

VERDIVURDERING AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA.

VALUATION OF NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA.

NINA KRISTIN BANG

UNIVERSITETET FOR MILJØ- OG BIOVITENSKAP

INSTITUTT FOR ØKONOMI OG RESSURSFORVALTNING
MASTEROPPGAVE 30 STP. 2011



FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet for Miljø- og Biovitenskap høsten 2011. Med en hovedprofil i finans og støtteprofil i administrasjon og ledelse har jeg gjennom studiet vært innom flere fagområder som har fanget min interesse. Ved å skrive en verdsettelsesoppgave kommer jeg inn på flere av disse fagområdene, samtidig som jeg får anvende tillært teori på en mer praktisk måte.

Da jeg skulle velge bransje og selskap for verdivurderingen hadde jeg som krav at selskapet skulle være et aktuelt og spennende selskap i vekst. De mange oppslagene om priskrig og rivalisering mellom Norwegian og SAS i kombinasjon med selskapets ambisiøse fremtidsplaner gjorde at valget falt på nettopp Norwegian Air Shuttle ASA. Det at selskapet i tillegg var børsnotert, var også viktig for valget av selskap.

Jobben med oppgaven har vært tidkrevende og faglig utfordrende, men samtidig svært interessant og lærerik. Jeg har tilegnet meg en masse kunnskap, og er stolt av å kunne presentere denne oppgaven som mitt siste bidrag etter fem års økonomiutdanning.

Til slutt vil jeg rette en stor takk til min veileder, Professor Ole Gjølberg ved Institutt for Økonomi og Ressursforvaltning ved UMB, for god veiledning i form av konstruktive tilbakemeldinger, nyttige innspill og ellers god hjelp underveis.

Oslo, 09. desember 2011

Nina Kristin Bang

SAMMENDRAG

Formålet med denne utredningen har vært å finne et verdiestimat på Norwegians egenkapital og samtidig komme med en konklusjon på hvorvidt denne er over- eller underpriset i markedet. For å finne ut av dette har jeg påtatt meg rollen som ekstern analytiker og studert og nøye analysert selskapets strategiske og finansielle posisjon per i dag, samt sett på hvordan deres økonomiske fremtid vil kunne bli, gitt de faktorer som i dag er kjent.

Verdiestimatet er funnet ved hjelp av den diskonterte kontantstrømmetoden (DCF). Jeg starter utredningen med en kort presentasjon av Norwegian og selskapets historie. Videre ser jeg på utviklingen i operasjonelle drivere før jeg går gjennom ulike verdsettelsesmetoder og konkluderer med en begrunnelse for mitt valg av metode. Utredningens neste del er en strategisk analyse som gjennomføres for å tydeliggjøre selskapets styrker og svakheter, samt muligheter og trusler. Etter å ha sett på hvordan Norwegians operasjonelle leasingavtaler behandles, gjennomfører jeg en regnskapsanalyse av Norwegian og et par nære konkurrenter hvor jeg ser på selskapenes vekst og lønnsomhet. Med utgangspunkt i konklusjoner fra analysene, estimeres selskapets avkastningskrav til totalkapitalen.

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og selve verdsettingen av Norwegian, som er utredningens hoveddel, er neste del av utredningen. Med utvikling i operasjonelle drivere som ASK, RPK osv. som utgangspunkt, blir selskapets fremtidige kontantstrømmer estimert, og følgelig også selskapets aksjeverdi. For å underbygge den estimerte aksjeverdien blir det avslutningsvis gjennomført en sensitivitets- og multippelanalyse. Til slutt konkluderer jeg med om aksjen er over- eller underpriset og om kjøp/salg anbefales.

Norwegian Air Shuttle ASA har vist seg å være svært vanskelig å verdsette da flere vesentlige faktorer for selskapets verdi er vanskelige å komme med reelle estimater på. Spesielt vil jeg her nevne utvikling i dollarkurs og bensinpris. Vanskelighetene har medført at forutsetninger er tatt underveis. Disse er imidlertid underbygget i kilder, noe som styrker mine konklusjoner og bidrar til en mest mulig riktig aksjeverdi.

Ved å følge den fremgangsmåten som er beskrevet over finner jeg at estimert aksjeverdi er på 109 kr. Kursen den 7. desember var imidlertid på 64,75 kr, og jeg konkluderte med at aksjen var underpriset i markedet.

ABSTRACT

The purpose of this study was to find a value estimate of Norwegian's equity and at the same time come with a conclusion on whether this is over- or under priced in the market. To do this, I assumed my role as an external analyst and studied and carefully analyzed the company's strategic and financial position as of today. I also looked at how financial future could be, given the factors currently known.

Value estimate is found using the Discounted Cash Flow Method (DCF). I start of with a brief presentation of Norwegian and the company's history. Furthermore, I look at the development of operational drivers before I go through the various valuation methods and conclude with a justification for my choice of method. The next part is a strategic analysis conducted to clarify the company's strengths and weaknesses, opportunities and threats. After an assessment of Norwegian's operating leases, I perform a financial analysis of Norwegian and a few close competitors where I look at the companies' growth and profitability. Based on the conclusions from the analysis, I estimate the company's return on capital.

The preparation of future financial statements and the valuation of Norwegian is the next part of the study. According to the development in operational drivers like ASK, RPK, the company's future cash flows are estimated, and consequently the company's share value. To substantiate the estimated share value, I conduct a sensitivity analysis and a relative valuation. Finally, I conclude whether the stock is over-or undervalued and if a purchase/sale is recommended.

Norwegian's equity turned out to be difficult to evaluate. When significant factors were difficult to estimate, assumptions were made along the way. This however is substantiated in the sources, which strengthens my conclusions and contributes to a reasonable fair value.

By following the steps described above, I found that the estimated share value was 109 NOK. The stock price on December 7th was 64,75 NOK, and I concluded that the stock was underpriced in the market.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
ABSTRACT	4
1. INNLEDNING	10
1.1 Valg av tema for utredningen	10
1.2 Problemstilling	10
1.3 Avgrensninger	10
1.4 Utredningens oppbygning	11
2. KORT OM NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	12
2.1 Historie	12
2.2 Kursutvikling	13
2.3 Passasjerutvikling	14
3. UTVIKLING I OPERASJONELLE DRIVERE	16
3.1 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)	16
3.2 Antall betalte passasjerkilometer (RPK)	17
3.3 Kabinfaktor	17
3.4 Destinasjoner	18
3.5 Flyflåte	19
4. VERDSETTELSESTEORI	21
4.1 Balansebaserte modeller	21
4.1.1 Matematisk verdi	21
4.1.2 Substansverdi	22
4.1.3 Likvidasjonsverdi	22
4.2 Verdsetting basert på forventet inntjening	23
4.2.1 Dividendemodeller	23
4.2.2 Kontantstrømbaserte modeller	24
4.2.3 Resultatmodeller	26
4.2.3.1 Normalresultatmetoden	27
4.3 Multiplikatormodeller	27
4.3.1 Resultatmultipler	28
4.3.2 Inntektsmultipler	29

4.3.3 Multipler basert på bokverdi	30
4.3.4 Sektorspesifikke multipler	31
4.4 Avkastningskrav	31
4.4.1 Avkastningskrav på egenkapitalen	31
4.4.1.1 Risikofri rente	32
4.4.1.2 Beta	32
4.4.1.3 Markedets risikopremie	33
4.4.2 Avkastningskrav på total kapitalen	34
4.4.2.1 Kapitalstruktur	34
4.4.2.2 Egenkapitalkostnaden	35
4.4.2.3 Gjeldskostnaden	35
4.5 Valg av verdsettelsesmetode	35
5. METODE FOR VERDIVURDERING AV NORWEGIAN	36
5.1 Datainnsamling	36
5.2 Reliabilitet og validitet	37
5.3 Dataanalyse	37
5.4 Avgrensninger	38
6. STRATEGISK ANALYSE	39
6.1 Ekstern analyse av Norwegian	39
6.1.1 Porters fem konkurransekrefter	40
6.1.1.1 Leverandørens forhandlingsmakt	40
6.1.1.2 Kundernes forhandlingsmakt	41
6.1.1.3 Potensielle etablerere	42
6.1.1.4 Substitutter	42
6.1.1.5 Konkurransenintensiteten i bransjen	43
6.1.2 Analyse av makroøkonomiske forhold (PESTEL)	44
6.1.2.1 Politiske faktorer (P)	45
6.1.2.2 Økonomiske faktorer (E)	46
6.1.2.3 Sosiale faktorer (S)	47
6.1.2.4 Teknologiske faktorer (T)	48
6.1.2.5 Miljøfaktorer (E)	49
6.1.2.6 Juridiske faktorer (L)	50
6.1.2.7 Oppsummering analyse av makroøkonomiske forhold (PESTEL)	50
6.2 Intern analyse av Norwegian	51

6.2.1 VRIO	51
6.2.1.1 Langsiktige konkurransefortrinn på bakgrunn av VRIO	51
6.3 Oppsummerende analyse - SWOT	53
7. OPERASJONELL LEASING I VERDSETTELSE	56
7.1 Norwegians leasingavtaler	56
8. REGNSKAPSANALYSE	59
8.1 Forutsetninger for regnskapsanalysen	59
8.1.1 Selskapssammenligning	59
8.1.4 Korrigeringer	60
8.2 Analyse av vekst og lønnsomhet	60
8.2.1 Vekstanalyse.....	60
8.2.1.1 Vekst i total kapital og omsetning	61
8.2.2 Rentabilitetsanalyse	62
8.2.2.1 Total- og egenkapitalrentabiliteter.....	62
8.2.2.2 Resultatgrad og omløpshastighet.....	63
8.3 Oppsummering av regnskapsanalysen	64
9. Hvilke metoder bruker analytikerne ved verdsetting av Norwegian? ...	66
9.1 Arctic Securities	66
9.2 Nordea Markets	67
9.3 First Securities.....	67
10. AVKASTNINGSKRAV FOR NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA	69
10.1 Avkastningskrav på egenkapitalen	69
10.2 Avkastningskrav på total kapitalen	71
11. FREMTIDSREGNSKAP FOR NORWEGIAN.....	73
11.1 Utvikling i operasjonelle drivere	75
11.1.1 Utvikling i flyflåten	75
11.1.2 Utvikling i antall tilgjengelige setekilometer (ASK).....	75
11.1.3 Utvikling i antall betalte passasjerkilometer (RPK) og kabinfaktor.....	76
11.1.4 Utvikling i antall passasjerer	77
11.2 Driftsinntekter	78
11.2.1 Passasjerinntekter	78
11.2.2 Biinntekter	79
11.2.3 Andre inntekter.....	80

11.3 Driftskostnader	81
11.3.1 Salgs- og distribusjonskostnader	81
11.3.2 Flydrivstoffkostnader	82
11.3.3 Leasingkostnader.....	84
11.3.4 Luftfartsavgifter.....	85
11.3.5 Handlingkostnader.....	86
11.3.6 Vedlikeholdskostnader	87
11.3.7 Andre flykostnader	88
11.3.8 Lønnskostnader	88
11.3.8 Andre driftskostnader	90
11.4 Diverse kontantstrømelementer.....	91
11.4.1 Investeringer i fly	91
11.4.2 Andre investeringer	92
11.4.3 Avskrivninger	92
11.4.4 Kalkulatorisk leasingrente og endringer i leasingforpliktelse	92
11.4.5 Endring i arbeidskapital.....	93
11.4.6 Skatt.....	94
11.5 Verdssettelse av Norwegian.....	94
12. SENSITIVITETSANALYSE.....	97
12.1 Endring i vekstrate og WACC.....	97
12.2 Endring i Yield og enhetskostnad.....	98
12.3 Endring i valutakurs og drivstoffpris.....	98
12.4 Endring i kabinfaktor.....	99
12.5 Endring i lønnskostnader.....	100
12.6 Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	100
13. MULTIPPELANALYSE	101
13.1 EV/EBITDAR	101
13.2 P/E	102
13.3 P/S	102
13.4 Oppsummering av multippelanalysen	103
14. KONKLUSJON	104
15. KILDER.....	106
14. FIGUR- OG TABELLISTE	112

1. INNLEDNING

I innledningen finner jeg det hensiktsmessig å presentere de forutsetninger som ligger til grunn for utredningen. Jeg vil starte med å gjøre rede for valg av tema før jeg etter hvert ser på utredningens problemstilling og avgrensninger som er tatt.

Avslutningsvis vil jeg gjøre rede for oppgavens oppbygning og struktur.

1.1 Valg av tema for utredningen

I denne masteroppgaven har jeg valgt å gjennomføre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA (heretter kalt Norwegian). Hovedårsaken til dette, foruten at noen av de mest interessante kursene gjennom utdannelsen har vært verdsettingskurs, er at jeg ved en slik utredning får muligheten til å kombinere flere av fagene jeg har hatt gjennom mine snart fem år som masterstudent. Bakgrunnen for valg av nettopp Norwegian er de mange oppslagene om priskrig og rivalisering mellom Norwegian og SAS i kombinasjon med Norwegians ambisiøse fremtidsplaner og fremtredende rolle i det nordiske flymarkedet. I tillegg er det svært interessant at Norwegian på tross av finanskrisen i 2008–2009 i 2009 leverte tidenes resultat, og stod stormen over til tross for at lavkonjunkturen rammet flybransjen generelt.

1.2 Problemstilling

Definisjonen på en problemstilling eller et forskningsspørsmål er et ”spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder (Halvorsen, 2003). Ettersom jeg har valgt en verdivurderingsoppgave vil en naturlig problemstilling dreie seg om hvorvidt Norwegian -aksjen er over- eller undervurdert. Da aksjekurser ofte er svært usikre, vil det være fornuftig å koble verdien opp mot et kursleie fremfor en tilfeldig valgt dato. Problemstillingen min er derfor:

Hva er aksjeverdien til Norwegian og er denne over- eller underpriset i markedet?

1.3 Avgrensninger

Hensikten med denne masterutredningen er som nevnt å estimere aksjeverdien til Norwegian Air Shuttle ASA. Dette skal gjøres ved hjelp av ulike verktøy, som strategisk analyse, regnskapsanalyse og prognostisering.

Ettersom Norwegian er notert på børsen og prissensitiv informasjon ikke offentliggjøres, velger jeg og utelukkende basere mine analyser på offentlig tilgjengelig informasjon, da i form av års- og kvartalsrapporter og medieoppslag. Ved oppgavens begynnelse var kvartalsrapporten for 2. kvartal nettopp offentliggjort. Det gjennomgående er at selskapenes

regnskapsposter i kvartalsrapportene ofte blir slått sammen, uten at notene fullt ut dekker hva de inkluderer. Informasjon om operasjonell leasing og fremtidige leasingforpliktelser, noe som årlig utgjør en stor kostnadspost for selskapet, nevnes heller ikke i kvartalsrapportene. På bakgrunn av dette velger jeg å bruke tallmaterialet fra siste tilgjengelige årsrapport, årsrapporten for 2010, i mine beregninger.

Estimert aksjeverdi vil som nevnt vurderes med utgangspunkt i et kursleie jf. avsnitt 1.2. Da arbeidet med masteroppgaven startet i juli 2011 velger jeg å benytte kursleiet fra 30.06.10 til 30.06.11 som utgangspunkt. Utviklingen i perioden vises i figur 1.1.



Figur 1.1. Kursleiet for Norwegian 30.06.10-30.06.11 (Kilde: Hegnar Online 2011)

1.4 Utredningens oppbygning

Jeg skal i utredningen basere meg på å finne selskapets verdi ved hjelp av fundamental verdsettelse, jf. avsnitt 4.5. Innledningsvis vil jeg gjennomføre en strategisk analyse, både intern og ekstern, for å avdekke forhold som vil kunne ha innvirkning på selskapets verdi, det være seg både makroøkonomiske forhold, konkurranseforhold, samt konkurransefortrinn. Videre vil jeg gjennomføre en regnskapsanalyse, hvor jeg ser på Norwegians lønnsomhet og vekst i forhold til seg selv og bransjen representert ved Ryanair og SAS.

Deretter, med bakgrunn i de to foregående delene, vil jeg utarbeide og prognostisere Norwegians fremtidsregnskap¹ og tilhørende kontantstrøm. Avslutningsvis, før jeg kommer med en konklusjon på hvorvidt selskapet er over- eller underpriset, gjennomføres en sensitivitetsanalyse på noen av de faktorene som antas og i størst grad kunne påvirke selskapets aksjeverdi, samt en multippelanalyse hvor jeg ser på prisningen av Norwegian i forhold til en rekke sammenlignbare selskaper.

¹ Norwegians fremtidsregnskap – selskapets prognostiserte inntekter, kostnader og kontantstrømelementer for perioden 2011-2018

2. KORT OM NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA

2.1 Historie

Norwegian Air Shuttle ASA ble etablert 22.januar 1993, da som en videreføring av det konkursutsatte selskapet Busy Bee, et norsk flyselskap stiftet av skipsrederen Bjørn Braathen i 1966. I forbindelse med videreføringen av selskapet, overtok Norwegian Busy Bees kontrakter med Braathen S.A.F.E. og baserte seg på å trafikere deres kystruter på vestkysten av Norge. I oppstarten hadde Norwegian en flyflåte bestående av tre Fokker F-50 fly samt ca. 50 ansatte.

Ved årsskiftet 2001/2002 fusjonerte SAS med Braathens noe som medførte at kontrakten mellom Norwegian og Braathens som utløp høsten 2002, ikke ble fornyet. Norwegian måtte nå gå nye veier for å overleve. De etablerte seg som et lavpris- selskap og i september 2002 ble monopolsituasjonen til SAS Braathens utfordret på fire av de mest trafikkerte rutene i Norge. Med syv leasede Boeing 737-300 fly tok de opp konkurransen og startet flygninger fra Oslo til Stavanger, Tromsø, Bergen og Trondheim. Norwegian utvidet rutetilbudet sitt våren 2003, med ruter til Faro, Malaga og Murcia, og høsten samme år fikk de 3 innenriksruter i Nord-Norge. Etter dette fortsatte ekspansjonen av rutetilbudet, en ekspansjon som ikke ser ut til å ha noen ende. Per juli 2011 kjører Norwegian hele 261 ruter til 100 destinasjoner (Norwegian, 2011a).

18. desember 2003 ble Norwegian registrert på Oslo Børs. Børsintroduksjonen var vellykket og ble overtegnet hele syv ganger. Emisjonen ga selskapet ny kapital på 250 millioner kroner (Nettavisen, 2003). De første månedene etter børsnotering falt kursen drastisk. Etter en åpningskurs på 29,57 den 18. desember 2003, falt kursen til utrolige 6,75 den 26. oktober 2004. En av årsakene til dette antas å være priskrigen Norwegian startet mot SAS i april 2004, som et svar på prisdumpingen SAS drev med (DN, 2004). Takket være en solid kontantbeholdning greide Norwegian seg, og mot slutten av 2004 så det langt lysere ut. Året som fulgte, 2005 ble første året i pluss. ”Vi gleder oss over å kunne vise til et slikt overskudd. 2005 har vært et fantastisk år for oss” sa Bjørn Kjos den gang (Boarding, 2006).

I 2007, etter 3 års samarbeid med Fly Nordic på ruten Oslo-Stockholm kjøper Norwegian selskapet fra finske Finnair, noe som bidrar til styrket posisjon i markedet og etablering av base på Arlanda flyplass like utenfor Stockholm. Samtidig inngår Norwegian avtaler med Boeing om kjøp av mer miljøvennlige og kostnadseffektive fly.

Høsten samme år etablerer Norwegian sin egen fullskala nettbank, Bank Norwegian, og våren 2008 kommer de med et ytterligere tilskudd, nemlig Call Norwegian. Hensikten med disse etableringene er at de som er kunder hos henholdsvis Bank eller Call Norwegian skal kunne tjene bonuspoeng som igjen kan benyttes som betaling på flyreiser med Norwegian. Håpet er at dette vil skape trofaste og lojale kunder, samtidig som merkenavnet vil styrkes.

I 2008 ble det etablert en base bestående av to fly, med 14 ulike ruter på Rygge ved Moss. Norwegian har flydd fra flyplassen de siste tre årene, og like under en prosent av Norwegians totale produksjon i perioden har kommet herfra. Grunnet kundetilpasning og behov for økt flykapasitet til andre destinasjoner i Norwegians rutenett, velger Norwegian fra januar 2012 å legge ned driften på Rygge (Norwegian, 2011b)

I 2008 gikk en av Norwegians samarbeidspartnere, Sterling, konkurs. Like etter, og som et resultat av dette, opprettet Norwegian base på Kastrup i København. Norwegian inntok nå for alvor det skandinaviske markedet.

I 2009 oppnådde Norwegian det beste resultatet i selskapets historie, med et overskudd etter skatt på utrolige 446 millioner kroner.

2.2 Kursutvikling

Fra tid til annen kan man lese medieoppslag om analytikere som anbefaler aksjonærer å investere i Norwegian, både på kort og lang sikt. Anbefalingene kommer som et resultat av at Norwegian aksjen, i følge dem, er undervurdert. Nordea anbefalte i juli 2011 aksjonærene i SAS å selge deres andeler der og i stedet investere i Norwegian (SIX NEWS, 2011a). Dette skyldtes forventninger om lavere driftskostnader, god utnyttelse av stordriftsfordeler, ekspansiv satsning og en moderne flyflåte. Med bakgrunn i dette er det nærliggende å anta at Norwegian er undervurdert på markedet, altså at kursene er litt for lave. Figuren nedenfor viser



Figur 2.1. Kursutvikling Norwegian (Kilde: Hegnar Online, 2011a)

kursutviklingen fra børsnoteringen i 2003 og frem til i dag (25.8.2011). Etter børsintroduksjonen har aksjen vandret opp og ned flere ganger, fra en tidligere nevnt bunnnotering på 6,75 til en toppnotering på 167,5 den 26.10.09. Aksjekurven viser en markant kursstigning i 2005. Dette henger trolig sammen med Norwegians offensive satsning på utvidet rutenett dette året. I 2005 hadde Norwegian ca. 3,3 millioner passasjerer mot ca. 2 millioner i 2004, en økning på hele 59 % (Norwegian, 2005).

I 2007 ser man nok en økning i aksjekursene. Dette henger trolig sammen med oppkjøpet av Fly Nordic, et kjøp som ytterligere styrket Norwegians posisjon i det nordiske og europeiske markedet (Norwegian, 2010b). Høsten samme år ble som nevnt Bank Norwegian etablert, noe man til en viss grad også kan skimte ut av aksjekursene. Samme trend ser man i begynnelsen av 2008 da Call Norwegian ble etablert (Norwegian, 2010b).

Det store fallet man ser i 2008 henger sammen med finanskrisen som startet i USA samme året, og som etter hvert fikk konsekvenser for hele verden. Krisen nådde for alvor Norges økonomi i 2008, noe aksjekursen tydelig bærer preg av.

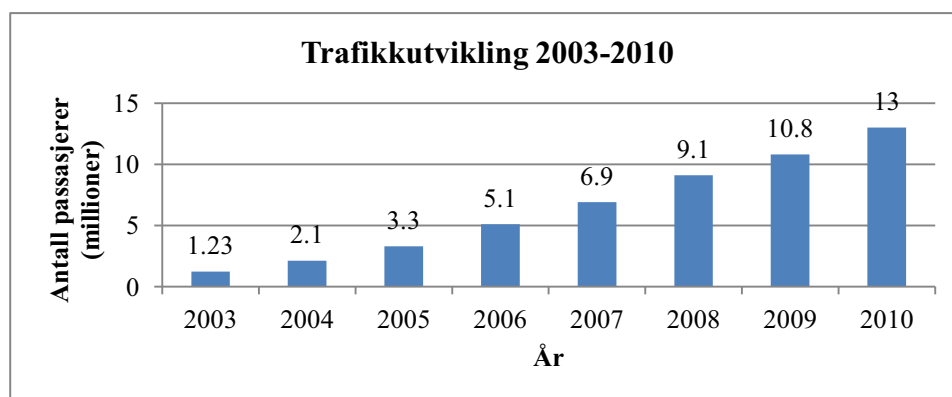
Det er kjent at aksjekurser i stor grad beveger seg i samme retning som konjunkturutviklingen i et samfunn. Det betyr at aksjekursene beveger seg medsyklisk i forhold til konjunktursituasjonen på et gitt tidspunkt. I tider med høykonjunktur går kursene opp, og i tider med lavkonjunktur går de ned. Dette reflekteres i figur 2.1 over.

I 2009 oppnådde Norwegian det beste resultatet i selskapets historie, med et overskudd etter skatt på utrolige 446 millioner kroner. Dette til tross for nedgangskonjunktur og at verdenstrafikken falt. IATA (International Air Transport Association) forventet et tap i området 11 000 MUSD for industrien. Norwegian gikk i motsatt retning, vokste 18 % og leverte rekordresultat (Norwegian, 2010a).

2.3 Passasjerutvikling

Selskapet har siden den spede start i 1993 opplevd en sterk vekst, spesielt etter omstruktureringen til et rent lavprisselskap i 2002. Veksten skyldes i stor grad økt kapasitet, bedre flyflåte og utvidet rutetilbud. For virkelig å få et inntrykk av denne veksten, kan det være hensiktsmessig å se på trafikkutviklingen, dvs. utviklingen i antall passasjerer.

Figuren under viser trafikkutviklingen fra 2003, da selskapet ble børsnotert, og frem til og med 2010 som er siste hele år det foreligger tall fra.



Figur 2.2. Passasjerutvikling (antall passasjerer) Norwegian (Kilde: Selskapets årsrapporter 2003–2010)

Som man kan lese ut av grafen over, har det vært en stabilt høy vekst i antallet passasjerer. Veksten ser ut til å fortsette også i 2011. I første kvartal 2011 reiste så mange som 3,1 millioner med Norwegian, (Norwegian, 2011h) og i andre kvartal utrolige 4 millioner (Norwegian, 2011i). Hvor dette vil ende er det umulig å si, men at det trolig vil øke også i inneværende år, er nærliggende å anta. På et seminar i Danmark i juni 2011, la Norwegian ved kommersiell direktør Daniel Skjeldam, frem svært så ambisiøse planer for de neste 3 årene. Dersom planene med de nye Boeing 787-8 Dreamlinerne blir vellykket, har flyselskapet som mål og i 2014 å overstige 28 millioner passasjerer (Check-in.dk, 2011). Dette tilsvarer en fordobling i løpet av 3-4 år.

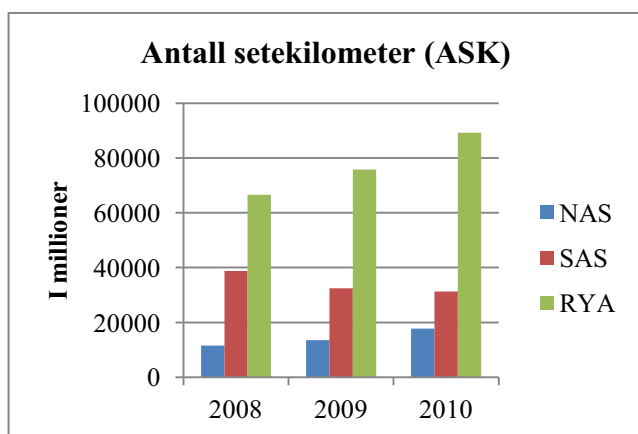
3. UTVIKLIG I OPERASJONELLE DRIVERE

Operasjonelle drivere er operative årsaker som kan forklare og støtte opp om kapasitet og produktivitet i selskapet.

For å få en bedre innsikt i Norwegians drift vil det være hensiktsmessig å studere noen av selskapets operasjonelle drivere hva angår ytelse. Resultatene herfra vil så sammenstilles med tilsvarende resultater for bransjen, her representert med SAS og Ryanair. Dette for å se hvor Norwegian befinner seg i forhold til sine konkurrenter. De driverne jeg skal se på er: antall tilgjengelige setekilometer, antall betalte passasjerkilometer, kabinfaktor, destinasjoner og flyflåte.

3.1 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

Antall tilgjengelige setekilometer (ASK²) finnes ved å multiplisere antall tilgjengelige seter med den totale distansen flydd. ASK er med det et kapasitetsmål og en indikator på selskapets maksimale flyflåtekapasitet. Ettersom Ryanair rapporterer sine tall i miles, har jeg for å kunne sammenligne med SAS og Norwegian konvertert disse til kilometer.



Figur 3.1. Antall setekilometer (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008–2010)

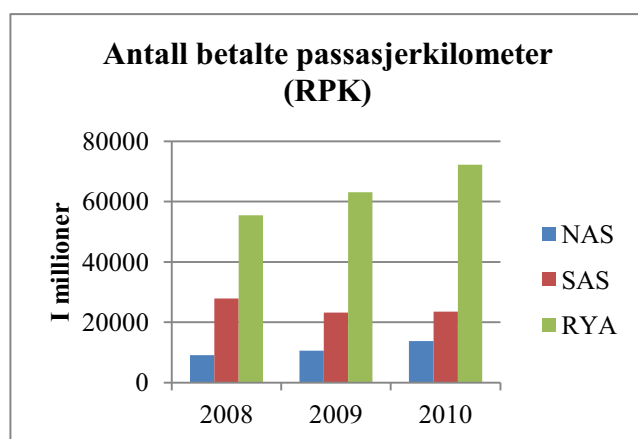
Norwegian øker helt tydelig sin kapasitet i perioden og har i 2010 en ASK på 17,804 milliarder, noe som innebærer en økning på hele 54,44 % over treårsperioden. Den markante økningen kommer som et resultat av økt etterspørsel og da følgelig anskaffelse av flere fly og et større og bedre rutenett. For SAS ser man over perioden en reduksjon i selskapets ASK. Dette henger sammen med selskapets strategiske tilnærming fra februar 2009, Core SAS, som skulle bidra til å styrke selskapets langsiktige posisjon som en konkurransedyktig og lønnsom virksomhet (SAS, 2010). I tråd med denne har SAS solgt unna flere fly for å redusere sin kapasitet til et nivå de kan leve med i fremtiden. Ryanair er uten tvil selskapet med størst

² ASK – Available Seat Kilometers

ASK. Selskapets kapasitet i 2010 var hele 5 ganger større enn Norwegians og nesten 3 (2,85) ganger større enn SASs. Over treårsperioden økte selskapet sin kapasitet med hele 34,2 %.

3.2 Antall betalte passasjerkilometer (RPK)

Det at et selskap har høy ASK betyr ikke nødvendigvis at selskapet går godt og at driften er lønnsom. Om alternativet er å kjøre ulønnsomme ruter vil det være langt bedre å omprioritere og i stedet sørge for en reduksjon i ASK. Med det sagt skal jeg nå se på selskapenes betalte passasjerkilometer (RPK³), som finnes ved å multiplisere antallet solgte seter med den totale distansen flydd. RPK er med det et mål på selskapets produksjon.

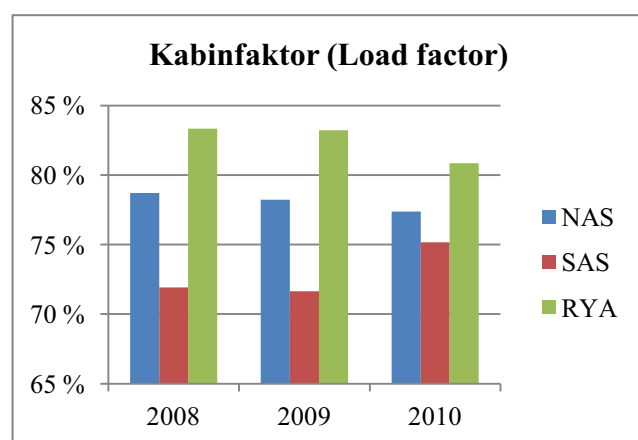


Norwegian har i perioden 2008–2010 opplevd en økning i selskapets RPK på utrolige 52 %. Dette på tross av både finanskrisen og askesky. For SAS ser man i perioden en reduksjon i antallet betalte passasjerkilometer på 19 %, mens man for Ryanair ser en vekst på hele 30 %.

Figur 3.2. Antall betalte passasjerkilometer (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008–2010)

3.3 Kabinfaktor

Ved å dividere selskapenes RPK med deres tilhørende ASK finner vi selskapenes kabinfaktor. Kabinfaktoren beskriver hvor stor del av et selskaps kapasitet som faktisk utnyttes. En kabinfaktor på 1 betyr at all kapasitet er brukt og at samtlige seter på samtlige avganger er solgt.



Figur 3.3. Kabinfaktor (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008–2010)

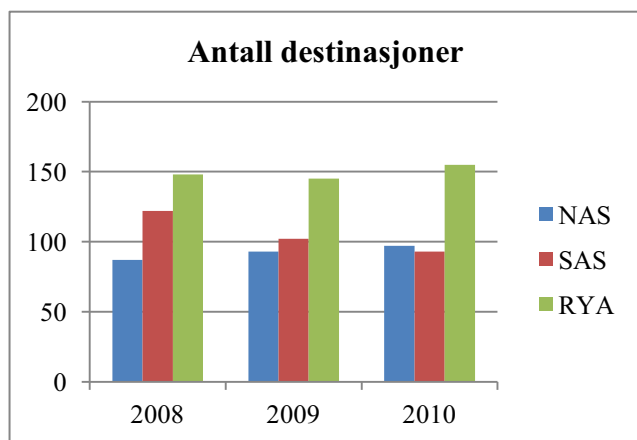
³ RPK – Revenue Passenger Kilometers

Selskapenes kabinfaktorer har jevnt over ikke endret seg det helt store i løpet av perioden. Likevel kan en liten økning eller reduksjon i et selskaps kabinfaktor få store økonomiske konsekvenser for selskapet. For Norwegian ser man at selskapets kabinfaktor i treårsperioden har falt fra 78,6 % til 77,3 %. Bjørn Kjos venter imidlertid at selskapets kabinfaktor i årene fremover vil stabilisere seg på rundt 80 %, hvilket betyr at selskapet vil måtte sette i gang tiltak for å bedre kapasitetsutnyttelsen (TDN Finans, 2011).

SAS har som eneste selskap i analysen greid å øke kabinfaktoren i løpet av analyseperioden. Selskapet har likevel dårligst kabinfaktor av de tre, med en kabinfaktor på 75,2 % i 2010. For Ryanair ser man som for Norwegian en liten reduksjon i selskapets kabinfaktor, fra 83,3 % i 2008 til 80,8 % i 2010. Dette til tross; Ryanair er selskapet med klart høyest kabinfaktor.

3.4 Destinasjoner

For at et selskap skal kapre kunder er det i tillegg til god service og lav pris viktig med et godt og bredt rutenett. Flyselskapene starter årlig opp flere titalls nye reiseruter, ofte til nye destinasjoner. Med en økning i antallet destinasjoner selskapet reiser fra/til, øker også sannsynligheten for at en kunde vil reise med det aktuelle selskapet. En oversikt over de tre selskapenes destinasjoner følger i figur 3.4 under.



Figur 3.4. Antall destinasjoner (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008–2010)

I toårsperioden 2008–2009 hadde Norwegian langt færre destinasjoner enn både SAS og Ryanair. I 2010 tok imidlertid Norwegian igjen SAS og kunne tilby reiser til 97 forskjellige destinasjoner. Norwegian har i analyseperioden hatt en økning på hele 11 % i antallet destinasjoner og er med det, selskapet med høyest vekst. Kjos anslår at selskapet i perioden frem mot 2015 vil øke antallet ruter fra 250 til 350, samt at de vil etablere baser i Bangkok og Europa (TDN Finans, 2011). Det er usikkert hvor mange nye destinasjoner dette det vil gi, men antallet vil helt klart øke.

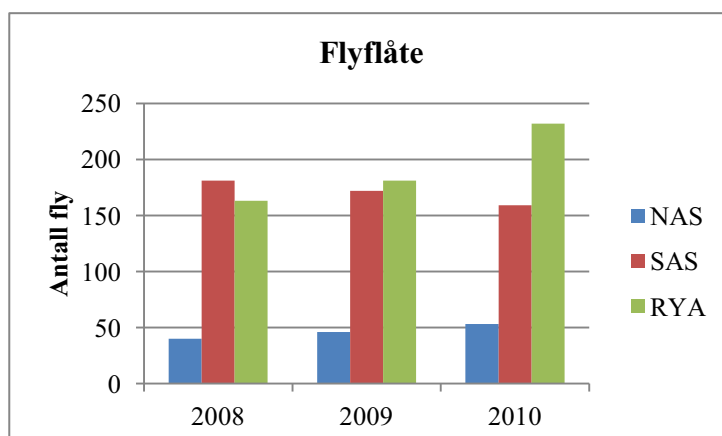
Ryanair har i perioden hatt en økning i antallet destinasjoner fra 148 til 155, noe som tilsvarer en økning på 4,7 %, mens SAS har hatt en nedgang og reduksjon på 23,8 %. Dette skyldes som nevnt tidligere SASs strategiske tilnærming, Core SAS, jf. avsnitt 3.1. En oversikt over Norwegian's destinasjoner per 30.juni 2011 følger i figur under.



Figur 3.5. Rute og destinasjonskart for Norwegian per 30.06.11 (Kilde: 2. kvartalsrapport 2011)

3.5 Flyflåte

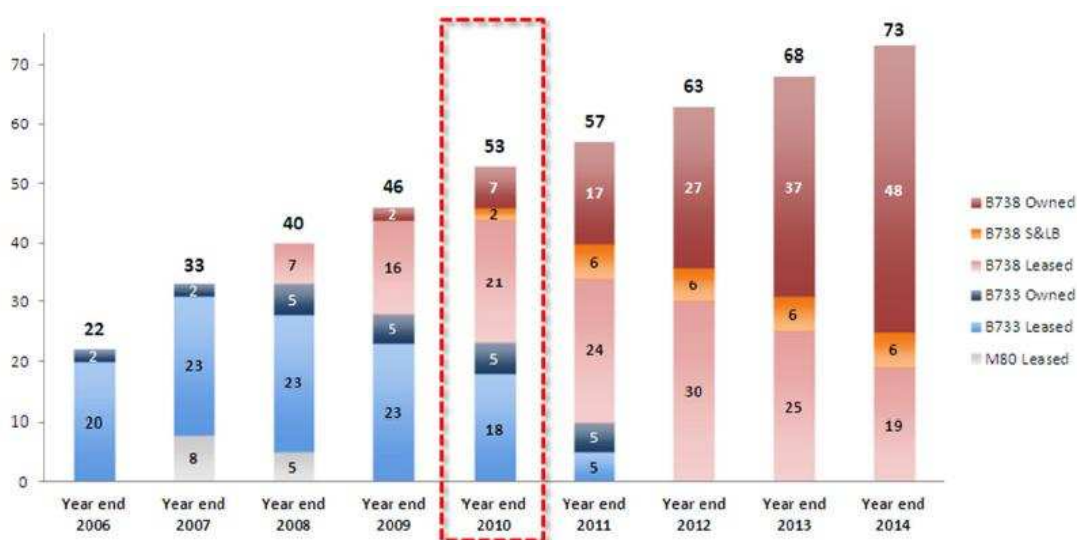
For et flyselskap utgjør flyflåten hoveddelen av selskapets fysiske og teknologiske ressurser. En titt på de ulike selskaperes flyflåte vil derfor kunne være hensiktsmessig.



Figur 3.6. Utvikling i selskaperes flyflåte (Kilde: Selskaperes årsrapporter 2008–2010)

Norwegian har ved utgangen av 2010 en flyflåte bestående av 53 fly mot SASs 159 og Ryanairs 232, og er med det klart minst hva angår størrelsen på flyflåten. Dette til tross;

Norwegian har i perioden hatt en vekst i flyflåten på utrolige 33 %, noe som tilsvarer en økning i flåten fra 40 til 53 fly. Av disse er 23 av typen Boeing 737–300, og 30 av den mer miljøvennlige typen Boeing 737–800. Figuren under viser selskapets planlagte utvikling i flyflåten i årene som kommer:



Figur 3.7. Utvikling i Norwegians flyflåte (Kilde: Norwegians 4.kvartalsrapport 2010)

Selskapet leaser i dag store deler av sin flyflåte (41 av 53 fly), men har som mål og etter hvert øke andelen selveide fly, jf. figur 3.6. I tillegg skal andelen 737–300 siles ut og erstattes med større, mer kostnadseffektive 737–800 fly. De nye flyene vil ta 189 passasjerer mot de eldre flyenes 148, noe som også vil bety en økning i selskapets kapasitet.

SAS viser en nedadgående trend i flyflåten og har i perioden 2008–2010 solgt unna ca. 12 prosent av flåten. Dette antas å skyldes Core SAS, jf. avsnitt 3.1. Ryanairs flåte har i samme periode vokst med hele 42 %, og de har med det en flåte ca. fire ganger større enn Norwegians, jf. figur 3.6. I tillegg til at Ryanair har den største flyflåten, har de også den mest kostnadseffektive. Dette fordi den utelukkende består av Boeing 737–800 fly, flyene Norwegian jobber iherdig med å anskaffe da disse i tillegg til å ha større kapasitet også er mer drivstoffgjerrige og miljøvennlige enn de eksisterende 737–300 flyene. SAS på sin side har en flåte bestående av en rekke flytyper, da med ulik størrelse, kapasitet og drivstofforbruk (SAS, 2011). I motsetning til Norwegian som leaser ca. 78 % av flåten, leaser SAS og Ryanair langt mindre, med henholdsvis 55 % og 24 %.

4. VERDSETTELSESTEORI

Når man skal verdsette et selskap, kan dette gjøres på flere ulike måter, da ved hjelp av en rekke ulike modeller og teorier. Jeg vil i dette kapittelet kort presentere noen av disse, før jeg avslutningsvis snurper sammen det jeg vet og kommer med en begrunnelse for valg av metode for verdsettelsen av Norwegian Air Shuttle.

Det finnes mye litteratur på fagfeltet verdsetting. Veldig mye av denne er utenlandsk og hensyntar derfor ikke forhold som er spesielle for Norge. Den norske lovgivningen gir veiledning, men det finnes ingen fast lovbestemt metode for verdsetting (Advokatfirmaet Arntsen AS, 2010). Derfor, i tillegg til å benytte meg av litteratur fra anerkjente forskere som Damodaran, velger jeg og også se på norske fagbøker skrevet på området.

Verdsettelse av et selskap kan være aktuelt i flere situasjoner. Spesielt i tilfeller med fusjoner, fisjoner, generasjonsskifte og kjøp/salg av hele eller deler av en virksomhet, vil en verdsetting ikke bare være hensiktsmessig men også en nødvendighet (Boye, 1998)

Man kan skille mellom ulike typer verdsettelsesmodeller. Det vanlige er å kategorisere dem enten som balansebaserte modeller eller som inntjeningsbaserte modeller. Da multiplikatormodeller i dag brukes svært hyppig i finansverden, velger jeg å vie disse et eget avsnitt til slutt.

4.1 Balansebaserte modeller

Disse metodene tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt der dette er relevant (Boye og Dahl, 1997). Metodene fokuserer med andre ord på de verdier selskapet har bygget seg opp gjennom tidligere presentasjoner. For eksempel; Hvor mye penger har de? Hvor mye er driftsmidlene verdt? Omløpsmidlene?

Det er vanlig å snakke om tre typer balansebaserte modeller (Ibid):

- 1) Matematisk verdi/Bokført egenkapital
- 2) Substansverdi/verdijustert egenkapital (going-concern verdier)
- 3) Likvidasjonsverdi /relasjonsverdi

4.1.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi uttrykker den regnskapsmessige verdien av et selskaps egenkapital basert på vurderingsreglene i aksje- og regnskapsloven (Boye og Dahl, 1997). Da de ovenfornevnte lovene i stor grad bygger på laveste verdis prinsipp (RL § 5-2) og forsiktighetsprinsippet (RL§ 4-1 første ledd nr.4), betyr det at de reelle verdiene i stor grad vil kunne avvike fra den

bokførte verdien. Et resultat av dette er at de bokførte verdiene av eiendeler svært ofte vil være undervurdert i forhold til den verdien markedet opererer med. Modellen tar kun hensyn til dagens situasjon, den tar altså ikke høyde for fremtidige kontantstrømmer. Dette bidrar til at den selskapsverdien man får ved å benytte denne modellen, vil være sterkt undervurdert. Kanskje er det også derfor denne modellen sjelden benyttes.

4.1.2 Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden, inkludert latent skattegjeld der dette er relevant (Boye og Dahl, 1997). Basis for verdivurderingen er siste tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet. Denne korrigeres så for mer- og/eller mindreverdier i selskapets egenkapital og gjeld (Ibid). I noen tilfeller, da driftsmidler ikke alltid omsettes i aktive annenhåndsmarkeder, er det vanskelig å finne tilgjengelige markedsverdier. I slike tilfeller kan markedsverdiene erstattes med gjenanskaffelsesverdier justert for eldre og annen verdiforringelse.

Metoden baserer seg på going-concern betraktninger, hvilket betyr at man forutsetter videre drift i overskuelig fremtid. Metoden kan med fordel brukes der det eksisterer et annenhåndsmarked for eiendelene uavhengig av virksomheten, der eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives eller at kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg (Boye og Dahl, 1997).

4.1.3 Likvidasjonsverdi

Denne metoden brukes vanligvis i forbindelse med avvikling av et selskap, gjerne i forbindelse med konkurs eller oppkjøp. I likhet med substansverdien, tar også likvidasjonsverdien utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse. Denne verdien må så korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og relasjonsverdier for eiendeler og gjeld (Boye og Dahl, 1997). Likvidasjonsverdien vil nesten uten unntak være lavere enn substansverdien. Dette har en enkel og naturlig forklaring. Først; da likvidasjonsverdimetoden som nevnt brukes ved avvikling, forutsettes det at alle selskapets eiendeler realiseres. Likvidasjonen forserer salget, noe som i mange tilfeller vil gi prisavslag til kjøper. I tillegg til dette vil det ofte gjerne påløpe ekstra kostnader i forbindelse med selve avviklingen. Likvidasjonsverdien reflekterer det teoretisk laveste beløp eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles (Ibid).

4.2 Verdsetting basert på forventet inntjening

Der de balansebaserte metodene tar utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse korrigert for mer- eller mindre verdier, tar de inntjeningsbaserte modellene utgangspunkt i selskapets inntjeningsevne, dvs. hva selskapet forventer å kunne skape av inntjening nå og i fremtiden. Ved verdsetting av selskaper hvor det fortsatt skal være drift, benyttes stort sett de inntjeningsbaserte metodene. I all hovedsak baserer disse modellene seg på diskontering av fremtidige kontantstrømmer.

Det er vanlig å snakke om tre typer inntjeningsbaserte metoder (Boye og Dahl, 1997):

- 1) Dividendemodeller
- 2) Kontantstrømbaserte modeller
- 3) Resultatmodeller

4.2.1 Dividendemodeller

I utgangspunktet er ikke dividendemodeller så veldig mye brukt i Norge (Boye og Dahl, 1997). I amerikanske bedrifter derimot, brukes de hyppigere. Dette fordi man i amerikanske selskaper har en mye større tradisjon for å dele ut utbytte enn det man ser i norske selskaper. Det viser seg imidlertid at flere og flere norske aksjeselskaper nå har begynt å betale ut utbytte. Dette kan føre til at modellene på sikt vil bli mer aktuelle også her (Ibid.).

I dividendemodeller beregnes selskapsverdien/aksjeverdien som nåverdien av alle fremtidige utbytter. Matematisk uttrykkes det slik (Damodaran, 2002):

$$\text{Verdi per aksje} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

$E(DPS_t)$ = forventet dividendeutbytte på tidspunkt t

k_e = avkastningskrav på egenkapitalen

For å oppnå forventet utbytte, må det gjøres antakelser om både fremtidig inntjening og fremtidige utbytteutbetalinger. Avkastningskravet bestemmes på bakgrunn av risiko knyttet til aksjen, og kan beregnes på flere måter, avhengig av modell. Jo høyere risiko, jo høyere avkastningskrav. Det mest vanlige er gjerne å beregne avkastningskravet på bakgrunn av markedsbetaer i kapitalverdimodellen (CAPM). Dette kommer jeg tilbake til senere i oppgaven, under avsnittet om avkastningskrav, avsnitt 4.4.

Når man benytter seg av dividendemodeller er det svært vanlig å ty til forenklinger (Boye og Dahl, 1997). Dette fordi det er svært lite sannsynlig at noen vil prøve å prognostisere dividenden til en aksje for all fremtid.

Dersom man forutsetter konstant vekst til evig tid, kan man benytte ”The Gordon Growth model”. Ved bruk av denne, vil formelen for aksjeverdi se ut som følger:

$$\text{Aksjeverdi} = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

DPS_1 = forventet dividendeutbytte neste år

k_e = avkastningskrav på egenkapitalen

g = evig, konstant vekstrate

Det må nevnes at selv om modellen synes enkel å bruke, har den visse begrensninger.

Vekstmodellen er ekstremt følsom for faktorer som kan være med å påvirke veksten. Brukes den feil, for eksempel ved at vekstraten konvergerer mot diskonteringsrenten, vil man kunne få feilaktige og villedende resultater ved at verdien til slutt vil gå mot uendelig. Gordons vekstmodell egner seg best for bedrifter som har vekstrate lik eller mindre enn den nominelle veksten i økonomien og ellers har et veletablert sett av policy tilknyttet dividendeutbetalinger for fremtiden (Damodaran, 2002).

4.2.2 Kontantstrømbaserte modeller

Når man kjøper et selskap, kjøper man også selskapets fremtidige kontantoverskudd. Den kontantstrømbaserte metoden hensyntar nettopp dette og er derfor den mest korrekte måten å bruke ved verdiberegning av prosjekter, divisjoner og selskaper (Boye og Dahl, 1997).

Metoden tar utgangspunkt i de fremtidige kontantstrømmene, og baserer seg på å finne verdien av selskapet ved å diskontere disse ved et gitt avkastningskrav. Dette gjenspeiles i modellen under (Damodaran, 2002):

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

n = investeringens levetid

CF_t = kontantstrømmen på tidspunkt t

r = diskonteringsrenten/avkastningskravet til den estimerte kontantstrømmen

Innenfor de kontantstrømbaserte modellene er det vanlig å skille mellom to ulike metoder, kontantstrøm til total kapital og kontantstrøm til egenkapital. Damodaran introduserer også et tredje alternativ; justert nåverdi (APV-Adjusted Present Value)(Damodaran, 2002). I denne fremstillingen velger jeg imidlertid å se bort fra sistnevnte metode og fokusere på de to andre.

Kort kan det imidlertid nevnes at APV går ut på at man verdsetter selskapet del for del, hvor man begynner med verdsetting av driften og legger til effektene på verdien av gjeld og andre krav. Metoden er gunstig å benytte ved verdsettelsen av konsern, da det mest hensiktsmessige her er å ta for seg en divisjon om gangen. Dette fordi det ikke er uvanlig at risikoen i ulike selskaper ikke er lik, noe som betyr at det for hver enkelt divisjon må beregnes et separat avkastningskrav. (Boye og Dahl, 1997).

I førstnevnte metode beregnes verdien til selskapet ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen til selskapet. Matematisk kan dette formuleres som følger (Damodaran, 2002):

$$\text{Verdi av total kapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ til selskapet}_t}{(1 + WACC)^t}$$

n = investerings levetid

CF_t = selskapets forventede kontantstrøm på tidspunkt t

$WACC$ = diskonteringsrenten/avkastningskravet "Weighted average cost of capital"

Når man skal beregne WACC finner man først avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og gjelden, før man vekter disse, derav "Weighted average". Mer grundig forklaring av dette kommer i avsnitt 4.4.

Kontantstrømmen til total kapitalen representerer kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle selskapets kapitallytere, det være seg både aksjonærer og investorer. Kontantstrømmen til egenkapitalen derimot, er kontantstrømmen som kun er tilgjengelig for selskapets aksjonærer.

Når man har funnet verdien til total kapitalen/selskapet, kan verdien til egenkapitalen lett finnes ved at man fra selskapsverdien subtraherer markedsverdien på selskapets finansielle forpliktelser, dvs. dets gjeld. Alternativt kan man finne verdien av egenkapitalen direkte ved å se på den diskonterte verdien av egenkapitalens fremtidige kontantstrømmer gitt et avkastningskrav bestemt av selskapets aksjonærer. Matematisk kan dette leses (Damodaran, 2002):

$$\text{Verdi av egenkapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ til egenkapitalen}_t}{(1 + k)^t}$$

n = investerings levetid

CF_t = selskapets forventede kontantstrøm på tidspunkt t

k = diskonteringsrenten/avkastningskravet "Cost of equity"

Hvilken metode som benyttes, om det er total kapital- eller egen kapitalmetoden, avhenger litt av type bedrift som skal verdsettes. Ved verdsettelse av for eksempel banker og selskaper med større eller mindre likviditetsproblemer, vil det være hensiktsmessig å bruke egen kapitalmetoden da man her ikke inkluderer gjelden (Thoresen, 2006). For andre selskaper vil det følgelig være mer hensiktsmessig å bruke kontantstrømmer for total kapitalen ved verdsettingen.

Ellers; forutsatt at metodene utføres riktig og man er konsistente i finansieringsforutsetningene, skal man få det samme resultatet uavhengig av hvilken metode som benyttes (Boye og Dahl, 1997). Det er svært viktig å passe på at det avkastningskravet man bruker tilhører kontantstrømmen som benyttes i det aktuelle tilfellet. Brukes WACC ved diskontering av kontantstrømmen til egen kapitalen, vil man få en verdi på egen kapitalen som er for høy. Tilsvarende; brukes avkastningskravet til egen kapitalen ved diskontering av kontantstrømmen til total kapitalen, blir selskapsverdien for lav.

Hvilken metode er så best å bruke? Egen kapital- eller total kapitalmetoden?

En bedrifts kapitalstruktur påvirker ikke bedriftens verdi. Dette fordi markedsverdiene er bestemt av eiendelssiden i balansen og de kontantstrømmer den kan generere. Total kapitalens avkastningskrav forblir uendret selv med endringer i kapitalstrukturen (Miller og Modigliani, 1958). Egen kapitalavkastningen derimot, endres i takt med endringer i kapitalstrukturen. Dette betyr at dersom gjeldsandelen øker, øker også egen kapital kostnaden (Ibid).

For å unngå problemer med stadig endring i avkastningskravet vil det være å foretrekke å benytte total kapitalmetoden ved verddivurdering av selskaper. Her vil man alltid kunne diskontere med et konstant avkastningskrav.

4.2.3 Resultatmodeller

Resultatmodeller er langt mer unøyaktige enn de kontantstrømbaserte modellene gjennomgått i forrige avsnitt. I kontantstrømbaserte modeller er den mest korrekte metode å drive verddivurdering på å diskontere den frie fremtidige netto kontantstrømmen etter skatt. I resultatmodellene derimot forutsettes det at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidige netto kontantstrømmer. Når man snakker om resultatmodeller refereres det vanligvis til følgende tre metoder (Boye og Dahl, 1997):

- 1) Normalresultatmetoden
- 2) P/E – metoden
- 3) P/kontantstrøm – metoden

Normalresultatmetoden vil forklares under, mens P/E – metoden vil tas opp i avsnitt 4.3 om multiplikatormodeller. P/kontantstrøm – metoden som også inngår i gruppen av multiplikatormodeller, sees i denne sammenheng bort fra da denne ikke brukes noe særlig ved verdsetting av selskaper. Riktignok brukes den en del ved vurdering av shippingsselskaper (Boye og Dahl, 1997).

4.2.3.1 Normalresultatmetoden

Ved bruk av normalresultatmetoden beregner man med basis i de ressurser selskapet besitter og det resultatpotensial man ser fra regnskaper og budsjett, et antatt normalt resultat for fremtiden. Det er svært viktig at man ved utarbeidelsen av dette, nøye gjennomgår alle regnskaps- og budsjettposter med den hensikt å identifisere poster som ikke representerer normale inntekts- og kostnadsposter, eventuelt et normalt nivå på disse i fremtiden (Boye og Dahl, 1997). Normalresultatet skal så kapitaliseres med et realavkastningskrav som reflekterer avkastningen som kreves utover risikofri rente for å kompensere for risiko, justert for inflasjon. Dersom det er normalresultatet til totalkapitalen som skal kapitaliseres, snakker man om forretningsmessig risiko. Er det derimot resultatet til egenkapitalen man bruker, inngår i tillegg til forretningsmessig risiko, også finansiell risiko i begrepet (Ibid).

4.3 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller, eller relative modeller om du vil, er en type verdsettingsmetode hvor man bruker markedsverdiene til andre sammenlignbare selskaper som basis for verdsettelsen av et selskap (Damodaran, 2002). Svært mange av de verdivurderinger som i dag gjøres av analytikere, gjøres nettopp ved hjelp av multiplikatormodeller. Hovedgrunnen til dette er at man her i motsetning til i andre modeller slipper å lage detaljerte fremtidsprognoser for viktige parametre som vekst, inntjening, avkastningskrav osv., hvilket bidrar til å forenkle beregningene (Palepu et. al. 2007). En relativ verdsetting vil gi verdier som er mye nærmere markedsprisene og i langt større grad reflekterer situasjonen i markedet enn det verdsetting med kontantstrømbaserte modeller vil, da disse er et forsøk på å måle relativ verdi og ikke egenverdi (Damodaran, 2002). Selv om modellen er en av de mest brukte, er det flere fallgruver forbundet ved bruken av den. Styrkene ved relativ verdsetting er også dens svakheter. Det at det er så lett å gjennomføre en relativ verdsetting, dvs. finne en multiplikator, kan ofte resultere i inkonsistente estimater. Det er her svært viktig å være konsistent, både med tanke på forholdet mellom teller/nevner og i forhold til tidsperspektivet. Dersom telleren er en egenkapitalverdi, er det viktig at også nevneren er det. Det er også

viktig at man passer på at det er et visst samsvar mellom tidsrommet til to multiple som sammenlignes.

Et annet problem forbundet med relativ verdsetting er den økende faren for over- eller underprising. Det at multipler reflekterer markedet impliserer at bruk av multiplikatormodeller ved verdsetting av en eiendel vil medføre at eiendelen vedsettes for høyt dersom markedet overvurderer sammenlignbare selskaper, og for lavt om det undervurderer dem. Når man skal verdsette med bakgrunn i multiplikatormodeller er det viktig at man er oppmerksom på forskjeller som kan være mellom de sammenlignbare selskapene. Sammenligninger med multipler forutsetter at de sammenlignbare selskapene forventer lik vekst i fremtidige årsresultater, har samme avkastningskrav på egenkapitalen og følger de samme regnskapsprinsipper (Dyrnes, 2004). Samtidig er det veldig viktig å være observant på forskjeller i risiko og vekstpotensial mellom selskapene.

Hvilken type multipler som benyttes, avhenger av hva man er ute etter. Damodaran (2002) skiller mellom fire ulike typer:

- 1) Resultatmultipler
- 2) Inntektsmultipler
- 3) Multipler basert på bokførte verdier
- 4) Sektorspesifikke multipler

4.3.1 Resultatmultipler

Når man kjøper en aksje er det vanlig å se på den betalte prisen som et multiplum av EPS⁴ generert av selskapet. Dette forholdstallet som oppstår mellom pris og resultat kalles P/E-ratioen, og kan estimeres på to måter; enten ved å bruke dagens EPS (current), eller forventet EPS (forward). Damodaran (2002) setter opp sammenhengen som under:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{markedsverdi per aksje}}{\text{fortjeneste per aksje (EPS)}}$$

Vanligvis brukes dagens aksjekurs som teller og fjorårets årsresultat som nevner. I så tilfelle kan man si at multiplen sammenligner fremtidige resultater i teller mot dagens resultater i nevner. Multiplen kan gi en indikasjon på om aksjen er dyr eller billig å handle, samt hva en mulig investor er villig å betale for hver resultatkrone (Brealey et. al. 2008). En høy P/E verdi indikerer forventninger om gode muligheter for vekst- og fortjeneste i fremtiden, mens en lav P/E verdi betyr at de fremtidige inntektene antas å være lavere enn dagens verdi. Selvsagt kan

⁴ EPS : Earnings per share

en høy verdi også skyldes en forbigående, midlertidig reduksjon i resultatet, noe som vil gi en lav verdi i nevneren.

Multipliserer man P/E-ratioen med selskapets ordinære resultat, finner man verdien på selskapets egenkapital. Før man multipliserer er det viktig å tenke på hva man egentlig vil finne ut av. Ønsker man verdien av dagens egenkapital, multipliserer man P/E (current) med siste års ordinære resultat, og er man ute etter egenkapitalverdien noen år frem i tid, multipliserer man P/E (forward) med dette årets estimerte ordinære resultat.

En annen resultatmultiplum som ofte brukes og som til stadig blir mer og mer populær blant analytikere er i følge Damodaran EV/EBITDA multiplum (Damodaran, 2002):

$$\frac{EV^5}{EBITDA^6} = \frac{\text{Markedsverdi på EK} + \text{Markedsverdi på gjeld} - \text{penger}}{EBITDA}$$

Spesielt når man kjøper en bedrift er det vanlig å se på verdien til selskapet som et multiplum av driftsinntekter eller resultat før renter, skatt, avskrivning og amortisering. Damodaran (2002) lister opp en rekke grunner for multiplens stadig økende popularitet blant analytikerne, samt hvorfor den i flere tilfeller er å foretrekke fremfor P/E-ratioen. For det første er det langt færre bedrifter med negativ EBITDA enn det er bedrifter med negativ EPS. Dette gjør at omfanget av bedrifter som må elimineres fra analysen reduseres kraftig. For det andre bruker ulike bedrifter ofte forskjellige avskrivningsmåter, noe som vil påvirke driftsresultatet eller nettoinntekten, men ikke EBITDA. Modellen er spesielt gunstig å bruke for bedrifter i sektorer som krever store investeringer i infrastruktur med lang drektighetstid.

4.3.2 Inntektsmultipler

En annen måte å sammenligne verdien til selskaper på er ved hjelp av inntektsmultipler. Det finnes i hovedsak to typer inntektsmultipler (Damodaran, 2002):

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi på EK}}{\text{Salgsinntekt}}$$

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Markedsverdi på EK} + \text{Markedsverdi på gjeld} - \text{penger}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Uavhengig av om et selskap leverer tidenes resultat eller om de går med underskudd, vil de generere inntekter. Dette betyr at selskaper som kommer dårlig ut og gjerne leverer negative resultat, vil være godt egnet til å bruke inntektsmultipler ved verdivurdering. Et selskap er

⁵ EV : Enterprise value (Bedriftsverdi)

⁶ EBITDA : Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

derimot avhengig av positive resultater for å kunne overleve i det lange løp. Det er derfor verdt å merke seg at selv om bedrifter har relativt like inntekter så kan de ellers være veldig forskjellige.

En fordel med å bruke inntektsmultipler fremfor for eksempel P/E og P/BV er at de regler og standarder som finnes for behandling av inntekter i stor grad samsvarer i alle bransjer og markeder, noe som betyr at det blir vanskeligere å manipulere inntektene. Multiplikatoren kan da brukes til å sammenligne selskaper med lignende egenskaper til tross for at de opererer i ulike bransjer (Damodaran, 2002). Metoden er imidlertid svært unyansert og bør brukes med stor varsomhet (Boye og Dahl, 1997).

4.3.3 Multipler basert på bokverdi

Mens markedet gir ett estimat på verdien til et selskap, gir regnskapsførerne ofte ett helt annet. Dette skyldes at de bokførte verdiene blir bestemt av regnskapsregler og bærer preg av å inneholde originale kjøpspriser justert med avskrivninger og eventuelt andre justeringer som f.eks. nedskrivninger jf. forsiktighetsprinsippet (RL § 4-1). Investorer ser ofte på sammenhengen mellom bokført verdi og prisen de betaler for en aksje for å finne ut om den er over- eller underpriset. Dette forholdet kan skrives som følger (Damodaran, 2002):

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi på EK per aksje}}$$

Dersom markedet har priset aksjen riktig og alt som skal tas med i regnskapet er tatt med, vil forholdet over være lik 1. Dette skjer derimot ytterst sjeldent, om noen gang. Som regel vil P/BV være større enn 1. For å unngå vanskeligheter knyttet til det å finne verdien per aksje er det også mulig å bruke total markedsverdi på egenkapitalen for å estimere P/BV-ratioen (Damodaran, 2002):

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Markedsverdi på EK}}{\text{Bokført verdi på EK}}$$

En av fordelene ved å bruke P/BV-ratioen er at den, gitt at andre selskaper bruker lignende regnskapsstandarder, kan sammenlignes med andre selskapers ratio for å avdekke om selskapet er over- eller undervurdert. I motsetning til P/E-ratioen som forutsetter positiv inntjening, kan P/BV brukes uavhengig av inntjening, da det er langt færre bedrifter med negativ bokverdi enn med negativ inntjening. Riktignok må sies at den bokførte verdien av egenkapitalen kan bli negativ dersom selskapet har hatt en lang rekke av negative inntjeninger.

Aksjer som selges langt under bokført verdi har generelt blitt sett på som gode kandidater for undervurderte porteføljer, mens de som selges til en verdi høyere enn den bokførte, ansees som overvurderte (Damodaran, 2002).

4.3.4 Sektorspesifikke multipler

Verdien til et selskap kan standardiseres ved å bruke ulike sektorspesifikke multipler, dvs. multipler som er spesifikke for enkeltsektorer. Det finnes ingen grense for antallet ulike multipler man kan finne. For eksempel kan stålbedrifter sammenlignes på bakgrunn i hvor mange tonn stål de produserer, et flyselskap eller butikk etter hvor mange kunder de har, en nettside etter hvor mange besøk den har osv. Ved bruk av sektorspesifikke multipler er det imidlertid et par problemer man må være observante på (Damodaran, 2002). Da de sektorspesifikke multiplene ikke kan beregnes for andre sektorer eller for markedet som helhet, kan disse resultere i vedvarende over- eller undervurderinger av sektorer, relativt til resten av markedet. Videre er det langt vanskeligere å forholde seg til de sektorspesifikke multiplene enn til de underliggende verdiene. Er det gitt at et besøk på en bedrifts hjemmeside vil føre til økte inntekter for bedriften eller at den butikken med flest kunder nødvendigvis er den beste? Svarene på dette vil selvsagt variere, avhengig av selskapet man ser på. Ser man for eksempel på en butikk; antallet kunder vil selvsagt spille en rolle, men beløpet på det de handler vil antakelig bety langt mer. Det er bedre med ti handler à 1000 kr enn 50 à 150 kr

4.4 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en virksomhet defineres som den avkastning som over tid er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten. Sagt med andre ord er avkastningskravet den avkastning eiere og andre kapitalleverandører kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen, forutsatt at risikoen er lik. Fastsettelse av avkastningskrav er ingen eksakt vitenskap - i stedet er det er en god blanding av teori og skjønn.

Tidligere i oppgaven, under avsnittene om dividende- og kontantstrømbaserte modeller, nevnte jeg at man kan bruke to ulike avkastningskrav som diskonteringsfaktorer, avhengig av om man vil verdsette kun egenkapitalen eller selskapet som helhet. De to kravene kalles henholdsvis CAPM- kapitalverdimodellen eller WACC- vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. Jeg vil i det følgende beskrive disse to metodene litt nærmere.

4.4.1 Avkastningskrav på egenkapitalen

Avkastningskravet på egenkapitalen skal reflektere den risikoen en investor har ved å investere i selskapets egenkapital, og er et uttrykk for den avkastningen investor krever på

investeringen. Avkastningskravet består av en risikofri rente som hensyntar rentetap og inflasjon i pengenes tidskostnad, samt en risikopremie for å ta hensyn til risiko. Da den usystematiske risikoen kan elimineres ved diversifikasjon, er det kun den systematiske risikoen eller markedsrisikoen om du vil, som inngår i beregningen av avkastningskravet (Boye og Koekebakker, 2006). Den systematiske risikoen måler hvor følsom en aksjes avkastning er for endringer i markedet.

For å beregne selskapets avkastning på egenkapitalen brukes vanligvis kapitalverdimodellen, eller CAPM. Kapitalverdimodellen sier at den forventede avkastningen til egenkapitalen er en funksjon av risikofri markedsrente, aksjens risikopremie og systematisk risiko, uttrykt som β . Denne sammenhengen kan uttrykkes som følger:

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

$E(r_i)$ = forventet avkastning til aksje i

r_f = risikofri rente

β_i = aksjens betaverdi, samvariasjon med markedsporteføljen

$E(r_m)$ = forventet avkastning på markedsporteføljen

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

4.4.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie avkastningen uttrykker den avkastningen man kan få på kapitalen om man plasserer den i et risikofritt verdipapir. Dette betyr at plasseringen på ingen måte påvirkes av endringer i markedet eller økonomien som sådan. Det vanlige er å bruke ulike statsobligasjoner og deres avkastninger som mål på den risikofrie renten. Det er imidlertid flere meninger angående hvilken tidshorisont det skal være på statsobligasjonene for å få en best mulig estimering. Nærings- og handelsdepartementet velger å benytte statsobligasjoner med 5 års gjenværende løpetid for å sikre konsistens i avkastningsmålet (Nærings- og handelsdepartementet, 2008). Gjesdal og Johnsen foreslår å bruke en 3-års indeksstatsrente beregnet av Oslo Børs som risikofri rente (Gjesdal og Johnsen, 2006), mens Boye og Dahl hevder at en langsiktig statsobligasjonsrente bør brukes som mål på risikofri rente, da investeringer i foretak normalt er langsiktige investeringer (Boye og Dahl, 1997). Koller et. al. (2005) legger også vekt på at investeringer som oftest er langsiktige, og anbefaler derfor å bruke langsiktige (10 års) statsobligasjoner i fastsettelsen av den risikofrie renten.

4.4.1.2 Beta

Beta er et mål på den systematiske risikoen som ligger i aksjen, og gir uttrykk for samvariasjonen mellom markedets og aksjens avkastning. Markedets betaverdi er lik 1, og

følgelig vil en aksje med betaverdi høyere enn 1 svinge mer og ha en høyere risiko enn markedet. Tilsvarende vil en aksje med betaverdi lavere enn 1, ha en aksjekurs som vil svinge mindre enn markedet.

Den tradisjonelle tilnærmingen for estimering av beta er en enkel regresjon av avkastningen på investeringen mot avkastningen på markedsindeksen, da vanligvis med avkastningstall fra de siste 4-5 årene beregnet på ukentlig eller månedlig basis. Betaverdien blir regresjonslinjens helningskoeffisient og defineres som kovariansen mellom selskapets og markedets avkastning dividerte på variansen til markedsavkastningen.

Koller et. al. (2005) foreslår at man for å gjøre estimatet enda bedre, i stedet for å bruke denne selskapsspesifikke verdien, heller bør bruke en bransjebeta. Dette hevder de er fordi selskaper i samme bransje i stor grad utsettes for de samme operasjonelle risikofaktorene. En gjennomsnittlig bransjebeta vil gi et langt bedre estimat på fremtidig betaverdi og er å foretrekke fremfor selskapsspesifikk beta.

4.4.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten, og gir et uttrykk for den kompensasjonen en investor krever for å være villig til å pådra seg risiko. Risikopremien er en av de mest omdiskuterte faktorene i finansverden, da markedets forventede avkastning i likhet med aksjens forventede avkastning ikke kan observeres (Koller et. al 2005). Av denne grunn finnes det flere meninger for hvordan risikopremien best kan beregnes. Den metoden som trolig er den mest benyttede per i dag er den historiske fremgangsmåten, hvor man ser på historisk meravkastning. Bakgrunnen for metoden er antakelsen om at børsen historisk har realisert den forventede risikopremien, og forutsetningen om at fremtidig risikopremie vil tilsvare historisk risikopremie (Boye og Dahl 1997).

Hvordan de historiske risikopremiene blir seende ut varierer etter hvilke beslutninger og forutsetninger som tas ved beregningen. For at estimatene skal bli så bra som mulig bør man bruke langsiktige statsobligasjoner ved sammenligning fremfor kortsiktige. Dette fordi disse bedre vil matche varigheten på selskapets kontantstrømmer (Koller et. al 2005) Videre er valg av aritmetisk vs. geometrisk gjennomsnitt av betydning. Det aritmetiske gjennomsnittet er alltid større enn det geometriske, og nettopp fordi det aritmetiske i flere tilfeller overvurderer premien er det geometriske å foretrekke. I tillegg vil dette gi et bedre estimat på langsiktig fremtidig verdi (Damodaran, 2002). Sist men ikke minst vil lengden på måleperioden være

avgjørende for størrelsen på risikopremien. Damodaran (2002) argumenterer for bruk av en periode på over 20 år, helst opp mot 50+. Begrunnelsen for dette er ganske enkelt av man i kortere perioder, da spesielt i området mellom 10 og 20 år, kan oppleve at standardavviket til premien er lik eller høyere enn selve premien. Koller et. al. (2005) er av samme oppfatning som Damodaran og anbefaler bruk av en så lang periode som overhodet mulig.

4.4.2 Avkastningskrav på totalkapitalen

I tillegg til aksjonærer som ønsker avkastning på sine investerte midler, har man kreditorer som krever avkastning på gjelden de stiller til rådighet. Avkastningskravet på totalkapitalen tar høyde for dette og reflekterer den risikoen både aksjonærer og kreditorer har ved å investere i et selskap. Avkastningskravet uttrykker hvor mye avkastning hver investert krone må generere for at kravet til både eierne og kreditorene skal kunne betjenes.

Totalkapitalavkastningskravet beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet (WACC⁷), og kan matematisk skrives som:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

D = markedsverdi på gjeld

V = total markedsverdi for selskapet (D+E)

E = markedsverdi på egenkapitalen

k_d = avkastningskravet på gjelden

k_e = avkastningskravet på egenkapitalen

T_m = marginalsatt

Ved beregning av WACC er det totalt tre komponenter som må beregnes. Disse er egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets kapitalstruktur.

4.4.2.1 Kapitalstruktur

Ved beregning av selskapets kapitalstruktur skal man bruke markedsverdier fremfor bokførte verdier som utgangspunkt for andelsberegningen, dette fordi bokførte verdier representerer ”sunk cost”.

Egenkapitalandelen kan uttrykkes som egenkapitalens markedsverdi dividert på den totale markedsverdien til selskapet, dvs. rentebærende gjeld og egenkapital. Markedsverdien på egenkapitalen beregnes ved å multiplisere antallet utestående aksjer med aksjekursen på verdsettelsesdagen (Koller et. al 2005), mens markedsverdien på et selskaps gjeld finnes ved å kartlegge selskapets rentebærende gjeld. For å hindre at kortsiktige svingninger i aksjeprisene skal påvirke kapitalstrukturen, peker Koller et. al (2005) på viktigheten av at det brukes mål

⁷ WACC – Weighted average cost of capital

på vektene, fremfor dagens vekter, hvertfall om avkastningen på totalkapitalen skal kunne brukes som et fast krav for all fremtid. Det er ikke nødvendigvis slik at dagens kapitalstruktur er lik den som forventes å råde i fremtiden.

4.4.2.2 Egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden finnes som forklart over ved å beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved kapitalverdimodellen. I og med at WACC uttrykker totalkapitalavkastningskravet etter skatt, må også avkastningskravet til egenkapitalen regnes etter skatt.

4.4.2.3 Gjeldskostnaden

Gjeldskostnaden måler et firmas kostnad knyttet til det å låne penger til investeringsformål. Denne bestemmes av flere variabler; den risikofrie renten, risikoen til selskapet og skattefordelen tilknyttet gjelden. Den enkleste måten å estimere gjeldskostnaden på er når selskapet har et utestående obligasjonslån med fast rente. I dette tilfellet tas det ved beregning utgangspunkt i markedsrenten for denne gjelden. Boye og Dahl (1997) anbefaler å bruke gjennomsnittlig lånerente som mål på gjeldskostnaden.

4.5 Valg av verdsettelsesmetode

Etter en grundig gjennomgang av mulige verdsettelsesmodeller peker fundamental verdsettelse og bruk av diskontert kontantstrøm på totalkapitalen seg ut som det åpenbare valget. Dette fordi denne metoden hensyntar selskapenes fremtidige kontantoverskudd i tillegg til at totalkapitalens avkastningskrav forblir uendret selv med endringer i kapitalstrukturen.

For å kontrollere verdianslaget fra kontantstrømanalysen vil jeg også gjennomføre en multiplikatoranalyse hvor jeg sammenligner Norwegian med andre selskaper i bransjen. Avslutningsvis vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse på noen av de viktigste parametrene. Dette for å avdekke risikoområder tilknyttet mine antakelser og for å se hvordan småendringer i disse antakelsene kan få innvirkning på selskapsverdien.

5. METODE FOR VERDIVURDERING AV NORWEGIAN

En masteroppgave av denne type vil legge føringer for innsamlingen og bearbeidningen av data som blir anvendt i oppgaven. Ut ifra generell metodeteori kan man si at det finnes i all enkelhet to typer datainnsamlingsmetoder, primær- og sekundærdata. Primærdata er data som er innsamlet av en selv mens sekundærdata er data innsamlet av andre.

For å plassere oppgavens teoretiske fundament og utgangspunkt i forhold til andre liknende studier, er det sendt ut spørsmål til utvalgte analytikere som daglig følger Norwegian.

Informasjonen kan sees på som innhenting av data til forskerøyemed, gjort selv, og er typiske karakteristika ved primærdata. Innhenting er på sin side gjort i begrenset utstrekning og vil kun brukes til å få frem noen analytikers synspunkter, uten ønske om å generalisere disse.

Data som nøkkeltall, statistikk og aksjekurser er eksempler på data som er anvendt i oppgaven, og er alle eksempel på typiske sekundærdata. Anvendelse av sekundærdata er særlig vanlig i oppgaver som denne med bakgrunn i offentlige nøkkeltall, regnskap og årsrapporter. Ut ifra oppgavens kunnskapsmessige mål om verdsettelse av Norwegian baserer oppgaven seg, med unntak av ovenfornevnte case, utelukkende på bruk av sekundærdata.

5.1 Datainnsamling

Da utredningen er skrevet ut fra en investors synspunkt, har jeg i analysen utelukkende benyttet meg av offentlig tilgjengelig informasjon, en potensiell svakhet som blir drøftet senere i kapittelet. Verdsettelsen av Norwegian består av både finansielle og strategiske aspekter noe som åpner for bruken av både kvalitative og kvantitative data.

Sekundærdata kan hovedsakelig deles inn i tre typer, hhv. prosessdata, bokholderidata og forskningsdata (Sander, 2004). Førstnevnte karakteriseres ved å være typisk data som oppstår i diskusjoner i media og andre kilder. Bokholderidata er data som kan hentes fra selskapenes årsrapporter og kvartalsrapporter, og som i stor grad omhandler økonomiske resultater, som f. eks budsjett, regnskap og statistikker. Med bakgrunn i at dette er en finansielt fokusert oppgave vil mye av dataene være nettopp bokholderidata. Forskningsdata er data som er samlet inn med bakgrunn i forskning, og som gjerne er offentlig tilgjengelig for andre å anvende.

Data som anvendes i denne oppgaven antas å være en sunn miks mellom bokholderidata og prosessdata, med hovedtyngde på bokholderidata. En av de største utfordringene man kan støte på når man arbeider med innsamling av sekundærdataene vil kunne være vurdering av bakgrunnsvariabler og hvilken kontekst dataene er samlet inn under. Års- og kvartalsrapporter

kan sees på som selskapenes måte å formidle et konkret budskap på, samtidig som det kan være et middel i økt publisitet. Med bakgrunn i dette kan det vurderes hvor vidt dataene er troverdige (reliable) og riktige (valide).

5.2 Reliabilitet og validitet

Når man snakker om reliabilitet og validitet i forhold til sekundærdata er det andre faktorer som påvirker enn ved vurderingen av reliabilitet ved primærdata. Troverdigheten ved de tallene og fakta publisert på nett er typiske data som er benyttet i oppgaven, og disse er fullt ut tilgjengelige for alle å sjekke, og man kan dermed tenke seg at disse dataenes reliabilitet er sterk, spesielt når det gjelder finansielle opplysninger. Validiteten indikerer hvor vidt man vurderer om dataene som er innsamlet er riktige (valide), og om de eventuelt kan ha potensielle mangler som vil kunne påvirke konklusjonen. Norwegian er et allmennaksjeselskap, og må derfor forholde seg til regelverk for denne type virksomhet. Større selskaper som Norwegian pålegges flere formelle krav fra myndighetene, og disse kan bidra til økt troverdighet for selskapenes omgivelser. Selskapets årsregnskap skal offentliggjøres, jf. Regnskapsloven § 8-1 og § 3-1, revisors oppdragsdokumentasjon skal være selvforklarende slik at kravet om etterprøvbarehet kan oppnås, jf. revisorloven § 5-3 (1) og revisor skal gjennomføre revisjonen med bakgrunn i ”god revisjonsskikk”, jf. revisorloven § 5-2 (2). På bakgrunn av dette vil jeg si at dataene anvendt i oppgaven ikke bør ha vesentlige mangler.

5.3 Dataanalyse

Datainnsamlingen i oppgaven er kompleks da det anvendes flere forskjellige kilder i den strategiske og finansielle delen. Arbeidet med den strategiske delen skiller seg noe fra den finansielle fordi det i denne delen er mange meninger, holdninger og annet som jeg må sette meg inn i før jeg kan starte på analysen. Den finansielle delen er en mer dynamisk prosess hvor veien i større grad blir til mens jeg går, og hvor det er tydeligere og mer konkrete data å forholde seg til. Etter eller underveis i denne innsamlingen, blir dataene analysert og tolket (Johannessen et. al. 2010). Siden analysen i oppgaven i stor grad handler om å tolke funnene jeg selv har funnet, og at dette også utføres av meg selv, vil det i teorien kunne tilsi at mine kognitive begrensninger kan bidra til at analysen svekkes. Det kan være at jeg ikke har fått med alt relevant stoff, og derfor ikke er nyansert nok i mine drøftninger. Noe er naturlig nok lukket bort av plasshensyn, og det er ellers gjort flere forskjellige vurderinger. Totalt sett vurderes det at viktige rapporter, data og statistikk er tatt med og referert til, noe som betyr at det er fullt mulig å gå i sømmene for å sjekke hvor dataene er hentet fra.

5.4 Avgrensninger

Oppgavens utgangspunkt er skrevet utenfor selskapet, og man vil i teorien kunne trekke feil slutninger enn det som er de absolutte realitetene. Siden oppgaven er rettet mot verdsetting, vil som nevnt analysen være delt mellom finansiell og strategisk analyse, med hovedfokus på den finansielle. De offentlige tall og statistikker er de samme som de internt i Norwegian ville anvendt, det som skiller er selskapets egne tanker og refleksjoner rundt selskapets fremtidsutsikter og utfordringer. Ærlige tanker og refleksjoner i Norwegian vil ikke nødvendigvis publiseres i en kvartalsrapport hvis disse er av negativ art, noe som kan bidra til at markedet og selskapet vurderer situasjonen helt ulikt. Analysen og oppgaven er derfor bygget opp rundt begrenset rasjonalitet og offentlig informasjon.

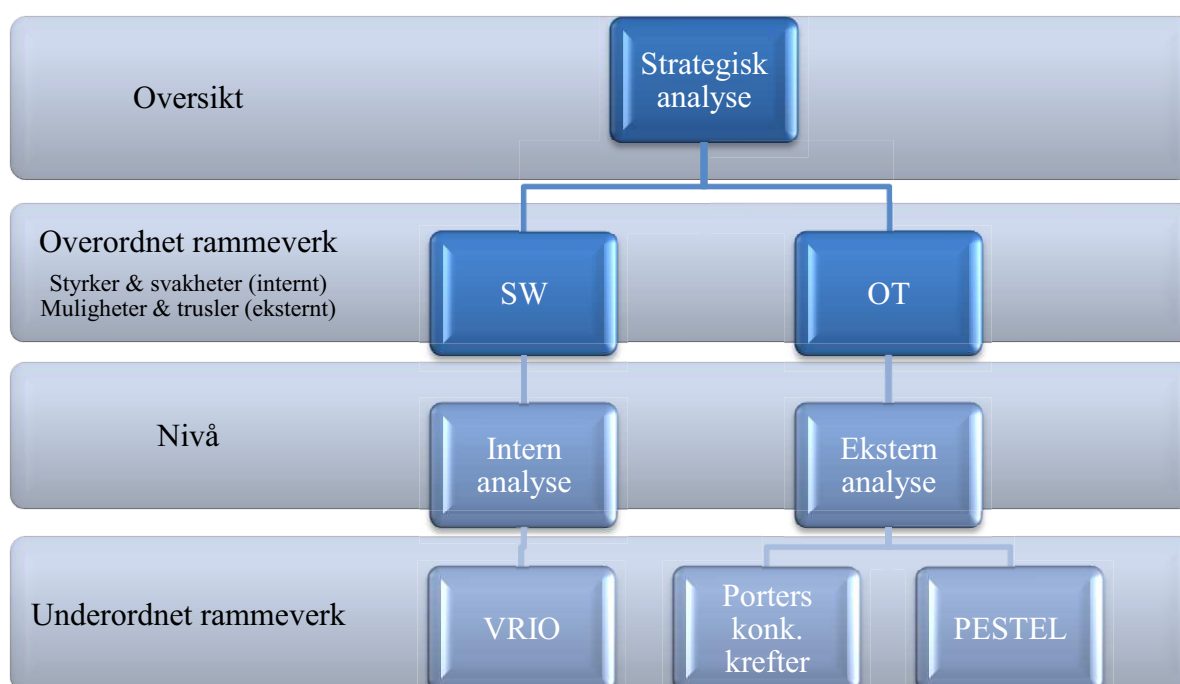
Med bakgrunn i det som alt er skrevet om det metodiske i oppgaven vil jeg påstå at dataene som er anvendt i oppgaven ikke har vesentlige mangler, og bør etter mitt syn gi et godt utgangspunkt for en best mulig konklusjon.

6. STRATEGISK ANALYSE

For å kunne gjennomføre en god fundamental verdsettelse, er det en forutsetning at de fremtidige kontantstrømmer man opererer med, er så realistiske og solide som mulig. I den forbindelse ser jeg det som naturlig å starte med en strategisk analyse av selskapet.

En bransjeanalyse og en analyse av ulike makroøkonomiske forhold vil sammen med en analyse av selskapets interne ressurser kunne si noe om hvordan Norwegian vil utvikle seg i fremtiden, ikke minst når det gjelder fremtidig vekst og lønnsomhet, noe som vil kunne få konsekvenser for selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Analysen bygger på den konseptuelle modellen under, hvor SWOT er det overordnede



Figur 6.1. Konseptuell modell, strategisk analyse (Egen kreasjon)

rammeverket som oppsummerer de styrker og svakheter (internt), og muligheter og trusler (eksternt) som fremkommer gjennom analysens underordnede rammeverk. SWOT skaper en helhetlig og sammenstilt analyse som vil kunne bidra til en mer nøyaktig fundamental verdsettelse.

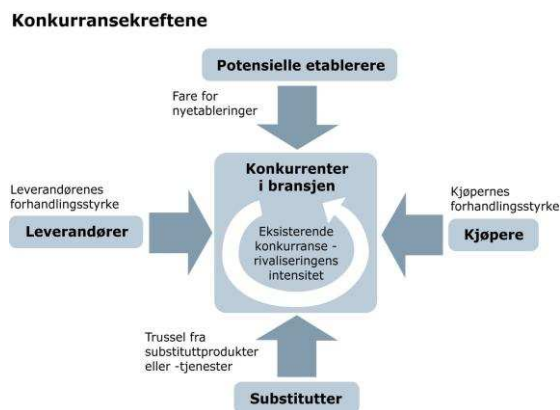
6.1 Ekstern analyse av Norwegian

Formålet med å gjennomføre en ekstern analyse er å finne frem til de muligheter og trusler som finnes i en bedrifts omgivelser. Den eksterne analysen gjennomføres i to ledd, først en analyse av bransjen og deretter en analyse av ulike variabler som antas å kunne påvirke bedriften på makronivå.

For å gjennomføre industrianalysen velger jeg å benytte meg av Michael Porters Five Forces modell (de fem konkurransekraftene). Dette for å kartlegge intensiteten i bransjen, samt å kunne skape seg et bilde av hvordan den vil kunne utvikle seg i tiden som kommer. Videre, for å bygge ut vurderingene av fremtiden for selskapet, velger jeg å anvende PESTEL-rammeverket. PESTEL-rammeverket ser på ulike makrovariabler som antas å kunne ha en påvirkning på bedriftens evne til verdiskapning, enten i positiv eller negativ forstand. Dette for å forsterke min analyse, og for å skape et større bilde av en tenkt fremtidig situasjon.

6.1.1 Porters fem konkurransekrefter

Porters rammeverk ble opprinnelig utviklet som en måte å vurdere attraktiviteten til ulike bransjer på, dvs. potensialet til fortjeneste (Johnsen et. al. 2008). Porters fem krefter blir i dag brukt som et verktøy for å analysere krefter som sammen påvirker et selskaps evne til å prestere. De fem kreftene utgjør sammen en bransjes ”struktur”. Dette kan sees i figuren under:



Figur 6.2. Porters fem konkurransekrefter (Kilde: Ræstad, 2011)

De fem kreftene rammeverket består av er: “Leverandørens forhandlingsmakt”, “kundernes forhandlingsmakt”, “potensielle etablerere”, “substitutter” og det modellen til slutt skal avdekke, nemlig “konkurranseintensiteten i bransjen”. Om de fem konkurransekraftene er sterke vil dette kunne påvirke selskapets fremtidige lønnsomhet.

6.1.1.1 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt indikerer hvorvidt Norwegians leverandører, det være seg drivstoffselskaper, flyprodusenter, leasingselskaper, flyplassoperatører osv., har mulighet til å presse Norwegian til gunstigere avtaler for seg selv, og følgelig til mindre gunstige avtaler for Norwegian. En leverandørs forhandlingsmakt avhenger av flere ting. Blant annet hvor viktig produktet er for kunden, hvor viktig kunden er for leverandøren, byttekostnadene for kunde

og leverandør, graden av nære substitutter, hvorvidt kunde/leverandør kan integrere eller ikke og ikke minst antallet og størrelsen på kunder og leverandører.

For Norwegians del vil man ha en kompleks sammensatt gruppe av leverandører, hvor ulikhetene mellom dem er store. Tilbydere av bakketjenester er for Norwegian en viktig leverandør. Årsaken til dette er at Norwegian outsourcer alle slike tjenester (Norwegian, 2011e). Av figur 11.3 ser man at kostnadene forbundet med bakketjenester i 2010 utgjorde hele 10,5 % av Norwegians driftskostnader. Dersom leverandørene av disse tjenestene endrer vilkårene, kan Norwegian enten velge å bytte leverandør eller gå til det steg og selv ansette folk. På så måte har ikke disse leverandørene så stor forhandlingsmakt.

Flyprodusenten Norwegian benytter seg av i dag, Boeing, er en stor produsent som mange andre selskaper benytter seg av. Det faktum at Norwegian eventuelt skulle velge en annen, ville ikke være et stort pressmiddel på Boeing, med bakgrunn i tanken om at Boeing er lite avhengig av Norwegians avtale isolert sett, og at det er svært liten sannsynlighet for at Norwegian skulle vurdere å starte egenproduksjon av fly (integrasjon). Denne leverandøren vil derfor være en leverandør man må forholde seg til langsiktig og tenke langsiktige relasjoner med, ikke kortsiktige lønnsomme avtaler (Norwegian, 2011c).

6.1.1.2 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt handler om hvorvidt kundene har mulighet til å presse selskapene til å oppnå gunstigere avtaler, gjennom å sitte på gode forhandlingskort.

Har kundene liten mulighet til å benytte andre leverandører og det samtidig vises at deres kundeforhold er lite verdt for selskapet, vil kundemakten være begrenset, og man vil befinne seg i en situasjon hvor selskapets makt er signifikant større enn kundenes.

Hvis det derimot viser seg at det finnes få kunder til våre produkt og produktet i stor grad er spesialisert (det kan ikke generaliseres til andre kunder), vil det kunne tenkes at kundenes makt er større og at selskapet må vurdere de ulike relasjonene isolert sett.

I norsk luftfartsbransje er det relativt få tilbydere, og relativt høy etterspørsel, og man vil dermed kunne befinne seg i en situasjon hvor prisen kan presses opp. Totalt sett vil man kunne si at kundenes forhandlingsmakt er relativt lav i flybransjen hvis vi tenker nasjonale flyvninger. Tenker vi derimot på internasjonale flyvninger vil konkurransen være betydelig større. Lavprisselskaper som Ryanair og andre gjør sitt til at prisene holdes nede, og norske selskaper vil derfor måtte konkurrere også mot disse på enkelte destinasjoner. Med priser på under 100 kroner vil mange av de norske selskapene slite med å kunne konkurrere, og kundene vil kunne velge andre rimeligere selskaper om de utelukkede er opptatt av pris.

Det vanlige er å dele de reisende i to grupper, henholdsvis fritidsreisende og forretningsreisende, hvor de fritidsreisende er mest opptatt av pris og de forretningsreisende reisetider og service. De fritidsreisende er mange men små og deres forhandlingsmakt antas derfor å være begrenset eller lik null. Forretningsreisende antas imidlertid å kunne ha litt større forhandlingsmakt enn fritidsreisene hva angår pris, avganger osv. da disse gjerne kommer fra større selskaper som har inngått bedriftsavtale med Norwegian.

Norwegian er bygget opp rundt tankegangen om ”punkt-til-punkt”, dvs. at de flyr direkte mellom to destinasjoner, og dermed unngår mellomlandinger. Dette vil kunne bety hurtigere flyvninger, og preferansen ”flytid” vil dermed kunne møtes av Norwegians strukturelle oppbygning.

6.1.1.3 Potensielle etablerere

Faren for at det kan komme inn nye aktører på markedet og dermed overta markedsandeler og profitt vil være en stor trussel for ulike typer selskaper, spesielt om inngangsbarrierene og kostnadene ved etablering er lave. Etablerte aktører i en bransje besitter gjerne kunnskaper, skalafordeler og potensielle transaksjonskostnader som en nyetablerer ikke har. Dette kan bidra til at en nyetablering vil være svært utfordrende for en eventuell ny aktør (Larsen, 2009). I flybransjen vil inngangsporten gjerne være store investeringer i maskiner, utstyr og annet for å kunne operere destinasjoner. Trusler som økte drivstoffpriser (Nilsen, 2011) og endrede reguleringer om miljøtiltak (Hegnar Online, 2011b), er faktorer som vil kunne bidra til å holde nye potensielle konkurrenter borte. Imidlertid er det langt større muligheter for at allerede eksisterende flyselskaper utvider sine rutenett og dermed blir potensielle konkurrenter til Norwegian. For eksempel kan lavprisaktører som Ryanair, Air Berlin osv. etablere seg i Norwegians marked og kanskje også levere innenlandsflyvninger i Norge. Totalt sett kan man si at faren for nyetableringer i norsk luftfart ikke er stor gitt de forutsetninger vi ser i dag. Faren for at allerede eksisterende selskaper utvider, er imidlertid langt større. Skjer dette vil Norwegians inntjening trolig reduseres.

6.1.1.4 Substitutter

Et substitutt sees på som et tilsvarende produkt fra en konkurrent som på tilsvarende måte som det vi tilbyr, kan tilfredsstille kundens krav. Typiske trekk ved et substitutt kan være at det gir kunden like mye som det opprinnelige produktet, bare at det gjerne er rimeligere eller har andre karakteristika. I sum kan det imidlertid konkurrere med det opprinnelige produktet. De mest tydelige substitutt for flybransjen vil være tog, buss, båt og bil. I det politiske Norge er det stor iver for å komme opp med alternative transportmidler med miljøgevinst (Hultgren,

2009), noe som typisk korrelerer med tanken om høyhastighetstog. Dette er tog som gjerne er ment for de som pendler mellom storbyene. Tanken på at man kan bruke ca. 3 timer fra Oslo til mange av Norges andre storbyer, vil kunne gå i strupen på flytransporten. Også strekninger til destinasjoner i Sverige og andre nærliggende land er nevnt, hvor totalen vil bety at man har som mål å redusere antall flyvninger og få de reisende over på jernbanen (Johansen, 2007). Totalt sett er det i dag få rene substitutt til fly hvis man f. eks bruker reisetid og kostnaden ved å reise som mål.

6.1.1.5 Konkurransenintensiteten i bransjen

Rammeverkets oppbygning indikerer de ulike faktorerers påvirkning på konkurransenintensiteten i en gitt bransje, her med flybransjen som fokus. De ulike faktorene vil sammen kunne avgjøre en bransjes attraktivitet, og dermed også kunne avgjøre hvor vidt man anser bransjen som aktuell for eventuell investering. De eksisterende aktørene i bransjen vil vurdere dens videre eksistens, og potensielle nye vil på samme måte vurdere inngangsbarrierene.

Leverandørenes forhandlingsmakt er medvirkende til å vurdere hvor vidt bransjen har sterke eller mindre sterke relasjoner. Leverandørenes kompleksitet ble drøftet over, og generelt sett kan man si at langsiktige relasjoner totalt sett vil være viktig for Norwegian. Langsiktigheten vil være spesielt viktig i de situasjonene hvor det finnes få andre leverandører, og hvor muligheten for integrasjon er lite aktuell. Ved økte drivstoffpriser vil Norwegian og andre flyselskaper møte økte problemstillinger, og dermed kunne bli presset ytterligere til deres disfavør. I slike situasjoner vil det være spesielt viktig å tenke langsiktig, og tenke ut alternative måter for reduksjon av kostnader.

Totalt sett vil man kunne si at kundene til Norwegian har relativt lav forhandlingsmakt hvis man kontrollerer for variabelen innenlandsreiser. Her er det få tilbydere, og Norwegian er gjerne raskere og rimeligere enn deres konkurrenter. Dette betyr i sum at deres potensielle kunder gjerne ikke finner noen bedre aktør enn dem. Kontrollerer vi for utenlandsreiser er det et litt annet bilde. Konkurrenter som Ryanair og andre har gjerne et større rutenett og lavere kostnadsbilde, og det vil dermed være vanskeligere for dem å konkurrere her. Det er flere tilbydere, og de store alliansene som Star Alliance vil kunne tilby et betydelig større rutetilbud enn det Norwegian kan alene. Her vil dermed kundenes forhandlingsmakt være betydelig større, og det er her Norwegian må være tydeligere ovenfor sine kunder hvor deres tilbud skiller seg fra deres konkurrenter (F. eks reisetid).

Faren for potensielle etableringer handler blant annet om inngangsbarrierer, kunnskap om bransjen og muligheten for profitt og markedsandeler. Store nødvendige investeringer i

maskiner og utstyr er faktorer som vil bidra til høye inngangsbarrierer, mens mulighetene for stor profitt vil være faktorer som vil kunne bidra til økt interesse blant potensielle etablerere. Gitt det kostnadsbilde og de investeringene som er nødvendige i flybransjen vil man kunne si at faren for nyetableringer er relativt lav på norsk sokkel, mens den blant eksisterende selskaper er noe større.

De typiske substituttene ble drøftet i avsnitter over, og som en enkel konklusjon ble det konkludert med at det finnes få direkte substitutt til fly om man legger reisetid og reisekostnaden til grunn. Hurtigtog ble drøftet, noe som vil kunne bli en betydelig konkurrent for blant annet pendlere og andre reisende. Per i dag er det likevel få direkte substitutt.

Med bakgrunn i dette vil man kunne si at konkurranseintensiteten i norsk flybransje består av relativt få tilbydere, lav kundemakt, medium leverandørmakt, relativt lav mulighet for nyetableringer og lav mulighet for substitutt de neste 10 årene. Dette gir et bilde av at Norwegians posisjon i den norske flybransjen er god, og ytterligere vekstmuligheter i dette markedet vil kunne være til stede.

For utenlandsmarkedet vil man kunne si at det er mange tilbydere (konkurrenter), større grad av kundemakt, medium leverandørmakt, større sjanse for nyetableringer, men også her relativt lav mulighet for substitutt de neste 10 årene. Dette betyr i sum at utenlandsmarkedet vil være et tøffere marked å konkurrere i for en norsk aktør som Norwegian. Dette markedet er imidlertid større enn det norske, noe som betyr at det vil kunne gi større mulighet for fremtidig vekst. Økt profitt for Norwegian vil kunne ligge nettopp i dette markedet.

6.1.2 Analyse av makroøkonomiske forhold (PESTEL)

PESTEL-rammeverkets oppbygning er sammensatt av 6 faktorer som kan påvirke bransjen, og igjen de ulike selskapene i bransjen. Rammeverket ser på politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer, og hvordan endringer i disse faktorene vil påvirke bedriftens evne til verdiskapning. Forståelsen man skal sitte igjen med etter en PESTEL-analyse, er en forståelse av hvordan vårt selskap vil kunne eksistere i fremtiden med bakgrunn i de ulike faktorene. Man skal skape seg en "forecast-situasjon" for fremtiden, med utgangspunkt i dagens situasjon. Analysen har i likhet med Porters analyse som formål å klargjøre situasjoner utenfor bedriftens sfære (Oxford University Press, 2007) dvs. makroøkonomiske forhold.

6.1.2.1 Politiske faktorer (P)

Politiske faktorer omhandler hvordan og i hvilken grad regjeringen og andre offentlige instanser griper inn og påvirker et selskaps eksistensgrunnlag. Vanlige politiske faktorer omhandler områder som skattepolitikk, arbeidsrettigheter, lovreguleringer, restriksjoner, sikkerhetskrav osv. (Hill og Jones, 2004).

For eksempel har Stortinget nå i år kommet med endringer i tilknytning til klimakvoteloven, endringer som har som formål å redusere luftfartssektorens klimagassutslipp (Stortinget, 2011). Denne lovendringen kom som et resultat av EU-direktiv 2008/101/EF av 19. november 2008. Norwegian valgte allerede i 2007 å gå inn for å modernisere flyflåten med topp moderne, drivstoffgjerrige og mer miljøvennlige Boeing 737–800-fly. Norwegian faser også ut eldre Boeing 737–300 raskere enn planlagt, slikt at i 2012 vil selskapet ha en ren 800-flåte bestående av totalt 63 fly (Norwegian, 2011c).

I slutten av september 2011 ble det kjent at EU fra årsskifte av innfører avgifter på flyselskaperenes klimagasser. EU håper at dette nye systemet for handel med utslipp, hvor selskapene tvinges til å kjøpe utslippsrettigheter for å kunne fly, vil presse selskapene til å redusere utslippene (E24, 2011). Selskapene vil få en stor tildeling av gratis utslippsrettigheter, men det antas at selskapene vil måtte kunne betale for ca. 30 % av sine utslipp. EU-kommisjonen mener reisende kan vente seg en prisøkning på mellom ca. 12 og 70 NOK per billett alt etter hvor mye flyselskapene tør å belaste kundene. Dette vil i stor grad avgjøres av konkurransesituasjonen i markedet.

Akkurat ved denne lovendringen er det ikke sikkert Norwegian vil oppleve de største utfordringer, da de allerede har tatt grep på dette området. Men i andre situasjoner er det ikke sikkert det er slikt.

Man vet at det i flybransjen er svært strenge sikkerhetskrav. Endres eller tillegges det nye krav her, vil dette antakeligvis føre til økte kostnader for selskapet. Norwegian benytter i stor grad innleid personell både som piloter, servicemedarbeidere og kabinansatte. I april 2011 ble Norwegian sendt til Arbeidsretten av innleide piloter som mente at den lønnen de mottok var langt dårligere enn den ansatte hos Norwegian fikk (Økonomisk rapport, 2011). Er det slik at det kommer vedtak om at alle skal lønnes likt, eller for eksempel at graden av innleid personell og kortidsansettelser skal reduseres, vil Norwegian stå foran store økonomiske utfordringer.

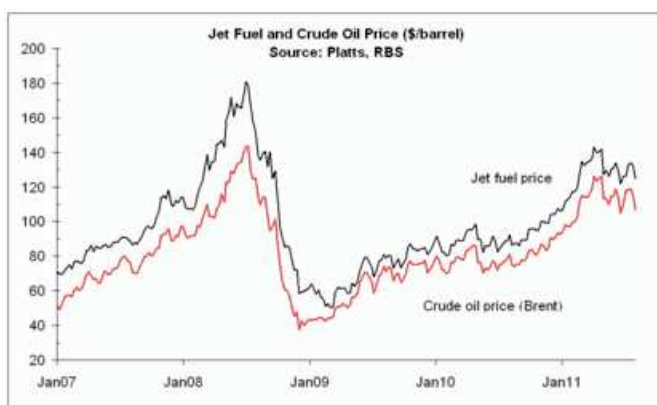
6.1.2.2 Økonomiske faktorer (E)

Økonomiske faktorer omfatter blant annet inflasjonsrate, valutakurser, rentenivå og økonomisk vekst (Hill og Jones, 2004). Utviklingen i de økonomiske faktorene vil være utslagsgivende for hvordan bedrifter opererer og fatter beslutninger

Flybransjen er en bransje som sterkt påvirkes av økonomiske konjunkturer. Under ”finanskrisen” stupte både passasjerantallet og aksjeprisene. Følgelig ble det innløst færre billetter og inntektene ble deretter. Tross finanskrisen satset Norwegian hardt, og i løpet av de første 10 månedene i 2009 så man en markant økning i aksjekursen, fra 41 til 167,5 (Oslo Børs, 2011).

Drivstoff er den klart største utgiftsposten Norwegian har på driftsbasis. I 2010 stod drivstoffutgiftene alene for hele 26 % av Norwegians samlede driftskostnader jf. figur. 11.3. Det viser seg at det er en klar sammenheng mellom prisen på drivstoff og prisen på olje, se figur 6.3 under. Går prisen på olje opp, følger prisen på drivstoff. En av ringvirkningene til dagens gjeldskrisesituasjon i USA er at oljeprisene vil falle grunnet utsiktene til lavere global vekst (FVN, 2011). Dette betyr at også prisene på drivstoff vil falle, noe som selvsagt er gunstig for flyselskapene. Utviklingen i oljeprisene reflekterer som sagt forventningen til økonomiens fremtidsutsikter. Det er nærliggende å anta at om dagens situasjon på verdensmarkedet skulle utvikle seg i retning av en ny ”finanskrise”, så vil oljeprisen falle før den på nytt vil drives oppover etter som krisen går mot en slutt, noe som vil resultere i økte kostnader for flybransjen. Dette er som det kan leses av figuren under det som skjedde etter finanskrisen i 08-09.

Norwegian hedger både drivstoff og valuta for å øke forutsigbarheten og redusere volatiliteten i inntektene. Dette gjøres på beskjedent vis og i mye mindre skala enn Norwegians argeste konkurrenter, hvilket betyr at Norwegian i tider med økende råvarepriser tjener mindre enn konkurrentene. Men i usikre tider som nå, hvor råvareprisen på olje faller, vil Norwegians tap, om noen, være mindre enn deres konkurrenters tap (Norwegian, 2011e).

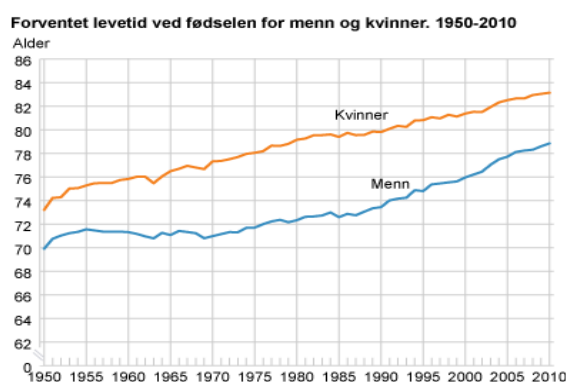


Figur 6.3. Sammenheng mellom olje- og drivstoffpriser (Kilde: IATA, 2011)

6.1.2.3 Sosiale faktorer (S)

De sosiale faktorene omhandler sosiale og kulturelle aspekter som kan være med å påvirke markedsaktivitetene i en eller annen retning, det være seg befolkningsvekst, aldersfordeling, inntektsfordeling, demografiske endringer osv. Trender i de sosiale faktorene vil kunne påvirke etterspørselen etter selskapenes produkter, samt hvordan et selskap opererer.

Kjøpekraften blant den vanlige mann i gata har økt betraktelig de senere årene, noe som har ført til økt etterspørsel etter nye og bedre produkter (Bjerknes, 2010). En konsekvens av den økende kjøpekraften er at folk også har mer penger å benytte på nettopp reiser. Der man gjerne tidligere benyttet bil, buss eller tog, velger mange nå å reise med fly (Leth-Olsen, 2011). En årsak til dette kan være det stadig økende fokuset på priskrig og kampanjer hos flyselskapene. De prisene som noen av lavprisselskapene i dag opererer med, oppleves som



Figur 6.4. Utvikling i forventet levetid 1950-2010 (Kilde: SSB, 2010)

Pensjonsreformen for 2011 slår fast at alle med nok opptjent pensjon kan gå av eller velge å starte uttak av pensjonen ved fylte 62 år (Pensjon 2011, 2011). Dette, i kombinasjon med økt levetid og friskere eldre, vil kunne føre til at antallet eldre som reiser, trolig vil kunne øke. For selskaper som velger å legge til rette for denne gruppen, både med hensyn til service og destinasjoner, vil dette kunne bety økte inntekter. Det har de senere årene skjedd en omprioritering i flere nordmenns liv. Så mange som ni av ti nordmenn er ikke villige til å ofre tid med familie og venner for å sikre seg en god karriere (Martinsen, 2011). Denne omprioriteringen kan kanskje skape et nytt, større marked for selskaper som Norwegian, om det legges til rette for helge- og uketurer til destinasjoner hvor mulighetene for familieaktiviteter er mange.

Tall fra UDIs årsrapport fra 2010 sier viser at netto innvandring stod for 68 % (absolutte tall) av befolkningsveksten dette året. Flesteparten av disse kom fra Polen, med Sverige og Litauen på de neste plassene (UDI, 2011). Norwegian kjører til flere destinasjoner i disse landene, og er trolig et godt alternativ ved besøk fra eller til hjemlandet ettersom de er et lavprisselskap.

kunstig lave. Befolkningsveksten vil i seg selv kunne øke Norwegian og andre flyselskapers kundegrunnlag. Befolkningen blir stadig eldre, hvilket samsvarer med økningen man ser i forventet levetid de siste 60 årene. I tillegg til dette holder den eldre gruppen seg lengre frisk nå enn tidligere (Pettersen, 2011).

En faktor som ikke kan overses i forbindelse med sosiale trender og som kan ha påvirkning for flybransjen er den økende globaliseringen. En konsekvens av denne er at reiser med fly er blitt en langt mer vanlig måte å reise på.

Konsekvensen av de ovenfornevnte faktorene vil bidra til at Norwegian i fremtiden trolig vil oppleve å få en økning i antallet passasjerer, noe jeg følgelig forutsetter i avsnitt 11.1.4 om fremtidig passasjerutvikling i Norwegian.

6.1.2.4 Teknologiske faktorer (T)

Teknologiske faktorer inkluderer ulike teknologiske aspekter som FoU-aktiviteter, utbedring av kommunikasjonsteknologi, automatisering og ikke minst innovasjon (Hill og Jones, 2004).

En av de virkelig store teknologiske utviklingene tilknyttet flybransjen de senere årene må være utviklingen og bruken av internett, spesielt i forbindelse med søking og kjøp av billetter. Innføringen av ulike søkemotorer har vist seg å være helt avgjørende for konkurransen flyselskapene i mellom og har bidratt til å lette søket etter spesielt de billigste billettene. Fra 1998 og frem til 2005 steg antallet innenlands - billetter kjøpt på nettet fra under 1 % til over 35 % (Brunger og Perelli, 2009).

Da flybransjen er en utviklet og moden bransje, er slike ting som nettbestillinger og innsjekkingsautomater en selvfølge. Dette er teknologiske endringer som allerede er tatt i bruk og som bidrar til effektivisering. Ved å ta en kjapp titt på Norwegians hjemmesider, virker det som om deres fokus fremover vil ligge på kostnadseffektivisering, reduksjon i energiforbruket, miljø og opplevd servicenivå. Norwegian ble i januar 2011, det første selskapet i verden som kunne tilby kundene trådløst internett ombord på europeiske ruter. Selskapet har satt seg som mål at alle deres fly i løpet av 2012 skal ha WiFi ombord. Dette mener de vil bli godt tatt i mot blant eksisterende passasjerer, samt kanskje tiltrekke seg nye, spesielt innen forretningssegmentet (Norwegian, 2011f). Som et ledd i veien mot målene listet opp over, har Norwegian startet en stor utbedring av flyflåten. De nye flyene vil bidra til å redusere Norwegians kostnader, tilby billigere reiser til kundene, slippe ut mindre gasser, bruke mindre drivstoff, samt være velegnet til langdistanser da man unngår dyre og tidkrevende mellomlandinger (Norwegian, 2011g).

Imidlertid er det verdt å nevne at en teknologiutvikling lik den man i dag ser i flybransjen, også kan anes i andre bransjer. Utbedringer i infrastrukturen vil kunne resultere i at fly ikke lenger er eneste alternativ. Bård Norheim, leder i analysebyrået Urbanet hevder at et høyhastighetstog på strekningene Oslo- København og Oslo-Stockholm mer eller mindre ville tatt hele flymarkedet på disse strekningene dersom reisetiden ble tilnærmet lik reisetiden med

fly i dag (Aanensen og Rørslett, 2010). En introduksjon av disse togene ville trolig redusere reisetiden som i dag er på 9 timer, til ca. tre timer - en time kortere enn dagens flytilbud (Ibid.). Konsekvensen av en utvikling som dette vil kunne være at Norwegian sammen med flere andre selskaper vil tvinges til å legge ned ruter, som Ryanair måtte i Spania etter at det ble åpnet ny høyhastighetsbane mellom Madrid og Valencia (Fossmark, 2011).

6.1.2.5 Miljøfaktorer (E)

De miljømessige faktorene sier noe om hvordan aspekter som vær, klima og klimaendringer, samt holdninger til miljøet, vil kunne påvirke en bransje. De faktorene som antas å ha størst påvirkning på flybransjen vil være vær-situasjonen og omgivelsenes holdninger tilknyttet flyselskapenes utslipp og holdninger omkring miljøspørsmål.

Vulkanutbruddet og den etterfølgende askeskyen på Island våren 2010, som resulterte i stengt luftrom over store deler av Europa, førte med seg store og ikke minst uventede problemstillinger for flybransjen. Forsinkelser og kansellerte avganger gav misfornøyde kunder og en rekke erstatningskrav. Mye av kritikken skyltes manglende informasjon og service fra flyselskapenes side.

Naturkatastrofer av denne typen er for flyselskapene vanskelige å forholde seg til og kan få store økonomiske konsekvenser for de enkelte selskapene. Bjørn Kos uttalte etter askeskyen at Norwegians samlede tap minst var på 100 millioner (Norwegian, 2010c). Året etter, våren 2011, gjentok historien seg - riktignok i en mindre skala denne gang. En økning i antallet hendelser av denne typen kan by på utfordringer i fremtiden, da særlig med tanke på det praktiske. Hva som skal gjøres og hvordan selskapene skal reagere, er vanskelig å kunne planlegge på forhånd. Likevel vil selskapene måtte gå i seg selv å øve seg på å finne bedre måter å takle slike problemer på.

FN har med sitt fokus på miljø, for å redusere utslipp fra flybransjen, nylig satt i gang prosjektet REACT4C, som skal undersøke hvorvidt alternative ruter og flyhøyder kan redusere drivstofforbruket, CO₂ - utslippet og klimapåvirkningen fra luftfarten. Blir dette et vellykket prosjekt kan dette slå positivt ut på Norwegians driftkostnader, da i form av reduserte drivstoffutgifter. Som nevnt i avsnitt 6.1.2.1 vil EU- og EØS- landene med virkning fra januar 2012 inkludere luftfart i EUs kvotehandelssystem (Norwegian, 2010d), noe som trolig vil påvirke de allerede pressede marginene i bransjen. Viktigheten av å ha en mer miljøvennlig flyflåte vil bli større enn noen gang.

Til tross for at flyene i dag er langt mer miljøvennlige enn før, er utslippene per personkilometer nesten dobbelt så store som ved transport med personbil og henholdsvis 5 og

10 ganger så store som ved buss og tog (Lindahl, 2011). Det stadig økende fokuset på miljø og bevisstgjøringen rundt dette, kan resultere i en lavere etterspørsel etter flyreiser ettersom miljøvennlige kunder gjerne ser seg om etter mer miljøvennlige alternativer. Det stadig økende fokuset på nettopp dette, vil tvinge flyprodusentene til å utvikle mer drivstoffgjerrige og utslippsvennlige fly. Blir frafallet av passasjerer stort nok, kan resultatet bli tapte inntekter både for Norwegian og deres konkurrenter.

6.1.2.6 Juridiske faktorer (L)

De juridiske faktorene omfatter de lover og regler som finnes for den bransjen selskapet opererer i, det være seg lover for samfunnet som helhet og lover spesielt tilpasset bransjen selskapet opererer i. De juridiske forholdene kan gjerne sees i sammenheng med de politiske faktorene da disse i stor grad henger sammen.

Norge er en del av EØS, hvilket betyr at de lover og regler som vedtas i EU i stor grad vedtas og implementeres også i Norge. Etter terrorangrepet i USA 11.september 2001 ble det innført langt strengere sikkerhetskontroller rundt om på verdens flyplasser, noe som gikk hardt ut over reisetiden og kostnaden per reisende. Sverre Quale, administrerende direktør i Avinor, hevder at Avinor nå bruker mer enn ti ganger så mye på å forbygge terror i norsk luftfart som før terrorangrepene, årlig ca. en milliard kroner (Hammer, 2006). Denne parameteren er det vanskelig å ta forhåndsregler mot, men ettersom den påvirker alle flyselskaper likt, er konkurransesituasjonen her jevn. De teknologiske utviklingene nevnt over, som nettbestilling og innsjekkingsmaskiner, tar sikte på å redusere noe av denne lovpålagte tilleggstiden som følger av de svært strenge sikkerhetsrutinene, mens de drivstoff- og miljøvennlige flyene deres bidrar til å redusere tilleggskostnaden.

6.1.2.7 Oppsummering analyse av makroøkonomiske forhold (PESTEL)

Med bakgrunn i de nå analyserte makroøkonomiske faktorene mener jeg det spesielt er 2-3 forhold som utpeker seg som viktige og som antakelig vil påvirke flybransjen i årene som kommer. Disse er miljø, økonomi og ikke minst sosiale trender. De to sistnevnte kan gjerne sees i sammenheng da det antas at den økonomiske utviklingen i samfunnet vil påvirke både passasjerantallet, antall ansatte og ikke minst drivstoffkostnadene. Det stadig økende miljøfokus er årsaken til at denne faktoren ansees som viktig for fremtiden. Miljøbevisste kunder, miljøkvoter, mer drivstoffvennlige fly, samt økte avgifter er alle forhold som antas å kunne påvirke hvordan selskapet driftes i fremtiden. Spesielt vil den økonomiske utviklingen påvirke fremtidsregnskapet som utarbeides i kapittel 11.

6.2 Intern analyse av Norwegian

Etter å ha kartlagt og nøye studert eksterne faktorer som ventes å kunne påvirke Norwegian fremtidige inntjening, vil det nå være hensiktsmessig å gjennomføre en intern analyse av selskapet hvor jeg ser på og analyserer de viktigste ressursene selskapet har innad i bedriften. Dette tenker jeg å gjøre ved hjelp av VRIO- rammeverket.

6.2.1 VRIO

VRIO-rammeverket har som formål å kartlegge hvorvidt vår virksomhet og våre produkt/tjenester er konkurransedyktige i forhold til vern om ressurser og egenskaper (Barney, 2007). For å vurdere nettopp dette stilles det til hver ressurs fire spørsmål:

Value (verdiful): Bidrar selskapets ressurser og evner til at bedriften kan møte/svare på de muligheter og trusler som er i samfunnet?

Rarity (sjelden): Hvor mange andre bedrifter har tatt i bruk og bruker samme eller tilsvarende ressurs?

Imitability (imiterbart): Er ressursen eller kapasiteten vanskelig å imitere og vil det være en kostnadsulempe for et selskap å få tak i, utvikle eller kopiere ressursen?

Organization (organisasjon): Er bedriften organisert på en slik måte at den er i stand til og fullt ut utnytte sine verdifulle, sjeldne og ikke-imiterbare ressurser?

Man vurderer altså om virksomheten har verdifulle, sjeldne (**rare**), imiterbare og organiserbare ressurser (Barney, 2007). VRIO-rammeverket er en del av det ressursbaserte perspektivet for oppnåelse av varige konkurransefortrinn (Asch og Salaman, 2003).

Rammeverket tydeliggjør at de ulike faktorene henger sammen. Det er et komplekst og nyansert bilde mellom de ulike faktorene i rammeverket, og totalt sett vil de bidra til dypere forståelse av et selskaps ressurser. Et tenkt scenario; en virksomhet med et sjeldent produkt tenker gjerne at de innehar langsiktige konkurransefortrinn med bakgrunn i dette produktet. Isolert sett kunne produktet gitt konkurransemessige fortrinn, men om produktet er lite komplekst, enkelt å imitere og lite organiserbart, vil summen av konklusjonen med bakgrunn i rammeverket være at det ikke gir *langsiktige* konkurransefortrinn.

6.2.1.1 Langsiktige konkurransefortrinn på bakgrunn av VRIO

Hvorvidt Norwegian har langsiktige konkurransefortrinn eller ikke kan vurderes ut ifra nevnte faktorer i VRIO-rammeverket. Tjenesten Norwegian leverer er en transporttjeneste, noe som tydelig skiller seg fra et fysisk produkt man kan produsere. Den totale, opplevde tjenesten

Norwegian leverer går utover å være en konkret transporttilbyder, de tilbyr også mat, drikke og andre servicetilbud. For mange av Norwegians kunder, vil denne tjenesten være av stor verdi. Verdi kan for kunden komme i form av et sunt forhold mellom pengene brukt på tjenesten og den faktisk mottatte tjenesten. Verdi kan også være den merverdien som kunden opplever å få ved å benytte seg av nettopp dette selskapet. Totalt sett vil man kan kunne si at tjenesten flyreiser er av stor verdi for kundene, mye med bakgrunn i at det finnes svært få andre reelle alternativer hvis man kontrollerer for variablene tid og kostnad.

Flyflåten Norwegian har opparbeidet seg gjennom fordeling mellom leasing og eide fly har bidratt til noe av selskapets stabile og autonome oppbygning. De har fokusert på miljøvennlige fly, og vil i løpet av få år disponere topp miljøvennlige fly. Dette kan oppleves som svært verdifullt både for selskapet, og for kundene deres. Norwegians materielle verdier er betydelige etter år med gode resultat, noe som er en betydelig ressurs for selskapet.

Hvorvidt tjenesten Norwegian leverer anses som sjelden og ikke-imiterbar kan sees ut ifra perspektivet om andre tilsvarende tilbydere kan tilby kundene den samme tjenesten, kanskje både rimeligere og bedre. Noen velger muligens et flyselskap utelukkende på bakgrunn av pris, andre med bakgrunn i flytid osv. - preferansene vil kunne være helt forskjellige. Valg av flyselskap vil kunne henge sammen med f. eks kundelojalitet, altså hvor lojal en kunde er ovenfor tilbyderen. Er en kunde veldig lojal, gjerne med bakgrunn i at tjenesten de leverer er utrolig mye bedre enn konkurrentenes, vil disse ha et helt klart fortrinn sammenliknet med konkurrentene fordi de innehar sjeldne trekk som gjør at kundene velger dem gang på gang. Selskap som Ryanair vil f. eks kunne ha fortrinn i deres pris, selv om deres kunder kan være rykende misfornøyde med tjenesten de leverer. De makter å ha et svært lavt kostnadsbilde (Kjærnes, 2011), og kan derfor levere en grunnpris som er betraktelig lavere enn sine konkurrenter.

Norwegian har gjennom årene lansert flere nyvinninger. Et eksempel er raskere innsjekk med automat, noe som har resultert i raskere ekspedering og lavere kostnader. Totalt sett har Norwegian vært innovative på produksiden, men gjerne innenfor områder som deres konkurrenter kan imitere. Dette være seg ulike IT-løsninger, innsjekkingsystem osv. Deres smale organisasjon har gjort det mulig for dem å ha lave kostnader, og også gjort dem i stand til å unngå for stor byråkratisering. Dette vil kunne være en styrke for dem hvis man sammenlikner dem med f. eks SAS, som gjerne sliter med stort byråkrati og sterke fagforeninger. Bjørn Kjos vil i seg selv kunne være en betydelig ressurs for selskapet, noe som ble poengtert da smilet hans ble verdsatt til 125 millioner (Travelnews, 2008).

Norwegians ledelse er dyktige til å anvende og utnytte deres potensial, og kommer til stadighet med nye innovasjoner. Dette er i seg selv en stor styrke, og kan muligens sees på som en av Norwegians største ressurser og konkurransefortrinn. Dette er svar på hvorvidt ressursen er organiserbar, som er siste punkt i rammeverket. Med bakgrunn i drøftelsene over og rammeverkets oppbygning vil det være vanskelig å kunne forsvare at selve produktet som Norwegian leverer (les: flyreiser) er særlig sjelden, men at selskapet som helhet har sjeldne positive trekk og at disse kan være vanskelig å imitere, spesielt om man fokuserer på norsk luftfart.

Tabellen under gir en konstruktiv oppsummering av VRIO-analysen. Faktorene som blir karakterisert som viktige antas å ha en betydelig innvirkning på selskapets prestasjoner over tid. F. eks vil ledelsen med Bjørn Kjos i spissen vurderes med bakgrunn i det som alt er skrevet som en av de viktigste i så måte. Deres miljøfokus vil ut ifra et ressursbasert perspektiv være en mindre viktig faktor for deres prestasjoner, men langt fra ubetydelig.

Ressurs:	Verdifull?	Sjelden?	Imiterbar?	Organiserbar?	Resultat
Flyreiser	Ja	Nei	Ja	Ja	Viktig
Ledelsen (Bjørn Kjos)	Ja	Ja	Nei	Ja	Viktig
Fleksibel org.	Ja	Ja	Nei	Ja	Viktig
Flyflåten	Ja	Ja	Ja	Ja	Viktig
Miljøfokus	Ja	Nei	Ja	Ja	Mindre viktig
IT-system etc.	Ja	Nei	Ja	Ja	Mindre viktig
Materielle ressurser	Ja	Ja	Ja	Ja	Viktig

Tabell 6.1. VRIO oppsummert

6.3 Oppsummerende analyse - SWOT

Resultatet av ekstern- og intern analysen kan oppsummeres i et SWOT diagram som viser de styrker og svakheter, og muligheter og trusler jeg har funnet hos Norwegian.

De eksterne mulighetene for selskapet er at man ser en økning i folks reisevaner, at de har en moderne maskinpark, at det er høye inngangsbarrierer i deres bransje og følgelig er mindre sjanse for nye etableringer, samt at kunde/leverandørmakten er relativt lav. Mange reiser mer, også blant friske eldre. Dette er gode tanker for flybransjen, og man kan dermed møte en økende etterspørsel i fremtiden. Sett i forhold til sine konkurrenter (SAS) har Norwegian kommet langt i oppgradering av sin flyflåte, noe som gir de en stor fordel også fremover sett i forhold til blant annet kostnadsfordel og publisitet. Selskapets miljøfokus vil gjerne møtes av miljøopptatte omgivelser, noe som i seg selv er positivt. Omgivelsene i dag krever dynamiske endringsprosesser av flyselskapene, noe Norwegian i stor grad er fullt ut mottagelige for.

De største og mest fremtredende truslene eksternt vil kunne være etablerte konkurrenters posisjon, og hvordan de vil forholde seg i fremtiden. Selskap som Ryanair og andre vil når som helst kunne innta det norske markedet, og andre destinasjoner som Norwegian opererer, noe som vil kunne gi dem betydelig konkurranse. Man har videre sett en økning i drivstoffprisene, noe som har resultert i lavere resultat for Norwegian, og følgelig er en betydelig trussel for selskapet. Trusler kan også være at arbeidstakernes rettigheter blir forsterket betydelig og at deres lønninger og ellers rettigheter vil kunne kreve større del av Norwegians lønnskostnad.

Den interne analysen studerte bedriftens ressurser og så hvordan disse kunne være med å generere verdi og konkurransefortrinn for bedriften.

Norwegians styrker ligger i en vellykket kostnadslederstrategi, som følges ut i hele selskapets verdikjede. Selskapet har vært dyktige til å lansere innovative tjenester som kundene har verdsatt, og totalt sett blitt en betydelig aktør spesielt i det norske markedet. De er strukturert på en måte som tillatter raske beslutningsprosesser, i stor grad unngår byråkratisering, og oppleves som en dynamisk organisasjon. Flybransjen er en krevende bransje for en nyetablerer, og konkurranse fra andre nye selskaper er dermed begrenset. Selskapet har en betydelig pengebeholdning, noe som kommer godt med i eventuelle nedgangstider. De har i det hele tatt mange betydelige styrker.

Deres svakheter er at innovasjoner kan kopieres, og at biter av de velfungerende styringsmekanismene kan forsvinne bort og derfor bli dysfunksjonelle. Dette er forhold som Norwegian kan verne seg mot gjennom å fokusere på menneskelig utvikling (HR), og i større grad fokusere på interne ressurs- og utviklingstiltak (R&D). Deres innovative IT-løsninger vil kunne bli kopiert og gjort enda bedre av deres konkurrenter, noe som vil være en utfordring for selskapet. Ved eventuell økende lovgivning vil man kunne møte økende krav til lønns og arbeidsbetingelser for de ansatte, noe som vil kunne øke det totale kostnadsbildet. En oversikt over selskapets interne styrker og svakheter, samt eksterne muligheter og trusler finnes oppsummert i figur 6.5.



Figur 6.5. Konseptuel modell, oppsummerende analyse/SWOT (Kilde: Egen kreasjon)

7. OPERASJONELL LEASING I VERDSETTELSE

Norwegian, på linje med flere andre flyselskaper, leaser store deler av sin flyflåte. Hvordan disse leasingkostnadene blir behandlet regnskapsmessig avhenger i stor grad av hvordan leasingen kategoriseres, dvs. om det er en operasjonell eller en finansiell leasingavtale som er inngått.

En operasjonell leasingavtale kjennetegnes gjerne ved at leasingperioden er betydelig kortere enn den leasede eiendelens levetid, og at nåverdien på betalingene er lavere enn den faktiske prisen på eiendelen (Damodaran, 1999). Eierskapet over eiendelen vil ligge hos utleier, hvilket betyr at leietaker vil bære liten eller ingen risiko dersom det skulle vise seg at eiendelen plutselig skulle bli utdatert eller reparasjoner og utbedringer skulle bli nødvendig. Denne risikoen forsterkes da leietaker ofte har kort oppsigelsestid. En operasjonell leasing føres regnskapsmessig som en driftskostnad hos leietaker, og man ser ingen spor av eiendelen i balansen.

En finansiell leasingavtale kjennetegnes ved at leasingperioden mer eller mindre strekker seg over eiendelens levetid, samt at eiendelens nåverdi dekker inn kjøpsprisen (Ibid.). I motsetning til ved operasjonell leasing vil leietaker her ikke ha mulighet til å si opp avtalen, og en risikoen tilknyttet eiendelen vil i stor grad tildeles leietaker.

Damodaran (1999) argumenterer for at leasingkostnadene feilaktig behandles som driftskostnader i regnskapet da de i virkeligheten representerer finansieringskostnader og følgelig bør regnskapsføres som dette. Videre argumenteres det for at nåverdien av de fremtidige leasingforpliktelsene skal føres som en eiendel i balansen og avskrives etter gjeldene regnskapsregler, med en tilsvarende post som langsiktig gjeld som det beregnes renter på. En omklassifisering av leasingkostnadene vil føre til forskjeller i balansen, resultatregnskapet, totalavkastningskravet, samt driftsresultat og kontantstrøm.

7.1 Norwegians leasingavtaler

De fleste av Norwegians leasingavtaler kan karakteriseres som operasjonell leasing, og kostnadene forbundet med disse utgjorde samlet sett ca. 9 % av Norwegians driftskostnader for 2010 (Norwegian, 2011d). Jeg vil i dette avsnittet se på hvilke effekter man får av en omklassifisering av operasjonell leasing til finansiell leasing.

I Norwegians årsrapport finner man i notene en oversikt over selskapets leasingforpliktelser de neste fem årene. Selv om disse er et godt utgangspunkt vil det være naturlig å justere tallene noe ettersom nye info er fremlagt etter fremleggelsen av årsrapporten. Verdt å nevne er

at Norwegian har signert avtale om leasing av tre Boeing 787-8 Dreamliner fly, med leasing av ett i 2012, to i 2013 og tre i 2014. Videre er de fleste av Norwegians leasingavtaler i US dollar, noe som betyr at kostnadene forbundet med leasing varierer med kursen. I følge årsrapporten vil Norwegians leasingkostnad i 2011 være på rundt regnet 1,0932 milliarder NOK. Denne ser imidlertid ut til å bli langt lavere ettersom kostnadene det siste året har falt som følge av en svak dollarkurs. Per 30.9 var selskapets kostnader forbundet med operasjonell leasing på kun 615 millioner, hvilket betyr en reduksjon på hele 5 % i forhold til samme kvartal 2010 - dette til tross for at de i år har en større flyflåte. Enhetskostnaden per leide fly falt videre med hele 22 % i tredje kvartal (Norwegian, 3.kvartal 2011). Tabellen under viser en oversikt over Norwegians årlige operasjonelle leasingkostnader, rentekostnader, samt samlede leasinggjeld i perioden 2011- 2018 kalkulert med utgangspunkt i Norwegians egne tall.

År	Leasingkostnad i millioner	Rentekostnad i millioner	Reduksjon i leasinggjeld i millioner	Leasinggjeld i millioner
2011	821,3	304,7	516,5	4 924,7
2012	1 043,1	275,8	767,3	4 157,4
2013	899,9	232,8	667,1	3 490,3
2014	776,5	195,5	581,1	2 909,2
2015	795,9	162,9	633,0	2 276,2
2016	815,8	127,5	688,4	1 587,8
2017	836,2	88,9	747,3	840,5
2018	887,6	47,1	840,5	0
Nåverdi	5 441,3			

Tabell 7.1. Behandling av operasjonell leasing i Norwegian (Alle tall i millioner)

Omklassiferingen fra operasjonell til finansiell leasing gir en nåverdi på leasingforpliktelsene lik 5 441 259 961,-. Denne er funnet ved å diskontere de årlige leasingkostnadene ved en diskonteringsrate på 5,6 %. Dette kommer av at det er denne renten Norwegian bruker på det de selv klassifiserer som finansiell leasing. Da det i utgangspunktet ikke er noe som tilsier at leasing av fly vil ha en annen rente enn den på den finansielle, er det denne jeg velger å gå videre med her.

Ved å behandle den operasjonelle leasingen som finansiell, vil man få en langt mer riktig fremstilling av selskapets regnskap og balanse. Resultatet av å justere regnskapet er lavere driftskostnader og høyere finanskostnader, mens en justering i balansen bedre vil reflektere selskapets faktiske kapitalbehov.

En omklassifisering vil også ha påvirkning på selskapet kontantstrøm og total kapitalavkastningskrav. For å beregne selskapets frie kontantstrøm tillegges både den

kalkulatoriske leasingrenten etter skatt og selskapets endring i leasingforpliktelse. Øker nåverdien av leasingforpliktelsene vil den frie kontantstrømmen reduseres og reduseres nåverdien, vil den frie kontantstrømmen øke. Hva gjelder WACC vil denne bli påvirket som en konsekvens av at nåverdien av leasingforpliktelsene er balanseført, hvilket har bidratt til å øke selskapets total kapital.

I tillegg til de konsekvensene som alt er nevnt, vil en omklassifisering av leasingkostnadene også føre til et langt bedre bilde av multiplene man får ved ulike multiplikatormodeller. Dersom multiplen er en egenkapitalmultipl, f.eks. P/E vil ikke en omklassifisering ha noen effekt. Er multiplen derimot en total kapitalmultipl, f. eks. EV/EBITDA vil det å justere for operasjonell leasing føre til mer konsistente multipler. Det betyr at multipler for selskaper som leaser store deler av sin flåte, blir mer sammenlignbare med multipler til selskaper som eier store deler av sin flåte selv.

8. REGNSKAPSANALYSE

Hensikten med en regnskapsanalyse er å skaffe opplysninger om et selskaps stilling og utvikling. Det at jeg kun benytter meg av offentlig tilgjengelig informasjon vil kunne bidra til at analysen ikke blir så dyp og nøyaktig som ønskelig. Likevel vil en regnskapsanalyse bidra til å avdekke trender i selskapets presentasjoner som jeg kan bruke som utgangspunkt ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I den strategiske analysen så jeg på Norwegians strategiske posisjon i markedet. I dette kapitlet vil jeg se på selskapets økonomiske situasjon og hvorvidt denne er god nok til å kunne dra nytte av eller forbedre den strategiske posisjonen. Videre vil analysen gi et bilde av den historiske, nåværende og fremtidige økonomiske situasjonen i selskapet.

Før jeg går i gang med selve analysedelen er det viktig å få på plass forutsetninger tatt for analysen.

8.1 Forutsetninger for regnskapsanalysen

Norwegian Air Shuttle ASA består, som nevnt i presentasjonen av selskapet, av både heleide datterselskaper og tilknyttede selskaper. Ved verdsettelse av et konsern bør man verdsette de ulike divisjonene hver for seg for så å legge sammen nåverdien av de diskonterte kontantstrømmene (Boye og Dahl, 1997). Ulike divisjoner har ofte ulik risiko og da følgelig også ulikt avkastningskrav. Sammenligner man konsernets kontantstrømmer med selskapets kontantstrømmer, ser man kjapt at mesteparten kommer fra flyvirksomheten. Slik forutsetter jeg at det også vil være i fremtiden, og med det som utgangspunkt finner jeg det hensiktsmessig å analysere Norwegians konsoliderte konsernregnskap.

Når man skal anslå et selskaps fremtidige kontantstrømmer er det viktig at dette er godt forankret i virkeligheten. Normalt vil det være betydelig grad av kontinuitet i et selskaps utvikling, og en analyse av selskapets nære fortid vil derfor være hensiktsmessig (Gjesdal, 1997). Jeg velger på bakgrunn av dette å analysere regnskapene de siste tre årene, dvs. fra 2008–2010.

8.1.1 Selskapssammenligning

For at regnskapsanalysen skal gi mest mulig vil det være hensiktsmessig å sammenligne forholdstallene jeg finner hos Norwegian med tilsvarende forholdstall hos komparative selskaper. Dette for å få et perspektiv på hvordan selskapet driver i forhold til sine konkurrenter. Som komparative selskaper velger jeg SAS og Ryanair. Bakgrunnen for dette er at SAS er Norwegians desidert største konkurrent i Norge og Skandinavia for øvrig, mens

Ryanair trolig er den største og mest kostnadsbevisste konkurrenten på utenriksruter. Den sterke konkurransen fra Ryanair stammer i stor grad fra det faktum at Ryanair har 3 baser i Norge lokalisert på Rygge, Torp og i Haugesund.

8.1.4 Korrigeringer

For at det skal kunne gå å sammenligne forholdstallene til de ulike selskapene er det viktig at deres regnskaper og balanser utarbeides likt. Slik er imidlertid ikke realitetene. Store forskjeller i regnskapsføring, økonomiske og ikke-økonomiske mål samt rammevilkår kan være avgjørende for hvordan et selskaps resultat og balanse blir seende ut. Som nevnt leaser de fleste flyselskaper deler av sin flyflåte. Leasingandelen er imidlertid ulik, og dette bør derfor korrigeres for både i regnskapet og balansen. I tillegg må engangsposter som Norwegians kompensasjon på 175 millioner fra SAS i 2010 korrigeres for.

For at regnskapsanalysen skulle blitt best mulig ville det vært å foretrekke å benytte ”trailing” regnskap og balanse på selskapene. Da selskapene imidlertid opererer med ulike regnskapsår, Norwegian og Sas fra januar til desember og Ryanair fra april til mars, og de ikke har offentliggjort like mange kvartalsrapporter, samt at disse ofte er mangelfulle, jf. avsnitt 1.3, velger jeg å benytte meg av årsrapportene slik de er offentliggjort fra selskapene før korrigeringsene i forrige avsnitt gjøres. Det betyr at jeg ikke har korrigert for Ryanairs avvikende regnskapsår.

8.2 Analyse av vekst og lønnsomhet

I dette avsnittet skal jeg se på vekst- og lønnsomhetsutviklingen i Norwegian, samt sammenligne denne utviklingen med bransjens utvikling, les SAS og Ryanair. Analysen gjennomføres i to deler; en vekstanalyse hvor jeg ser på virksomhetens evne til å generere vekst og en rentabilitetsanalyse hvor jeg ser på selskapenes evne til å generere overskudd.

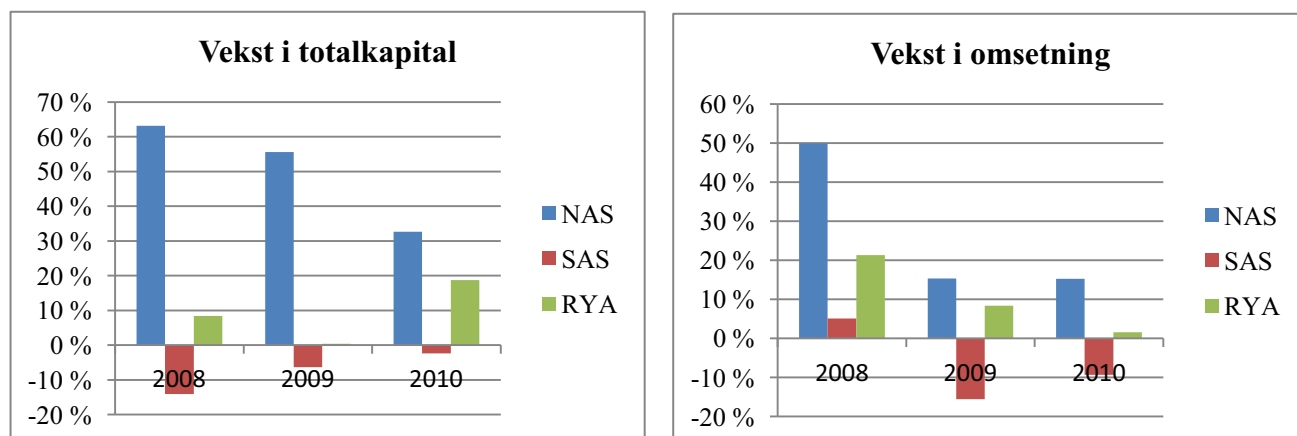
8.2.1 Vekstanalyse

I en fundamental verdsettelse er forholdet mellom historisk utvikling og fremtidig vekstpotensial et sentralt tema. Dette fordi det eksisterer en antakelse om at historisk inntjening samvarierer med fremtidig inntjening. I vekstanalysen ser jeg på selskapets evne til vekst, dets underliggende kilder, samt hvorvidt veksten antas å være vedvarende og egengenererende. Jeg skal i det følgende se på veksten på to områder; først vekst i total kapital, deretter vekst i omsetning. I mange tilfeller ville det vært hensiktsmessig og i tillegg se på resultatveksten. For Norwegian, SAS og Ryanair har det imidlertid lite for seg.

Dette skyldes en kombinasjon av at SAS stadig taper penger, Norwegian fokuserer på høy vekst fremfor resultater på bunnlinjen og finanskrisen i 2008–2010.

8.2.1.1 Vekst i totalkapital og omsetning

I figur 8.1 under ser jeg at Norwegian i perioden 2008-2010 har hatt svært høy vekst i totalkapitalen. Den høye veksten skyldes i all hovedsakk økning i leasingforpliktelser, leverandørgjeld og forskuddsbetalte flyreiser (air traffic settlement liabilities). Når det gjelder omsetningen er det tydelig at også denne vokser, selv om den de siste par årene har hatt en avtakende trend. Omsetningsveksten skyldes at Norwegian i perioden har kapret store deler av det norske innenriksmarkedet, samtidig som de stadig tar større og større markedsandeler utenlands, da spesielt på strekninger mellom Norge og utlandet (Denstadli og Rideng, 2009). Det at trenden avtar er naturlig ettersom at det finnes grenser for hvor store markedandeler selskapet kan kapre. Før eller senere vil veksten stagnere.



Figur 8.1. Totalkapitalvekst og omsetningsvekst

Når det gjelder konkurrentene ser jeg at også Ryanair har hatt en vekst i totalkapitalen. Ryanairs totalkapitalvekst skyldes i all hovedsakk at selskapet har god lønnsomhet, jf. avsnitt.

8.2.2. Hva angår omsetningsveksten er denne også for Ryanair sterkt avtakende. Trenden skyldes trolig at deres vekstpotensiale nærmer seg toppen hva gjelder deres markeder. Medvirkende i trenden kan også finanskrisen være. I så fall er det nærliggende å anta at trenden er forbigående og at veksten vil ta seg opp igjen.

Når det gjelder SAS ser jeg at de har hatt en markant nedgang i totalkapitalen de senere årene. Hovedgrunnen til dette er salg av eiendeler som følge av år med negative resultater. Bare siden 2008 har selskapet hatt et samlet underskudd på utrolige 13 milliarder SEK. Eneste grunnen til at de har overlevd er at de siden 2000 har solgt fly, datterselskaper og eiendommer verdt 52 milliarder SEK (DN, 2011). I tillegg til dette har de også hatt en betydelig nedgang i

omsetningen. Dette skyldes den sterke konkurransen både på innenlands og utenlandsreiser, som medfører at SAS til stadighet taper markedsandeler (Denstadli og Rideng, 2009).

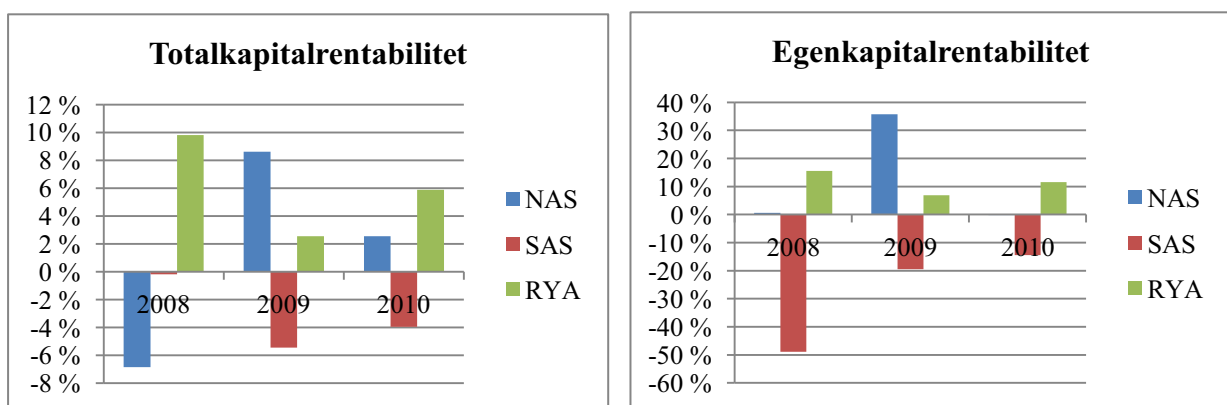
8.2.2 Rentabilitetsanalyse

I forrige avsnitt så jeg på selskapenes vekstutvikling. I dette avsnittet skal jeg se på bedriftenes evne til å forrente den kapital som er investert ved å beregne nøkkeltall som måler selskapenes lønnsomhet. Nøkkeltallene som er av interesse i denne sammenheng er total- og egenkapitalrentabiliteten, i tillegg til kapitalens omløpshastighet og resultatgrad (dekomponert totalkapitalrentabilitet). Analysen vil gi hjelp til å underbygge forventninger om fremtiden. Har selskapet god lønnsomhet, er det trolig at Norwegian selv skal kunne greie å finansiere sine mange flykjøp i årene som kommer (Andersen, 2011). For å hensynta endringer i kapitalbasen gjennom året, brukes gjennomsnittlige verdier ved beregning av nøkkeltallene.

8.2.2.1 Total- og egenkapitalrentabiliteter

Totalkapitalrentabiliteten viser bedriftens avkastning på kapitalen som er bundet i bedriften i det aktuelle år, mens egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på egenkapitalen som er investert i bedriften. Totalkapitalrentabiliteten må være høyere enn gjeldsrenten. Er den ikke det tjener ikke bedriften nok penger til å forrente gjelden, og det blir mindre igjen til avkastning på egenkapitalen. Som regel for egenkapitalrentabiliteten gjelder at denne skal være større eller lik den renten man oppnår ved å plassere pengene i banken.

I figur 8.2 under ser man at rentabilitetene for Norwegian de siste årene har variert veldig, og svingt mellom å være sterkt negative og sterkt positive. Grunnen til dette skyldes Norwegians volatile driftsresultater de siste årene, noe som i stor grad kan tilskrives selskapets ekspansive satsning. Ettersom Norwegian er et selskap i stadig vekst, er det langt mer utsatt for svingninger og uforutsette hendelser, les askesky og finanskrisen, enn det mer veletablerte selskaper er. Dette til tross, Norwegians driftsinntekter har de siste tre årene hatt en årlig gjennomsnittlig vekst på 11,4 %, mens tilsvarende vekst i driftskostnadene har vært 8,5 %.



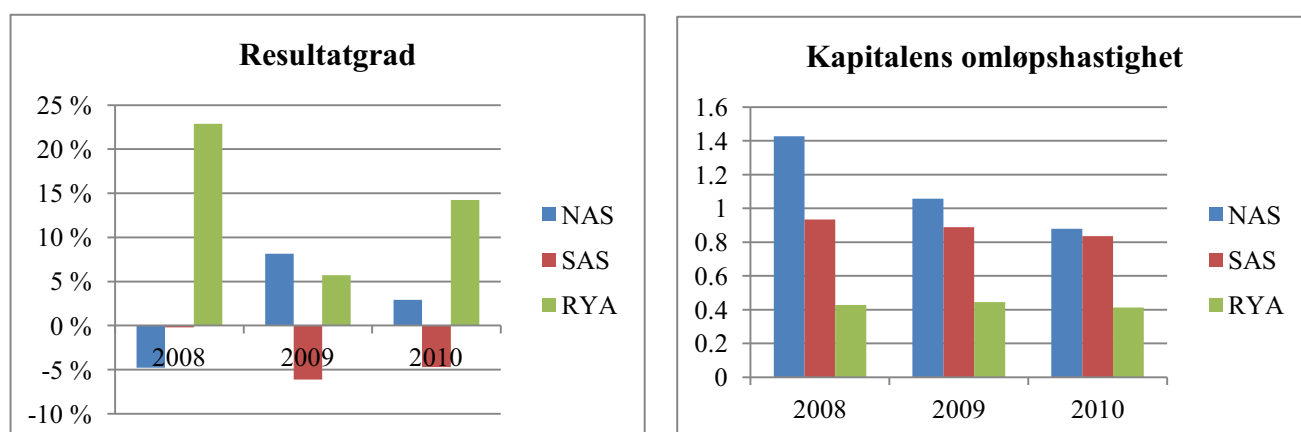
Figur 8.2. Total- og egenkapitalrentabilitet

I motsetning til både SAS og Norwegian tjener Ryanair penger samtlige år til tross for verdensuro og askesky. Dette skyldes i all hovedsak lave billettpriser i kombinasjon med et rutenett som dekker de mest trafikkerte strekningene. Uro i verdensmarkedet skaper økt etterspørsel etter flybilletter til lavere priser – noe Ryanair og til en viss grad Norwegian har greid å levere. I februar 2009 var Ryanair og Norwegian de eneste flyselskapene i vår del av verden som greide å øke passasjerantallet (Osloairports, 2009). Kombinasjonen lave priser og godt rutetilbud gjør Ryanair mindre utsatt i konjunkturedgang.

SAS på sin side sliter som de har gjort i lang tid og taper penger hvert eneste år. Grunnen til dette skyldes i stor grad den sterke konkurransen SAS møter på både innenlands og utenlandsreiser, da spesielt i forhold til Norwegian og andre lavprisselskaper, jf. avsnitt 8.2.1.1. SAS taper til stadighet markedsandeler og dette reflekteres klart i selskapets rentabiliteter.

8.2.2.2 Resultatgrad og omløpshastighet

For bedre å kunne forstå hva endringer i total kapitalrentabiliteten skyldes er en dekomponering av nøkkeltallet vanlig. Ved å dividere og multiplisere uttrykket for total kapitalrentabiliteten med driftsinntektene fremkommer to nye nøkkeltall, resultatgrad og omløpshastighet. Resultatgraden forteller hvor stor andel av hver omsatt krone bedriften sitter igjen med, mens omløpshastigheten forteller hvor effektivt selskapet klarer å utnytte den investerte kapitalen. Økende omløpshastighet betyr at bedriften løpende forbedrer kapitalutnyttelsen og er mindre avhengig av lån, mens en synkende omløpshastighet kan tyde på at selskapet er overinvestert eller at varelageret og/eller de utestående kundefordringene er blitt for store, noe som øker behovet for lån (Hoff, 1999). Synker resultatgraden, reduseres total kapitalrentabiliteten og vice versa.



Figur 8.3. Resultatgrad og kapitalens omløpshastighet

Norwegians omløpshastighet har de siste årene vist en nedadgående trend, hvilket tyder på at omsetningen vokser saktere enn det totalkapitalen gjør. Hva dette skyldes er vanskelig å spekulere i, men verdt å nevne er at Norwegian har inngått flere langsiktige leasingavtaler, noe som øker totalkapitalen, samtidig med at billettprisene har falt i perioden. Likevel ser man at Norwegian har en høyere omløpshastighet enn det både SAS og Ryanair har, og sammenlignet med disse utnytter selskapet kapitalen mer effektivt.

Når det gjelder resultatgraden har denne vært svært varierende i perioden, fra negativ i 2008, til positiv i 2009–2010. Det at den steg i 2009 skyldes at selskapet greide å ha en mer kostnadseffektiv drift dette året sammenlignet med tidligere. I en bransje hvor marginene er lave og kampen for lavere enhetskostnader og høy kabinfaktor står i førerretet, er dette en svært positiv utvikling for selskapet. Ved lavere enhetskostnader og høyere kabinfaktor vokser dekningsbidraget og antallet passasjerer å fordele de faste kostnadene på. Det at resultatgraden falt i 2010 skyldes ganske enkelt et svekket årsresultat som følge av høyere drivstoffkostnader og trafikkklammelser pga. askesky og streik (Dahl, 2011).

SAS har som Norwegian en relativt høy men fallende omløpshastighet på totalkapitalen. Det betyr at omsetningen vokser saktere enn totalkapitalen, alternativt at omsetningen faller raskere enn totalkapitalen. For SAS er det et stort problem at både omsetning og totalkapital kraftig reduseres år etter år, jf. figur 8.1. SAS har tydelig problemer med å møte den økende konkurransen både på innen- og utenlandsmarkedet, noe som også reflekteres i selskapets negative resultatgrad.

Ryanair har en høyere resultatgrad enn Norwegian i perioden, men en langt lavere omløpshastighet på totalkapitalen. Den lave omløpshastigheten er stabil i perioden og skyldes trolig at Ryanair selv eier de fleste av flyene de disponerer, noe som bidrar til at deres totalkapital er høyere enn SAS og Norwegians. Det er nærliggende å anta at Ryanairs sterke resultatgrad skyldes deres ekstreme kostnadsfokus, som følgelig resulterer i bedre resultater.

8.3 Oppsummering av regnskapsanalysen

Etter å ha sett på Norwegians vekst og lønnsomhet har jeg tilegnet meg kunnskap og informasjon som vil være nyttig for utarbeidelsen av Norwegians fremtidsregnskap og verdsettelse. Etter regnskapsanalysen sitter jeg igjen med følgende konklusjoner:

- 1) Norwegian er et selskap i sterk vekst med et stort potensial for fremtiden. Dette vekstpotensialet noteres og tas høyde for i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 11.

- 2) Ryanair har på samtlige områder i regnskapsanalysen vist at de er et sterkt og konkurransedyktig selskap, og
- 3) SAS utgjør ikke den største trusselen ettersom de år etter år taper penger.

En oppsummering av regnskapsanalysens nøkkeltall fra 2010 følger i tabell 8.1:

	2010		
	NAS	SAS	RYA
Lønnsomhet og vekst			
Vekst i totalkapital	32,61 %	-2,41 %	18,75 %
Vekst i omsetning	15,23 %	-9,30 %	1,56 %
Totalkapitalrentabilitet	2,56 %	-3,95 %	5,88 %
Egenkapitalrentabilitet	10,06 %	-14,48 %	11,58 %
Resultatgrad	2,91 %	-4,72 %	14,24 %
Kapitalens omløpshastighet	0,88	0,84	0,41

Tabell 8.1. Oppsummering av nøkkeltall for 2010

9. Hvilke metoder bruker analytikerne ved verdsetting av Norwegian?

Min måte å gjennomføre verdivurdering på er etter mitt skjønn godt forankret og velegnet til verdsetting av et selskap som Norwegian. Jeg baserer meg imidlertid på hva jeg har lært gjennom mine fem år som masterstudent. Kanskje er egentlig virkeligheten en annen? Kanskje er det ikke min måte med fundamental verdivurdering som er den best egnede. På bakgrunn av dette syns jeg det kunne være interessant å se på hvordan analytikere som følger Norwegian tenker når de gjør sine verdsettinger. Hvilke metoder bruker de og hvilke verdier setter de på WACC og leasingforpliktelsene?

Jeg skal i det følgende se på hvordan tre norske analyseselskaper verdsetter Norwegian.

9.1 Arctic Securities

Analytiker Kenneth Sivertsen bedyrer at hans selskap Arctic Securities benytter seg av en rekke ulike metoder for å kontrollere for det de mener er fair value, men at de i all hovedsak bruker kontantstrømmetoden (DCF) ved verdsetting. De bruker også å benchmarke verdien med multipler som EV/EBITDAR, EV/EBITDA, P/E og P/B for deretter å sjekke disse multiplene ved å bruke peer group på lavkostselskaper (Ryanair og Easyjet). Ved benyttelse av peer group bemerker han viktigheten av å hensynta de ulike selskaperens kapitalstruktur og leasingandel.

Selskapet vurderer leasingen som en forpliktelse på lik linje med gjeld til flykjøp, så fremt selskapet skal fortsette å fly. For å finne nåverdien av leasingforpliktelsen bruker de tilsvarende metode som Moody⁸, hvor de ganger opp de årlige leasingkostnadene med en multippel (bransje standard ligger mellom 7.5x – 8.5x). Alternativet er å gjøre som S&P⁹, og diskontere alle fremtidige leasingkostnader til i dag.

Selskapet gjennomfører også NAV¹⁰ betraktninger hvor de ser på selskapets asset verdier. En tilnærming som her brukes, for å synliggjøre de verdier som ligger i Norwegian's flyflåte, er forskjellen mellom antatt kjøpspris og antatt salgsverdi (markedsverdi), hvor de legger til innbetalt EK (15 % per fly) og antar at resterende av gjelden (85 %) er knyttet til flyene som vil forsvinne ved evt. salg. Bakgrunnen for metoden hevder han er at flyflåten ble bestilt på et tidspunkt hvor både Boeing og Airbus hadde lav ordre inngang, noe som betyr at avtalene innehar en merverdi i dagens stramme flymarked.

⁸ Moody = amerikansk kredittratingbyrå

⁹ S&P = Standards and Poors

¹⁰ Nav = Net asset value

Som WACC brukes en verdi på 10 %, noe som er vesentlig høyere enn den verdien jeg fant i kapitlet om avkastningskrav. Som begrunnelse for den høye WACC- verdien nevnes to argument, selskapets høye finansielle gearing og den høye markedsrisikoen grunnet usikker makro (NAS er avhengig av konsumutvikling).

9.2 Nordea Markets

Det å verdsette flyselskaper i dagens marked ikke er noe enkel oppgave i følge Tore Østby, Head of Equity Research, i Nordea Markets. Dette på grunn av vanskelig makro og geopolitisk usikkerhet, først og fremst fordi man er usikker på etterspørselen og sensitiviteten til prisendringer. Østby ville med dagens situasjon valgt å verdsette selskapet basert på 2012 multipler for deretter å sammenligne disse med hvordan man priser selskaper i tilsvarende urolige perioden man nå er inne i. I tillegg ville han gjennomført en DCF for å få en pekepinn på de verdier som finnes i selskapet. En justering av selskapets leasingforpliktelser er her særdeles viktig.

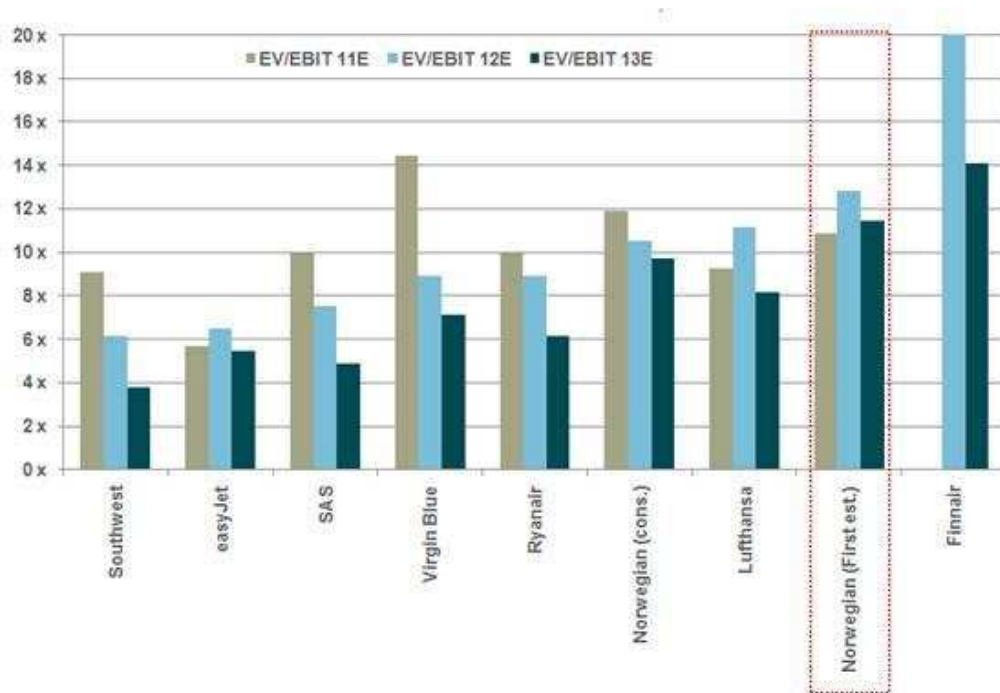
Når det kommer til selskapets WACC forklarer Østby vanskeligheten med å estimere en riktig verdi på denne. Med dagens marked og de omstendigheter som er, fremhever han imidlertid at en høy risikopremie vil være fornuftig, ettersom markedets risikopremie i dag trolig er langt over 6 %, i tillegg til at flyselskaper generelt har en høy selskapsspesifikk risiko.

9.3 First Securities

Analytiker i First Securities Henrik Lund Wibe hevder at det å verdsette et flyselskap ved bruk av DCF, vil være en lite realistisk metode å bruke ettersom inntjeningen svinger så mye i bransjen. First Securities bruker DCF nærmest utelukkende på selskaper hvor inntjeningen ligger tilnærmet fast frem i tid, for eksempel et riggselskap eller en gruve.

I og med at First Securities ikke benytter DCF ved verdsetting av flyselskaper, kan ikke selskapet opplyse om hvilken WACC som ville vært riktig å bruke. Selskapet fremhever imidlertid Norwegians kunstig lave rentekostnader oppnådd grunnet eksportkreditter og andre ordninger de har med flyprodusenten osv. og påpeker at dette bør inkluderes i vurderingen, da gjerne med å øke rentekostnaden noen punkter for å reflektere dette.

Ved verdsettelse av fly bruker First Securities i hovedsak EV/EBIT og PE multipler. Multiplene beregnes da gjerne for flere år frem i tid før de sammenlignes med tilsvarende multipler hos andre flyselskaper (Ryanair, Easyjet, Air Berlin, Lufthansa osv.).



Figur 9.1. Oversikt over EV/EBIT i perioden 2011-2013 (Kilde: Henrik Lund Wibe – First Securities)

First Securities fremhever viktigheten av at man ved beregning av selskapets Enterprise Value må hensynta selskapets leasingkostnader etter som denne inngår som en del av den virkelige gjelden som ikke gjenspeiles i selskapets balanse. Leasinggjelden eller forpliktelsen finner de ved å multiplisere leasingkostnaden i resultatregnskapet ett år med 7. Denne gjelden tillegges så den balanseførte gjelden ved beregning av EV. Ved en eventuell beregning av WACC i DCF frarådes jeg å tillegge leasinggjelden til balanseført gjeld, dette da denne ikke er rentebærende.

EV/EBITDA er en multippel First Securities sterkt fraråder å bruke. I følge dem er ikke dette et sammenlignbart tall, ettersom selskapene har en ulik miks av eide og leasede fly.

Som det kan leses er det blant de ulike analyseselskapene en del uenighet om hvilken metode som er den beste å bruke og hvilke forutsetninger som må inkluderes i beregningen. Jeg skal som nevnt innledningsvis gjennomføre en fundamental verdsettelse etterfulgt av en sensitivitets- og multippelanalyse. Før jeg tar fatt på denne oppgaven må jeg imidlertid først beregne selskapets avkastningskrav.

10. AVKASTNINGSKRAV FOR NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA

I dette kapittelet vil jeg med utgangspunkt i teorien beskrevet i avsnitt 4.4 beregne Norwegians avkastningskrav, både til egenkapitalen og til totalkapitalen. Grunnet den nøye gjennomgangen i det tidligere kapittelet, velger jeg her å fokusere på selve beregningene og forutsetninger for disse.

10.1 Avkastningskrav på egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen finnes som nevnt tidligere ved hjelp av CAPM:

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

$E(r_i)$ = forventet avkastning til aksje i

r_f = risikofri rente

β_i = aksjens betaverdi, samvariasjon med markedsporteføljen

$E(r_m)$ = forventet avkastning på markedsporteføljen

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

I forbindelse med den risikofrie renten kom det i avsnitt 4.4.1.1 frem at det var store uenigheter knyttet til lengden på statsobligasjonen som skulle brukes som mål. Jeg velger i denne oppgaven å bruke den 10-årige statsobligasjonsrenten, da 10 år virker fornuftig i forhold til det langsiktige perspektivet. Per 30.juni var denne renten på 3,36 %.

I følge Gjesdal og Johnsen (2006) er den historiske risikopremien på Oslo Børs i perioden 1967–1998 på ca. 6 %. Denne hevdes i følge dem å være noe høy, men med bakgrunn i den utviklingen vi i dag ser og tips fra analytiker i Nordea Markets, Tore Østby jf. 9.2, velger jeg likevel å gå videre med en risikopremie på 6 %.

For å estimere Norwegians betaverdi kjører jeg en regresjon mellom selskapets avkastning og avkastningen på Oslo Børs (OSEAX¹¹) i perioden oktober 2006 til september 2011, da med månedlige observasjoner. Dette gir resultatene i tabellen under:

Betaverdi	0,98533
Standard Error	0,16597
R ²	0,17928

Tabell 10.1. Regresjonsresultater

Som resultatet viser er forklaringsgraden her relativt lav. En R² - verdi på 0,179 betyr at så mye som 82 % av svingningene i Norwegians aksjekurser forklares med andre faktorer enn de som er inkludert i modellen. Med en så stor andel av usystematisk risiko er det naturlig å følge anbefalingen til Koller et. al. (2005) om å bruke en bransjebeta fremfor en

¹¹ OSEAX - Oslo Børs Aksjeindeks som inneholder alle noterte aksjer på Oslo Børs.

selskapsspesifikk betaverdi. Med bakgrunn i dette velger jeg å estimere Norwegians betaverdi ut fra betaverdiene til sammenlignbare selskaper i bransjen.

Ved å studere sammenlignbare selskaper i flybransjen, og beregne deres egenkapitalbeta, forretningsbeta og kapitalstruktur, estimeres en ny og bedre betaverdi. Som sammenlignbare selskaper valgte jeg å se på fire lavprisselskaper, Ryanair, Easyjet, Air Berlin og Southwest Airlines og tre tradisjonelle fullserviceselskaper, British Airways¹², Lufthansa og SAS.

For å komme frem til de ulike selskapenes betaverdier er det kjørt regresjoner mellom selskapenes månedlige avkastningstall de siste fem årene og hovedindeksen på børsen i de ulike selskapenes hjemland. Videre, med utgangspunkt i denne verdien og selskapets kapitalstruktur estimeres forretningsbetaen:

$$\beta_F = \beta_E * \frac{E}{E + G}$$

β_F = forretningsbeta

β_E = egenkapitalbeta

$E/(E+G)$ = egenkapital sett i forhold til total kapital

(børsverdi EK / (Børsverdi EK + rentebærende gjeld + leasingforpliktelser))

Ved beregning av selskapenes kapitalstruktur har jeg tatt utgangspunkt i selskapenes årsrapporter for 2010, samt aksjekurser per 31.12.2010.

Resultatene av de ulike beregningene følger i tabellen under:

Selskap	Nasjonal index	Egenkapitalbeta	E/(E+G)	Forretningsbeta
Ryanair	FTSE 350 (UK)	0,48	0,7	0,34
Easyjet	FTSE 350 (UK)	0,72	0,93	0,67
Air Berlin	HDAX (TY)	1,01	0,15	0,15
Southwest Airlines	S&P 500 (US)	1,12	0,9	1,01
British Airways	FTSE 350 (UK)	1,57	0,53	0,83
Lufthansa	HDAX (TY)	1,01	0,83	0,84
SAS	OMXS (SE)	1,43	0,39	0,55
Snittverdier		1,05	0,63	0,63

Tabell 10.2. Konkurrenters egenkapitalbeta, kapitalstruktur og forretningsbeta

Ser man utelukkende på selskapenes egenkapitalbetaer, kan selskapene raskt kategoriseres i tre grupper: de helt klare lavprisselskapene med Ryanair og Easyjet (lav beta), fullserviceselskapene med SAS og British Airways (høy beta), og gruppen midt i mellom med

¹² British Airways fusjonerte med spanske Iberia 21.januar 2011.

Air Berlin, Southwest Airlines og Lufthansa (beta rundt en). Da det er stor variasjon i selskapenes forretningsbeta tar jeg ved estimeringen av Norwegians nye betaverdi, utgangspunkt i gjennomsnittet til forretningsbetaen. Dette gir en betaverdi på 1,6, hvilket er betraktelig høyere enn den betaen jeg fant ved regresjonskjøringen. Dette virker å kunne være rimelig med tanke på Norwegians investeringer og vekstplaner for fremtiden. Endringer i økonomien som det vi ser tendenser til nå, vil kunne sette Norwegian i en svært sårbar situasjon og en høyere betaverdi enn den opprinnelige kan med det følgelig forsvares.

Nå, etter å ha funnet alle parametrene som inngår i egenkapitalavkastningskravet kan dette regnes ut:

$$E(r_i) = 3,36 + (1,6 * 6) = 12,96$$

10.2 Avkastningskrav på totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen finnes som tidligere nevnt ved hjelp av følgende formel:

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

D = markedsverdi på gjeld

V = total markedsverdi for selskapet (D+E)

E = markedsverdi på egenkapitalen

k_d = avkastningskravet på gjelden

k_e = avkastningskravet på egenkapitalen

T_m = marginalsatt

For å komme frem til dette kravet må verdien av gjelden, egenkapitalen, samt gjeldens avkastningskrav fastsettes. Fordi gjeldskrav har førsteprioritet er gjeldsbetaer som regel relativt lave. Dette gjør at man ofte (for enkelthetens skyld) antar at gjeldsbetaen er lik null (Koller et. al 2005). I NOU 2004: 07 mener også Nærings – og handelsdepartementet (2004) at det vil være naturlig å ta utgangspunkt i en gjeldsbeta på null da mesteparten av kreditors risiko i et normalår er selskapsspesifikk, og derfor diversifiserbar. Betaverdien reflekterer konjunkturrell avkastningsrisiko, og det er rimelig å anta at denne for et normalt selskapslån vil være liten. Med dette som argumentasjon forutsetter jeg en gjeldsbeta lik null.

For å finne Norwegians gjelds- og egenkapitalandel divideres som nevnt i kapitlet om avkastningskrav markedsverdien til henholdsvis gjeld og egenkapital på den totale markedsverdien for selskapet. Det nevnes raskt at markedsverdien på egenkapitalen beregnes ved å multiplisere antallet utestående aksjer med aksjekursen på verdsettelsesdagen (Koller et. al 2005), mens markedsverdien på et selskaps gjeld finnes ved å kartlegge selskapets rentebærende gjeld.

Per 31.12.10 var det 34 573 332 utestående aksjer i Norwegian (Norwegian, 2011e) og med en aksjekurs denne dagen på 117,5 tilsvarer det en markedsverdi på egenkapitalen lik 4 062 366 510.

Norwegian hadde en langsiktig rentebærende gjeld per 30.12.2010 på 2 485 000 000. Legges nåverdien av Norwegians operative leasingavtaler til blir gjelden på 7 926 259 961.

Norwegians egenkapitalandel blir med det 33,8 % mens gjeldsandelen blir 66,2 %.

For å finne selskapets gjeldsrente kan man benytte selskapets gjennomsnittlige lånerente som mål (Boye og Dahl, 1997). For å finne denne er det naturlig å se på Norwegians rentebærende gjeld, hvilke type gjeld det er og hvilken rente gjelden har. I 2010 var fordelingen slik:

Type lån	Beløp	Rente
Operasjonell leasing	4 534 096 581	5,6 %
Bond issue	597 368 000	8,6 %
Facility agreement	367 187 000	2,4 %
Aircraft financing	1 319 509 000	4,5 %
Loan facility	175 845 000	4,5 %
Financial lease liability	24 973 000	5,6 %

Tabell 10.3. Norwegians gjeldsfordeling med renter

Et vektet snitt av selskapets renter gir en kapitalkostnad på 5,44 %.

Jeg har gjennomført de nødvendige beregninger og selskapets totalavkastningskrav blir som følger:

$$WACC = \frac{7\,926\,259\,996}{7\,926\,259\,996 + 4\,062\,366\,510} * 5,44\% (1 - 0,28) \\ + \frac{4\,062\,366\,510}{7\,926\,259\,996 + 4\,062\,366\,510} * 12,96\% \approx 6,9\%$$

Altså et totalavkastningskrav på 6,9 %.

11. FREMTIDSREGNSKAP FOR NORWEGIAN

Etter å ha vært gjennomført ulike typer analyser, samt prediket Norwegians avkastningskrav har jeg nå kommet frem til det som er utredningens kjerne, selve verdsettingen av Norwegian. På bakgrunn av den kunnskapen jeg til nå har tilegnet meg, da spesielt fra kapittel 6 og 8, skal jeg nå utarbeide Norwegians fremtidsregnskap. Dette skal igjen lede frem til den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, jf. tabell 11.1.

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBITDAR
-	Leasingkostnader
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Avskrivninger
+	Kalk.rente på leasing e.skatt
-/+	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	Flyinvesteringer og andre investeringer
-	Endringer i leasingforpliktelse
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 11.1. Oppsett fri kontantstrøm til totalkapitalen

Før jeg anslår den frie kontantstrømmen, vil jeg måtte bestemme hvor lang prognoseperioden skal være. Vanlig praksis for børsnoterte selskaper er en estimeringsperiode på mellom 5-15 år (Thoresen, 2006). Det sentrale er at perioden er forankret i opplysninger om selskapets faktiske utviklingsplaner.

Norwegian har siden børsnoteringen i 2003 hatt en sterk vekst, og selskapets ekspansive satsing på langdistanser bidrar til at denne veksten antas å ville fortsette i årene fremover. Jeg antar en periode på 8 år, fra 2011–2018, hvor det vil være en overgang til stabilvekst i andre halvdel av perioden. I Norwegians kvartalsrapport for 4.kvartal finnes en oversikt over selskapets planlagte utvikling og finansiering av flyflåten i perioden 2011 til 2014. Jeg vil på bakgrunn av disse dataene gjøre detaljerte beregninger av selskapets inntekter og kostnader i fireårsperioden. I perioden etter, fra 2015–2018, vil jeg basere mine beregninger på andre kilder, det være seg børs- og pressemeldinger (Norwegian, 2011j), samt uttalelser.

Jo lenger analyseperioden blir, jo vanskeligere blir det å estimere nøyaktige kontantstrømmer. Den eksplisitte perioden etterfølges derfor av en terminalverdi hvor jeg forutsetter at selskapet

i fremtiden vil vokse med en konstant vekstfaktor lik 2,5 %, basert på Norges Banks langsiktige inflasjonsmål. Terminalverdien finnes ved (Damodaran, 2002):

$$Terminalverdi_n = \frac{Fri\ kontantstr\ om\ til\ totalkapitalen_n}{(WACC_{n+1} - g_n)}$$

Når jeg nå skal finne selskapets frie kontantstrøm vil jeg innledningsvis begynne med å se på hvordan de operasjonelle driverne antall fly, ASK, RPK, kabinfaktor, og antall passasjerer ventes å utvikle seg i fremtiden. På bakgrunn av disse skal jeg så estimere selskapets inntekter og kostnader for å komme frem til selskapets EBITDA. Med utgangspunkt i selskapets årsrapporter og oversikt over inntekts- og kostnadsposter beregnes EBITDA på følgende måte med følgende estimerte poster:

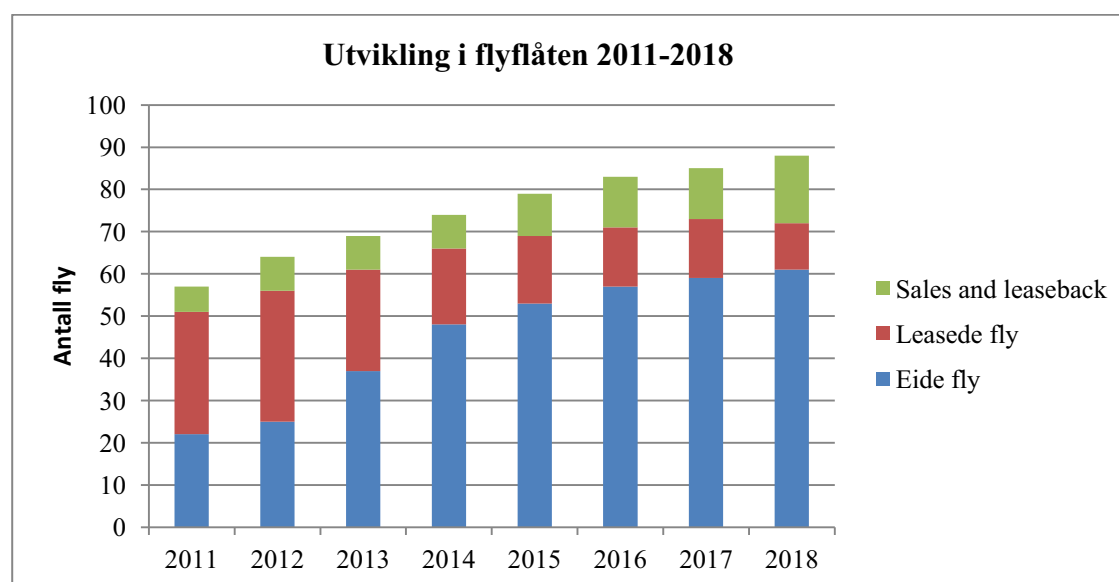
Driftsinntekter
Passasjertransport
Biinntekter
Andre inntekter
Totale driftsinntekter
Driftskostnader
Salg og distribusjonskostnader
Flydrivstoff
Leasingkostnader
Luftfartsavgifter
Handling
Vedlikeholdskostnader
Andre flykostnader
Lønnskostnader
Andre driftskostnader
Totale driftskostnader
EBITDA

Tabell 11.2. Oppsett for utregning av EBITDA

11.1 Utvikling i operasjonelle drivere

11.1.1 Utvikling i flyflåten

Hvordan Norwegians flyflåte utvikler seg i fremtiden er helt avgjørende for selskapets produksjon og ikke minst inntekter og kostnader. Norwegian har siden oppstarten ekspandert sin flyflåte i tråd med den økte etterspørselen, noe selskapet også ventes å gjøre fremover. Det er imidlertid først de senere årene at Norwegian har gått over fra full leasing til faktisk å eie deler av sin flyflåte. I en pressemelding datert 21. juni 2011 ble det offentliggjort at selskapet hadde kjøpt 15 nye fly og totalt hadde inne en ordre på 78 fly som skulle leveres i perioden 2009 til 2018 (Norwegian, 2011j). I selskapets 4.kvartalsrapport fra 2010 får jeg opplyst hvordan flyflåten ventes å utvikle seg i perioden 2011 til 2014. Disse tallene er riktignok justert litt ettersom tilleggsinformasjon er blitt gjort tilgjengelig etter at kvartalsrapporten ble offentliggjort. For resten av perioden, 2015–2018, får jeg fra pressemeldingen opplyst selskapets forventede leveringer. Da de fleste av leveransene er kjøp, antar jeg at en del av flyene skal finansieres ved hjelp av såkalte Sales og Leaseback avtaler, avtaler hvor Norwegian selger sine fly til leasingselskaper for så å lease de tilbake. Denne måten å finansiere på er helt i tråd med Norwegians strategi om å diversifisere sin finansiering. Med dette som utgangspunkt er utviklingen i Norwegians flyflåte i eksplisitt periode som vist i figur 11.1.



Figur 11.1. Utvikling i Norwegians flyflåten 2011–2018

11.1.2 Utvikling i antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

Flere av Norwegians kostnadsposter avhenger av antallet tilgjengelige setekilometer som produseres. For å kunne si noe om selskapets utvikling i ASK i den eksplisitte perioden,

velger jeg å legge til grunn den historiske utviklingen per sete i perioden 2005 til 2010. Den historiske utviklingen har en stigende tendens og viser en gjennomsnittlig vekst i perioden lik 5 %. Denne veksten antar jeg at vil fortsette også i de kommende årene, dog med en litt høyere vekst i første del av eksplisitt periode for så å utjevne seg mot slutten. Dette skyldes en økning i antallet langdistanseruter, anskaffelse av flere og større fly, samt mindre vedlikehold ettersom flyflåten er kraftig fornyet. Utviklingen i ASK finnes ved å multiplisere ASK per sete med det totale antallet seter som er beregnet på grunnlag av antall fly og antall seter i de ulike modellene.

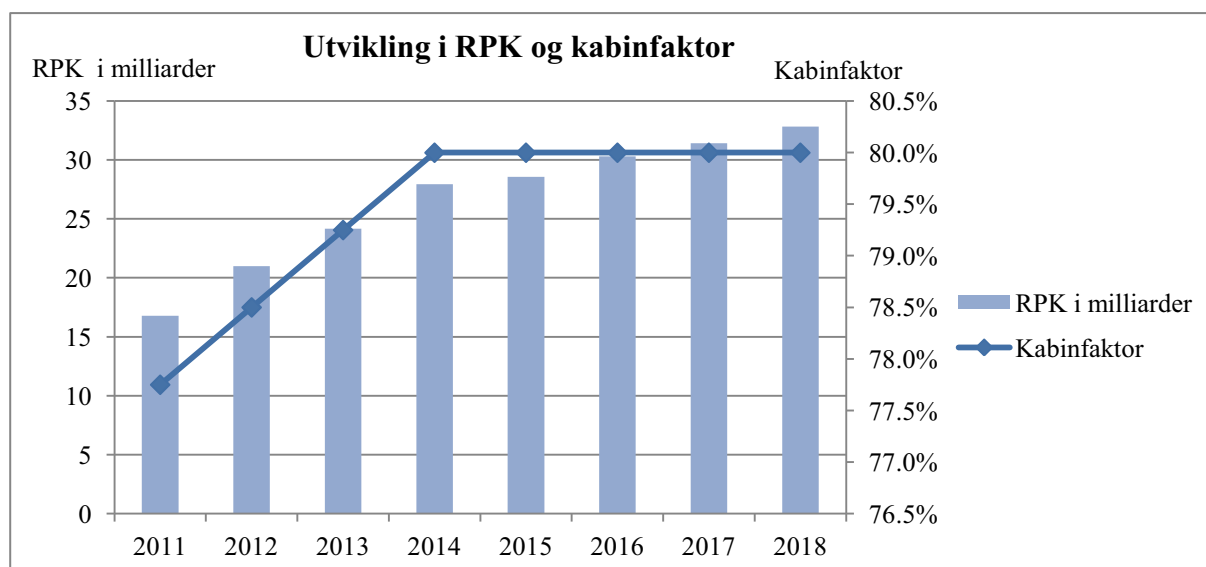
Med dette som utgangspunkt vil veksten i perioden 2011- 2018 bli som i figur 11.2.

ÅR	Økning i ASK per sete	ASK per sete i tusen	Antall seter	ASK i milliarder
2011	7%	2099	10281	21.58
2012	6%	2225	12011	26.72
2013	4%	2314	13176	30.49
2014	2%	2360	14801	34.93
2015	1%	2384	14988	35.73
2016	1%	2408	15779	37.99
2017	1%	2432	16153	39.28
2018	1%	2456	16714	41.05

Tabell 11.3. Utvikling i ASK per sete, antall seter og ASK 2011- 2018

11.1.3 Utvikling i antall betalte passasjerkilometer (RPK) og kabinfaktor

For at et selskap skal tjene penger holder det ikke å ha god kapasitet - kapasiteten må også brukes! Flyenes utnyttelsesgrad kalles selskapets kabinfaktor og finnes ved å dividere betalte passasjerkilometer (RPK) på antall tilgjengelige setekilometer (ASK). En titt på utviklingen i Norwegians kabinfaktor i perioden 2005 til 2010 viser en sterk vekst i årene 2005 til 2007 (80 %) etterfulgt av en dalende kabinfaktor de resterende år. I 2010 lå Norwegians kabinfaktor på 77 %. Denne ventes imidlertid å øke litt de neste årene for så å stabilisere seg på rundt 80 %, jf. avsnitt 3.3. Dette kan forsvares med at den historiske veksten til tross for noen variasjoner har vært svært jevn, noe som tyder på at selskapet har en god forståelse av markedssituasjonen og dens etterspørsel og trolig ikke vil øke kapasiteten mer enn det markedet etterspør. En oversikt over selskapets estimerte RPK og Kabinfaktor finnes i figur 11.2.



Figur 11.2. Utvikling i RPK og kabinfaktor 2011- 2018

11.1.4 Utvikling i antall passasjerer

Da flere av Norwegians inntekter og kostnader estimeres med utgangspunkt i antall passasjerer, er en oversikt over fremtidig passasjerantall en viktig post å kartlegge. For å kunne prognostisere denne utviklingen velger jeg å ta utgangspunkt i utviklingen i RPK, jf. figur 11.2, og utviklingen i RPK per passasjer. I perioden 2005- 2010 har det vært en sterk stigning i RPK per passasjer. Dette antas å skyldes at Norwegian de senere årene har satset stort på langdistansereiser fremfor kun flyvninger innenriks i Norge som de gjorde i oppstartsårene. Nedenfor følger en oversikt over passasjerutviklingen i norsk flybransje i perioden 1981 til 2010 (Avinor, 2011).

	1981–2010	Årlig vekst 1981–2010	2003–2010	Årlig vekst 2003 - 2010
Innenriks	224 %	4.10 %	9.83 %	1.35 %
Utenriks	477 %	6.20 %	61.19 %	7.05 %

Tabell 11.4. Utvikling passasjerer i norsk flybransje 1981–2010.

Antallet passasjerer på innenriksnettet har i perioden vokst med ca. 224 %, mens antallet passasjerer på utenriksnettet har økt med ca. 477 %. Siden børsnoteringen har man på innenriksnettet hatt en årlig vekst i antallet passasjerer på 1,35 % mot 7,05 % på utenriksnettet. Dette tydeliggjør at veksten på innenriksmarkedet er langt mer begrenset enn på utenriksmarkedet, og at Norwegians satsning på langdistanseflyvninger derfor er berettiget. Med bakgrunn i dette antar jeg at veksten i Norwegians RPK per passasjer vil fortsette også i fremtiden. Ettersom Norwegian satser spesielt på langdistanseflyvninger om dagen, med anskaffelse av langdistansefly og etablering av nye ruter, antar jeg at veksten vil være størst

de første årene av den eksplisitte perioden ettersom etableringseffekten trolig vil gi størst utslag i begynnelsen. Med et geometrisk snitt for økningen i RPK de siste fire årene på rett over 6, setter jeg økningen i 2011 og 2012 på 6,2 %. Dette grunnet en storlevering av nye og større fly i perioden, samt oppstart av nye langdistanseruter. Deretter antar jeg en jevn nedgang til ca.1.5 % frem mot 2016. Utviklingen i RPK per passasjer og antallet passasjerer er oppsummert i tabell 11.5 under.

ÅR	Økning i RPK per passasjer	RPK per passasjer	RPK i millioner	Antall passasjerer i millioner
2011	6.2%	1125	16778	14.9
2012	6.2%	1195	20978	17.6
2013	5.0%	1267	24162	19.1
2014	4.0%	1317	27947	21.2
2015	3.0%	1357	28583	21.1
2016	1.5%	1377	30392	22.1
2017	1.5%	1398	31424	22.5
2018	1.5%	1419	32840	23.1

Tabell 11.5. Utvikling i RPK per passasjer og antall passasjerer

11.2 Driftsinntekter

Med utgangspunkt i utviklingen i nøkkeltallene jf. avsnitt 11.1, skal jeg nå estimere Norwegians driftsinntekter i perioden 2011- 2018. Fra Norwegians årsrapport ser jeg at deres inntekter fordeler seg på 3 poster; passasjerinntekter, biinntekter og andre inntekter. Disse inntektene vil i det følgende vurderes separat.

11.2.1 Passasjerinntekter

I prediksjonen av selskapets kontantstrøm, er det ikke urimelig å si at selskapets passasjerinntekter er den mest avgjørende resultatposten. I 2010 utgjorde inntektene fra flytrafikken hele 84 % av selskapets totale driftsinntekter.

Passasjerinntektene avhenger av to faktorer; antallet betalte passasjerkilometer (RPK) og selskapets Yield, altså hvor mye selskapet tjener per RPK. Ved å multiplisere RPK med Yield finnes selskapets totale inntekter fra flytrafikken. Størrelsen på RPK avhenger av hvor mange setekilometer som tilbys (ASK) og i hvor stor grad disse benyttes (kabinfaktor), mens Yelden avhenger av konkurranseforhold og sektorlengde. Økt konkurranse i markedet og lengre sektorlengde vil kunne redusere Yelden.

For Norwegian har Yelden i perioden 2005–2010 vist en dalende kurve, med en jevn reduksjon og et årlig snitt på 4,1 % de fire første årene, etterfulgt av et større fall i 2010 på 13,3 %. Denne dalende tendensen antas og skyldes markedets aggressive priskrig i

kombinasjon med en økning i gjennomsnittlig flydistanse (sektorlengde). Ved prognostisering av selskapets utvikling i Yield antar jeg at konkurransen i markedet vil fortsette ut i eksplisitt periode noe som følgelig vil redusere Yelden ytterligere. Det er imidlertid verdt å merke seg at selskapets Yield nå nærmer seg kostnaden per RPK (0,47 i 2010), noe som betyr at en nedgang i Yelden etter hvert må skje ved en reduksjon i kostnadene. På bakgrunn av dette har jeg valgt å sette en nedgang i Yelden på 4 % i 2011, 2,5 % i 2012, og 2 % i 2013- 2014. For resten av eksplisitt periode, 2015–2018, antar jeg en flat utvikling i Yield. Oversikt over utvikling i Yield og totale passasjerinntekter følger i tabell 11.6.

ÅR	Utvikling i Yield	Yield	Antall betalte passasjerkilometer (RPK) i milliarder	Totale passasjerinntekter i milliarder
2011	-4.0%	0.50	16.8	8.39
2012	-2.5%	0.49	21.0	10.28
2013	-2.0%	0.48	24.2	11.60
2014	-2.0%	0.47	27.9	13.14
2015	0.0%	0.47	28.6	13.43
2016	0.0%	0.47	30.4	14.28
2017	0.0%	0.47	31.4	14.77
2018	0.0%	0.47	32.8	15.43

Tabell 11.6 Utvikling i Yield og passasjerinntekter

11.2.2 Biinntekter

Neste inntektspost som skal prognostiseres er Norwegians biinntekter. Biinntektene består av inntekter fra salg av billettrelaterte produkter og tjenester som setereservasjon, bagasje, overvekt, avgifter osv. Ved estimering av selskapets biinntekter i eksplisitt periode velger jeg å estimere disse per passasjer for så å multiplisere opp å finne totale biinntekter.

Når et selskaps biinntekter skal beregnes vil det være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i historisk utvikling. Hva gjelder biinntektene går det imidlertid ikke å gå lenger tilbake enn til 2007, da det var dette året Norwegian for fullt åpnet for valgfrihet hva gjaldt kjøp av tilleggstjenester utover selve flyreisen. Tidligere inngikk disse tjenestene i billettprisen, og følgelig var ikke regnskapsposten biinntekter skilt ut som egen post. Når dette er sagt viser utviklingen at biinntektene har hatt en kraftig økning i perioden 2007- 2010, og at de utgjør en stadig større andel av selskapets totale inntekter.

Etableringen av nye og lengre utenriksreiser åpner for at inntektene forbundet med bagasje, overvekt og setereservasjoner i fremtiden vil øke. Inntektene har imidlertid et øvre tak ettersom det finnes grenser for hvor mye ekstratjenester passasjerer er villige til å betale for.

På bakgrunn av dette antas det at biinntektene vil fortsette å vokse i årene som kommer, men at veksten vil reduseres utover i perioden. En oppsummering av prognosene finnes i tabell 11.7.

ÅR	Økning i biinntekter	Biinntekter per passasjer	Antall passasjerer i millioner	Totale biinntekter i millioner
2011	10.0%	87	14.9	1304.6
2012	9.0%	95	17.6	1674.2
2013	9.0%	104	19.1	1982.8
2014	8.0%	112	21.2	2381.6
2015	7.0%	120	21.1	2530.4
2016	6.0%	127	22.1	2809.9
2017	5.0%	134	22.5	3005.5
2018	4.0%	139	23.1	3218.3

Tabell 11.7. Utvikling i biinntekter per passasjer og totalt

11.2.3 Andre inntekter

Den siste og minste av Norwegians inntektsposter er posten andre inntekter. Andre inntekter består av tredjepartsinntekter, slike som wet-lease, cargo og inntekter fra virksomhet i datterselskaper.

Ved estimering av selskapets utvikling i andre inntekter, vil det som tidligere være hensiktsmessig å starte med å se på historisk utvikling. I perioden 2005 til 2010 vokste posten andre driftsinntekter med 399 %, noe som tilsvarer en årlig økning på 31,9 %. En årlig vekst på 31,9 % er imidlertid langt høyere enn snittet de seneste årene, så en prognostisering på bakgrunn av disse historiske resultatene blir vanskelig. Jeg har i stedet valgt å se på postens størrelse i forhold til passasjer- og biinntekter i samme periode. Dette er vist i tabell 11.8.

Tall i 1000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Andre inntekter	40583	61969	58072	121271	131129	162172
Passasjer- og biinntekter	1931664	2879431	4168130	6105142	7178060	8244167
Andel i %	2.10	2.15	1.39	1.99	1.83	1.97

Tabell 11.8. Utvikling i andre inntekters andel av passasjer- og biinntekter (Kilde: Årsrapporter 2005- 2010)

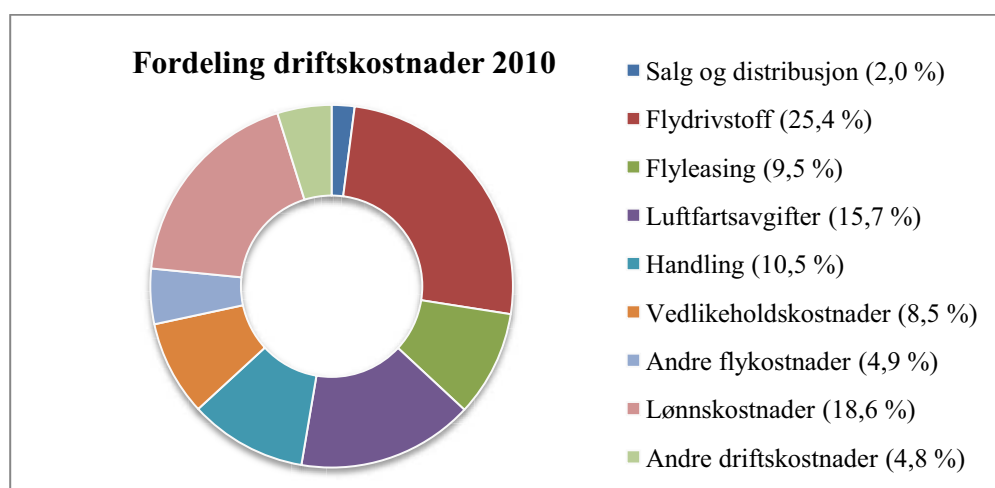
Andre inntekters andel av passasjer- og biinntektene har i perioden 2005- 2010 vært relativt stabile, med et årlig snitt på 1,9 %. Da Norwegian har begrenset kapasitet på cargo er det lite trolig at denne posten vil øke det helt store fremover. På bakgrunn av dette velger jeg å sette andre inntekter lik 2 % av selskapets passasjer og biinntekter ut i eksplisitt periode. For utvikling i andre inntekter se tabell 11.9.

ÅR	Passasjerinntekter i millioner	Biinntekter i millioner	Andre inntekter i millioner
2011	8389	1305	193.88
2012	10279	1674	239.07
2013	11598	1983	271.61
2014	13135	2382	310.33
2015	13434	2530	319.29
2016	14284	2810	341.89
2017	14769	3005	355.49
2018	15435	3218	373.07

Tabell 11.9. Utvikling i andre inntekter

11.3 Driftskostnader

Med sin kostnadslederstrategi har Norwegian et sterkt fokus på driftskostnadene. Skal selskapet ha en lønnsom drift må det ha kontroll på dets kostnader. På samme måte som for driftsinntektene skal jeg, ved hjelp av utviklingen i driverne i avsnitt 11.1, estimere utviklingen i kostnadene i perioden 2011- 2018. I 2010 fordelte Norwegians driftskostnader seg som følgende:



Figur 11.3. Fordeling driftskostnader 2010 (Kilde: Årsrapport 2010)

Kostnadspostene vil i det følgende bli vurdert separat.

11.3.1 Salgs- og distribusjonskostnader

Salgs- og distribusjonskostnader er kostnader direkte knyttet opp mot billettsalg og distribusjon av billetter. Kostnadene per passasjer har i løpet av årene dalt kraftig. Dette antas og skyldes automatiseringen og det faktum at nærmere 90 % av alle solgte billetter selges over internett. Med en så høy andel nettbestillinger er det vanskelig å se for seg store kostnadsbesparelser i selskapets andre distribusjonskanaler. Det er heller ingenting som tyder på at andelen nettbestillinger vil reduseres i eksplisitt periode, snarere tvert i mot. På

bakgrunn av dette antar jeg at andelen nettbestillinger i årene fremover vil fortsette å ligge like under 90 %. For å estimere fremtidig utvikling i Norwegians salgs- og administrasjonskostnader velger jeg å ta utgangspunkt i den historiske utviklingen per passasjer i perioden 2005- 2010. Kostnadene har i løpet av perioden falt med utrolige 76 %, noe som tilsvarer en årlig reduksjon på 10,7 %. Denne reduksjonen er imidlertid langt høyere enn reduksjonen de senere årene. De siste 4 årene har selskapet i snitt hatt en årlig reduksjon i salgs- og distribusjonskostnadene med 1,8 %. Med utgangspunkt i denne kunnskapen og argumentet over, har jeg prognostisert følgende utvikling for salgs- og distribusjonskostnadene per passasjer i perioden 2011- 2018:

ÅR	Økning i SDK per passasjer	SDK per passasjer	Antall passasjerer i millioner	Total SDK i millioner
2011	-2.0%	12.65	14.911	188.7
2012	-1.6%	12.45	17.555	218.6
2013	-1.4%	12.28	19.075	234.2
2014	-1.2%	12.13	21.214	257.3
2015	-1.0%	12.01	21.065	253.0
2016	0.0%	12.01	22.068	265.0
2017	0.0%	12.01	22.479	270.0
2018	0.0%	12.01	23.146	278.0

Tabell 11.10. Økning i salgs- og distribusjonskostnader per passasjer og totalt

11.3.2 Flydrivstoffkostnader

Som det kan leses av figur 11.3 utgjorde kostnadene tilknyttet drivstoff hele 25,4 % av Norwegians driftskostnader i 2010, og var med det den største enkeltkostnaden dette året. Norwegians flydrivstoffkostnader avhenger av 3 faktorer; drivstoffprisen, dollarkursen og drivstofforbruket per ASK. Det viser seg nemlig at flydrivstoffkostnaden sterkt korrelerer med selskapets ASK.

Jeg velger i estimeringen av drivstoffkostnadene å basere meg på EIAs (U. S Energy Information Administration¹³) anslag når det gjelder utviklingen i drivstoffprisen. EIA forventer en drivstoffpris på 95,7 dollar/fatet i 2011 (2009 dollar), og antar at denne i perioden frem til 2018 vil vokse til 119,8 dollar/fatet (EIA, 2011), noe som tilsvarer en årlig vekst på 3,2 %. Grunnet olje- og bensinprisens utvikling de seneste par årene tyder alt på at EIAs estimater er utdaterte. Norwegian hedger drivstoff for å sikre seg i tider med stigende drivstoffpriser jf. avsnitt 6.1.2.2. Per 31.12.2010 har Norwegian sikringer på 85 000 tonn

¹³ EIA = U.S Energy Information Administration, et statistisk og analytisk byrå innen det amerikanske energidepartementet.

drivstoff til priser mellom 712 og 828 USD, noe som tilsvarer priser mellom 4172 og 4852 kroner per tonn (kurs 5,86 -31.12.10). Oljeprisene har fortsatt å stige ut i 2011, og jeg vil på bakgrunn av det anslå at Norwegian må betale 820 USD eller 4805 kroner i snitt per tonn i 2011. Som mål på veksten vil jeg bruke EIAs prediksjon på 3,2 %.

Å vite hva dollarkursen vil være i fremtiden er en umulighet. Valutamarkedet er kjent for å være et av de mest effisierte markedene som finnes og jeg har ingen forutsetning for å kunne uttale meg om hvordan kursen vil bli i fremtiden. Jeg bruker derfor i estimeringen SSB sine anslag for dollarkursen i perioden 2011- 2014 (SSB, 2011a). Etter 2014 forutsetter jeg at kursen stiger litt og deretter holder seg stabil.

For å finne ut hvordan drivstoffprisene endrer seg vil det være nyttig å studere drivstofforbruket tidligere år. En oversikt over tonn per ASK i perioden 2007- 2010 følger i tabell 11.11.

	2007	2008	2009	2010
Forbruk flybensin (tonn)	209000	300000	345700	423683
Antall ASK i millioner	7561	11530	13555	17804
Forbruk per millioner ASK	27.64	26.02	25.50	23.79

Tabell 11.11. Drivstofforbruk per millioner ASK 2007- 2010 (Kilde: Norwegians årsrapporter 2007- 2010)

Forbruket per millioner ASK viser i perioden en klart nedadgående trend. Dette antas og i hovedsak skyldes anskaffelsen av mer drivstoffgjerrige fly i kombinasjon med storsatsningen på langdistanseflyvninger. Med den nye flyflåten mener Norwegian at drivstoffutgiftene kan reduseres med mellom 20- 25 %. Jeg vil imidlertid tro at noe av denne effekten allerede er brukt, ettersom selskapet jevnlig siden 2008 har anskaffet seg flere Boeing 737- 800 fly. Med det som argument velger jeg derfor å bruke en litt mer beskjeden reduksjon i mine beregninger.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Forbruk per millioner ASK	22.5	22	21.5	21	20.5	20.5	20.5	20.5
Millioner ASK	21579	26723	30488	34933	35728	37990	39279	41050
Pris per tonn flybensin (USD)	820.00	846.24	873.32	901.27	930.11	959.87	990.59	1022.28
Valutakurs	5.65	5.6	5.65	5.75	5.75	5.85	5.85	5.85
Pris per tonn flybensin (NOK)	4633	4738.94	4934.26	5182.28	5348.11	5615.24	5794.93	5980.36
Drivstoffkostnad i millioner	2249.53	2786.13	3234.41	3801.74	3917.16	4373.17	4666.28	5032.68

Tabell 11.12. Utvikling i drivstoffkostnader (i millioner)

Hvordan drivstoffprisen vil bli i fremtiden er utrolig vanskelig, om ikke umulig å predikere. Flere faktorer vil kunne være påvirkelige. Blant annet kan uroen i Midtøsten med Saudi-Arabia og Iran i spissen medføre langt høyere oljepriser i tiden som kommer, om situasjonen eskaleres. Oljeanalytiker Tina Saltvedt i Nordea Markets hevder at den spente situasjonen om den utvikler seg, kan føre til en dobling i oljeprisen i løpet av de neste par årene (Holter, 2011). Dette betyr oljepriser på over 200 USD fatet mot dagens 110. Da min estimerte drivstoffkostnad er et svært usikkert anslag, vil jeg i sensitivitetsanalysen se på endringer i aksjeprisen som følge av endringer i faktorene drivstoffpris og valutakurs, jf. avsnitt 12.3.

11.3.3 Leasingkostnader

Norwegians leasingkostnader består av kostnader tilknyttet leasing av fly, biler og eiendommer. Kostnadene tilknyttet leasing av biler og eiendommer er imidlertid så lave at jeg ved estimeringen av selskapets leasingkostnader, velger å se bort fra disse. Norwegian leide for inntil noen år siden, hele sin flyflåte. Det er først nå de senere årene at de har anskaffet seg fly med den hensikt å eie fremfor å leie jf. avsnitt 11.1.1.

For å kunne prognostisere leasingkostnadene i perioden 2011- 2018, har jeg studert selskapets årsrapporter med den hensikt å finne leasingkostnadene per fly. I 2007 leaset Norwegian fly av typen Boeing 737- 300 med en gjennomsnittlig leasingkostnad på 9,5 millioner. Jeg antar at kostnadene per fly av denne typen siden den gang har hatt en årlig vekst på 2,5 %. For flytypen Boeing 737- 800 er gjennomsnittlig leasingkostnad i 2010 på ca. 25 millioner. Norwegian skal etter planen motta det første 787-8 Dreamliner flyet i løpet av 2012. Ettersom ytterst få flyselskaper har denne flytypen i sin flyflåte er det vanskelig å finne en kostnad knyttet til denne. Flytypen har i 2011 en listepriis på hele 1,061 milliarder NOK (Boeing, 2011). Med en antatt levetid på 30 år tilsvarer det en årlig kostnad på 35,4 millioner. Ettersom det i første omgang dreier seg om leasing, er det imidlertid rimelig å anta at leasingkostnaden vil være betydelig større enn listepriisen dividert med antatt levetid. Jeg forutsetter derfor at leasingkostnaden per 787-8 Dreamliner er 45 millioner i 2011. I tråd med at Boeing i desember 2010 valgte å heve prisene, antar jeg en årlig økning i leasingkostnadene på 2.5 %. Oppsummert gir dette følgende utvikling i totale leasingkostnader.

ÅR	Antall 737-300	Kostnad per leasede 737-300 (millioner)	Antall 737-800	Kostnad per leasede 737-800 (millioner)	Antall Dreamliner	Kostnad per leasede Dreamliner (millioner)	Total leasingkostnad i millioner
2011	5	10.5	30	25.6	0	0.0	821.3
2012	0	10.8	38	26.3	1	45.0	1043.1
2013	0	11.0	30	26.9	2	46.1	899.9
2014	0	11.3	23	27.6	3	47.3	776.5
2015	0	11.6	23	28.3	3	48.5	795.9
2016	0	11.9	23	29.0	3	49.7	815.8
2017	0	12.2	23	29.7	3	50.9	836.2
2018	0	12.5	24	30.5	3	52.2	887.6

Tabell 11.13. Utvikling i leasingkostnader.

11.3.4 Luftfartsavgifter

Luftfartsavgifter er avgifter som flyselskapene betaler for å kunne bruke de ulike lufthavnenes infrastruktur og tjenester. Historisk har det vist seg at avgiftene vokser proporsjonalt med økningen i ASK. Dette skyldes at flere av avgiftene som betales er per passasjer. Eksempler på disse er security- og passasjeravgifter. Ellers finnes, i tillegg til avgifter som går på avganger og ankomster, både terminal- og underveisavgifter.

I perioden 2006 til 2010 har luftfartsavgiftene per passasjer i snitt vokst med 5 % i året. Norwegian's ekspansive satsning på nye ruter og langdistanseflyvninger vil bidra til at avgiftene i fremtiden vil kunne vokse mer og raskere enn dette snittet. Jeg er imidlertid av den oppfatning at dette ikke vil skje. Årsaken til dette skyldes to ting. For det første opererer Avinor med incentivordninger og rabatter grunnet høye volum i antallet flyvninger (Avinor, 2011), og for det andre kan det tenkes at noen av selskapets nye ruter vil gå til land der flyavgiftene er lavere enn i Norge. Jeg antar derfor at selskapet vil oppleve en årlig vekst i luftfartsavgiftene per passasjer på 3 % i perioden 2011- 2014 og 2,5 % i resten av eksplisitt periode. Utviklingen i luftfartsavgiftene sees i tabell 11.14.

ÅR	Økning i luftfartsavgifter	Antall passasjerer i millioner	Luftfartsavgift per passasjer	Totale luftfartsavgifter i millioner
2011	3.00 %	14.91	102.67	1530.91
2012	3.00 %	17.56	105.75	1856.45
2013	3.00 %	19.07	108.92	2077.69
2014	3.00 %	21.21	112.19	2380.03
2015	2.50 %	21.07	115.00	2422.39
2016	2.50 %	22.07	117.87	2601.11
2017	2.50 %	22.48	120.82	2715.89
2018	2.50 %	23.15	123.84	2866.28

Tabell 11.14. Utvikling i luftfartsavgifter.

11.3.5 Handlingkostnader

Handlingkostnader er kostnader tilknyttet bakkemannskaper, bagasjehåndtering, og diverse andre tjenester. Norwegian som selskap utfører ikke selv disse jobbene/tjenestene – i stede outsourcer de jobbene til andre da dette er mer kostnadsbesparende.

Størrelsen på kostnadene tilknyttet handling avhenger i stor grad av ASK og RPK. Øker RPK vil også handlingkostnaden øke, om enn litt mindre enn proporsjonalt. Dette antas å skyldes økt effektivisering grunnet stordriftsfordeler, lavere handlingkostnader i utlandet, samt økt forhandlingsmakt.

Ettersom flere av handlingkostnadene varierer med antallet passasjerer velger jeg i estimeringen å beregne kostnadene per passasjer. Jeg velger først å se på den historiske utviklingen i perioden 2004- 2010, jf. tabell 11.15.

Tall i 1000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Handlingkostnader	159616	200296	306825	404236	615740	722658	863551
Passasjerer	2100	3300	5100	6900	9100	10800	13000
Handl. pr. pass	76.008	60.696	60.162	58.585	67.664	66.913	66.427
Vekst/reduksjon		- 20.15	- 0.88	- 2.62	15.50	- 1.11	- 0.73

Tabell 11.15. Historisk vekst i handlingkostnader.

Handlingkostnadene per passasjer viste i fireårsperioden fra 2004-2007en klart fallende tendens, før de i 2008 fikk et voldsomt byks opp igjen. Etter 2008 har kostnadene per passasjer stabilisert seg rundt på rundt 66- 67. Det voldsomme bykset i 2008 antas å skyldes etableringen av nye ruter og da følgelig også mere bagasjehåndtering. I syvårsperioden fra 2004- 2010 har handlingkostnadene hatt et årlig snitt på -2.22 %. Økende grad av utenlandsfarende i kombinasjon med etablering av nye ruter og langdistanseflyvningene, ventes å ville bidra til økte handlingkostnader i årene fremover. På bakgrunn av dette har jeg prognostisert følgende utvikling i handlingkostnadene:

ÅR	Endring per passasjer	Antall passasjerer i millioner	Kostnad per passasjer	Totale handlingkostnader i millioner
2011	2.00 %	14.91	67.76	1010.30
2012	1.00 %	17.56	68.43	1201.34
2013	1.00 %	19.07	69.12	1318.41
2014	0.00 %	21.21	69.12	1466.28
2015	-0.50 %	21.07	68.77	1448.69
2016	-0.50 %	22.07	68.43	1510.04
2017	-1.00 %	22.48	68.09	1530.53
2018	-1.00 %	23.15	67.75	1568.00

Tabell 11.16. Utvikling i handlingkostnader.

11.3.6 Vedlikeholdskostnader

Vedlikeholdskostnadene omfatter alle kostnader som har med vedlikehold av fly å gjøre. Det være seg vedlikehold for samtlige fly selskapet disponerer, både selveide og leasede.

Størrelsen på vedlikeholdskostnadene avhenger altså av antallet fly selskapet disponerer. For å kunne estimere totale vedlikeholdskostnader er jeg avhengig av å kjenne de ulike flytypenes vedlikeholdskostnader. Norwegian har per i dag to typer fly, 737- 300 og 737- 800.

Jeg finner at kostnaden på 737- 300 flyene i 2007 var på ca. 12,5 millioner. For denne antar jeg en årlig vekst på 2,5 % i perioden 2008- 2010. Dette gjør at jeg blir i stand til å finne kostnaden tilknyttet 737- 800 flyene. I 2008, første året Norwegian hadde 737- 800 fly, var kostnaden per fly på ca. 21,7 millioner. I 2009 var denne blitt redusert til 16,3 millioner og i 2010 til utrolige 12,9 millioner. Denne ekstreme nedgangen i 737- 800 flyenes vedlikeholdskostnader antas og skyldes den stordriftsfordelen som finnes ved vedlikehold av fly, og da gjerne i form av opplæring, varelager og personale, og som samtidig bidrar til et bedre, raskere og grundigere vedlikehold.

Norwegian venter i tillegg levering av 6 787-8 Dreamliner fly i perioden 2012 til 2016. Da verken Norwegian eller noe annet selskap per dags dato (12.11.11) benytter denne type fly er det svært vanskelig om ikke umulig å estimere vedlikeholdskostnadene tilknyttet disse. Det sies imidlertid at Norwegian med de nye flyene vil spare betydelige beløp i vedlikeholdskostnader (Boeing og Norwegian, 2011). Jeg forutsetter derfor at vedlikeholdskostnadene til et 787-8 Dreamliner fly, har tilsvarende kostnader som 737-800.

Vedlikeholdskostnadene avhenger som sagt av andelen fly. Jeg antar en årlig vekst i flykostnadene på 2 % i perioden 2011- 2018. En oversikt over estimert vedlikeholdskostnader følger i tabell 11.17.

ÅR	Antall 737-300	Antall 737- 800	Antall 787- 8 Dreamliner	Kostnad 737- 300	Kostnad 737- 800	Kostnad 787- 8 Dreamliner	Totale kostnader i millioner
2011	10	47.0		13.7	13.2	13.2	757.4
2012		63.0	1	14.0	13.5	13.5	864.0
2013		65.0	4	14.3	13.7	13.7	945.3
2014		69.0	5	14.5	14.0	14.0	1036.0
2015		74.0	5	14.8	14.3	14.3	1129.7
2016		77.0	6	15.1	14.6	14.6	1211.8
2017		79.0	6	15.4	14.9	14.9	1266.5
2018		80.0	6	15.7	15.2	15.2	1307.2

Tabell 11.17. Utvikling i vedlikeholdskostnader

11.3.7 Andre flykostnader

Andre flykostnader er en samlepost for kostnader tilknyttet flydriften og for kostnader som ikke inngår i noen av de andre kategoriene i OPEX. Årsrapportene inneholder ingen konkret informasjon om hva posten nøyaktig består av. Postens utvikling beregnes derfor med utgangspunkt i historiske flykostnader per fly.

Tall i tusen	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Andre flykostnader	101339	158034	214304	306424	325371	405787
Antall fly	14	19	33	40	46	53
Kostnader/Fly	7239	8318	6494	7661	7073	7656

Tabell 11.18. Historisk utvikling i andre flykostnader per fly.

Med unntak av årene 2006- 2007 har kostnaden per fly i perioden ligget tilnærmet stabilt mellom 7-7,5 millioner. Jeg finner at snittet i perioden er på 7,4 millioner, og antar følgelig at dette er det beste estimatet for prognostisering. Jeg antar videre en årlig vekst i den historiske kostnaden på 2,5 %. Utviklingen i eksplisitt periode finnes ved å multiplisere snittet med antall fly de aktuelle årene. Oppsummert oversikt over andre flykostnader finnes i tabell 11.19

ÅR	Årlig vekst	(Flykostnader/ antall fly) i tusen	Antall fly	Andre flykostnader i tusen
2011	2.50%	7591.9	57	432738
2012	2.50%	7781.7	64	498029
2013	2.50%	7976.2	69	550360
2014	2.50%	8175.6	74	604998
2015	2.50%	8380.0	79	662023
2016	2.50%	8589.5	83	712932
2017	2.50%	8804.3	85	748363
2018	2.50%	9024.4	88	794146

Tabell 11.19. Utvikling i andre flykostnader

11.3.8 Lønnskostnader

Norwegians lønnskostnader utgjorde i 2010 18,6 % av selskapets driftskostnader, og er med det den nest største enkeltkostnaden Norwegian har dette året, jf. figur 11.3. Et selskaps lønnskostnader avhenger av to faktorer; antall årsverk og gjennomsnittlig lønn per årsverk.

For å estimere antall årsverk velger jeg å se på utviklingen i ASK per årsverk, dvs. hvor mange ASK hvert årsverk kan produsere. ASK per årsverk i perioden 2005- 2010 viser en jevn økning (3,65 % i snitt hvert år) over hele perioden, jf. tabell 11.20.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Antall ASK i millioner	3464	5371	7561	11530	13555	17804
Antall årsverk	498	771	1143	1378	1684	2137
ASK per årsverk	6.96	6.97	6.62	8.37	8.05	8.33

Tabell 11.20. Historisk utvikling i ASK per årsverk

Økningen i ASK per årsverk skyldes trolig en kombinasjon av mer effektive arbeidstakere og en økning i operasjonelt personell fremfor administrasjon. Selskapets satsning på langdistanseflyvninger og anskaffelse av større fly antas å ville påvirke veksten i selskapets ASK per årsverk, spesielt tidlig i eksplisitt periode. Jeg antar derfor at selskapet på kort sikt vil fortsette utviklingen i samme trend som i perioden 2005- 2010, mens de på lang sikt vil kunne dra nytte av stordriftsfordeler, spesielt i administrasjon og vedlikehold. Med bakgrunn i dette velger jeg å sette veksten i ASK per årsverk lik 4 % i årene 2011- 2014, og lik 2 % i resten av eksplisitt periode.

Før jeg skal finne gjennomsnittslønnen per årsverk kan det være hensiktsmessig å studere den historiske utviklingen først, jf. tabell 11.21.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Lønnskostnader i tusen	298 223	412 940	669 659	1 076 068	1 303 299	1 531 211
Antall årsverk	498	771	1143	1378	1684	2137
Gjennomsnittslønn	598 841	535 590	585 878	780 891	773 930	716 523

Tabell 11.21. Historisk utvikling i gjennomsnittslønnen.

Gjennomsnittslønnen har de siste årene vist en nedadgående trend. Dette skyldes trolig økningen som har vært i andelen utenlandske arbeidere i kombinasjon med flere ansettelse i normal- og lavlønnsgrupper. Ved estimering av økning i lønnskostnaden per årsverk, tar jeg utgangspunkt i forventet lønnsøkning i Norge i perioden 2011- 2014 (SSB, 2011b). Grunnet andelen utenlandsarbeidere og deres lønnsnivå reduseres imidlertid denne veksten noe. Med dette som utgangspunkt beregnes utviklingen i lønnskostnad per årsverk som vist i tabell 11.22.

ÅR	Utvikling i ASK per årsverk	ASK per årsverk (i millioner)	ASK i millioner	Antall årsverk	Utvikling i gjennomsnittslønnen	Gjennomsnittskostnad	Totale lønnskostnader i millioner
2011	4.50%	8.71	21579.82	2479	2.00%	730853	1811.5
2012	4.50%	8.75	26723.75	3056	2.10%	746201	2280.2
2013	4.50%	8.78	30488.44	3471	2.30%	763364	2649.3
2014	4.50%	8.82	34933.56	3959	2.90%	785501	3109.6
2015	2.00%	9.00	35728.67	3970	2.50%	805139	3196.0
2016	2.00%	9.18	37990.42	4138	2.50%	825267	3415.0
2017	2.00%	9.36	39279.79	4195	2.50%	845899	3548.2
2018	2.00%	9.55	41050.43	4298	2.50%	867046	3726.3

Tabell 11.22. Utvikling i totale lønnskostnader

11.3.8 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er å betrakte som driftsuavhengige i den forstand at de vanskelig kan knyttes opp mot selve driften av flyene eller mot passasjerene. Det er mer generelle kostnader, slike som markedsføringskostnader, administrasjonskostnader, systemkostnader osv. Det at kostnadsposten er driftuavhengig gjør at den ikke kan estimeres med bakgrunn i utviklingen i operasjonelle drivere, slik jeg har gjort ved de andre kostnadene. Jeg velger derfor her å se på disse i prosent av salgsinntektene. Se den historiske utviklingen i tabell 11.23.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Driftskostnader i millioner	111.1	139.3	221.6	318.1	396.1	397.8
Salgsinntekter i millioner	1972.2	2941.4	4226.2	6226.4	7309.2	8597.7
Driftskostnader i prosent av salgsinntekt	5.63	4.74	5.24	5.11	5.42	4.63

Tabell 11.23. Driftsinntekter i prosent av salgsinntekter 2005- 2010

Det historiske gjennomsnittet ligger for perioden 2005- 2010 på 5,13 %. Dette er nøyaktig et halvt prosentpoeng mer en presentsatsen på 4,63 % i 2010. Det er rimelig å anta at nettopp dette fallet er starten på en positiv trend for selskapet. Trolig vil driftskostnadene reduseres i eksplisitt periode, grunnet stadig økende muligheter for stordriftsfordeler, da spesielt i administrasjons- og systemkostnadene. Norwegians enorme satsning på langdistanseflyvninger og nye ruter vil antakelig resultere i økte markedsføringskostnader for selskapet. Riktignok vil Norwegian få mye gratis reklame grunnet medias enorme interesse, men en økning i kostnadene vil trolig finne sted likevel. Jeg antar imidlertid at selskapets stordriftsfordeler i fremtiden vil overgå selskapets markedsføringskostnader slik at utviklingen vil bli som i tabell 11.24.

ÅR	Driftskostnad i prosent av salgsinntekten	Salgsinntekter i millioner	Totalt andre driftskostnader i millioner
2011	4.65%	9888	459.78
2012	4.60%	12193	560.86
2013	4.60%	13852	637.20
2014	4.50%	15827	712.21
2015	4.50%	16284	732.77
2016	4.50%	17436	784.63
2017	4.40%	18130	797.73
2018	4.40%	19026	837.16

Tabell 11.24. Utvikling i andre driftskostnader

11.4 Diverse kontantstrømelementer

For å finne frem til kontantstrømmen til totalkapitalen må det gjøres noen justeringer på EBITDA- verdiene jeg fant i forrige avsnitt. Justeringene som skal gjennomføres er listet opp i tabell 11.1. For å komme frem til EBIT estimeres posten avskrivninger, som subtraheres fra EBITDA. Av EBIT beregnes så skatt, før avskrivningene og kalkulatorisk leasingrente tillegges og endringer i arbeidskapitalen justeres for. Til sist, for å komme frem til selskapets frie kontantstrøm til totalkapitalen, justeres det for investeringer og endringer i leasingforpliktelsen.

11.4.1 Investeringer i fly

Norwegian satser stort på en utvidelse av flyflåten og vil følgelig ha store investeringsutgifter i fremtiden. Selskapet har som nevnt inngått avtale om kjøp av 78 Boeing 737- 800 fly med levering i perioden 2009 til 2016. Per 2010 er 19 av de 87 flyene levert. For å finne ut hvor mye Norwegian skal betale for flyene i eksplisitt periode tar jeg utgangspunkt i flyenes listepriis. Den får jeg fra media som etter det siste kjøpet på 15 fly hevdet at ordren hadde en verdi på 6,6 milliarder kroner (Knudsen, 2011) noe som betyr en listepriis på ca. 429 mill per fly. Når selskaper plasserer ordre så store som det Norwegian gjorde hos Boeing, er det vanlig med gode rabatter. Flyselskaper får normalt rabatter på mellom 30 % og 50 % ved store bestillinger (Schultz, 2009). Jeg velger derfor å sette Norwegians rabatt til 40 %, noe som betyr en anskaffelsesverdi per fly på 258 millioner.

Norwegian betaler deler av flykjøpet ved forskuddsbetalinger før flyene leveres. Pr. 31.12.10 har selskapet betalt rundt 2 milliarder i forskudd. Da det ingen plass står opplyst noe om hvor mye som skal betales i forskudd, forutsetter jeg at de per dags dato er ferdig med forskuddsbetalingene og at resten blir betalt etter hvert som flyene blir levert.

Norwegian driver som nevnt med såkalte sale- and leasebacks jf. avsnitt 11.1.1.

Ettersom leasingselskapene har store flyflåter og sikkert tilgang på billige fly, forutsetter jeg at Norwegian videreselger flyene til anskaffelseskost slik at de opplever verken tap eller gevinst ved salgene. Dette betyr implisitt at leasingavtalene ikke får noen effekt på netto investeringer. I 2012 planlegger Norwegian å selge unna alle Boeing 737- 300 flyene de kjøpte i 2008. Ut fra selskapets årsrapport fra 2008 kan jeg lese at flyene da ble balanseført til totalt 373,3 millioner, noe som betyr ca 124 millioner i verdi per fly. Etter å ha blitt avskrevet lineært med et perspektiv på 30 år, antar jeg at salgsværdien på de fem flyene i dag utgjør totalt 428 millioner. Kontantstrømelementet fra flyinvesteringene vises i tabell 11.25.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Antall fly kjøp	9	13	10	11	7	9	4	1
Antall fly solgt		5						
Kostnad kjøp av fly (i millioner)	2322	3354	2580	2838	1806	2322	1032	258
Salg av fly (i millioner)		-428						
Investeringer (i millioner)	2322	2926	2580	2838	1806	2322	1032	258

Tabell 11.25. Utvikling i flyinvesteringer

11.4.2 Andre investeringer

I tillegg til å investere i fly, investeres det også i andre eiendeler og poster som behøves for å opprettholde driften av selskapet, det være seg utstyr og møbler til flyene eller helt enkle ting som kontorutstyr og diverse. Posten andre investeringer utgjør en samlepost for denne typen investeringer. Historisk sett viser det seg at andre investeringer har utgjort ca. 0,3 % av selskapets samlede salgsinntekter. På bakgrunn av dette velger jeg å la posten andre investeringer også i fremtiden utgjøre 0,3 % av salgsinntektene. Utvikling i andre investeringer er vist i tabell 11.29.

11.4.3 Avskrivninger

Norwegians flyflåte utgjør den klart største eiendelsposten selskapet har, både i dag og antakelig også i fremtiden. Av den grunn avskrives selskapets eiendeler med 12 % hvert år, en sats som er lik den skattemessige avskrivningen som brukes på fly jf. skattelovens § 14- 43. Det kan diskuteres om det i stedet for saldoavskrivninger heller burde vært brukt regnskapsmessige avskrivninger. Bakgrunnen for mitt valg av saldoavskrivninger er imidlertid at man ved beregning av skattekostnaden bruker saldoavskrivninger og at de midlertidige forskjellene mellom de to måtene å avskrive på jevner seg ut over tid.

En oversikt over avskrivningene i eksplisitt periode er oppsummert i tabell 11.26.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Avskrivninger i millioner	465	760	978	1201	1274	1391	1348	1217

Tabell 11.26. Utvikling i avskrivninger

Ved å trekke de årlige avskrivningene fra selskapets EBITDA resultater de samme årene, vil jeg komme frem til selskapets EBIT resultat. Dette skal videre brukes til å beregne selskapets skattekostnad fra.

11.4.4 Kalkulatorisk leasingrente og endringer i leasingforpliktelse

For å finne frem til selskapets frie kontantstrøm skal blant annet selskapets kalkulatoriske leasingrente på leasingforpliktelsene tillegges. De årlige leasingrentene er regnet ut på

bakgrunn av fjorårets leasingforpliktelser, jf. tabell 7.1. Jeg har som rentesats benyttet 5.6 % før skatt og 4 % etter skatt.

En endring i selskapets leasingforpliktelse kan gi både positiv og negativ kontantstrømeffekt. Vokser leasingforpliktelsen fra ett år til et annet, vil kontantstrømeffekten bli negativ. Reduseres den derimot, vil effekten bli positiv. For oversikt over leasingforpliktelsene, se tabell 7.1.

11.4.5 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapitalen defineres som selskapets omløpsmidler minus kortsiktige gjeld. Med et flyselskap som Norwegian velger jeg å regne ut driftsmessig arbeidskapital fremfor normal arbeidskapital. Dette fordi jeg antar at kun driftsrelatert arbeidskapital vil bevege seg i forhold til salgsinntekten. Ved å se på utviklingen i arbeidskapitalen som andel av selskapets omsetning i perioden 2008- 2010 finner jeg at snittet de tre årene ligger på -8,53 %. I utgangspunktet er ikke negativ arbeidskapital noe særlig, men for flyselskaper er saken en annen ettersom de negative resultatene skyldes forskuddsbetalte flyreiser.

Tall i millioner	2008	2009	2010	
Varelager	34.2	40.8	66.2	
= Kundefordringer	914.4	829.9	842.1	
+ Finansielle derivater	18.4	23.7	43.4	
+ Driftsrelaterte kontanter	94.86	87.1	90.8	
- Leverandørgjeld	694.8	746.5	1063.4	
- Forskuddsbetalte flyreiser	598.2	792.7	954.2	
- Finansielle derivater	104.3	1.2	15	
- Betalbar skatt	0.2	111.2	1	
= Driftsrelatert arbeidskapital	-335.64	-670.2	-991.1	
Arbeidskapital i prosent av salgsinntekter	-4.59 %	-9.2 %	-11.8 %	-25.59 %
SNITT				-8.53 %

Tabell 11.27. Arbeidskapital i prosent av salgsinntekter

I tabell 11.28 finnes en oversikt over selskapets utvikling i endring i arbeidskapital.

Tall i millioner	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsrelatert arbeidskapital	-991.1	-889.9	-1097.3	-1246.7	-1424.4	-1465.5	-1569.3	-1631.7	-1712.4
Endring arbeidskapital		101.2	-207.4	-149.4	-177.7	-41.1	-103.7	-62.5	-80.7

Tabell 11.28. Endring i arbeidskapital

11.4.6 Skatt

Skattekostnaden beregnes som nevnt ut ifra selskapets EBIT- resultat, dvs. resultat før renter og skatt. Satsen for beregning av skattekostnaden settes lik 28 %, da dette tilsvarer selskapsskattesatsen i Norge.

11.5 Verdsettelse av Norwegian

Etter å ha funnet og estimert samtlige kontantstrømelementer tilknyttet Norwegians fremtidsregnskap, skal de årlige kontantstrømmene til totalkapitalen neddiskonteres med en WACC på 6.9 % jf. avsnitt 10.2. For å finne verdien utover eksplisitt periode beregnes terminalverdien ved bruk av Gordons formel. Denne er som følger:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{t+1}}{(WACC - \text{Vekst})} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

$$\text{Terminalverdi} = \frac{1233.36 * 1.025}{(0,069 - 0,025)} \cdot \frac{1}{(1 + 0,069)^8} = 16\,848 \text{ millioner}$$

I tabell 11.29 finnes en oppstilling av selskapets fremtidsregnskap med dets frie kontantstrømmer, diskonterte kontantstrømmer, terminalverdi, totalkapitalverdi, egenkapitalverdi samt estimerte aksjeverdi.

Tall i MNOK	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Passasjertransport	8389	10279	11597	13135	13434	14285	14769	15434
Biinntekter	1305	1674	1983	2382	2530	2810	3006	3228
Andre inntekter	194	239	272	310	319	342	355	373
Totale driftsinntekter	9888	12192	13852	15827	16283	17437	18130	19035
Salg og distribusjonskostnader	189	219	234	257	253	265	270	278
Flydrivstoff	2250	2786	3234	3802	3917	4373	4666	5033
Leasingkostnader	821	1043	900	777	796	816	836	888
Luftfartsavgifter	1531	1867	2078	2380	2422	2601	2716	2866
Handling	1010	1201	1320	1466	1489	1510	1531	1568
Vedlikeholdskostnader	757	864	945	1036	1130	1212	1267	1307
Andre flykostnader	433	498	550	604	662	713	748	794
Lønnskostnader	1811	2280	2649	3109	3196	3414	3549	3726
Andre driftskostnader	496	561	637	712	733	785	798	837
Totale driftskostnader	9298	11319	12547	14143	14598	15689	16381	17297
EBITDA	590	873	1305	1684	1685	1748	1749	1738
- Avskrivninger	465	760	978	1201	1274	1391	1348	1217
= EBIT	125	113	327	483	411	357	401	521
- Skatt	35	32	92	135	115	100	112	146
+ Avskrivninger	465	760	978	1201	1274	1391	1348	1217
+ Kalk.rente på leasing e.skatt	218	197	166	140	116	91	64	34
+ Endring i arbeidskapital	101	-207	-149	-178	-41	-104	-62	-81
= Fri kontantstrøm fra drift	874	831	1230	1511	1645	1635	1638	1545
- Flyinvesteringer	2322	2926	2580	2838	1806	2322	1032	258
- Andre investeringer	30	37	42	47	49	52	54	57
Endringer i leasingforpliktelse	0.8	-157	171	139	18	17	17	-3
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	-1478	-1975	-1562	-1513	-228	-756	535	1233
Diskontert	-1383	-1728	-1279	-1159	-163	-507	335	723
Sum eksplisitt periode	-5160							
+ Terminalverdi	16848							
= Verdi av totalkapitalen	11687							
- Samlet rentebærende gjeld	7926							
= Verdi av egenkapitalen	3761							
÷ Antall aksjer utestående	34.573							
= Estimert aksjeverdi	109							

Tabell 11.29. Frie kontantstrømmer og estimert aksjeverdi

Den eksplisitte perioden fra 2011- 2018 gir en negativ nåverdi på ca. 5,2 milliarder. Dette skyldes i all hovedsak de store flyinvesteringene selskapet gjennomfører, da spesielt i

begynnelsen av perioden. De negative kontantstrømmene i perioden vil imidlertid bli finansiert gjennom drift og nye lån i Ex-Im Bank of the United States.

Fra tabell 11.28 kan det leses at estimert aksjeverdi er lik 109 kroner. Aksjekursen har i det valgte leiet variert veldig, fra en bunnotering på 89,5 til en toppnotering på 124,5 jf. figur 1.1. På bakgrunn av dette kan det ikke trekkes en enkel konklusjon med utgangspunkt i hele kursleiet. Estimatet varierer fra å være 21,8 % overvurdert den 31.08.10 til å være 12,45 % undervurdert den 31.01.11. I snitt viser estimatet en premie på 4,3 %.

Norwegian- aksjen omsettes i skrivende stund (07.12.11) for 64,75 kroner. Estimatet mitt tilsvarer dermed en premie på 68,3 %.

12. SENSITIVITETSANALYSE

Ettersom det er stor usikkerhet forbundet med estimering av aksjekursen og det i tillegg ligger en rekke antakelser bak de beslutninger som er tatt, vil det være hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse på de viktigste og mest påvirkningsfulle faktorene hva angår beregningen av Norwegians aksjeverdi.

Det at terminalverdien utgjør mer enn hele nåverdien, gjør verdien svært utsatt for endringer i forutsetningene. Jeg velger i analysen i hovedsak å se på to og to dimensjoner samtidig da dette vil gi en langt bedre innsikt. Jeg velger imidlertid avslutningsvis å se på lønn og kabinfaktor separat, da disse ikke har noen klar sammenheng med hverandre, men absolutt er faktorer som burde vurderes. For hver av dimensjonene har jeg satt inn passende intervall til endringer i positiv og negativ retning. Jeg vil i det følgende begynne med å se på hvordan endringer i forutsetningene om vekstrate etter eksplisitt periode og WACC vil påvirke aksjeverdien.

12.1 Endring i vekstrate og WACC

En endring i WACC skyldes endringer i markedspremie, betaverdi eller rentenivå, mens en endring i selskapets vekstrate trolig skyldes endringer i økonomien generelt. Jeg har i det følgende valgt å se på endringer i WACC alene og i kombinasjon med endringer i vekstraten.

WACC/Vekstrate	1.50 %	2.00 %	2.50 %	3.00 %	3.50 %
5.90 %	139	209	299	420	592
6.40 %	70	124	191	278	395
6.90 %	15	57	109	174	258
7.40 %	-31	3	44	94	158
7.90 %	-68	-40	-8	32	81

Tabell 22.1 Sensitivitetsanalyse for WACC og vekst i terminalverdi

Som det fremgår av tabell 12.1 vil selv små endringer i forutsetningene for WACC og vekstraten påvirke aksjeverdien i stor grad. En halvt prosentpoengs nedgang i vekstraten reduserer aksjeverdien fra 109 til 57 kroner per aksje, mens en økning på et halvt prosentpoeng, gir en økning i aksjeprisen fra 109 til 174 kroner. Årsaken for denne enorme prisforskjellen, skyldes i all hovedsak det faktum at mer enn hele selskapets nåverdi ligger etter eksplisitt periode, og følgelig er svært utsatt for endring i vekstraten. En endring i WACC- verdien fra 6,9 % til 6,4 % vil heve verdien fra 109 til 191 kroner per aksje, mens en endring fra 6,9 % til 7,4 %, vil endre verdien fra 109 til 44 kroner per aksje.

For at estimert aksjeverdi skulle ha vært lik markedskursen på 64,75 den 7. desember måtte selskapets WACC vært på 7,23 % eller vekstraten 2.08 %.

12.2 Endring i Yield og enhetskostnad

Små endringer i Yield eller enhetskostnader vil som det kan lese av tabell 11.2 slå svært kraftig ut på selskapets aksjeverdi. Tabellen viser hvor mye Norwegian har å hente på å redusere kostnadene og effektivisere driften for å redusere enhetskostnadene. En 1 % reduksjon i enhetskostnaden vil øke aksjeverdien fra 109 kr til 176 kroner, mens en økning på 1 % vil redusere aksjeverdien til 44 kroner. En 2 % økning i Yelden vil øke aksjeverdien fra 109 til 228 kroner, mens en 2 % reduksjon vil gi en negativ egenkapital og følgelig også aksjeverdi.

En økning på 0,68 % i enhetskostnadene, alternativt en reduksjon i Yelden på 0,76 % vil gi en aksjeverdi lik aksjekursen 7. desember på 64,75 kroner.

Enhetskostnad/Yield	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%
-2.00%	124	183	242	301	360
-1.00%	183	117	176	235	294
0.00%	-8	51	109	169	228
1.00%	-74	-15	44	103	162
2.00%	-140	-81	-22	37	96

Tabell 12.2. Sensitivitetsanalyse for Yield og enhetskostnad

12.3 Endring i valutakurs og drivstoffpris

Drivstoffkostnadene som utgjør selskapets største enkeltkostnad påvirker helt klart aksjeverdien til Norwegian. Kostnadene er i tillegg til å være avhengig av bensinprisen også avhengig av valutakursutviklingen.

Usikkerheten knyttet til fremtidig utvikling i bensinpris og dollarkurs gjør det å predikere drivstoffkostnadene svært vanskelig jf. avsnitt 10.3.2. Situasjonen i Midtøsten og spekulasjoner om fall i råoljelagrene bidrar til denne usikkerheten (SIX NEWS, 2011b)

Som det kan leses av tabell 11.3 vil selv små endringer i drivstoffprisen få enorme konsekvenser for selskapets egenkapitalverdi. En økning i valutakursen på 2 % gir en reduksjon i aksjeprisen fra 109 til 71 kroner, mens en reduksjon på 2 % gir en økning i aksjekursen på 38 kroner, fra 109 til 147 kroner per aksje.

Drivstoffpris/Valuta	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%
-2.00%	396	379	363	347	331
-1.00%	275	258	240	223	205
0.00%	147	128	109	90	71
1.00%	9	-11	-32	-52	-72
2.00%	-138	-160	-182	-203	-225

Tabell 12.3. Sensitivitetsanalyse for valutakurs og oljepris 1

En endring i drivstoffprisen på -2 % gir en økning i aksjekursen på utrolige 254 kroner, fra 109 til 363, mens en økning på 2 % gir negativ aksjeverdi og følgelig også negativ egenkapital. En økning i drivstoffprisen ser ut til å ville radere ut hele Norwegians egenkapital. Skulle disse øke drastisk kan det anes at mye av kostnadene forbundet med økte drivstoffkostnader vil tilfalle passasjerene i form av dyrere billettpriser.

Isolert sett vil en økning i valutakursen på 2,35 % bety en aksjekurs lik børsverdien 7. desember 2011. Tilsvarende vil en økning på 0,32 % i oljeprisen.

Tabell 12.4 tar for seg et større intervall hva angår utvikling i drivstoffpris og valutakurs. Dette da mulighetene for en større endring i drivstoffprisen er høyst til stede. Det kan leses av tabellen at en reduksjon i drivstoffprisen uavhengig av utvikling i dollarkursen vil gi en økning i selskapets egenkapitalverdi. Motsatt vil egenkapitalen reduseres eller bli negativ dersom drivstoffprisene øker. Gitt at drivstoffkostnaden holdes uendret, vil en økning i aksjekursen på 5,8 % gi en aksjeverdi lik 0. Holdes imidlertid aksjekursen uendret tåler selskapet en økning i drivstoffprisen på 0,78 % med tilsvarende aksjekurs. Dette er ikke mye, og tydeliggjør viktigheten av å hedge drivstoff.

Drivstoffpris/Valuta	-50.00 %	-30.00 %	-10.00 %	0.00 %	10.00 %	30.00 %	50.00 %
-50.00 %	1966	1955	1944	1938	1933	1922	1911
-30.00 %	1894	1855	1815	1796	1776	1737	1679
-10.00 %	1543	1363	1183	1093	1003	824	644
0.00 %	1051	674	297	109	-79	-456	-833
10.00 %	96	-663	-1421	-1801	-2180	-2939	-3697
30.00 %	-4763	-7465	-10167	-11518	-12869	-15571	-18273
50.00 %	-18567	-26791	-35015	-39127	-43239	-51463	-59687

Tabell 12.4. Sensitivitetsanalyse for valutakurs og oljepris 2

12.4 Endring i kabinfaktor

Da jeg så på utviklingen i operasjonelle parametre og da spesielt utviklingen i kabinfaktor jf. avsnitt 10.1.3 la jeg til grunn en relativt flat utvikling i kabinfaktoren. Utover i eksplisitt periode stabiliserte den seg på 80 %. Hva om denne endres?

Endring i kabinfaktor	-2.00%	-1.00%	0	1.00%	2.00%
Aksjepris	-9	50	109	168.1	227.2

Tabell 12.5. Sensitivitetsanalyse på kabinfaktoren

Som det kan leses av tabell 10.5 har selv den minste endring en stor påvirkning på selskapets aksjeverdi, og følgelig også egenkapitalverdi. En nedgang i kabinfaktoren på 1 %, gir en nedgang i aksjeverdien fra 109 til 50 kroner. For å få børskursen 7. desember på 64,75 kreves en endring i kabinfaktoren på -0,75 %.

12.5 Endring i lønnskostnader

Når det gjelder prediksjonen av fremtidige lønnskostnader er denne basert på en rekke antakelser om timelønn, antall årsverk, fordeling av ansatte osv.

Endring	-2.00%	-1.00%	0	1.00%	2.00%
Aksjepris	114.8	111.6	109	105.4	102.2

Tabell 12.6. Sensitivitetsanalyse på lønnskostnader

En endring i lønnskostnadene kan bety relativt store forskjeller i selskapets aksjepris. Øker lønnskostnadene med 1 % vil aksjeprisen reduseres fra 109 til 94,6 kroner, og reduseres de med 1 % vil aksjeverdien økes fra 109 til 123 kroner per aksje.

En økning i lønnskostnadene på 14 % vil gi en verdi lik børskursen 7. desember på 64.75.

12.6 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

De ulike sensitivitetsanalysene viser alle hvor viktige antakelsene jeg har tatt er, og hvor stor betydning de har for verdivurderingen. Små endringer i forutsetningene har vist seg og kraftig kunne endre den estimerte aksjeverdien. De mest kritiske faktorene, dvs. de som gjorde mest utslag på aksjeverdien ved endringer i forutsetningene, har vist seg å være drivstoffprisen tett etterfulgt av WACC og vekstfaktoren til terminalverdien. Usikkerhetsmomenter i oljemarkedet bidrar til økt risiko for endring i aksjeverdien, noe tabell 12.4 tydelig viser. Endringer i økonomien generelt vil påvirke den risikofrie renten og risikopremien, noe som fort kan gi utslag i aksjeprisen om endringene ikke tas høyde for. Med unntak av endringer i valutakurs og lønnskostnader som ikke ga de helt store utslagene, har samtlige av de andre faktorene (Yield, enhetskostnad og kabinfaktor) vist at aksjeverdien med små endringer i forutsetningene, kan endre estimatet betydelig.

13. MULTIPPELANALYSE

Etter å ha funnet en verdi av Norwegian med utgangspunkt i kontantstrøm- metoden, vil jeg for å kontrollere denne verdien gjennomføre en multippeleanalyse, alternativt en peer- group analyse. Som nevnt i avsnitt 4.3 er dette en svært brukt metode blant meglere og analytikere, i stor grad fordi den er langt mindre tidkrevende enn fundamental verdsetting, samt at metoden i tillegg viser hvordan selskapet er priset i forhold til resten av markedet.

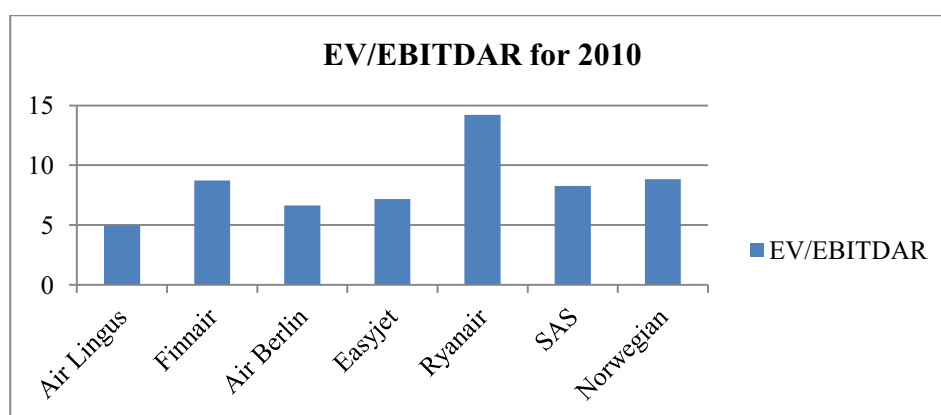
Som sammenlignbare selskaper går jeg videre med Ryanair og SAS som jeg så på i regnskapsanalysen. I tillegg velger jeg å se på Air Lingus, Finnair, Easyjet og Air Berlin, da dette er selskaper på størrelse med Norwegian.

Et gjennomgående problem er at flere flyselskaper sliter med dårlig lønnsomhet og negative årsresultat fra tid til annen. Dette gjør at en rekke multippelsammenligninger ikke lar seg gjøre fordi brøkens nevner blir negativ, jf. avsnitt 4.3.1.

En anerkjent multippele blant analytikere som følger flybransjen er EV/EBITDAR, jf. kapittel 9. På bakgrunn av dette velger jeg å starte med å se på nettopp denne multiplene.

13.1 EV/EBITDAR

EV/EBITDAR en multippele som ser på selskapets verdi i forhold til resultat før skatt, rente, avskrivninger og leasingkostnader. For at det skal bli en konsistens i sammenligningen er det viktig og også justere EV for leasingforpliktelsene. Ved informasjon hentet fra selskapenes årsrapporter fra 2010, samt aksjekurser per 7.desember 2011 er EV/EBITDAR for ovenfornevnte selskaper beregnet i figur 13.1.



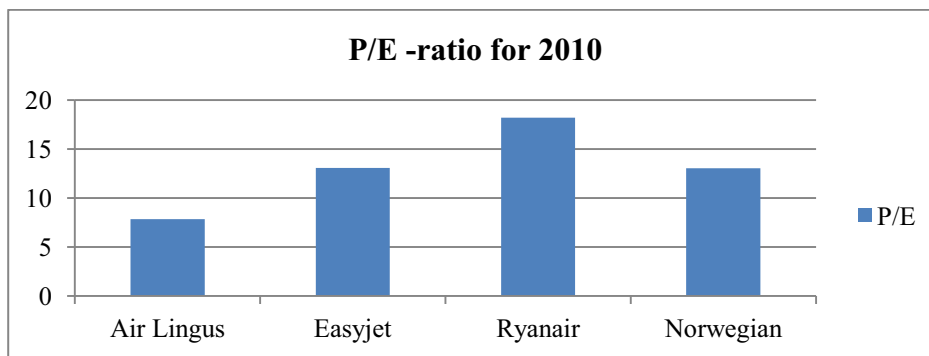
Figur 13.1. EV/EBITDAR for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)

Med en EV/EBITDA verdi på ca. 8,9, er Norwegian priset noe over snittet for bransjen på 8,33, men vesentlig under Ryanair som har en EV/EBITDAR verdi på 14,2. Ettersom Norwegian på bakgrunn av den fundamentale analysen er underpriset, betyr det at multiplene

for Norwegian burde vært høyere enn beregnet her. Årsaken til at Norwegians multippel er høyere enn bransjesnittet skyldes trolig høyere vekstforventninger til Norwegian enn resten av bransjen.

13.2 P/E

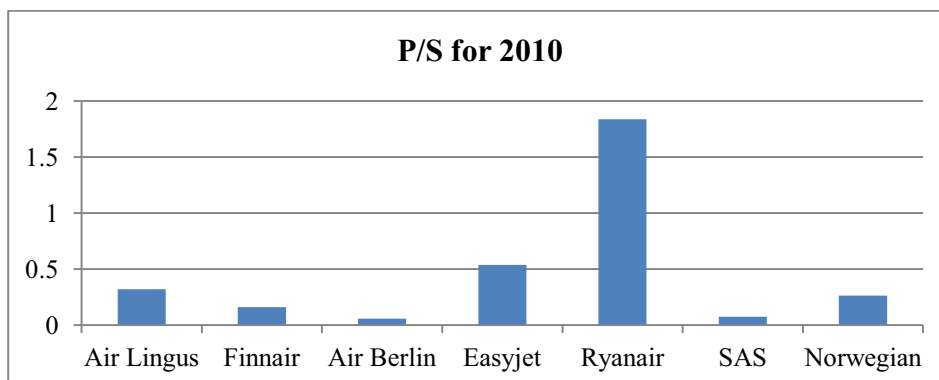
Fra figur 13.2 kan det leses at Ryanair har den høyeste P/E -multiplene i bransjen, noe som antyder at selskapet er relativt høyt priset sammenlignet med konkurrentene. Norwegian og Easyjet har begge en P/E – ratio på ca. 13, noe som tilsvarer bransjesnittet. Etter som Finnair, Air Berlin og SAS hadde negativ inntjening i 2010, vil deres EPS være negativ og følgelig også P/E ratio. Disse er derfor ikke inkludert i figuren under. En høy P/E verdi indikerer forventninger om gode muligheter for vekst- og fortjeneste i fremtiden, mens en lav P/E verdi betyr at de fremtidige inntektene antas å være lavere enn dagens verdi, jf. avsnitt 4.3.1. Følgelig antas det at Norwegians vekstutsikter er tilnærmet likt bransjens snitt.



Figur 13.2. P/E for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)

13.3 P/S

Sammenlignes Norwegians P/S- verdi med bransjens ser man at denne ligger lavere enn Ryanairs, Easyjets og Air Lingus's, mens den i forhold til de andre lavprisselskapene er noe høyere. Dersom jeg legger til grunn P/S og driftsinntektene i 2011, vil dette gi en pris per aksje på 74,46 kr noe som ligger under mitt verdianslag fra kontantstrømanalysen.



Figur 13.3. P/S for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)

13.4 Oppsummering av multippelanalysen

Med bakgrunn i vekstanalysen i avsnitt 8.2.1 er det tydelig at Norwegian de seneste årene har vokst vesentlig raskere enn det bransjen har. Med det som utgangspunkt forutsetter jeg at Norwegian, med sine vekstplaner for fremtiden, kan forsvare multiplene funnet ovenfor. Denne forutsetningen forsvare dermed også den estimerte aksjeverdien funnet i avsnitt 11.5 som gav en aksjeverdi høyere enn dagens kurs.

14. KONKLUSJON

Formålet med denne utredningen har vært å estimere aksjeverdien på Norwegian- aksjen.

Den strategiske analysen viste at Norwegian opererer i en bransje med tøff konkurranse og hardt pressede marginer. Bransjen krever kontinuerlige endringsprosesser, med bakgrunn i komplekse aktørgrupper, teknologiutvikling og stadig økende fokus på kostnadskutt.

Norwegians posisjon i det nasjonale markedet er god med sterke muligheter for fremtidig vekst. Internasjonalt er utfordringene betydelig større, da spesielt med tanke på konkurranse fra andre selskaper og stadig endrede kundebehov. Riktignok er konkurransen større internasjonalt, men det er også markedet, noe som gir store mulighet for økt vekst.

Regnskapsanalysen viste at selskapet historisk har vært preget av sterk omsetningsvekst men at lønnsomheten de siste årene har variert veldig. Årsaken til den variable lønnsomheten tilskrives økt risiko, da Norwegian som et selskap i sterk vekst gjerne er mer utsatt for svingninger i økonomien og andre ellers uforutsette hendelser.

I avsnitt 11.5 estimerte jeg ved å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med en WACC på 6,9 % en aksjeverdi på 109 kr. Per dags dato (07.12.11) omsettes Norwegian aksjen for 64,75 kr.

Selv om estimert verdi er større enn markedsverdien på et gitt tidspunkt betyr ikke det umiddelbart at det anbefales kjøp av aksjen. Dersom aksjekursen man finner er mer enn 20 % over- eller undervurdert i forhold til kursen i aksjemarkedet, vil det være hensiktsmessig å anbefale henholdsvis kjøp eller salg (Thoresen, 2006). Da estimert aksjekurs i dette tilfellet er hele 68,3 % høyere enn faktisk kurs, konkluderer jeg med at aksjen er undervurdert i markedet og min anbefaling blir KJØP av aksjen. Dette samsvarer med ekspertuttalelser per 09.08.11 om at markedet er for pessimistisk priset (Christensen, 2011).

15. KILDER

Bøker:

- Asch, D., Salaman, G. (2003). *Strategy and capability: sustaining organizational change*. UK: Blackwell Publishing.
- Barney, J. B. (2007). *Gaining and sustaining competitive advantage*. Pearson Prentice Hall.
- Boye, K., Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner*, 14. utgave. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Boye, K., Dahl, G. A. (1997). "Verdsettelsesmodeller" i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Boye, K. (1998). "Verdsettelse" i Boye, K., Meyer, C. B. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*, International Edition. Mc Graw-Hill, Higher Education.
- Damodaran, A. (1999). *Dealing with Operating Leases in Valuation*. New York: Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*, 2. utgave. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Gjesdal, F. (1997) "Regnskap og verdsettelse" i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Gjesdal, F., Johnsen, T. (2006). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, 3. utgave. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Hill, C.W.L., Jones, G.R. (2004). *Strategic Management Theory: An Integrated Approach*, 6th edition. Houghton Mifflin Company.
- Hoff, K.G. (1999). *Driftsregnskap og budsjettering*, 2. utgave. Oslo: Tano Aschehoug
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., Tufte, P.A. (2010). *Forskningsmetode for økonomisk og administrative fag*, 2.utgave, Oslo: Abstrakt Forlag
- Johnsen, G., Scholes, K., Whittington, R. (2008). *Exploring Corporate Strategy*. Prentice Hall.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4. utgave. McKinsey & Company Inc.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Peek, E., Bernard, V. L. (2007). *Business analysis and valuation; ifrs Edition text and cases*. UK:Thomson Learning.
- Thoresen, O. (2006). *Verdsettelse av aksjer*.1. utgave. Oslo: Hegnar Media As.

Tidsskrift:

- Brunger, W., Perelli, S. (2009). The Impact of the Internet on Airline Fares: Customer Perspectives on the Transition to Internet Distribution. *Journal of Revenue & Pricing Management*; Apr 2009, Vol. 8, pp.187-199.
- Dyrnes, S. (2004). "Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer" i tidsskrift *Praktisk Økonomi & Finans*, nr. 1 2004.
- Miller, M. H., Modigliani, F. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, June 1958, Nr. 3. pp. 261-297.

Generelle nettsider:

- Aanensen, K., Rørslett, K. (2010). "- Hurtigtog vil ta hele flymarkedet". NRK
<http://www.nrk.no/nyheter/norge/1.7261070> [25.08.11]
- Advokatfirmaet Arntsen AS. (2010). "Verdsettelse av selskaper". Selskapsrettsportalen.
<http://www.selskapsrettsportalen.no/kjop-og-salg-av-virksomhet/salg-av-virksomhet-verdsettelse-av-selskaper/> [25.08.11]
- Avinor. (2011). "Trafikkstatistikk". Avinor.
http://www.avinor.no/avinor/trafikk/10_Trafikkstatistikk [10.09.11]
- Bjerknes, B. (2010). "Rikest i Norden". Aftenposten.
<http://www.aftenposten.no/pengenedine/article3941500.ece> [10.09.11]
- Boarding. (2006). "Norwegian fikk et overskudd i 2005". Boarding.
<http://www.boarding.no/art.asp?id=20241> [10.09.11]
- Boeing. (2011). "Commercial Airplanes – Jet Prices". Boeing.
<http://www.boeing.com/commercial/prices/index.html> [10.09.11]
- Boeing & Norwegian. (2011). "Boeings nye Dreamliner til Norwegian". Norwegian.no.
http://resources1.mynewsdesk.com/files/ee0f6538e0cbfa0c1c263411f5f7e46c/resources/ResourceDocument/dreamliner_fact_sheet.pdf [10.09.11]
- Check-in.dk. (2011). "Norwegian vil overhale SAS i 2014". Check-in.dk.
<http://check-in.dk/newselement.cfm?nNewsArticleID=47840> [25.08.11]
- Christensen, I. S. (2011). "-Markedet er for pessimistisk". E24.
<http://e24.vgnett.no/boers-og-finans/markedet-er-for-pessimistisk/20087100?view=print> [5.12.11]
- Dagens Næringsliv (DN). (2004). "Norwegian svarer med priskrig". DN.
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article222115.ece> [10.09.11]
- Dagens Næringsliv (DN). (2011). "SAS har ikke mer å selge". DN.
<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2078973.ece> [10.09.11]
- Dahl, C.A. (2011). "Større inntekter, men Norwegian taper likevel". Aftenposten.
<http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/article4031363.ece> [05.09.11]

- Denstadli, J. M. og A. Rideng (2010). ”Reisevaner på fly 2009”. Avinor/TØI.
http://www.avinor.no/tridionimages/2009.Reisevaner_tcm181-115165.pdf [10.09.11]
- EIA. (2011). “Annual Energy Outlook 2011”. U.S. Energy Information Administration.
<http://www.eia.gov/oiaf/aeo/tablebrowser/#release=AEO2011&subject=0-AEO2011&table=12-AEO2011®ion=0-0&cases=ref2011-d020911a>
- E24. (2011). ”Nå blir det dyrere å fly”. E24.
<http://e24.no/naeringsliv/naa-blir-det-dyrere-aa-fly/20103626> [28.09.11]
- Fossmark, H. (2011). ”Ryanair måtte gi tapt for høyhastighetstog i Spania”. Framtiden i våre hender.
<http://www.framtiden.no/201104133220/aktuelt/hoyhastighetstog/ryanair-matte-gi-tapt-for-hoyhastighetstog-i-spania.html> [12.08.11]
- FVN. (2011). ”Ringvirkningene av USAs gjeldskrise”. Nyhetsgrafikk.no.
<http://www.fvn.no/bilder/interaktiv/article891214.ece> [26.08.11]
- Hammer, A. S. (2006). “Terrorutgiftene tidoblet etter 11. september 2001”. Dagsavisen.
<http://www.dagsavisen.no/innenriks/article268124.ece?service=articlePrint> [12.08.11]
- Hegnar Online. (2011a). ”Kurs i NAS (Norwegian Air Shuttle) på Oslo Børs”
<http://www.hegнар.no/tickersok/?ticker=nas> [25.08.11]
- Hegnar Online. (2011b). ”- Norwegian overdriver drivstoff-tillegg”
<http://www.hegнар.no/bors/article550741.ece> [25.08.11]
- Holter, M. (2011). ”Ser oljepris over 200 dollar i krisescenario”. Dagens Næringsliv, DN.NO.
<http://www.dn.no/energi/article2282174.ece> [5.12.11]
- Hultgren, J. (2009). ”Flertall for høyhastighetstog”. Aftenposten
<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/politikk/article3107307.ece> [25.08.11]
- IATA. (2011). ”Jet Fuel Price Development”. IATA.
http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel_monitor/Pages/price_development.aspx [25.08.11]
- Johansen, K. W. (2007). ”Lønnsomme” høyhastighetstog i Norge?”. Samferdsel.
<http://samferdsel.toi.no/article19492-998.html> [25.08.11]
- Knudsen, S. Ø. (2011). ”Norwegian bestiller 15 nye fly”. NRK, Økonomi.
<http://www.nrk.no/okonomi/norwegian-bestiller-15-nye-fly-1.7682459.html> [22.11.11]
- Kjærnes, K. K. (2011). ”Norwegian,Ryanair and EasyJet: high flying low-cost airliners”. Tradingfloor.
<http://www.tradingfloor.com/blogs/equity-daily-theme/norwegian-ryanair-and-easyjet-high-flying-low-cost-airliners-1366106146> [22.11.11]
- Larsen, F. (2009). ”Kan få 25 nye Ryanair-ruter”. Aftenposten.
<http://www.aftenposten.no/reise/nyheter/article3202458.ece> [25.08.11]
- Leth-Olsen, L. (2011). ”Flere og flere velger å reise med fly”. Adressa.
<http://www.adressa.no/nyheter/nordtrondelag/stjordal/article1672059.ece> [12.08.11]

- Lindahl, H. (2011). "CO2-utslipp fra forskjellige transportmidler". Grønn Hverdag.
<http://www.gronnhverdag.no/nor/Transport/CO2-utslipp-fra-forskjellige-transportmidler>
 [12.08.11]
- Martinsen, L. (2011). "Familie og fritid viktigere enn karriere". Karrierelink.
<http://www.karrierelink.no/artikkel/941> [25.08.11]
- Nettavisen. (2003). "Norwegian opp på børsen etter overtegnnet emisjon (Ny)". Nettavisen.
<http://pub.nettavisen.no/nettavisen/na24/imarkedet/arkiv/article1878887.ece> [10.09.11]
- Nilsen, A. (2011). "Dyrere drivstoff senket Norwegian-resultat" Stocklink.
<http://stocklink.no/Article.aspx?id=79629> [25.08.11]
- Nærings- og handelsdepartementet. (2008). "Kapitalverdimodellen". Regjeringens eierpolitikk.
<http://www.eierberetningen.no/index.gan?id=17436&subid=0> [10.09.11]
- Osloairports. (2009). "Norwegian vokser mest i Europa". Osloairports.com.
<http://www.osloairports.com/2009/03/norwegian-vokser-mest-i-europa.html> [05.09.11]
- Oslo Børs. (2011). "Avansert graf og historikk". Oslo Børs.
http://oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=NAS&newt_menuCtx=1.1.20
 [25.08.11]
- Oxford University Press. (2007). "PESTEL analysis of the macro-environment" Oxford: Oxford University Press.
http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/page_12.htm [25.08.11]
- Pensjon 2011. (2011). "Slutte ved 62 år: (Ikke AFP)". NHO.
<http://www.pensjon2011.no/article.php?articleID=1203&categoryID=686> [12.08.11]
- Pettersen, P. M. (2011). "Eldre blir friskere". Dagens medisin.
<http://www.dagensmedisin.no/nyheter/2011/04/27/eldre-bli-friskere/index.xml> [12.08.11]
- Ræstad, S. (2011). "Konkurranseskreftene". Lederkilden.no.
<http://www.lederkilden.no/tema/strategiarbeid/strategisk-analyse/konkurranseskreftene>
 [25.08.11]
- Sander, K. (2004a). "Former for sekundærdata". Kunnskapssenteret.
<http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2519/1/Former-for-sekundaerdata/Former-for-sekundaerdata.html> [05.11.11]
- SAS. (2010). "SAS Group Annual report 2009". SAS Group.
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2009eng.pdf [05.11.11]
- SAS. (2011). "SAS Group Annual report 2010". SAS Group.
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2010eng.pdf [05.11.11]
- Schultz, J. (2009). "Norwegian stiger til historisk topp". E24.
<http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-stiger-til-historisk-topp/3335674> [22.11.11]
- SIX NEWS. (2011a). "Nordea: - Selg SAS og kjøp Norwegian". E24.
<http://e24.no/boers-og-finans/nordea-selg-sas-og-kjoep-norwegian/20081070> [28.09.11]

- SIX NEWS. (2011b). "Oljeprisen stiger på spekulasjoner". E24.
<http://e24.vgnett.no/olje-og-raavarer/oljeprisen-stiger-paa-spekulasjoner/20098866> [28.09.11]
- SSB. (2010). "Forskjell i levealder minker". Statistisk sentralbyrå.
<http://www.ssb.no/dode//main.html> [05.11.11]
- SSB. (2011a). "Økonomiske analyser". Statistisk sentralbyrå.
<http://www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/201103/oa2011-3.pdf> [05.11.11]
- SSB. (2011b). "Svak vekst ute demper norsk oppgang". Statistisk sentralbyrå.
<http://www.ssb.no/kt/> [05.11.11]
- TDN Finans. (2011). "Kjos sparer drivstoff". DN.
<http://www.dn.no/privatokonomi/article2224696.ece> [05.11.11]
- Travelnews. (2008). "Tar Norwegian til nye høyder". Trawlnews.
<http://www.travelnews.no/no/Forsiden/intervjuet/Tar-Norwegian-til-nye-hoyder/> [05.11.11]
- UDI. (2011). "Økt innvandring, mindre regulering". Utlendingsdirektoratet.
<http://www.udi.no/arsrapport2010/Okt-innvandring-mindre-regulering/> [25.08.11]
- Økonomisk rapport. (2011). "Norwegian trekkes inn for Arbeidsretten av egne piloter"
<http://www.orapp.no/nyheter/neringsliv/article123752.zrm> [25.08.11]

Hentet fra Norwegian:

- Norwegian. (2005). "Årsrapport". Norwegian.
http://annualreport.norwegian.no/2009/letter_to_the_shareholders [25.08.11]
- Norwegian. (2010a). "Årsrapport/Dear shareholders". Norwegian.
http://annualreport.norwegian.no/2009/letter_to_the_shareholders [25.08.11]
- Norwegian. (2010b). "Historien". Norwegian.
<http://www.norwegian.no/Global/norway/omnorwegian/dokumenter/Our%20History/Norwegians%20historie.pdf> [25.08.11]
- Norwegian. (2010c). "- Vi tapte minst 100 millioner på dette". Norwegian
<http://www.na24.no/article2898946.ece> [25.08.11]
- Norwegian. (2010d). "Reducing emissions". Norwegian
http://annualreport.norwegian.no/2010/environment/reducing_emissions [25.08.11]
- Norwegian. (2011a). "Norwegian Air Shuttle ASA". Norwegian.
<http://media.norwegian.com/no/> [10.09.11]
- Norwegian. (2011b). "Norwegians ruter fra Rygge opphører". Norwegian.
<http://media.norwegian.com/no/Pressemeldinger/?iId=673011> [10.09.11]
- Norwegian. (2011c). "Flåte". Norwegian.
<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/drift/flate/> [25.08.11]
- Norwegian. (2011d). "Operating cost". Norwegian.
http://annualreport.norwegian.no/2010/operating_costs [25.08.11]

- Norwegian. (2011e). "Årsrapport/Dear shareholders". Norwegian.
http://annualreport.norwegian.no/2010/letter_to_the_shareholders [12.08.11]
- Norwegian. (2011f). "WiFi om bord". Norwegian.
<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/drift/wifi-om-bord/> [12.08.11]
- Norwegian. (2011g). "Norwegian inngår ny Dreamliner avtale og sikrer seks fly". Norwegian.
<http://media.norwegian.com/no/Pressemeldinger/?iId=661298> [12.08.11]
- Norwegian. (2011h). "Q1 2011 presentation". Norwegian.
<http://www.norwegian.no/PageFiles/5636270/Norwegian%20Q1%2011%20Presentation.pdf>
[12.08.11]
- Norwegian. (2011i). "Q2 2011 presentation". Norwegian.
<http://www.norwegian.no/PageFiles/5636270/Norwegian%20Q2%2011%20Presentation.pdf>
[12.08.11]
- Norwegian. (2011j). "Norwegian kjøper ytterligere 15 nye Boeing 737-800". Norwegian.
<http://media.norwegian.com/no/Pressemeldinger/?iId=653188> [12.08.11]

14. FIGUR- OG TABELLISTE

Figurer:

- Figur 2.1. Kursleie for Norwegian 30.06.10-30.06.11 (Kilde: Hegnar Online 2011)
- Figur 2.1. Kursutvikling Norwegian (Kilde: Hegnar Online 2011)
- Figur 2.2. Passasjerutvikling Norwegian (Kilde: Selskapets årsrapporter 2003–2010)
- Figur 3.1. Antall setekilometer (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008-2010)
- Figur 3.2. Antall betalte passasjerkilometer (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008-2010)
- Figur 3.3. Kabinfaktor (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008-2010)
- Figur 3.4. Antall destinasjoner (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008-2010)
- Figur 3.5. Rute og destinasjonskart for Norwegian per 30.06.11 (Kilde: 2. kvartalsrapport 2011)
- Figur 3.6. Utvikling i selskapenes flyflåte (Kilde: Selskapenes årsrapporter 2008-2010)
- Figur 3.7. Utvikling i Norwegians flyflåte (Kilde: Norwegians 4.kvartalsrapport 2010)
- Figur 6.1. Konseptuel modell, strategisk analyse (Kilde: Egen kreasjon)
- Figur 6.2. Porters fem konkurransekrefter (Kilde: Stein Ræstad - Lederkilden.no)
- Figur 6.3. Sammenheng mellom olje- og drivstoffpriser (Kilde: IATA, 2011)
- Figur 6.4. Utvikling i forventet levetid 1950-2010 (Kilde: SSB, 2010)
- Figur 6.5. Konseptuel modell, oppsummerende analyse/SWOT (Kilde: Egen kreasjon)
- Figur 8.1. Totalkapitalvekst og omsetningsvekst (KILDE?)
- Figur 8.2. Total- og egenkapitalrentabilitet (KILDE?)
- Figur 8.3. Resultatgrad og kapitalens omløpshastighet (KILDE?)
- Figur 9.1. Oversikt over EV/EBIT i perioden 2011-2013 (Kilde: Henrik Lund Wibe – First Securities)
- Figur 31.1. Utvikling i Norwegians flyflåten 2011–2018
- Figur 11.2. Utvikling i RPK og kabinfaktor 2011- 2018
- Figur 11.3. Fordeling driftskostnader 2010 (Kilde: Årsrapport 2010)
- Figur 13.1. EV/EBITDAR for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)
- Figur 13.2. P/E for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)
- Figur 13.3. P/S for flybransjen (Kilde: Selskapenes årsrapporter og aksjekurser fra Financial Times)

Tabeller:

Tabell 6.1. VRIO oppsummert

Tabell 7.1. Behandling av operasjonell leasing i Norwegian

Tabell 8.1. Oppsummering av nøkkeltall for 2010

Tabell 9.1. Regresjonsresultater

Tabell 9.2. Konkurrenters egenkapitalbeta, kapitalstruktur og forretningsbeta

Tabell 9.3. Norwegians gjeldsfordeling med renter

Tabell 10.1. Regresjonsresultater

Tabell 10.2. Konkurrenters egenkapitalbeta, kapitalstruktur og forretningsbeta

Tabell 10.3. Norwegians gjeldsfordeling med renter

Tabell 11.1. Oppsett fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 11.2. Oppsett for utregning av EBITDA

Tabell 11.3. Utvikling i ASK per sete, antall seter og ASK 2011- 2018

Tabell 11.4. Utvikling passasjerer i norsk flybransje 1981–2010.

Tabell 11.5. Utvikling i RPK per passasjer og antall passasjerer

Tabell 11.6 Utvikling i Yield og passasjerinntekter

Tabell 11.7. Utvikling i biinntekter per passasjer og totalt

Tabell 11.8. Utvikling i andre inntekters andel av passasjer- og biinntekter (Kilde: Årsrapporter 2005-2010)

Tabell 11.9. Utvikling i andre inntekter

Tabell 11.10. Økning i salgs- og distribusjonskostnader per passasjer og totalt

Tabell 11.11. Drivstofforbruk per millioner ASK 2007- 2010 (Kilde: Norwegians årsrapporter 2007-2010)

Tabell 11.12. Utvikling i drivstoffkostnader (i millioner)

Tabell 11.13. Utvikling i leasingkostnader.

Tabell 11.14. Utvikling i luftfartsavgifter.

Tabell 11.15. Historisk vekst i handlingkostnader.

Tabell 11.16. Utvikling i handlingkostnader.

Tabell 11.17. Utvikling i vedlikeholdskostnader

Tabell 11.18. Historisk utvikling i andre flykostnader per fly.

Tabell 11.19. Utvikling i andre flykostnader

Tabell 11.20. Historisk utvikling i ASK per årsverk

Tabell 11.21. Historisk utvikling i gjennomsnittslønnen.

Tabell 11.22. Utvikling i totale lønnskostnader

Tabell 11.23. Driftsinntekter i prosent av salgsinntekter 2005- 2010

Tabell 11.24. Utvikling i andre driftskostnader

Tabell 11.25. Utvikling i flyinvesteringer

Tabell 11.26. Utvikling i avskrivninger

Tabell 11.27. Arbeidskapital i prosent av salgsinntekter

Tabell 11.28. Endring i arbeidskapital

Tabell 11.29. Frie kontantstrømmer og estimert aksjeverdi

Tabell 32.1 Sensitivitetsanalyse for WACC og vekst i terminalverdi

Tabell 12.2. Sensitivitetsanalyse for Yield og enhetskostnad

Tabell 12.3. Sensitivitetsanalyse for valutakurs og oljepris 1

Tabell 12.4. Sensitivitetsanalyse for valutakurs og oljepris 2

Tabell 12.5. Sensitivitetsanalyse på kabinfaktoren

Tabell 12.6. Sensitivitetsanalyse på lønnskostnader