
Verdi egenkapital	9 476 370
Antall aksjer	35 760
Verdiestimert EV/Salg	265,00

Tabell 12.8 – Verdiestimert for Norwegian basert på EV/Salg-multiplikator

12.2.4 Verdiestimert basert på EV/EBIT-multiplikator

EV/EBIT er et forholdstall mellom markedsverdien av selskapet (EV) og driftsresultatet (EBIT). Dyrnes (2009) hevder at ved å ta utgangspunkt i markedsverdien av driften i telleren som er uavhengig av finansieringsstruktur, vil man eliminere feilkilden med å ikke justere for kapitalstruktur. Generelt sett mener han også at EV-multiplikatorer er bedre enn P-multiplikatorer ved verdsettelse av selskaper da man også unngår å la multiplikatoren bli påvirket av i hvilken grad selskaper besitter finansielle eiendeler.

$$\text{multiplikator}(m) = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultatet før skatt}}$$

$$VEK = m * EBIT - NFG$$

EV/EBIT-multiplikator	Norwegian	SAS	Lufthansa	Ryanair	Vektet snitt
vektning	6,15 %	9,05 %	70,52 %	14,29 %	
Markedsverdi EK	9 529 944	4 147 202	52 892 692	165 325 898	
Netto finansiell gjeld	42 021 488	1 539 302	67 714 832	1 390 470	
Minoritetsinteresser			718 241		
Enterprise value	51 551 432	5 686 504	121 325 765	166 716 368	
EBIT	2 565 145	2 136 447	5 428 082	13 708 843	
EV/EBIT-multiplikator	20,10	2,66	22,35	12,16	18,98

Tabell 12.9 – EV/EBIT-multiplikator

Tabell 12.9 viser at EV/EBIT-multiplikatoren svinger mye mellom de ulike selskapene. Norwegian er en av to selskaper i vår komparative bransje med høy multiplikator. En høy multiplikator betyr at selskapet er overvurdert, og en lav multiplikator indikerer at selskapet er undervurdert. Den gjennomsnittlige multiplikatoren for vår komparative bransje var beregnet til å være 18,98 ved vektning på selskapsstørrelse. Vi har valgt å vekte dette gjennomsnittet på selskapenes relative andel av bransjen etter driftsinntektene for å få fornuftige tall. Damodaran (2015) har estimert EV/EBIT-multiplikatoren til å være 21,85 for den europeiske luftfartsbransjen, og dermed virker det noe usannsynlig å bruke en multiplikator på rundt 14 som er gjennomsnittet for bransjen uten vektning. Som vist i tabell 12.10 har vi beregnet et verdiestimat basert på vår EV/EBIT-multiplikator til å være 186,08 kr per aksje.

Verdiestimat EV/EBIT	Vektet snitt
EV/EBIT-multiplikator	18,98
EBIT	2 565 145
Netto finansiell gjeld	42 021 488
Minoritetsinteresser	0
EK verdi	6 654 136
Antall aksjer	35 760
Verdiestimat per aksje EV/EBIT	186,08

Tabell 12.10 – Verdiestimat basert på EV/EBIT-multiplikator

12.3 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

Den komparative verddivurderingen gir oss fire svært ulike estimater for verdien av egenkapitalen, noe som tyder på at komparativ verdsettelse kan være upresis, og at man bør være kritisk ved vurdering av resultatene.

Som nevnt kan EV-multiplikator gi et bedre verdiestimat enn P-multiplikatorer, siden vi slipper å ta hensyn til kapitalstrukturen. Vi har derfor valgt å beregne P/B- og P/E-verdiestimater ved hjelp av selskapsmetoden som gjør at vi tar hensyn til kapitalstrukturen uten å måtte justere multiplikatoren for netto finansiell gjeld i etterkant.

Tabell 12.11 viser at det gjennomsnittlige verdiestimatet etter multiplikatormodellen er 194,61 kr per aksje, og ligger dermed 30% under vårt verdiestimat på 278,66 fra den fundamentale verddivurderingen. Som vi kan se av tabell 12.11 er tre av fire verdiestimater ved komparativ verdsettelse svært lave, mens EV/Salg ligger 5% under verdiestimatet fra den fundamentale verddivurderingen.

Metode	Verdiestimat
P/B justert	186,08
P/E justert	141,28
EV/Salg	265,00
EV/EBIT	186,08
Gjennomsnittlig verdiestimat	194,61

Tabell 12.11 – Gjennomsnittlig verdiestimat for Norwegian

Ved beregning av et endelig verdiestimat som tar hensyn til både estimatet fra fundamental- og komparativ verdsettelse velger vi å ikke vektlegge det komparative verdiestimatet. Årsaken til dette er at det kan se ut som det gjennomsnittlige verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen er svært upresist og lite pålitelig, da vi får svært ulike verdiestimat for P/B og P/E ved bruk av de ulike metodene.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

Formålet med denne utredningen var å estimere verdien av egenkapitalen til Norwegian Air Shuttle ASA ved bruk av fundamental verdsettelse. Vi vil i dette kapitlet oppsummere våre viktigste funn, før vi til slutt presenterer vår anbefalte handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering

I kapittel 4 delte vi den strategiske analysen vår inn i en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen kom frem til at det ikke er en bransjefordel å operere i luftfartsbransjen. Det skyldes tøff konkurranse og lave marginer. Den interne ressursbaserte analysen avdekket blant annet at Norwegian har en midlertidig fordel knyttet til finansiering av fly, men de har trolig ingen ressurser som medfører et varig konkurransefortrinn.

I kapittel 6 analyserte vi Norwegians risiko gjennom likviditets- og soliditetsanalyser. Vi kom frem til at Norwegian sin syntetiske rating var CCC over analyseperioden. Da 2014 og 2015 skilte seg veldig dårlig ut, valgte vi å se bort ifra disse årene, og endte dermed opp med en snitt rating på B. I kapittel 7 analyserte vi de historiske avkastningskravene som vi senere benyttet i kapittel 9.

I kapittel 8 ble lønnsomheten til Norwegian analysert, og vi kom frem til at Norwegian har hatt en strategisk fordel på 8,73% over analyseperioden. Den strategiske fordel ble dekomponert i drift- og finansieringsfordel, som står for henholdsvis -19,05% og 27,78%.

I kapittel 9 og 10 ble fremtidsregnskapet til Norwegian utarbeidet med tilhørende fremtidskrav. Her fant vi at Norwegians strategiske fordel i *steady state* er på 4,37%.

Fremtidsregnskapet og -kravene ble så brukt i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Her benyttet vi både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Etter å ha gjennomført en konvergeringsprosess kom vi frem til et verdiestimat på **kr 278,66**. Ved hjelp av simulerings- og sensitivitetsanalyser kom vi frem til at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet vårt.

I kapittel 12 ble det utført en supplerende verdsettelse for å se om vårt fundamentale verdiestimat samsvarer med andre verdsettelsesteknikker. Vi valgte å benytte komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen. Den komparative verdsettelsen gav svært ulike verdiestimat ved bruk av de ulike metodene og fremstod derfor som upresis og lite pålitelig. På bakgrunn av dette velger vi å ikke vektlegge det komparative verdiestimatet.

Vårt endelige verdiestimat blir dermed kr 278,66 NOK.

13.2 Handlingsstrategi

Ut ifra vårt endelige verdiestimatet på kr **278,66 NOK** kan vi utlede en handlingsstrategi for Norwegian aksjen. Siden det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet vårt, beregnes handlingsstrategien vår med avvik på +/- 15% av verdiestimatet. Basert på dette gir vi aksjen en hold-anbefaling i intervallet [236,86, 320,46]. Dersom børskursen er under kr 236,86 anbefales kjøp, og dersom børskursen er over kr 320,46 anbefales salg.

Figur 13.1 illustrerer kjøp, hold og salg av aksjen. Norwegian sin aksjekurs på kr 266,5 per 29.11.2016 er innenfor hold grensene. Det leder til en hold-anbefaling av aksjen.

Kjøp <236,86	Hold 236,86 - 320,46	Salg >320,46
------------------------	--------------------------------	------------------------

Figur 13.1 – Handlingsstrategi

14 Referanseliste

14.1 Faglitteratur

Barney, J., 2014. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Essex: Pearson Education.

Berk, J. & DeMarzo, P., 2013. *Corporate Finance - Global edition*. Essex: Pearson Education.

Dahl, G. A. & Boye, K., 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk.

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Doganis, R., 2006. *The Airline Business*. New York: Routledge.

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

Jakobsen, E. W. & Lien, L. B., 2001. *Ekspansjon - Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal.

Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K., 2014. *Exploring Strategys*. Harlow: Pearson Education.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2014. *Verdivurderings*. Bergen: Vigmostad & Bjørke AS.

Kinserdal, A., 2005. *Finansiell rapportering og analyse*. Oslo: Cappelen Akademisk.

Kinserdal, A., Dahl, G. A., Hansen, T. & Hoff, R., 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. & McKinsey & Company, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Kvifte, S. S., Tofteland, A. & Bernhoft, A., 2010. *Finansregnskap: God regnskapsskikk og IFRS*. Bergen: Fagbokforlaget.

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation - IFRS Edition*. Hampshire: Cengage Learning.

Patterson, C. S., 1995. *The Cost of Capital: Theory and Estimation*. Westport: Quorum Books.

Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill Education.

Porter, M. E., 1998. *The competitive advantage of nations: with a new introduction*. New York: Macmillan Business.

14.2 Forelesningsnotater

BUS440/MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå (våren 2016) Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/>

F1: *Forelesningsnotat 1 Introduksjon*

F2: *Forelesningsnotat 2 Strategi, regnskap og verdi*

F3: *Forelesningsnotat 3 Regnskapsanalyse ramme og trailing*

F4: *Forelesningsnotat 4 Omgruppering for analyse*

F5: *Forelesningsnotat 5 Omgruppering balanse og kontantstrøm*

F6: *Forelesningsnotat 6 Regnskapsbasert måling og målefeil*

F8: *Forelesningsnotat 8 Kredittvurdering*

F9: *Forelesningsnotat 9 Avkastningskrav*

F10: *Forelesningsnotat 10 Strategisk rentabilitetsanalyse*

F11: *Forelesningsnotat 11 Strategisk driftsanalyse*

F13: *Forelesningsnotat 13 Fremtidskrav - og analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet*

F14: *Forelesningsnotat 14 Fremtidsregnskap. Bergen*

F15: *Forelesningsnotat 15 Fremtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*

F16: *Forelesningsnotat 16 Fundamental verdivurdering Egenkapitalmetoden*

F17: *Forelesningsnotat 17 SK-metoden og verdikonvergens*

F18: *Forelesningsnotat 18 Usikkerhet i verdiestimat og "some topics in valuation"*

F21: *Forelesningsnotat 21 Komparativ verdivurdering*

14.3 Årsrapporter og selskapsinformasjon

Årsrapporter (2009-2016) og kvartalsrapporter for 2016 er hentet fra selskapenes offentlige hjemmesider. Merk at Lufthansa og Ryanair ikke har like regnskapsår som Norwegian og SAS.

Lufthansa: <https://investor-relations.lufthansagroup.com/en/finanzberichte.html>

Norwegian: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/investor-relations/reports-and-presentations/>

Ryanair: <https://investor.ryanair.com/results/>

SAS: <http://www.sasgroup.net/en/category/investor-relations/financial-reports/>

14.4 Artikler i tidsskrifter

Blalock, G., Kadiyali, V. & Simon, D. H., 2007. The Impact of Post-9/11 Airport Security Measures on the Demand for Air Travel. *Journal of Law and Economics*, 4 utgave, p. 731–755. Tilgjengelig fra: <http://www.journals.uchicago.edu/doi/full/10.1086/519816> [Lest 8 september 2016].

Dyrnes, S., 2004. Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 1. utgave, pp. 43-52. Tilgjengelig fra: <https://www.idunn.no/pof/2004/01> [Lest 29 november 2016].

Fardal, A., 2007. IFRS og norske regnskapsregler. *Magma*, 3. utgave. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler> [Lest 3 oktober 2016].

Gjesdal, F., 2007. Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*, 2. utgave, pp. 3-17, Tilgjengelig fra: https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels [Lest 1 oktober 2016].

Kinserdal, F., 2014. Hvordan manipulere med regnskapet. *Magma*, 1. utgave., pp. 18-25, Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/hvordan-manipulere-med-regnskapet> [Lest 30 september 2016].

Miller, M. H. & Modigliani, F., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 3. utgave, pp. 261-297. Tilgjengelig fra: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf> [Lest 8 oktober 2016].

Moen, E., 2014. Norwegian Air Shuttle. *Magma*, april, 4. utgave, pp. 39-46. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/norwegian-air-shuttle> [Lest 29 august 2016].

Norli, Ø., 2011. Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi og finans*, 2. utgave, pp. 15-21. Tilgjengelig fra: <https://www.idunn.no/pof/2011/02/art07> [Lest 8 oktober 2016].

O'Connell, J. F. & Williams, G., 2005. Passengers' perceptions of low cost airlines and full service carriers. *Journal of air transport management*, juli, pp. 259-272. Tilgjengelig fra: <https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/handle/1826/1453> [Lest 29 August 2016].

Porter, M. E., 1979. How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review* 57, 2. utgave, pp. 137-145. Tilgjengelig fra biblioteket på NHH.

Samferdsel, 2009. Hvem beholder luften under vingene?. *Samferdsel*, 2. utgave. Tilgjengelig fra: <https://samferdsel.toi.no/nr-2/category1145.html> [Lest 1 oktober 2016].

Turnbull, P., Bylton, P. & Harvey, G., 2004. Cleared for Take-off? Management-Labour Partnership in the European Civil Aviation Industry. *European Journal of Industrial Relations*, 3. Utgave, pp. 287-307. Tilgjengelig fra: <http://ejd.sagepub.com/content/10/3/287.abstract> [Lest 29 august 2016].

14.5 Offentlige kilder

Avinor, 2015. *Forskrift om avgiftssatser for bruk av lufthavner drevet av avinor i 2016*. [Internett] <https://avinor.no/globalassets/konsern/flyselskap/forskrift-om-avgiftssatser-for-bruk-av-lufthavner-drevet-av-avinor-as-i-2016.pdf> [Funnet 5 september 2016].

Konkurransetilsynet, 2002. *Konkurranseloven §3-10 - inngrep mot bonusprogrammer*. [Internett] http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/vedtak-og-uttalelser/vedtak-og-avgjorelser/2002/v2002-22_sas_bonusprogrammer_inngrep.pdf [Funnet 16 September 2016].

Norges Bank, 2011. *Norges bank, foredrag og taler*. [Internett] <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2011/31052011-En-verdensokonomi-i-ending/> [Funnet 5 september 2016].

Norges Bank, 2016. *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. [Internett] <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> [Funnet 8 oktober 2016].

SSB, 2016. *Høysete utdanningsnivå for personer over 16 år og oppover*. [Internett] <http://www.ssb.no/274544/hoyeste-utdanningsniva-for-personer-16-ar-og-over.prosent-sa-179> [Funnet 5 september 2016].

Stortinget, 2015-2016. *Innstillinger*. [Internett] <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2015-2016/inns-201516-273/16/> [Funnet 7 november 2016].

14.6 Andre kilder

ABC Nyheter, 2016. *Regjeringen vil la Norwegian bruke utenlandsk flybesetning*. [Internett] <http://www.abcnyheter.no/penger/okonomi/2016/03/14/195205530/regjeringen-vil-la-norwegian-bruke-utenlandsk-flybesetning>. [Funnet 10 september 2016].

Aftenposten 1, 2016. *Fem trender blant forretningsreisende*. [Internett] http://www.aftenposten.no/brandStudio/Fem-trender-blant-forretningsreisende-akkurat-na-763149_1.snd [Funnet 9 september 2016].

Aftenposten 2, 2016. *Bestill nytt fly neste gang*. [Internett] <http://www.aftenposten.no/viten/Bestill-nytt-fly--neste-gang-602434b.html> [Funnet 7 september 2016].

Aftenposten 3, 2015. *Norwegian taper for SAS og NSB på omdømme*. [Internett] <http://www.aftenposten.no/okonomi/Norwegian-taper-for-SAS-og-NSB-pa-omdomme-42400b.html> [Funnet 16 september 2016].

Bloomberg, 2016. *Deutsche Lufthansa AG*. [Internett] <https://www.bloomberg.com/quote/LHA:GR> [Funnet 04 desember 2016].

Bloomberg, 2015. *Budget Airlines Shop the World for Cheaper Pilots*. [Internett] <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-12/budget-airlines-shop-the-world-for-cheaper-pilots> [Funnet 10 September 2016].

bors.e24.no, 2016. *bors.e24.no*. [Internett] <https://bors.e24.no/#!/commodities> [Funnet 2016].

Dagbladet 1, 2016. *Ryanair flyr fra Norge så lenge de tjener penger*. [Internett] http://www.dagbladet.no/2016/05/25/nyheter/innenriks/ryanair/flyavgiften/rygge_lufthavn/44336517/[Funnet 19 september 2016].

Dagbladet 2, 2016. *Statlige giganter stuper i omdømme*. [Internett]
<http://www.dagbladet.no/2016/05/26/nyheter/innenriks/omdomme/dnb/statoil/44339678/>
[Funnet 8 september 2016].

Dagens Næringsliv, 2010. *Kan ha reddet SAS fra stupet*. [Internett]
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2010/02/09/kan-ha-reddet-sas-fra-stupet>
[Funnet 08 september 2016].

Dagens Næringsliv, 2014. *Ekstraordinært dårlig for Norwegian*. [Internett]
<http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/07/17/0807/ekstraordinaert-darlig-for-norwegian>
[Funnet 8 november 2016].

Damodaran 1, 2016. *Country Risk Premiums*. [Internett]
www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls [Funnet 13 oktober 2016].

Damodaran 2, 2016. *Levered and Unlevered Betas by Industry - 2. Europe*. [Internett]
www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls [Funnet 19 oktober 2016].

Damodaran 3, 2016. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [Internett]
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
[Funnet 15 november 2016].

Damodaran 4, 2015. *Data Archives - Multiples*. [Internett]
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#region
[Funnet 5 desember 2016]

Dinside , 2009. *Slik skal fly bli mer miljøvennlige*. [Internett] <http://www.dinside.no/reise/slik-skal-fly-bli-mer-miljovennlige/61908878> [Funnet 7 september 2016].

Dinside, 2013. *Tror de gamle flyselskapene forsvinner*. [Internett]
<http://www.dinside.no/reise/tror-de-gamle-flyselskapene-forsvinner/61297584>
[Funnet 6 september 2016].

DNB, 2016. *Svakere krone - men hva om det snur?*. [Internett]
https://www.dnb.no/privat/sparing-og-investering/private-banking/aktuelt/svakere-krone-men.html?WT.ac=Forside-prba_wmkommentar-v3 [Funnet 13 September 2016].

E24, 2012. *Norwegian kjøper 222 nye fly*. [Internett] <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-kjoeper-222-nye-fly/20145723> [Funnet 22 september 2016].

- E24, 2013. *Norwegian kjøpte omstridte klimavoter*. [Internett] <http://e24.no/naeringsliv/norwegian-kjoep-te-omstridte-klimavoter/20376472> [Funnet 16 september 2016].
- E24, 2016. *Norwegians nye fly kan gi USA billetter til 570*. [Internett] <http://e24.no/privat/norwegian-air-shuttle/norwegians-nye-fly-kan-gi-usa-billetter-til-570-kr/23796638> [Funnet 9 november 2016].
- estudie.no, 2016. *Konkurransanalyse*. [Internett] <http://estudie.no/konkurransanalyse/> [Funnet 26 september 2016].
- Exim, 2016. *About us*. [Internett] <http://www.exim.gov/about/> [Funnet 27 september 2016].
- Finans Norge, 2016. *Ti spørsmål om negativerenter*. [Internett] <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2016/06/qa-om-negativ-rente/> [Funnet 2 september 2016].
- Forbes, 2014. *Airline Profits Are Up, Thanks To Everything But Airfares*. [Internett] <http://www.forbes.com/sites/andrewbender/2014/09/09/airline-profits-are-up-thanks-to-everything-but-airfares/#5457fe2440f4> [Funnet 1 oktober 2016].
- Hangar, 2013. *Innfører bonuspoeng innenlands*. [Internett] <http://www.hangar.no/innforer-bonuspoeng-innenlands/> [Funnet 11 september 2016].
- Hangar 1, 2014. *Norwegian raser på omdømmemåling*. [Internett] <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2014/05/Norwegian-raser-paa-omdoemmemaaling> [Funnet 18 september 2016].
- Hangar 2, 2014. *Kjos solgte 703 243 aksjer i Norwegian*. [Internett] <http://www.hangar.no/kjos-solgte-703-243-aksjer-i-norwegian/> [Funnet 1 november 2016].
- Harrison , G. J., 2011. *Challenge to the Boeing-Airbus Duopoly in Civil Aircraft: Issues for Competitiveness*. [Internett] <https://fas.org/sgp/crs/misc/R41925.pdf> [Funnet 1 september 2016].
- Hengar, 2016. *Norwegian bestiller nye fly*. [Internett] <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/05/Norwegian-bestiller-nye-fly> [Funnet 9 november 2016].
- Heskestad, T., 2001. *Regnskapsmessige avskrivninger*. [Internett] https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/162381/Heskestad_2001.pdf?sequence=1 [Funnet 21 september 2016].

IATA 1, 2016. *Air Freight Market Analysis*. [Internett]
<https://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/freight-analysis-may-2016.pdf>
[Funnet 5 september 2016].

IATA 2, 2016. *Annual Review 2016*. [Internett]
<http://www.iata.org/publications/Documents/iata-annual-review-2016.pdf>
[Funnet 3 september 2016].

IATA 3, 2016. *Demand for Air Travel in 2015 Surges to Strongest Result in Five Years*.
[Internett] <http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2016-02-04-01.aspx>
[Funnet 20 september 2016].

IATA 4, 2015. *Pressroom*. [Internett] <http://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2015-12-10-01.aspx> [Funnet 29 August 2016].

IATA 5, 2015. *IATA Carbon Offset Program*. [Internett]
<https://www.iata.org/whatwedo/environment/Documents/carbon-offset-program-faq-airline-participants.pdf> [Funnet 1 oktober 2016].

IATA, 2011. *Vision 2050*. [Internett]
https://www.iata.org/pressroom/facts_figures/Documents/vision-2050.pdf
[Funnet 14 september 2016].

ICAO, 2016. *Environmental Report 2016*. [Internett] <http://www.icao.int/environmental-protection/Pages/env2016.aspx> [Funnet 2 oktober 2016].

Lufthansa 1, 2016. *Timeline*. [Internett]
<http://chronik.lufthansagroup.com/fe/timeline.php?zoom=0&lan=1>
[Funnet 5 September 2016].

Miljøstatus, 2015. *CO2-avgift*. [Internett] <http://www.miljostatus.no/tema/klima/tiltak-klimagassutslipp/co2-avgift/> [Funnet 4 september 2016].

Morningstar, 2016. *R-kvadrat*. [Internett] <http://www.morningstar.no/no/glossary/102711/r-kvadrat.aspx> [Funnet 23 november 2016].

NHO, 2015. *Fakta om luftfartens CO2-utslipp*. [Internett] <http://www.flyfag.no/nyheter/fakta-om-luftfartens-co2-utslipp-article1569-200.html> [Funnet 1 november 2016].

Nordnett, 2016. *Mest omsatt*. [Internett]
<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/marknadsinformation/mestomsatta/mestomsatta.html?marknad=Norge&lista=0&antal=25> [Funnet 18 oktober 2016].

Norwegian Air Shuttle, 2015. *Årsrapport 2015*, s.l.: Norwegian Air Shuttle. Norwegian, 2016. *Vår Historie*. [Internett] <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/> [Funnet 22 september 2016].

Norwegian, 2015. *4. Kvartal 2015 presentasjon*. [Internett] <http://www.norwegian.no/globalassets/documents/quarterly-results/q4-2015-presentation.pdf>

NRK, 2012. *Skal firedoble flåten på 10 år*. [Internett] <https://www.nrk.no/okonomi/skal-firedoble-flaten-pa-10-ar-1.7968372> [Funnet 8 november 2016].

NRK, 2016. *Flyselskapene sparer milliarder*. [Internett] <https://www.nrk.no/norge/flyselskapene-sparer-milliarder-1.12757612> [Funnet 18 september 2016].

Oslo Børs, 2016. *Statistikk*. [Internett] Available at: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk> [Funnet 13 oktober 2016].

PwC, 2014. *Risikopremien i det norske markedet 2014*. [Internett] Available at: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2014-2015.html> [Funnet 9 November 2016].

Regjeringen, 2016. *Revidert EASA-forordning*. [Internett] <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2015/sep/revidert-easa-forordning-/id2477845/> [Funnet 11 September 2016].

Romerikes blad, 2014. *Miljøhensyn bør ikke stoppe Gardemoen utbygging*. [Internett] <http://www.rb.no/naringsliv/miljohensyn-bor-ikke-stoppe-gardemoen-utbygging/s/1-95-7432274> [Funnet 20 September 2016].

Ryanair 1, 2016. *Annual report 2016*, s.l.: Ryanair. Ryanair 2, 2016. *About us*. [Internett] <https://www.ryanair.com/gb/en/useful-info/about-ryanair/about-us> [Funnet 5 September 2016].

SAS 1, 2016. *About us*. [Internett] <http://www.sasgroup.net/en/category/about-sas/> [Funnet 3 September 2016].

SAS 2, 2015. *Annual report 2015*. [Internett] <http://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-20142015/> [Funnet 3 September 2016].

SAS 3, 2016. *Shareholders*. [Internett] <http://www.sasgroup.net/en/shareholders/> [Funnet 5 September 2016].

Siemens, 2016. *World-record electric motor makes first flight*. [Internett] [http://www.siemens.com/press/en/pressrelease/?press=/en/pressrelease/2016/corporate/pr2016070333coen.htm&content\[\]=Corp](http://www.siemens.com/press/en/pressrelease/?press=/en/pressrelease/2016/corporate/pr2016070333coen.htm&content[]=Corp) [Funnet 17 September 2016].

Slaubaugh, M. D., Pollock, K. S. & Schmelzle, G., 2004. *Teaching Current and Quick Ratios Rules of Thumb*. [Internett] http://college.cengage.com/accounting/resources/instructors/air/spring_2004/slaubaugh.html [Funnet 10 Oktober 2016].

SNL, 2014. *Sosiokulturelle forhold og næringsutvikling*. [Internett] https://snl.no/sosiokulturelle_forhold_og_n%C3%A6ringsutvikling [Funnet 1 november 2016].

SNL, 2016. *Flygning*. [Internett] <https://snl.no/flygning> [Funnet 10 september 2016].

Star Alliance, 2016. *Member airlines*. [Internett] <http://www.staralliance.com/en/member-airlines> [Funnet 29 august 2016].

Teknisk Ukeblad, 2016. *Her er rekkevidden på elbilene du kan kjøpe nå*. [Internett] <http://www.tu.no/artikler/her-er-rekkevidden-pa-elbilene-du-kan-kjope-na/350874> [Funnet 20 oktober 2016].

The Economist, 2014. *Why airlines make such meagre profits*. [Internett] <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/02/economist-explains-5> [Funnet 8 september 2016].

The Presidents' Council Foundation, 2016. *Are you sure of which business life cycle stage you're in?*. [Internett] <http://thepresidentscouncil.org/are-you-sure-of-which-business-life-cycle-stage-youre-in/> [Funnet 26 oktober 2016].

The Telegraph, 2014. *From budget to business: how the low cost airlines are winning us over*. [Internett] <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/transport/11059009/From-budget-to-business-how-the-low-cost-airlines-are-winning-us-over.html> [Funnet 3 september 2016].

TNS Gallup, 2015. *TNS Gallups Syndikerte omdømmemåling - 2015*. [Internett] <https://www.tns-gallup.no/contentassets/080102d1735a48a5b2561624dfe5110e/omdomme-publ-2015-tns-gallup.pdf> [Funnet 16 september 2016].

Travelmarket, 2013. *Fire av fem flybilletter er med Norwegian eller SAS*. [Internett] Available at: <http://www.travelmarket.no/presse/fire-av-fem-flybilletter-er-med-norwegian-eller-sas.cfm> [Funnet 21 september 2016].

UN, 2016. *World Economic Situation Prospects*. [Internett]

http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2016wesp_ch1_en.pdf

[Funnet 5 september 2016].