

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

—
Marius Pedersen Nordaas

Masteroppgave i økonomi og administrasjon - juni 2018

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på min femårige mastergrad i økonomi og administrasjon ved UiT Norges Arktiske Universitet. Arbeidet med denne oppgaven har vært givende, lærerikt og på samme tid svært krevende.

Jeg vil takke min veileder professor Terje Vassdal ved Handelshøgskolen i Tromsø for hans tilgjengelighet gjennom hele prosessen, samt for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger. Samtidig vil jeg takke min familie, klassekamerater og samboer for uvurderlig støtte gjennom hele studieløpet.

Tromsø, 01. juni 2018.

Marius Pedersen Nordaas

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven er å beregne verdien på Norwegian Air Shuttle ASAs (Heretter kalt Norwegian eller NAS) egenkapital og på bakgrunn av dette gi en handlingsanbefaling på selskapets aksje. Samtidig er målet å undersøke om Norwegians lave bokførte egenkapital kan medføre at selskapet er kortsiktig finansiert. Problemstillingen for oppgaven er dermed:

«Hva er verdien til Norwegian Air Shuttle ASA per 31.03.2018? Ved bruk av APV-metoden»

For å svare på problemstillingen blir følgende underspørsmål analysert:

«Vil den lave bokførte egenkapitalen til Norwegian gjøre at selskapet er kortsiktig finansiert?»

Oppgaven starter med en introduksjon av flybransjen før Norwegian og selskapene i min komparative bransje presenteres. Deretter presenteres relevant teori med fokus på APV-metoden, samt en litteraturgjennomgang av tidligere masteroppgaver innenfor temaet verdsetting av flyselskaper.

Neste del av oppgaven er en regnskapsanalyse. I Regnskapsanalysen undersøkes de historiske regnskapstallene, og deretter omgrupperes disse for å kunne utføre en investororientert analyse. I tillegg utføres det en analyse av risiko som oppsummeres med å gi Norwegian en kredittrisikoring på B. Denne risikoringen tas høyde for i påfølgende kapittel der selskapets avkastningskrav beregnes. Regnskapsanalysen danner deretter grunnlaget for Norwegians fremtidige resultatregnskap og fremtidig balanseoppstilling. I den påfølgende delen utføres det en verdsettelse av selskapet ved hjelp av APV-metoden. Verdsettelsen kom frem til et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 247. Det er ca. 48% høyere enn aksjekursen per 31.03.2018 på NOK 168.

Resultatet kvalitetssikres gjennom relativ verdsettelse ved WACC-metoden og multiplene Price/sales og Price/book. Dette etterfølges av en sensitivitetsanalyse, der jeg undersøker hvordan endringer i NOPLAT, avkastningskravet og skattesatsen påvirker den estimerte aksje verdien.

På bakgrunn av verdsettelsen konkluderer oppgaven med en kjøpsanbefaling av Norwegian-aksjen.

Nøkkelord: Norwegian Air Shuttle ASA, verdsettelse, regnskapsanalyse, risikoanalyse, APV.

Begrepsavklaring

APV:	Adjusted Present Value
ARPU:	Average Revenue per User
ASK:	Available Seat Kilometer
CAPM:	Capital Asset Pricing Model
CASK:	Cost per Available Seat Kilometer
DCF:	Discounted Cash-Flow
EBIT:	Earnings Before Interest and Taxes
EBT:	Earnings Before Tax
EV:	Enterprise Value
EVA:	Enterprise Value Added
FCF:	Free Cash-Flow
FCFE:	Free Cash-Flow to Equity
IC:	Invested Capital
IFRS:	International Financial Reporting Standards
NAS:	Norwegian Air Shuttle ASA
NOPLAT:	Net Operating Profits Less Adjusted Taxes
NRS:	Norsk Regnskaps Standard
OSEBX:	Oslo Børs Benchmark Index
ROIC:	Return of Invested Capital
SAS:	Scandinavian Airlines AB
SEK:	Svenske kroner
USD:	Amerikanske dollar
WACC:	Weighed Average Cost of Capital

Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.2	Bakgrunn	1
1.3	Problemstilling	1
1.4	Avgrensning	2
1.5	Oppbygging av oppgaven.....	3
2	Bransje og selskapsbeskrivelse	4
2.1	Bransjebeskrivelse.....	4
2.2	Selskapsbeskrivelse	5
2.2.1	Visjon og verdier	6
2.2.2	Selskapsstruktur	6
2.2.3	Flyflåte og destinasjoner	7
2.2.4	Scandinavian Airlines AB (SAS).....	7
2.2.5	Ryanair Ltd.....	8
2.2.6	EasyJet PLC.	9
3	Teoretisk fundament.....	10
3.1	Adjusted present value	10
3.1.1	Fordeler ved APV-metoden	12
3.1.2	Kritikk av APV-metoden	13
3.1.3	Verdsette skatteskjold fra gjeld	15
3.2	Litteraturgjennomgang	16
3.2.1	Oppgaver om Norwegian	16
3.2.2	Oppgaver om selskaper i den komparative bransjen.....	20
4	Regnskapsanalyse.....	22
4.1	Rammeverk for analysen.....	22
4.2	Analyseperiode.....	23
4.3	Presentasjon av årsregnskapet.....	23
4.4	Omgruppering for analyse.....	26
4.4.1	Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler	28
4.4.2	Skille mellom normale og unormale driftsposter	34
4.4.3	Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet «dirty surplus»	34
4.4.4	Normalisert og justert EBIT og NOPLAT	34
4.5	Analyse av risiko.....	36

4.5.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	36
4.5.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	40
4.5.3	Oppsummering – syntetisk rating	44
5	Avkastningskrav	47
5.1	«Unlevered» kapitalkostnad	47
5.1.1	Beregning av total kapital	48
5.1.2	Beregning av kapitalkostnad for egenkapitalen	48
5.1.3	Beregning av kapitalkostnad for gjeld	52
5.1.4	Beregning av «unlevered» kapitalkostnad	53
6	Fremtidsbudsjettering	54
6.1	Rammeverk for fremtidsregnskapet	54
6.2	Driftsinntekter	55
6.3	Driftskostnader	58
6.3.1	Salg og distribusjon	59
6.3.2	Flydrivstoff.....	59
6.3.3	Flyleasing	62
6.3.4	Flyplassavgifter	62
6.3.5	Håndtering	62
6.3.6	Teknisk vedlikehold	63
6.3.7	Andre flykostnader	63
6.3.8	Lønnskostnader	63
6.3.9	Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivning.....	63
6.3.10	Andre kostnader	64
6.3.11	Oppsummering	64
6.4	Skatt.....	64
6.5	Netto finansposter	65
6.6	EBIT og NOPLAT	65
6.7	Fremtidsbudsjettert balanseoppstilling.....	65
6.7.1	Driftsrelaterte anleggsmidler	66
6.7.2	Driftsrelaterte omløpsmidler	67
6.7.3	Driftsrelatert gjeld	67
6.7.4	Finansielle eiendeler.....	68
6.7.5	Finansiell gjeld	68

6.7.6	Egenkapital.....	68
6.7.7	Balansere balanseoppstillingen	69
6.8	Investeringsrate	70
6.9	ROIC	70
6.10	Fri kontantstrøm	71
7	Verdsettelse	72
7.1	APV.....	72
7.2	Relativ verdsettelse	74
7.2.1	WACC-metoden.....	74
7.2.2	Multipler	76
8	Sensitivitetsanalyse	77
8.1	Endringer i NOPLAT	77
8.2	Endringer i «unlevered» kapitalkostnad.....	78
8.3	Endringer i skattesatsen.....	79
9	Oppsummering og konklusjon	80
10	Svakheter ved oppgaven.....	82
11	Referanseliste	83

Tabell

Tabell 1: Resultatregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000	24
Tabell 2: Balanseregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000.....	25
Tabell 3: Omgruppert resultatregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000 ...	27
Tabell 4: Årlig minimumsleie operasjonelle leieavtaler på fly per 31.12.2016	31
Tabell 5: Behandling av operasjonell leasing	31
Tabell 6: Omgruppert balanse for perioden 2012-2016.....	32
Tabell 7: Driftsrelatert skatt. Tall i 1000 NOK	35
Tabell 8: Normalisert og justert EBIT samt NOPLAT for perioden 2012-2016 i NOK 1000.	35
Tabell 9: Syntetisk rating basert på nøkkeltall (Masteroppgave, 2015).....	44
Tabell 10: Nøkkeltall for Norwegian i perioden 2012-2016.....	45
Tabell 11: Syntetisk rating for Norwegian i perioden 2012-2016	45
Tabell 12: Beregning av total kapital for Norwegian per 31.12.2016.....	48
Tabell 13: Årsgjennomsnitt for statsobligasjoner i perioden 2013-2017.....	49
Tabell 14: Historisk ARPU for perioden 2012-2016	56
Tabell 15: Prognostiserte fly og antall passasjerer for perioden 2017-2023.....	56
Tabell 16: Prognostiserte driftsinntekter for perioden 2017-2023	57
Tabell 17: Forbruk av drivstoff for Norwegian i perioden 2012-2017	59
Tabell 18: ASK/antall fly for Norwegian i perioden 2012-2017	60
Tabell 19: Prognostisert ASK for Norwegian i perioden 2018-2023.....	60
Tabell 20: Prognostisert forbruk av drivstoff i perioden 2018-2023	60
Tabell 21: Prognoser for oljepris og valutakurs i perioden 2018-2020.....	61
Tabell 22: Prognostiserte flydrivstoffkostnader i perioden 2018-2020	61
Tabell 23: Flydrivstoffkostnad/ASK i perioden 2018-2020	62
Tabell 24: Flydrivstoffkostnad i perioden 2021-2023.....	62
Tabell 25: Prognostiserte driftskostnader for perioden 2017-2023.....	64
Tabell 26: Prognostisert EBIT og NOPLAT for perioden 2017-2023.....	65

Tabell 27: Fremtidig balanseoppstilling for perioden 2017-2023.....	69
Tabell 28: Investeringsrate for perioden 2017-2023 og TV (steady state)	70
Tabell 29: Return On Invested Capital (ROIC)	71
Tabell 30: Prognostisert fri kontantstrøm for perioden 2017-2023 og TV (steady state). Tall i NOK 1000	71
Tabell 31: Nåverdi av fri kontantstrøm	72
Tabell 32: Nåverdi av skattekreditt fra rentekostnader	73
Tabell 33: Verdi per aksje etter APV-metoden.....	73
Tabell 34: Sekvensiell verdi og Current Value for perioden 2017-2023 ved APV-metoden ..	74
Tabell 35: Nåverdien av FCF med WACC-metoden.....	75
Tabell 36: Verdi per aksje etter WACC-metoden.....	75
Tabell 37: Relativ verdsettelse	76
Tabell 38: Endring i NOPLAT	78
Tabell 39: Endring i «unlevered» kapitalkostnad	78
Tabell 40: Endring i skattesatsen	79

Figur

Figur 1: Omgruppering av balanseposter	29
Figur 2: Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016	37
Figur 3: Likviditetsgrad 2 for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016	38
Figur 4: Rentedekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016.....	39
Figur 5: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016.....	40
Figur 6: Egenkapitalprosent for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016.....	41
Figur 7: Netto driftsrentabilitet for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016.....	43
Figur 8: Regresjonsanalyse	51
Figur 9: Fordeling av Norwegians driftskostnader i 2016	58

1 Innledning

1.2 Bakgrunn

Aksjer og finans har lenge vært noe jeg har hatt stor interesse for, derfor falt det meg naturlig å velge temaet verdsetting av et børsnotert selskap for min masteroppgave. Her får jeg tatt i bruk de delene av studiet som jeg har størst interesse for, blant annet finans, regnskap og strategi.

Av selskaper jeg har vurdert å skrive om er det Norwegian Air Shuttle ASA som har skilt seg ut. Dette er blant annet fordi jeg har fulgt selskapet tett i lengre tid, samtidig som det er inne i en veldig spennende periode. De har hatt en enorm vekst og er i dag det tredje største lavprisselskapet i Europa. Samtidig har flybransjen lenge vært en utfordrende bransje, der mange selskap har slitt med å levere avkastning til sine investorer. En annen årsak til at NAS er interessant å analysere er den enorme medieomtalen og diskusjonen selskapet skaper. Analytikerne er uenige, samtidig som aksjekursen også svinger voldsomt. Det er også en betydelig andel som er short på selskapet, samtidig som vi nylig har sett at Bjørn Kjos og styreleder Kise har økt sin aksjeholdning. NAS var i slutten av 2017 faktisk det selskapet i hele Norden med størst short-interesse, ifølge Sparebank 1 Markets (DN, 2017).

De kritiske røstene til Norwegian nevner ofte at selskapet har en stor gjeld sammenlignet med egenkapitalen. RyanAir-sjefen har blant annet nevnt i intervjuer at NAS vil gå tom for penger innen 4-5 måneder og at det er usikkert hvorvidt selskapet overlever (E24, 2017). Det at NAS sin lave egenkapital så ofte blir nevnt som et faretruende signal for selskapet gjør at jeg synes det er viktig å analysere dette.

På bakgrunn av dette vil jeg bruke APV-metoden for å verdsette selskapet. Denne metoden blir ofte anbefalt å bruke når et selskap har en stor gjeldsgrad, og når gjeldsandelen varierer fra år til år. I teorien skal derfor APV-metoden kunne være en bra metode for å verdsette NAS.

1.3 Problemstilling

Formålet med denne masteroppgaven er å besvare problemstillingen:

«Hva er verdien til Norwegian Air Shuttle ASA per 31.03.2018? Ved bruk av APV-metoden»

For å svare på problemstillingen vil følgende underspørsmål bli diskutert:

«Vil den lave bokførte egenkapitalen til Norwegian gjøre at selskapet er kortsiktig finansiert?»

På bakgrunn av svaret på problemstillingen vil oppgaven gi en kjøp-, hold- eller salgsanbefaling av Norwegian-aksjen. I tillegg er hensikten å frembringe analyser av selskapets finansiering, for å kunne avgjøre om denne er kortsiktig.

1.4 Avgrensning

En verdsettelse kan gjøres nærmest uendelig omfattende. Denne oppgaven er gitt en tidsfrist og dermed blir det nødvendig å foreta enkelte avgrensninger. Selskapet er alltid i bevegelse og det vil stadig komme ny informasjon som kan kreve revurderinger i prosessen. Det er dermed hensiktsmessig å sette en informasjonsgrense. I min oppgave vil denne grensen være 31. Mars 2018, og dermed vil all tilgjengelig informasjon til og med denne datoen brukes i verdsettelsen. Denne informasjonen består først og fremst av årsrapportene til Norwegian i perioden 2012-2016 og informasjon fra media. Årsrapporten fra 2017 er hovedsakelig ikke tatt hensyn for i analysen, da den ble publisert sent i prosessen.

Norwegian er et selskap som opererer i en global bransje, dermed har de konkurrenter fra flere forskjellige kontinenter. Ved en slik oppgave blir det ikke gjennomførbart å sammenligne med absolutt alle konkurrenter. Derfor må jeg avgrense sammenligningen til et bestemt antall selskaper. Dette vil bli redegjort for i min oppgave. Oppsummert kan jeg si at de mest relevante selskapene å sammenligne Norwegian med i min oppgave vil bli Ryanair, EasyJet og SAS. Selskapene benytter ulike regnskapsår. Dette har ikke blitt tatt hensyn til, og dermed har det ikke blitt utført eventuelle justeringer i regnskapstallene for å korrigere en eventuell effekt av dette.

Videre avgrensning vil være da det gjelder datterselskap-problematikken. I flybransjen opererer nemlig de fleste flyselskaper som datterselskap i et større konsern. Dette kan være for eksempel at flyselskapene opererer med forretningsvirksomhet innenfor andre områder en passasjertransport, og at de dermed skiller ut dette i separate selskaper i samme konsern. På grunn av denne selskapsstrukturen kommer jeg til å benytte meg av konsernregnskapstall for alle flyselskapene i mine sammenligninger. Dette vil være av liten praktisk betydning for resultatet av analysene, siden virksomhet innen andre områder en passasjertransport ofte representerer en relativt liten del av flyselskapenes totale aktiviteter.

1.5 Oppbygging av oppgaven

I kapittel 2 presenteres flybransjen og Norwegian samt selskapene som utgjør min komparative bransje.

I kapittel 3 presenteres relevant teori med fokus på APV-metoden, samt en litteraturgjennomgang av tidligere masteroppgaver med samme tema.

I kapittel 4 utføres det en regnskapsanalyse av Norwegian, som også inneholder en analyse av risiko.

I kapittel 5 beregnes avkastningskravet «unlevered» kapitalkostnad for diskontering av selskapets kontantstrømmer.

I kapittel 6 foretas det prognostiseringer av Norwegian's driftsinntekter, driftskostnader og balansen for fremtiden.

I kapittel 7 estimeres verdien av Norwegian-aksjen basert på fremtidsbudsjettet og avkastningskravet. Det foretas også en relativ verdsettelse basert på WACC-metoden og multipler.

I kapittel 8 foretas det en sensitivitetsanalyse der det blir undersøkt hvilke konsekvenser endringer i NOPLAT, avkastningskravet og skattesatsen vil ha på verdiestimatet.

I kapittel 9 blir det gjort en oppsummering og konklusjon av oppgaven.

I kapittel 10 avsluttes oppgaven med et kapittel om svakheter ved oppgaven.

2 Bransje og selskapsbeskrivelse

2.1 Bransjebeskrivelse

Flybransjen er en enorm bransje, og i 2016 ble det fraktet mer en 3,8 milliarder passasjerer globalt. Omsetningen var på rundt USD 709 milliarder, en sum som tilsvarer ca. 0,9% av verdens bruttoprodukt. Bransjen er på den annen side kjent for tynne marginer, noe som fører til at flyselskapene ikke sitter igjen med mye av omsetningen som resultat. På global skala har dette endret seg de siste årene og i 2016 var resultatmarginen globalt 5%. Dette resulterte i et nettoresultat på USD 35,3 milliarder. Til sammenligning var resultatmarginen i 2014 kun 1,8% globalt. ROIC var i 2016 på 10,3% globalt (IATA, 2017a).

Det globale flymarkedet deles opp i seks deler: Afrika, Asia-Pacific, Europa, Midtøsten, Nord-Amerika og Sør-Amerika. I de forskjellige markedene er driftsmarginene veldig varierende. Nord-Amerika er det klart mest profitable markedet med en driftsmargin i 2016 på 14,4%. Dette markedet drar altså snittet opp voldsomt. Til sammenligning var driftsmarginen i Afrika og Europa henholdsvis 0,1% og 6,2%. Selv om det europeiske markedet blir sett på som et av de globale markedene som er tøffest å konkurrere i, har driftsmarginen i Europa hatt en meget god utvikling siden 2014. IATA (2017a) prognostiserer at det europeiske markedet vil nærme seg Nord-Amerika i de kommende årene når det gjelder driftsmargin.

Noe av grunnen for at flymarkedet i Nord-Amerika har vært så lønnsomt, er at dette markedet har gått i gjennom en konsolideringsfase. Et fåtall flyselskaper har tatt kontroll over store deler av markedet, noe som har senket konkurransen. Denne situasjonen oppsto etter at det Nordamerikanske markedet hadde vært inne i en tøff periode som kan sammenlignes med Europas situasjon i dag. Flere selskaper gikk konkurs, og de største selskapene fikk kontroll over markedsandelene de etterlot seg. Nå forventer blant annet IATA (2017b) at et lignende scenario kan utspille seg også i Europa.

Kommersielle flyselskaper kan også skilles ut i fra hvilken forretningsmodell de operer med. Man skiller i hovedsak mellom forretningsmodellene lavkost og fullservice. Lavkost er en modell der selskapene ofte fjerner alle kostnader, utenom det helt essensielle, et sete på et fly. Produkter som mat, setereservasjon og innsjekket bagasje må betales for som et tillegg til billettprisen hvis kunden ønsker disse. I tillegg kjennetegnes ofte lavkostselskaper ved at de innehar en homogen flyflåte. Dette gjør at oppnår besparelser innenfor blant annet

reparasjoner og opplæring. Rutenettet består hovedsakelig av kort- og mellomdistanseruter. På den annen side er fullserviceselskaper. Disse kjennetegnes av at billettprisen inkluderer de fleste tillegg som må kjøpes ekstra hos et lavprisselskap. De tar derfor bedre betalt for billettene. Det er ofte vanlig at fullserviceselskaper opererer med høye driftskostnader, blant annet fordi de normalt har en variert flyflåte. Rutenettet består ofte av alt fra kort- til langdistanseruter, og mange er medlem i flyselskapsnettverk som utvider rutenettet ytterligere.

Jeg skal fokusere på det europeiske markedet, ettersom Norwegians drift hovedsakelig foregår i Europa. De fleste konkurrentene til Norwegian er derfor europeiske flyselskaper. Den komparative bransjen består i min oppgave av kun europeiske flyselskaper. Som forklart er inntjeningsvevnen i de forskjellige markedene såpass forskjellig at det ikke ville være relevant å sammenligne med andre markeder. For å få mest mulig relevante sammenligningstall har jeg valgt en komparativ bransje bestående av Ryanair, EasyJet og SAS.. Disse selskapene vil bli presentert nedenfor.

2.2 Selskapsbeskrivelse

Norwegian ble grunnlagt i 1993 og er i dag det tredje største lavprisselskapet i Europa og det sjette største lavprisselskapet i verden. Norwegian har rundt 9000 ansatte og de tilbyr cirka 500 ruter til mer enn 150 reisemål i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Asia, Karibia, Sør-Amerika og USA. Selskapet er et ungt flyselskap og de har vokst betraktelig de siste årene ved å investere kraftig i nye fly. I dag har de nesten 150 fly, og innehar en flåte som er av de yngste og grønneste i verden med en gjennomsnittsalder på kun 3,6 år. I 2017 var antall passasjerer 33,1 millioner, noe som er en stigning på 13% fra året før (Norwegian.no).

Bjørn Kjos er grunnleggeren av selskapet og har siden 2002 vært selskapets administrerende direktør. Gjennom sitt investeringsselskap HBK Invest AS er han også selskapets største aksjonær med 24,6% av aksjene. Markedsverdien til Norwegian per 31.12.2016 var 10.227,257 millioner kroner, der prisen for en aksje var 286 kr og antall utstedte aksjer var 35,759,639 (Norwegian Air Shuttle ASA, 2016). Per i dag, 31.03.2018, er aksjekursen 168, noe som tilsvarer en markedsverdi på 6.007,619 millioner kroner (Oslo Børs, 2018a).

Norwegian har vunnet en rekke prestisjetunge priser de siste årene. De ble i 2017 av Skytrax World Airline Awards kåret til «Beste lavprisselskap i Europa» for femte år på rad og «Verdens beste lavprisselskap for langdistanseflygninger» for tredje år på rad. De har også

vunnet en rekke priser der passasjerene bedømmer flyselskapene. Blant annet publikumsprisen i 2017 av Grand Travel Award og «Regiones beste:Europa» i både 2014 og 2015 av Passenger Choice Awards. Samtidig ble de også blitt kåret til det mest miljøvennlige transatlantiske flyselskapet i verden i 2015 av The International Council on Clean Transportation (Norwegian.no).

2.2.1 Visjon og verdier

Visjonen til Norwegian er at alle skal ha råd til å fly. For å kunne realisere denne visjonen tilbyr de spennende destinasjoner og god service til konkurransedyktige og lave priser. For å sikre dette styres selskapet etter følgende verdier; direkte, relevant og enkelt. Samt driftsprioriteringene sikkerhet, service og enkelt (Norwegian.no).

Med dette som utgangspunkt har Norwegian som mål å være det foretrukne flyselskapet i utvalgte markeder, samt å skape lønnsomhet og utbytte for aksjonærene. For å oppnå dette skal de blant annet:

- Holde fast ved sine verdier
- Fortsette å opprettholde lave kostnader og god drift
- Tilby et varierende tilbud, for å kunne skape valgfrihet for kundene
- Inneha en smal og flat organisasjon, for å kunne ha raske og direkte beslutningsprosesser
- Kontinuerlig overvåkning av kostnadsnivået for å kunne forbedre der det er mulig
- Øke inntjening ved å utnytte en sterk merkevare og effektive distribusjonskanaler
- Tiltrekke kunder med konkurransedyktige priser og en reiseopplevelse av høy kvalitet

2.2.2 Selskapsstruktur

Norwegian-gruppen består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, samt dets hel- og deleide datterselskaper i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Storbritannia, Irland, Spania og Singapore. Gruppen ble omorganisert slik i 2014 for å kunne sørge for internasjonal vekst, og i tillegg sikre seg nødvendige trafikkrettigheter. Dette har tillat Norwegian å bygge en struktur som ivaretar fleksibilitet og tilpasningsevne når de inntar nye markeder. Selskapet har fire hovedvirksomhetsområder: Et kommersielt flyselskap, People and Services, en assetgruppe og andre virksomhetsområder, herunder Norwegian Reward og Norwegian Brand (Norwegian.no).

Den kommersielle flyvirksomheten organiseres av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA (NAS) fra hovedkontoret på Fornebu, samt av de heleide datterselskapene Norwegian Air International Ltd. (NAI) og Norwegian Air Norway AS (NAN). Basen til NAI er i Dublin, Irland, mens NAN har base på Fornebu.

Asset-gruppen består av en gruppe datterselskaper med base i Dublin, der Arctic Aviation Asset Ltd. er morselskapet. Det er denne gruppen som har flyleieavtalene og flyeierskapene til Norwegian (Norwegian.no).

2.2.3 Flyflåte og destinasjoner

Ifølge selskapet selv har Norwegian en av de yngste og grønneste flyflåtene i verden. Dette er gunstig både for miljøet og driftskostnadene til selskapet. Norwegian's flåte består av over 150 fly, der fly brukt på kortdistanse er Boeing 737-800 mens flyene brukt på langdistanse er Boeing 737 MAX og 787 Dreamliner. Gjennomsnittsalderen på disse flyene er 3,6 år. Samtidig har selskapet over 200 fly i bestilling, og i løpet av de neste årene vil de få levert flytypene Boeing 787 Dreamliner, Boeing 737 MAX 8, Airbus A320neo og Airbus 321 Long Range (Norwegian.no).

Som beskrevet tidligere tilbyr Norwegian cirka 500 ruter til mer enn 150 reisemål i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Asia, Karibia; Sør-Amerika og USA. Selskapet har ekspandert voldsomt de seneste årene. Fra 2014 har de økt rutenettet fra 402 til 500 og antall destinasjoner har økt fra 130 til 150. Det er ventet at stigningen vil avta i styrke i de kommende årene, men samtidig ble det i 2017 klart at Norwegian's styre godkjente etablering av baser og nye ruter i Argentina. Denne satstingen er forventet å påbegynnes i løpet av 2018 (Norwegian.no).

2.2.4 Scandinavian Airlines AB (SAS)

SAS ble grunnlagt i 1946 og er Skandinavias ledende flyselskap. De ble likevel forbigått av Norwegian i 2017 da det gjelder antall passasjerer. De hadde i 2017 mer enn 29 millioner passasjerer og de tilbyr ruter til over 120 destinasjoner i Europa, USA og Asia. SAS er medlem av Star Alliance. Dette er et globalt flyselskapsnettverket som gjør at SAS kan tilby kundene sine destinasjoner som de selv ikke opererer egne ruter til. I tillegg bidrar det til at kundene kan tilbys effektive forbindelser når de reiser (sasgroup.net).

SAS omsatte i 2017 for SEK 42,6 milliarder, noe som var en økning på 8% fra året før. Av omsetningen satt de igjen med et resultat etter skatt på SEK 1,1 milliard. Passasjertallet har vært stabilt de seneste årene rundt 30 millioner per år samtidig som de har hatt en fyllingsgrad på rundt 71%. SAS fungerer som nasjonalflyelskap for Norge, Sverige og Danmark. Per 31.09.2017 var derfor selskapets største aksjonærer disse tre statene. 42,7% av selskapet er statlig eid mens de resterende 57,3% er eid av private aksjonærer (SAS, 2017). SAS skiller seg dermed ut fra de andre selskapene i min komparative bransje ved at de er statlig eid, i tillegg til at de er et fullserviceselskap. Grunnen for at de likevel er med i den komparative bransjen er at de er Norwegians hovedkonkurrent i det Skandinaviske markedet, og derfor er relevant å sammenligne med.

Flyflåten til SAS bestod i 2017 av 158 fly med en gjennomsnittlig alder på 10,4 år. Selskapet har i tillegg en ordre på 26 nye fly som vil bli levert i perioden 2017-2021, Markedsverdien til SAS per 31.03.2018 var NOK 6,99 milliarder (Oslo Børs, 2018b).

2.2.5 Ryanair Ltd.

Ryanair ble stiftet i Irland i 1985 og er Europas største lavprisselskap. I 2017 fraktet selskapet omtrent 120 millioner passasjerer, noe som var en økning på 14% fra året før. Selskapet tilbyr reiser til 210 destinasjoner i Europa og Nord-Afrika. Fyllingsgraden var i 2017 hele 94%, og den har vært stigende de siste årene. I 2017 utvidet Ryanair rutetilbudet med 207 nye ruter (Ryanair, 2017).

Selskapet hadde i 2017 en omsetning på €6,65 milliarder, opp 1,7% fra året før. Av omsetningen satt de igjen med et resultat etter skatt på €1,32 milliarder. Michael O'Leary er selskapets konsernsjef, noe han har vært siden 1994. Selskapets eiere består av private aksjonærer. Per 30.06.2017 var selskaps største aksjonær Capital Research Management Company med 14,5% av aksjene (Ryanair, 2017).

Flyflåten til Ryanair bestod per 30.juni 2017 av 400 fly. Alle disse er av typen Boeing 737-800, noe som gjør flåten homogen og dermed kostnadseffektiv. Gjennomsnittsalder til disse flyene er 6,5 år. Selskapet fortsetter å øke flyflåten de neste årene, og forventer å ha 585 fly i 2024 (Ryanair, 2017). Ryanairs markedsverdi per 31.03.2018 var €18,57 milliarder (Bloomberg, 2018a). Dette utgjør ca. 179 milliarder NOK når 1 EURO= 9,6423 NOK. Det er verdt å merke seg at Ryanair har hatt en strategi der de kjøper tilbake egne aksjer. Siden 2008

har de kjøpt tilbake 22% av aksjekapitalen. Dette øker resultat per aksje, men senker markedsverdien til de gjenstående aksjene (Ryanair, 2017).

2.2.6 EasyJet PLC.

EasyJet ble stiftet i 1995 og er Europas nest største lavprisselskap. Selskapet har 802 ruter til 31 land i Europa, Nord-Afrika og Vest-Asia, I 2017 fraktet selskapet over 80,2 millioner passasjerer, noe som er en økning på 9,7% fra året før. Fyllingsgraden var i 2017 92,6%, en økning på 1% fra 2016 (EasyJet, 2017).

Selskapet hadde i 2017 en omsetning på £5 milliarder, opp 8% fra 2016. Av omsetningen satt de igjen med et resultat etter skatt på £305 millioner. Johan Peter Lundgren er selskapets konsernsjef, noe han har vært siden 2017. Selskapets eiere består av private aksjonærer og de to største aksjonærene er easyGroup Holdings Limited og Polys Holding Limited som sammen kontrollerer 33% av selskapet (EasyJet, 2017).

EasyJet opererer en moderne flyflåte bestående av 279 fly. Flyene er av typene Airbus A320, A319 og A320neo. Samtidig har de 143 fly som de er forpliktet til å ta i mot, samt kjøpsrettigheter på ytterligere 100 fly. Gjennomsnittsalderen på flyene er per 2017 7,1 år. Selskapet opererte tidligere også Boeing-fly, men bestemte seg for å fase ut disse for å kun operere Airbus-fly. EasyJets markedsverdi per 31.03.2018 var £6,39 milliarder (Bloomberg, 2018b). Dette utgjør ca. 70,28 milliarder NOK når 1 GBP=11,0066.

3 Teoretisk fundament

3.1 Adjusted present value

Når man verdsetter selskaper basert på kontantstrømmetoder som DCF-metoden og RI-metoden bruker man som regel et konstant avkastningskrav WACC for å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Ved å bruke et konstant avkastningskrav vil man anta at selskapet forsøker å holde kapitalstrukturen sin stabil. Dette vil være korrekt i mange situasjoner, da gjelden ofte vokser i samme hastighet som selskapet.

Men det finnes også flere tilfeller der et selskap har en varierende kapitalstruktur. For eksempel kan et selskap med høy gjeldsandel betale ned gjelden når kontantstrømmen økes. Dermed vil gjeldsgraden reduseres i fremtiden. I disse tilfellene vil en konstant WACC overvurdere verdien av skattefordelen. WACC kan bli justert årlig for å håndtere den endrede kapitalstrukturen, men dette er en kompleks prosess. Derfor anbefales ofte en alternativ modell, nemlig adjusted present value (APV) (Koller, Goedhart & Wessels, 2015, s. 156-157).

I APV-modellen blir verdien av driften skilt i to komponenter: selskapsverdi som om selskapet kun er finansiert av egenkapital, og verdien av skatteskjold som oppstår av gjeldsfinansiering:

$$\text{Adjusted present value} = \text{Selskapetsverdi som om det kun var EK finansiert} \\ + \text{Nåverdien av taxshield forbundet med gjeld}$$

I 1963 analyserte Modigliani og Miller (1963) hvordan selskapers inntektskatt samhandler med hvilke valg selskaper tar med tanke på finansieringsstruktur for å skape verdier. Under et bestemt sett av forutsetninger fant de at et selskaps verdi inkludert gjeld var lik verdien av selskapet uten gjeld samt verdien av skatteskjoldet de oppnår ved å bruke fradragsberettiget gjeldsfinansiering. Myers (1974) førte modellen til Modigliani og Miller videre ved å vise hvordan modellen kunne bli brukt til å undersøke samhandling mellom investerings- og finansieringsbeslutningen. Modellen kunne skille disse beslutningene fra hverandre ved å ta hensyn til at rentekostnader er fradragsberettiget. Noe som fører til et skattefradrag som skaper verdi. Det er denne videreutviklingen av modellen som har blitt kjent som adjusted present value- modellen. En rekke forskere mener at de andre kontantstrømmmodellene har et sentralt problem. Nemlig antagelser om selskapers gjeldspolitik, mer spesifikt om hvorvidt

selskaper har en politikk som er tilsiktet for å ha en fast gjeldsgrad eller en fast pengesum i gjeld. APV-modellen er derimot tilpasset for være et styringsverktøy i situasjoner med høyt belånte transaksjoner der gjeldsgraden varierer (Booth, 2002).

Når man verdsetter et selskap ved hjelp av APV må man ifølge Koller et al. (2015, s.157-159) eksplisitt separere mellom «unlevered» verdi av driften (V_u) og verdi skapt av finansiering, som for eksempel skatteskjold (V_{txa}). Dette forholdet, for et selskap med gjeld (D) og egenkapital (E), kan illustreres slik:

$$V_u + V_{txa} = D + E$$

Modigliani og Miller viste også at den totale risikoen i et selskaps totale eiendeler må være lik den totale risikoen av de finansielle forpliktelsene for eiendelene. Dette vil si at den sammensatte kapitalkostnaden for driftseiendeler (k_u) og finansielle eiendeler (k_{txa}) må i likevekt være lik den sammensatte kapitalkostnaden for gjeld (k_d) og egenkapital (k_e). Dette kan illustreres som følger:

$$\frac{V_u}{V} k_u + \frac{V_{txa}}{V} k_{txa} = \frac{D}{V} k_d + \frac{E}{V} k_e$$

k_u , altså unlevered kapitalkostnad, vil i en verdsettelse ved APV bli brukt som diskonteringsrente for å diskontere de fremtidige frie kontantstrømmene. For å vise forholdet mellom gjeld og egenkapitalkostnad er det mulig å kombinere ligningene ovenfor og løse for k_e :

$$k_e = k_u + \frac{D}{E} (k_u - k_d) - \frac{V_{txa}}{E} (k_u - k_{txa})$$

Egenkapitalkostnaden er altså avhengig av «unlevered» kapitalkostnad pluss en veid avkastningspremie for gjeld, minus det skattemessige fradraget for gjeld. Av dette er det mulig å se at et selskap med null gjeld, og derfor ingen skatteskjold, vil ha $k_e = k_u$. Et viktig poeng er at k_u , som altså er avkastningskravet for samlet eiendeler som skal brukes i verdsettingen, ikke er direkte observerbar. Det er heller ikke k_{txa} . Bare de andre verdiene kan bli estimert ved hjelp av markedsdata. På grunn av disse ukjente verdiene er det nødvendig å pålegge ytterligere restriksjoner for å få et forhold mellom k_e og k_u som er mulig å implementere i praksis. Dette kan for eksempel gjøres ved å anta at selskapet vil holde en gjeldsgrad som beveger seg i samme bane som selskapet vokser. Dette vil føre til at verdien

av skatteskjoldet vil følge verdien av driftsmidlene. Av denne forutsetningen kan man gjøre forenklingen $k_{txa} = k_u$. Dette forenkler ligningen ovenfor og vi får følgende:

$$k_e = k_u + \frac{D}{E}(k_u - k_d)$$

Av dette kan man løse ligningen for k_u ved hjelp av de observerbare verdiene kapitalkostnad for egenkapital og gjeld, samt gjeldsgrad:

$$k_u = \frac{E}{E + D}k_e + \frac{D}{E + D}k_d$$

3.1.1 Fordeler ved APV-metoden

Luehrman (1997) mener APV-metoden er spesielt allsidig og pålitelig sammenlignet med WACC-metoden. Selv om WACC-metoden har blitt akseptert som standard over mange år, mener han at metoden er foreldet. Han argumenterer ved å hevde at APV alltid fungerer når WACC gjør, men samtidig kan brukes i noen tilfeller der WACC ikke er tilfredsstillende. Dette fordi APV krever færre restriktive antagelser. Et annet argument er at APV er mindre utsatt for seriøse feil, samt at en analyse ved hjelp av APV vil få frem mer relevant informasjon for brukerne. Metoden vil ikke kun analysere en eiendels verdi, men også hvor denne verdien kommer fra. APVs tilnærming til verdsetting er nemlig å analysere finansielle aspekter separat og dernest legge til verdien til selskapets verdi. Ved WACC derimot, justeres diskonteringsrenten for å reflektere finansielle forhold. WACC vil derfor behandle finansielle virkninger automatisk, uten at det kreves justeringer etter verdsettelsen av selskapet. Luehrman mener derfor at metoden aldri har vært særlig god når det gjelder finansielle aspekter. Den adresserer kun skatteeffekter, og ikke særlig overbevisende. Metoden er enkel å bruke, og fungerer bra ved en enkel kapitalstruktur. Fleksibiliteten til APV gir derimot metoden en fordel ved komplekse situasjoner.

Ifølge Arzac og Glosten (2005) er å ha et mål om konstant gjeldsgrad en vanlig og realistisk finansiell politikk som man ser i virkeligheten. Det er også en praktisk antagelse for beregninger innen verdsetting, og det rettfærdiggjør bruk av et konstant avkastningskrav WACC. Men det antyder at gjeld justeres over tid som en funksjon av markedsmessig selskapsverdi, og er derfor en funksjon av tilfeldige kontantstrømrealiseringer. Denne implikasjonen avgjør verdien av skatteskjoldet samt måten egenkapitalkostnaden blir beregnet. Denne egenkapitalkostnaden blir deretter brukt for å beregne WACC. Dette er et

problem fordi det ikke er mulig å beregne verdi av skatteskjold generert av en finansiell politikk som tilsier konstant gjeldsgrad uten å ta hensyn til risikoen til gjelden og skatteskjoldet. Arzac og Glosten viser at dette kan føre til feil verdi på skatteskjoldene og avkastningskravet. De viser videre at, i et tilfelle uten vekst, vil det å opprettholde en konstant gjeldsgrad implisere at verdien av et skatteskjold er mindre enn renten multiplisert med gjelden.

3.1.2 Kritikk av APV-metoden

Selv om blant annet Luehrman er utelukkende positiv er det fortsatt stor uenighet i litteraturen. Videre i denne delen skal jeg se på kritikken av APV-metoden.

Booth (2002) er en av de som advarer mot bruk av APV for å verdsette selskaper. Hun mener metoden ofte er upålitelig og bare burde brukes sammen med konvensjonelle rammeverk for verdsetting. Den er bare anvendelig for å analysere transaksjoner som involverer strukturert finansiering, som for eksempel høyt belånte oppkjøp, prosjektfinansiering og eiendomsfinansiering. Men selv i disse tilfellene er bruken avhengig av teoretiske konsepter som fungerer bedre i teorien enn i praksis. Feilmarginen er stor.

WACC-metoden har som nevnt tidligere en iboende antagelse om at gjeldsgraden er konstant. Når denne antagelsen blir brutt må egenkapitalkostnaden bli endret for å reflektere endringen i finansiell risiko. Dette gjør at den grunnleggende WACC-metodikken trenger justeringer, noe som gjør metoden vanskeligere å implementere. Det er i slike tilfeller APV har blitt lansert som en løsning. Booth mener at APV er attraktiv ved at modellen gir en forståelse for hva som skaper verdier. Men ved nærmere undersøkelse dukker det opp logiske problemer. Ifølge henne er APV avhengig av å vite den optimale gjeldsmengden for å kunne finne verdien av skatteskjoldet. Og dette er vanskelig uten å vite den endelige APV-verdien. Hvis det er «spillover» fra den beregnede nåverdien vil APV gi et feil svar.

Poenget til Booth er at APV er kun nyttig når NPV (net present value) ikke har betydning for finansiering av prosjektet. Hvis for eksempel et prosjekt er påtenkt å bli finansiert med \$10 millioner i gjeld, og NPV deretter er estimert til å bli \$100 millioner kan ikke denne informasjon bli brukt i analysene. Dette fordi selskapet i så fall ville tatt opp mer gjeld. Denne restriktive antagelsen er mest sannsynlig ikke realistisk, da det ofte ikke er komplett uavhengighet mellom verdsetting og finansiering.

Et annet problem Booth skisserer er at APV har misvisende antagelser om verdien av det å ha gjeld. Normal bruk av APV går ut fra Modigliani og Millers skattemodell, som tilsier at et selskap optimalt vil bruke 100% gjeldsfinansiering. Dette for å få maksimalt ut av skatteskjoldet. Ulempene med å ha gjeld blir ikke godt nok adressert. Og hvis disse ulempene er adressert, trenger APV betydelig modifikasjon for å få ned verdien på skatteskjoldet. I praksis vil nemlig skattefordelen av gjeld ikke kun være gjeldsrenten gange skatteprosenten, det vil også måtte tas hensyn til finansiell stress og andre utfordringer som oppstår ved en slik gjeldsgrad. Dette problemet vil likevel også være synlig med WACC-metoden. Samtidig kan det tenkes at Modigliani og Millers forutsetning vil være brukelig innen realistiske intervaller av gjeldsgrad, selv om den kan være feil når et selskap har så mye gjeld at konkursrisiko truer.

Det har også vært uenighet om hvorvidt verdien av skatteskjold er lik nåverdien av skatteskjold eller ikke. Fernández (2004) mener dette ikke er tilfelle. Han viser til at det ikke finnes konsensus innen litteraturen på området. De fleste forskerne kalkulerer verdien av skatteskjoldet basert på den passende nåverdien av skattebesparelsene som kommer av rentebetalinger på gjeld. Men de bruker ofte forskjellige diskonteringsrenter. Noen bruker for eksempel gjeldskostnaden, mens andre bruker «unlevered» kapitalkostnad for selskapet. Manglende konsensus i finansiell litteratur gjør at Fernández foreslår en annen måte å konsistent estimere verdien av skattebesparelsene. Han foreslår å ikke tenke på dem som nåverdien av et sett av kontantstrømmer, men heller som forskjellen mellom to forskjellige sett kontantstrømmer. Nemlig kontantstrømmer for det «unlevered» og det «levered» selskapet. Begge med sin egen risiko. Som en konsekvens av dette mener Fernández at standard APV-formler ikke kan brukes.

I. A. Cooper og Nyborg (2006) er uenige med Fernández. De avstemmer resultatene til Fernández med standard verdsettingsformler for skattebesparelsene ved gjeld. De viser, i et komplett marked, at verdien av skattebesparelsene er nåverdien av skattebesparelsene fra renter. Fernández sin feil, mener de, kommer fra at han blander sammen Miller og Modigliani gjeldjustering med Miles og Ezzell (1980) gjeldspolitik. Fernández bruker altså aspekter som er sann i Miller og Modiglianis setting i et sett av kalkuleringer som er gjort i oppsettet til Miles og Ezzell. Med dette mener de altså at de kan avkrefte Fernández sin teori. Og konkluderer ved å vise at verdien av skattebesparelsene er nåverdien av skattebesparelsene fra renter.

3.1.3 Verdsette skatteskjold fra gjeld

Skattefordeler som følge av gjeld kan representere en betydelig andel av den totale verdien til et selskap. Derfor er nøyaktig verdsetting av skatteskjold fra gjeld av stor viktighet. Gjeld har blitt viktigere og viktigere for selskaper som ønsker å vokse. Samtidig som verdsetting av skattefordelene har blitt viktigere, har det vært debattert blant forskerne om hvordan det skal gjøres. Forskjellige tilnærminger kan gi stor effekt på estimert verdi (I. Cooper & Nyborg, 2007).

Ifølge Cooper og Nyborg er de 3 vanligste metodene for å verdsette skatteskjold WACC-, «capital cash flow»- og APV-metoden. WACC-metoden estimerer selskapsverdien direkte ved å diskontere den frie kontantstrømmen med diskonteringsrenten WACC. Her blir altså verdien til skatteskjoldet ikke lagt til som en separat verdikomponent, men ved at diskonteringsrenten er justert. «Capital cash flow»-metoden på sin side justerer for skatteskjoldet fra gjeld i selve kontantstrømmen. Skattefordelen fra renter på gjeld blir altså lagt inn i kontantstrømmen fra driften, og deretter diskontert med «unlevered» kapitalkostnad, eller en annen rente. APV skiller seg som nevnt fra de andre metodene ved at verdien av skattefordelen blir skilt ut som en egen komponent i verdsettingen. Men det finnes også forskjellige versjoner av APV-metoden.

En måte å kalkulere nåverdien av skatteskjoldet er å multiplisere skatteraten (T) med markedsverdien av gjeld (D):

$$\text{Nåverdi av skatteskjold} = T * D$$

Men bruk av denne formelen er basert på to antagelser. Den første er at selskapet er profitabel nok til å kunne betale hele denne skatteraten i all fremtid, mens den andre er at mengden gjeld er satt på et bestemt beløp for alltid. Dette er basert på Miller og Modigliani fra 1963. Denne metoden har restriktive antagelser om risikoen til skatteskjoldet. Ved bruk av denne formelen er det antatt at gjeldsbeløpet er konstant, og hvis selskapet vokser vil gjeldsgraden være avtakende, noe som setter grenser for når det vil være tilfredsstillende å bruke metoden.

Denne enkle versjonen av APV-metoden blir i praksis ofte ikke tatt i bruk. Det blir heller brukt en utvidet versjon av APV, som den kalles av Cooper og Nyborg. Den utvidede versjonen av APV er ikke avhengig av en konstant gjeldspolitik. Men her antar man at skattefordelen fra gjeld har samme risiko som gjelden. Altså bruker man kapitalkostnad for gjeld til å diskontere kontantstrømmen:

$$\text{Nåverdi av skattefordel} = \frac{\text{Gjeldsrente} * \text{skatteskjold}}{\text{Kapitalkostnad for gjeld}}$$

Som vi ser av dette er antagelser om et selskaps gjeldspolitikk viktig når man skal verdsette skattefordelen av gjeld. WACC-metoden antar at gjelden øker i samme takt som selskapet. «Capital cash flow»-metoden er ikke avhengig av en konstant gjeldspolitikk, men det er antatt at skattefordelen har samme risiko som kontantstrømmen fra drift. Den enkle APV-metoden antar at det er en konstant mengde gjeld i selskapet. Og tilslutt innehar den utvidete APV-metoden antagelsen om at skattefordelen av gjeld har samme risiko som selve gjelden.

De forskjellige gjeldsantagelsene gir forskjellige resultat for verdien av skattefordelene. Det oppstår forskjellige diskonteringsrenter. Derfor må valget av metode være reflektert i gjeldspolitikken som faktisk blir implementert av selskapet som skal verdsettes. I stabile selskaper vil antagelsen som oftest være at gjeldsgraden er konstant, derfor kan WACC brukes. Men hvis man verdsetter selskaper i endring, vil man anta at gjeldsgraden vil endre seg over tid. Dette gjør WACC-metoden til et dårligere valg. Da må man undersøke hvorvidt det er forventet at skatteskjoldet vil variere likt med suksessen til selskapet, altså om hvorvidt gjelden vil øke når selskapsverdien øker og vice versa. Da kan det nemlig være best å bruke «capital cash flow»-metoden, som diskonterer skatteskjoldet med samme rente som selskapet forøvrig. Men hvis ikke gjelden er forventet å variere i takt med suksessen, kan det være nyttig å se på skatteskjoldet som om det har samme risiko som gjelden, ved hjelp av den utvidete APV-metoden.

3.2 Litteraturgjennomgang

Formålet med å ha en litteraturgjennomgang i denne oppgaven er å finne ut hvilke forhold jeg bør være spesielt oppmerksom på i min verddivurdering. I tillegg ønsker jeg å danne et kjennskap over den eksisterende litteraturen, og dermed få et innblikk i på hvilken måte min oppgave kan bidra til noe nytt.. Det er derfor gjennomgått tidligere masteroppgaver i verddivurdering som har tatt for seg Norwegian. Jeg vil også gjennomgå en oppgave om et selskap i min komparative bransje.

3.2.1 Oppgaver om Norwegian

Bueng (2016) bruker regnskapsanalyse av inntjeningsbasert metode. Han foretar også en strategisk analyse. Av den strategiske analysen fant Bueng at bransjen mangler strategiske fordeler, dette som følge av høy konkurranseintensitet og at bransjen er kapitalkrevende.

Spesielt delen som omhandler leasing er relevant for analyse av flyselskaper. Det utføres en nøkkeltallanalyse der Norwegian sammenlignes med RyanAir og EasyJet. Han bruker metodene RI og DCF for å verdsette selskapet. Det benyttes et konstant avkastningskrav WACC. Bueng kommer fram til en verdi per aksje på kr 395. Denne prisen er betydelig over dagens aksjekurs, noe som er interessant i og med at oppgaven ble skrevet for bare 1,5 år siden. Bueng kvalitetssikret resultatet gjennom relativ prising ved metodene P/E og P/B. Det gjøres til slutt en helt enkel sensitivitetsanalyse som analyserer enkeltvis hvordan endringer i NOPLAT, WACC og inntektskatten påvirker selskapets egenkapitalverdi.

Gorovaya (2016) bruker også rammeverket for fundamental analyse i sin oppgave. Hun foretar en strategisk analyse ved hjelp av Porters modell for bransjeanalyse og selskapets strategi. Strategianalysen er relativt liten i forhold til andre oppgaver, og man kan se videre at det er gjort størst plass til regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet. Fremtidsregnskapets omfang er nyttig og god informasjon for min oppgave.

Hun bruker APV-metoden for å verdsette selskapet. Valg av metode begrunnes ved at Norwegian er et selskap med høy gjeldsandel, og at det derfor er behov for en modell som tar hensyn til beregning av skattefordelen av renter. Gjeldsandelen til Norwegian har i løpet av de siste årene steget ytterligere, slik at dette argumentet fortsatt står sterkt. Hun kommer fram til en estimert aksjeverdi på kr 372,57 noe som var betydelig over daværende aksjekurs. I løpet av det påfølgende året gikk kursen i bølger, men var på et tidspunkt på nivået fra hennes estimering. Gorovaya kvalitetssikret resultatet gjennom relativ verdsettelse ved metodene FCF og EV/EBITDA. Det gjøres til slutt en enkel sensitivitetsanalyse som analyserer enkeltvis hvordan endringer i beta, gjeldsrente, vekstfaktor, valutakurs og oljepris påvirker selskapets egenkapitalverdi.

Søreng og Haugsvold (2013) foretar en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian. De utfører en grundig strategisk analyse. Av den strategiske analysen fant de, til tross for stor konkurranse i bransjen, at selskaper likevel kan skape meravkastning. Norwegian har i følge analysen flere ressurser som ga grunnlag for både midlertidige- og varige konkurransefortrinn. De midlertidige er flyflåten, forhold til leverandører, finansiering og ledelse. Mens rutenett i Norden og merkenavn anses som varige fortrinn. Før selve verdsettelsen foretar de blant annet en analyse av risiko. Dette er interessant med tanke på min egen problemstilling. De analyserer kredittrisikoen til Norwegian ved å analysere ulike forholdstall, som gir svar på hvordan den kortsiktige og langsiktige risikoen er i selskapet. Denne likviditets- og soliditetsanalysen finner at selskapet får en forholdsvis dårlig

rating. Men det påpekes at Norwegian har vært og er inne i en vekstfase, samt at bransjen er kapitalintensiv. Det legges derfor mer vekt på driften og verdiskapningen, noe som gjør at deres endelige rating blir noe høyere.

Søreng og Haugsvold bruker en metode for å verdsette selskapet der de konvergerer resultatene fra to verdsettelsesmetoder, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innenfor disse metodene brukes en rekke modeller, henholdsvis FCFE- og dividende-modellen og EVA (Superprofitt)-modellen for egenkapitalmetoden, og FCFF- og EVA-modellen for selskapskapitalmetoden. De kom fram til et verdiestimat på kr 233,53 per aksje, noe som var litt høyere enn aksjekursen på daværende tidspunkt. Kursen gikk som vanlig i bølger året etter, men eksakt et år etterpå var aksjekursen til Norwegian på nivå med deres verdsetting.

De avslutter utredningen med en enkel sensitivitetsanalyse for å analysere usikkerheten i estimatet, samt at de sammenligner med andre flyselskaper gjennom en multiplverdsettelse. Sensitivitetsanalysen har et fokus på driften, og ser på endringer i driftsinntekter, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

Bang (2011) bruker regnskapsanalyse av inntjeningsbasert metode. Hun foretar en grundig strategisk analyse der hun bruker en rekke modeller innenfor strategifaget. Oppgaven er 7 år gammel og det er derfor interessant å se på hvor mye som er forandret. Det utføres en gjennomgang av Norwegians daværende leasingavtaler. Dette vil være et viktig aspekt i min oppgave, og det er derfor interessant å se på de regnskapsmessige konsekvensene og omklassifiseringen av leasingkostnadene. Et aspekt som Bang virker å være relativt alene om, er at hun har kontaktet analytikere som følger Norwegian. Analytikerne bidrar til oppgaven ved at de forklarer hvilke metoder de bruker for å verdsette Norwegian, samt at de gir råd om viktige momenter og fallgruver.

Hun bruker metoden DCF for å verdsette selskapet. Det benyttes et konstant avkastningskrav WACC. Bang kommer fram til en verdi per aksje på kr 109. Estimatet tilsvarte en premie på 68,3% og man kan se av utviklingen i tiden etter at dette positive estimatet viste seg å stemme bra. Det gjøres også en helt enkel sensitivitetsanalyse som analyserer enkeltvis hvordan endringer i vekstrate, WACC, Yield, valutakurs/drivstoffpris og endring i lønnskostnader og kabinfaktor påvirker selskapets aksjeverdi. Utredningen avsluttes med en multiplanalyse der Bang sammenligner Norwegian med konkurrentene basert på multiplene EV/EBITDAR, P/E og P/S.

Lauglo (2006) foretok en verdivurdering av Norwegian da de var på et tidligere stadig i vekstfasen. Den strategiske analysen er derfor utdatert, da de på den tiden hadde SAS Braathens som hovedkonkurrenter. Det som derimot er interessant for min del er verdsettingen. Han bruker to verdsettelsesmetoder; FCF og multippelanalyse. Det spesielle er at han tar i bruk en scenarioanalyse, der han ser på tre ulike mulige scenarier for Norwegian's fremtid. Disse kaller han Base Case, Best Case og Worst Case. Han argumenter for dette ved å vise til den store usikkerheten det er for Norwegian's fremtid. Ved å gi en sannsynlighet for hvert enkelt scenario og finner Lauglo en forventningsverdi og dermed et verdiestimat på kr 134. Dette estimatet var betydelig over daværende aksjekurs, men aksjen rakk å stige forbi hans estimat før finanskrisen i 2008.

Han avslutter utredningen med en helt enkel sensitivitetsanalyse som analyserer enkeltvis hvordan endringer i WACC, enhetskostnad, valutakurs og kabinfaktor påvirker selskapets egenkapitalverdi.

Varhaug og Torgersen (2015) foretar en strategisk regnskapsanalyse av Norwegian. Det utføres en normal fundamental verdsettelse av selskapet, samtidig som de supplerer ved å utføre en komparativ verdsettelse for å kunne sammenligne og vurdere rimeligheten av verdsettelsesanslagene.

Et moment verdt å legge merke til i oppgaven deres er det at de bruker en rekke selskaper for sammenligning. De skiller mellom fullserviceselskapene og lavkostselskapene. I fullservicekategorien har de med SAS, Lufthansa, KLM og Air Berlin. Mens de i lavkostkategorien har med Ryanair og EasyJet sammen med Norwegian. De har altså med relativt mange selskaper noe som er interessant.

Oppgaven kom fram til et høyere verdiestimat på aksjen i den komparative verdsettelsen enn i den fundamentale verdsettelsen. De tolket dette resultatet som at markedene var relativt positivt innstilt til flyselskapssektoren, og at dette kunne bidra til å forklare selskapets høyere daværende aksjekurs enn det de kom fram til i den fundamentale verdsettelsen.

Jacobsen (2016) bruker også rammeverket for fundamental analyse i sin oppgave. Oppgaven er skrevet ett år etter oppgaven ovenfor, og vi ser en betydelig forskjell i beregnet aksjekurs. Jacobsen beregner en aksjekurs på 368 kr per aksje mens Varhaug og Torgersen (2015) kommer fram til en aksjekurs på 182,92 kr. Det interessante her er å se på om det virkelig har skjedd så mye på dette året, eller om det er så stor usikkerhet i estimatene at det kan være forfatterens antagelser og skjønnsmessige vurderinger som blir avgjørende. Jacobsen skriver at de foreligger en del usikkerhet i hans beregnede verdi. Hans sensitivitetsanalyse av

avkastningskravet (WACC) og vekst i terminalverdien viste at verdien på egenkapitalen var påvirket kraftig av endring i disse variablene. Han skriver at dette skyldtes at mesteparten av selskapets verdi ligger i terminalverdien. Dette er interessant og definitivt noe jeg må ta stilling til i min oppgave.

Jacobsen påpeker også den store usikkerheten angående utviklingen av oljeprisen, noe som kan få stor betydning for lønnsomheten. Oljeprisen har nær doblet seg siden hans oppgave ble skrevet.

Danielsen og Molvik (2015) foretar en kritisk analyse av Norwegian. I oppgaven utarbeides det en casestudie som tar for seg historien til og strategiske valg i Norwegian. Formålet med oppgaven var å se nærmere på selskapets fremtidige muligheter innen nye satsingsområder. Funnene i oppgaven er at selskapets strategi har vært preget av et fokus på relatert diversifisering, heller enn urelatert. I følge Danielsen og Molvik er ulempen med dette at selskapet ikke vil ha mye å falle tilbake på hvis det skulle komme en varig nedgang i markedet, eller at de skulle bli utkonkurrert innenfor kjerneområdene deres.

Videre fant de at langdistansesatsingen kunne være et område som kunne gi selskapet enten stor suksess eller store problemer. De mener også at leasing er en strategi som kan gi selskapet mer sikkerhet ved at de får mulighet til å allokere overkapasitet på fly på en tilfredsstillende måte.

De konkluderer ved å påpeke at satsing innen nye forretningsområder er noe som tidligere har ført til vekst og suksess for Norwegian, og at mye ligger til rette for at dette kan fortsette i fremtiden. Men selskapets seneste satsinger er også forbundet med stor usikkerhet og risiko, noe som ifølge forfatterne kan resultere i at de blir tvunget til å lande for godt.

3.2.2 Oppgaver om selskaper i den komparative bransjen

Hatlen (2013) skrev en oppgave om SAS AB i 2013. Denne oppgaven er også en fundamental verdsettelse som har som formål å beregne verdien på selskapet, og deretter gi en handlingsanbefaling. SAS AB var på dette tidspunktet inne i en fundamental omstillingsprosess der de nettopp hadde påbegynt en ny strategi som gikk ut på en omfattende omstrukturering samt store kostnadsutt. Forfatteren nevner derfor at omstillingsprosessen til selskapet medbrakte store utfordringer for den fundamentale analysen.

Han skriver i oppgaven at omstillingsprosessen til SAS var en konsekvens av hard konkurranse fra nettopp Norwegian og andre selskaper med lavere kostnader. Det har nemlig vært svært utfordrende for fullserviceselskaper at lavkostselskaper som Norwegian har entret

bransjen. SAS ble nødt til å kontinuerlig kutte kostnader for å drive konkurransedyktig og oppnå en lønnsom drift.

Oppgaven konkluderes av en salgsanbefaling av aksjen, der det understrekes at omstruktureringen av selskapet blir ekstremt viktig, og kanskje selskapets siste håp. I dag ser vi at aksjeprisen er litt høyere enn den gang, men at det har vært stor volatilitet på veien dit.

4 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å få innsyn i Norwegians økonomiske historie, og dermed få et overblikk over den økonomiske situasjonen i selskapet. Dette skal oppnås gjennom grundig og systematisk undersøkelse av tilgjengelig historisk regnskapsdata. Koller mfl. (2015) hevder at ved å analysere fortiden kan man dokumentere i hvilken grad et selskap har vokst, skapt verdi og prestert. Samtidig vil evalueringen av tidligere perioder bidra til å kunne pålitelig prognostisere selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Analysen gir en fremstilling av selskapets eiendeler, gjeld, forpliktelser, historiske resultater, historisk utvikling i kontantstrømmer samt sammenhenger mellom aktivitet og investeringer i arbeidskapital og anleggsmidler. I følge Kaldestad og Møller (2016) vil summen av dette gi en historisk plattform for analysen.

4.1 Rammeverk for analysen

Ifølge Kristoffersen (2014) inkluderer regnskapsanalysen fire trinn:

1. Kritisk gjennomgang av regnskapsdata.
2. Gruppering av regnskapstallene for analyseformål.
3. Beregne forholdstall (nøkkeltall).
4. Vurdere forholdstallene.

Norwegian Air Shuttle ASA utarbeider sine rapporter etter International Financial Standards (IFRS) som er bestemt av EU for alle børsnoterte foretak. Det rapporterte regnskapet er utarbeidet basert på historisk-kost-prinsippet, og deretter modifisert ved oppskrivning til virkelig verdi av finansielle eiendeler for salg, finansielle- eiendeler og forpliktelser. Årsregnskapsrapporten for 2016 er revidert av Deloitte AS (Norwegian Air Shuttle ASA, 2016). Revisorerklæringen bekrefter at rapporten er utarbeidet i samsvar med reguleringer og regnskapsloven. De bekrefter samtidig at rapporten gir en korrekt og ærlig fremstilling av den finansielle posisjonen til selskapet. Det første trinnet blir derfor ikke ytterligere undersøkt i denne oppgaven.

I trinn to skal regnskapstallene omgrupperes for investorrelaterte analyseformål. Ettersom IFRS er en kreditororientert regnskapsstandard må regnskapstallene omgrupperes før selve analysen kan utføres. Dette er fordi et regnskap utført etter IFRS blander sammen elementer som tilhører drift, ikke-drift og kapitalstruktur. Som følge av dette er det ikke mulig å

kalkulere blant annet IC og FCF etc. direkte fra regnskapet. De forskjellige elementene må separeres slik at beregningene kan utføres. Ifølge Koller mfl. (2015) er dette også viktig for å unngå dobbelberegninger av regnskapsposter, skjuling av lån og utelatelse av kontantstrømmer.

Som en del av denne omgrupperingen skal regnskapet også korrigeres og justeres. Faktorer ved det offisielle regnskapet som forsiktighetsprinsippet og foretakets skjønn ved vurdering av balanseposter kan forstyrre framstillingen av den økonomiske situasjonen i selskapet. Ifølge Kinserdal (2005) er det nemlig viktig å «komme bak regnskapstallene», og foreta korrigeringer for å gi et rettviseende bilde av den økonomiske situasjonen.

I det tredje og fjerde trinnet skal det utføres en nøkkeltallanalyse, med fokus på kredittrisiko. Tallene skal først beregnes og deretter gjøres det en vurdering for å kunne trekke konklusjoner. Nøkkeltallanalysen bidrar til å kunne sammenligne internt fra år til år, samt i forhold til eksterne konkurrenter. Som et resultat av analysen estimeres det en kredittrisiko-rating for selskapet, noe som blir brukt videre for beregning av avkastningskrav

4.2 Analyseperiode

Lengden på analyseperioden kan bestemmes ut i fra en rekke kriterier. Det må gjøres en vurdering av selskapets stabilitet, struktur og markedssituasjon gjennom historien sammenlignet med dagens situasjon. Jeg velger lengden ut i fra hvor selskapet er i sin livssyklus. En lang analyseperiode bør brukes hvis et selskap er i en stabil fase, mens analyseperioden kan være kortere hvis selskapet er i en vekstfase.

Norwegian er fortsatt i en vekstfase, og selskapet har vært igjennom mange endringer siden børsnoteringen i 2003. Det kan sies at den mest eksplosive delen av vekstfasen begynner å ta slutt, og at selskapet er i ferd med å stabilisere seg. Basert på disse antagelsene velges en analyseperiode på fem år, fra 2012 til 2016.

4.3 Presentasjon av årsregnskapet

Tabell 1 viser Norwegians konsoliderte resultatregnskap for analyseperioden. Regnskapsåret varer fra 01.01 til 31.12, og tallene er oppgitt i NOK 1000 (Norwegian Air Shuttle ASA, 2012-2016).

Tabell 1: Resultatregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000

År	2012	2013	2014	2015	2016
Passasjertransport	11 201 072	13 381 460	16 254 622	18 505 762	21 095 595
Tilleggsinntekter	1 405 495	1 757 887	2 727 439	3 275 289	3 928 978
Andre inntekter	234 624	371 871	557 978	702 493	925 981
Annen inntekt	17 851	68 326	-	7 603	103 971
Resultatandel tilknyttede selskaper	32 840	46 597	57 631	103 441	212 801
Inntekter	12 891 882	15 626 141	19 597 670	22 594 589	26 267 326
Salg og distribusjon	274 954	339 376	469 111	612 286	758 698
Flydrivstoff	3 740 508	4 707 203	6 321 053	5 184 475	5 052 906
Flyleasing	1 032 915	1 284 395	1 845 940	2 213 251	2 841 859
Flyplassavgifter	1 730 217	2 182 645	2 723 910	2 949 313	3 303 841
Håndteringskostnader	1 077 334	1 339 417	1 854 844	2 336 785	2 995 608
Teknisk vedlikehold	792 565	927 820	1 290 035	1 716 547	1 864 985
Andre flykostnader	482 932	589 742	855 231	826 391	1 206 447
Lønnskostnader	2 068 202	2 478 295	3 208 987	3 433 703	3 971 412
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	385 244	529 825	748 134	1 133 287	1 295 825
Andre kostnader	534 335	733 319	1 049 577	1 263 185	1 519 111
Andre tap/(gevinster) netto	336 385	-502 148	583 751	474 150	-576 553
Sum kostnader	12 455 591	14 609 889	20 950 573	22 143 372	24 234 139
EBIT	436 291	1 016 252	-1 352 903	451 217	2 033 187
Renteinntekter	47 534	149 658	196 269	74 181	43 625
Rentekostnader	118 845	256 702	447 241	463 348	685 990
Valuta gevinst (tap)	273 353	-472 938	-36 948	26 503	116 476
Andre Inntekt/(kostnader)	-15 163	1 108	13 781	-13 514	1 035
Sum finansposter	186 879	-578 874	-274 139	-376 178	-524 854
EBT	623 170	437 378	-1 627 042	75 039	1 508 333
Skattekostnad	166 535	115 817	-557 284	-171 114	373 353
Årsresultat	456 635	321 561	-1 069 758	246 153	1 134 980

Som det fremgår av resultatregnskapet har selskapet hatt kraftig vekst i omsetning gjennom perioden. Det har vært en god utvikling i perioden, og driftsresultatet har vært positiv hvert år unntatt 2014.

Det fremgår også at Norwegians driftsinntekter hovedsakelig består av billettinntekter og tilleggsinntekter. For Norwegian stammer disse tilleggsinntektene fra tilleggstjenester passasjerer kjøper utenom selve flybilletten. Dette kan være bagasje, matservering om bord, seterreservasjon o.l. Andre inntekter er inntekter fra selskapets frakt- og cargotjenester, mens annen inntekt er salg av driftseiendeler (Norwegian Air Shuttle ASA, 2016).

Tabell 2 nedenfor viser Norwegians historiske balanseregnskap for analyseperioden.

Tabell 2: Balanseregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000

År	2012	2013	2014	2015	2016
Immaterielle eiendeler	237 774	225 270	206 826	206 675	198 260
Utsatt skattefordel	4 293	28 517	518 915	593 626	241 499
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	5 579 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706	22 571 775
Utstyr og inventar	58 476	72 972	83 687	79 508	88 361
Bygninger	9 525	14 966	252 236	285 674	283 326
Finansiell lease eiendel	24 562	21 242	19 234	-	114 476
Finansielle eiendeler for salg	2 689	82 689	82 689	82 689	82 689
Investering i tilknyttet selskap	116 050	164 575	223 594	328 127	609 110
Forskuddsbetaling	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281	7 156 303
Andre fordringer	135 562	199 036	421 060	501 811	623 606
Sum Anleggsmidler	9 013 047	10 850 856	18 438 837	26 525 096	31 969 314
Inventar	68 385	74 135	82 851	104 141	102 465
Kundefordringer og andre fordringer	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716	3 013 978
Derivater	-	37 389	-	-	353 246
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	10 172	11 158	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 730 895	2 166 126	2 011 139	2 454 160	2 323 647
Sum Omløpsmidler	2 906 010	3 911 887	4 267 512	5 109 017	5 793 337
Sum Eiendeler	11 919 057	14 762 743	22 706 349	31 634 113	37 762 651
Aksjekapital	3 516	3 516	3 516	3 576	3 576
Overkurs	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 231 632	1 231 631
Annen innskutt EK	63 365	72 744	87 221	94 362	110 621
Andre reserver	-9 355	-11 102	455 099	876 192	773 112
Opptjent EK	1 269 556	1 591 121	468 866	759 550	1 919 266
Minoritetsinteresse	-	-	-	-	10 770
Sum EK	2 420 651	2 749 828	2 108 251	2 965 312	4 048 975
Netto pensjonsforpliktelse	-	127 821	201 883	134 516	107 379
Avsetning periodisk vedlikehold	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465
Utsatt skatt	301 042	443 991	169 851	-	-
Annen langsiktig gjeld	-	-	-	80 338	85 166
Lån	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 405	18 706 062
Finansiell lease forpliktelse	10 853	6 860	3 227	-	-
Derivater	-	-	-	-	27 939
Sum Langsiktig gjeld	4 654 055	6 728 305	11 160 669	17 935 772	20 303 010
Lån med forfall 1 år	1 349 359	768 401	3 330 387	3 041 388	4 768 813
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566	3 881 684
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, men ikke reiste	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428	4 666 212
Derivater	190 356	-	458 958	782 523	86 306
Betalbar skatt	-	-	2 211	32 123	7 650
Sum Kortsiktig gjeld	4 844 351	5 284 611	9 437 428	10 733 029	13 410 666
Sum Gjeld	9 498 406	12 012 916	20 598 097	28 668 801	33 713 676
Sum EK og Gjeld	11 919 057	14 762 744	22 706 348	31 634 113	37 762 651

Som det fremgår av tabell 2 har Norwegian opplevd stor vekst også i balansesummene i analyseperioden. Av tabellen ser en at eiendelene til Norwegian hovedsakelig består av fly, forskuddsbetaling på fly, kundefordringer og kontanter. Særlig fra 2013 til 2016 har totale eiendeler vokst mye. Dette skyldes hovedsakelig store investeringer i flyflåten. Egenkapitalen har også hatt en jevn vekst, unntatt i 2014 da det negative årsresultatet gjorde den kraftig redusert. Men sammenlignet med eiendelene har veksten i egenkapitalen vært veldig svak, noe som fører til at egenkapitalandelen har falt gjennom analyseperioden. Finansielle lån, leverandørgjeld, trafikkavregningsgjeld og egenkapital utgjør egenkapital- og gjeldssiden i balansen.

4.4 Omgruppering for analyse

Som nevnt tidligere har årsregnskapet slik det blir presentert et kreditororientert fokus. Derav vil fokus være på likviditet og forfallstid. Ved en verdsettelse derimot, vil man være investororientert og dermed fokusere mer på langsiktig verdiskapning. For å kunne utføre en investororientert analyse er det nødvendig å omgruppere regnskapet.

For å tilpasse regnskapet for verdsettelse må en skille mellom driftsrelaterte, ikke driftsrelaterte og finansielle aktiviteter (Koller mfl., 2015). Gjesdal (2007) hevder at en omgruppering av regnskapet består av fire steg. Først må det skilles mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, deretter mellom rentebærende og rentefri gjeld, og så mellom normale og unormale poster. Til slutt må en håndtere brudd på kongruensprinsippet, såkalt «dirty surplus».

I tabell 3 nedenfor vises omgruppert resultatregnskap for Norwegian i analyseperioden. De unormale postene og «dirty surplus» justeres for i delkapittel 4.4.4.

Tabell 3: Omgruppert resultatregnskap for Norwegian i perioden 2012-2016 i NOK 1000

År	2012	2013	2014	2015	2016
Passasjertransport	11 201 072	13 381 460	16 254 622	18 505 762	21 095 595
Tilleggsinntekter	1 405 495	1 757 887	2 727 439	3 275 289	3 928 978
Andre inntekter	234 624	371 871	557 978	702 493	925 981
Annen inntekt	17 851	68 326	-	7 603	103 971
Resultatandel tilknyttede selskaper	32 840	46 597	57 631	103 441	212 801
Inntekter	12 891 882	15 626 141	19 597 670	22 594 588	26 267 326
Salg og distribusjon	274 954	339 376	469 111	612 286	758 698
Flydrivstoff	3 740 508	4 707 203	6 321 053	5 184 475	5 052 906
Flyleasing	541 569	800 417	1 236 582	811 389	1 182 115
Flyplassavgifter	1 730 217	2 182 645	2 723 910	2 949 313	3 303 841
Håndteringskostnader	1 077 334	1 339 417	1 854 844	2 336 785	2 995 608
Teknisk vedlikehold	792 565	927 820	1 290 035	1 716 547	1 864 985
Andre flykostnader	482 932	589 742	855 231	826 391	1 206 447
Lønnskostnader	2 068 202	2 350 474	3 007 104	3 299 187	3 864 073
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	385 244	529 825	748 134	1 133 287	1 295 825
Andre kostnader	534 335	733 319	1 049 577	1 263 185	1 519 111
Andre tap/(gevinster) netto	336 385	-502 148	583 751	474 150	-576 553
Sum kostnader	11 964 245	13 998 090	20 139 332	20 606 995	22 467 056
EBIT	927 637	1 628 051	-541 662	1 987 593	3 800 270
Renteinntekter	47 534	149 658	196 269	74 181	43 625
Rentekostnader	-118 845	-256 702	-447 241	-463 348	-685 990
Implisert rente på	-491 346	-483 978	-609 358	-1 401 862	-1 659 744
Valuta gevinst (tap)	273 353	-472 938	-36 948	26 503	116 476
Andre Inntekt/(kostnader)	-15 163	1 108	13 781	-13 514	1 035
Netto pensjonsforpliktelse	-	-127 821	-201 883	-134 516	-107 339
Sum finansposter	-304 467	-1 190 673	-1 085 380	-1 912 556	-2 291 937
EBT	623 170	437 378	-1 627 042	75 037	1 508 333
Skattekostnad	166 535	115 817	-557 284	-171 114	373 353
Årsresultat	456 635	321 561	-1 069 758	246 151	1 134 980

Som det fremgår av tabell 3 fremkommer det ikke store endringer i det omgrupperte resultatregnskapet. Merkbare forskjeller er lønnskostnadene og flyleasingskostnadene. Lønnskostnadene korrigeres for pensjon, dette fordi pensjonskostnadene inneholder innregnede, ikke driftsrelaterte gevinster og tap som renter, forventet avkastning og estimatavvik (Norwegian Air Shuttle ASA, 2012-2016). Disse er av finansiell art, og følgelig omgrupperes de fra driftskostnad til finanskostnad. Alle år utenom 2012 får følgelig en reduksjon i driftskostnader, mens finanskostnader økes tilsvarende. Flyleasingskostnadene blir redusert som følge av omklassifisering av den operasjonelle leasingen til finansiell leasing. Det trekkes derfor ut en implisert rentekostnad på leasingskontraktene fra driftskostnadene som settes under finansposter. Leasing vil bli gjort rede for senere i et eget

delkapittel om operasjonell leasing. Unormale poster og «dirty surplus» vil bli justert for senere da jeg beregner normalisert og justert EBIT samt NOPLAT.

4.4.1 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Balanseregnskapet til Norwegian er som nevnt tidligere også utarbeidet etter International Financial Reporting Standards. Her deles balansen inn i langsiktige og kortsiktige eiendeler, og langsiktig og kortsiktig gjeld. Siden IFRS er et kreditororientert rammeverk grupperes eiendelene etter likviditet, mens gjelden grupperes etter forfall. Dette gjør det enklere for kreditorene å få et oversiktlig bilde av et selskaps evne til å betjene sin gjeld.

I min verdsettelse vil fokuset være på selskapets evne til å skape avkastning. Derfor må balansen omgrupperes før den kan analyseres.

For de fleste selskaper vil driftsfremmede eiendeler ofte være finansielle eiendeler, altså eiendeler som ikke er relatert til selskapets drift. De driftsfremmede eiendelene må derfor skilles ut da det er vanlig å verdsette disse ved hjelp av andre metoder enn driftsrelaterte eiendeler (Gjesdal, 2007). Driftsrelaterte eiendeler derimot, er eiendeler som er relatert og nødvendig for selskapets drift. Ifølge Koller mfl. (2015) er driftsrelaterte eiendeler blant annet maskiner, utstyr, bygninger og fordringer. Mens finansielle eiendeler kan være verdipapirer, forskuddsbetalt pensjon, ikke-konsoliderte datterselskaper og andre langsiktige plasseringer uten direkte driftsmessige formål.

Leasing av fly er en betydelig del av et flyselskaps operasjoner. Dette innebærer at man leier flyene i stedet for å eie de, noe som reduserer kapitalbindingen og øker fleksibiliteten.

Ettersom hovedparten av driftseiendelene til et flyselskap er flyflåten, blir selskapets bokførte balansesum altfor lav når flyene som leases operasjonelt ikke balanseføres. Dette gjør at selskapene vil ha en «skjult gearing» (Kaldestad & Møller, 2016). Leasing vil også ha store innvirkninger på budsjetterte fremtidige kontantstrømmer, avkastningskrav og enterprise value (EV).

Jeg har valgt å omgruppere postene i balansen som illustrert i figur 1 nedenfor. Jeg vil også redegjøre kort for de viktigste postene.

<p>Driftsrelaterte eiendeler.</p> <p><i>Anleggsmidler</i> Immaterielle eiendeler, Fly, deler og installasjoner på leasede fly, Utstyr og inventar, Bygninger, Investering i tilknyttet selskap, Forskuddsbetaling flyprodusenter, Andre langsiktige fordringer.</p> <p><i>Omløpsmidler</i> Inventar, Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer, Driftsbetinget likvider.</p> <p>Driftsrelatert gjeld.</p> <p>Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld, Trafikkavregningsgjeld, Betalbar skatt.</p>	<p>Finansielle eiendeler.</p> <p>Utsatt skattefordel, Derivater, Finansiell lease eiendel, Finansielle eiendeler for salg, Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg, Kontanter og kontantekvivalenter.</p> <p>Finansiell gjeld.</p> <p><i>Langsiktig</i> Netto pensjonsforpliktelse, Utsatt skatt, Lån, Finansiell lease forpliktelse, Annen langsiktig gjeld, Avsetning periodisk vedlikehold.</p> <p><i>Kortsiktig</i> Lån med forfall 1 år.</p> <p>Egenkapital Aksjekapital, Overkurs, Annen innskutt EK, Andre reserver, Opptjent EK, Ukontrollerbar interesse.</p>
---	---

Figur 1: Omgruppering av balanseposter

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld.

Immaterielle eiendeler er i Norwegians tilfelle systemprogramvarer for betalingsystemene o.l. Jeg klassifiserer den som driftsrelaterte eiendeler fordi den er nært knyttet opp mot driften.

Investering i tilknyttet selskap består av eierskap i datterselskaper som er en viktig del av selskapets drift.

Kontanter og kontantekvivalenter er bankinnskudd og andre omsettelige investeringsinstrumenter. I følge Koller mfl. (2015) er det bare en lite andel av dette som er

nødvendig for driften. Resten blir da overskuddslikviditet og satt som en finansiell eiendel. Hvor stor andel som er nødvendig for driften vil avhenge av en rekke faktorer, og vil være vanskelig å fastslå. Koller mfl. (2015, s. 181) anbefaler å bruke 2 prosent av salgsinntektene som driftsbetinget likviditet. Jeg har valgt å følge denne anbefalingen. Det som blir igjen av kontanter og kontantekvivalenter har jeg klassifisert som finansiell eiendel.

Finansielle eiendeler og gjeld.

Utsatt skattefordel skal i følge Koller mfl. (2015, s. 183) klassifiseres som en ikke-driftsrelatert eiendel. Dette kommer av at utsatte skattefordeler oppstår fra forskjeller mellom hvordan myndigheter og selskaper har beregnet skatt. Det vil altså oppstå en utsatt skattefordel hvis myndighetene beregner en mindre skatt enn selskapet.

Avsetning til periodisk vedlikehold har jeg valgt å klassifisere som en mellomgruppe. Dette fordi posten i Norwegians tilfelle er vedlikehold på leasede fly før de skal tilbakeleveres.

Finansiell lease eiendel er i Norwegians tilfelle leasekontrakter på de-iceing utstyr og lignende utstyr. Jeg har valgt å klassifisere dette som finansielle eiendeler. Leasing blir utredet mer for i et senere delkapittel.

Finansiell lease forpliktelse klassifiseres som finansiell gjeld. Posten er en sikkerhet for at leaseavtalenes krav oppfylles.

Rentebærende gjeld og rentefri gjeld.

Rentebærende gjeld er lån med rente og klassifiseres derfor som finansiell gjeld. Rentefri gjeld er blant annet trafikkavregningsgjeld, som ikke er rentebærende og dermed klassifiseres som driftsrelatert.

Kapitalisering av operasjonelle leasingkostnader.

Leasing kan deles inn i to kategorier, henholdsvis finansiell leasing og operasjonell leasing. Operasjonell leasing er ikke balanseført og er kun behandlet som en driftskostnad, mens finansiell leasing er balanseført som eiendel og gjeld i balansen og kostnadsført som avskrivninger og rentekostnader. Ifølge NRS 14 klassifiseres leasingen som finansiell blant annet dersom det vesentligste av økonomisk risiko og kontroll knyttet til leieobjektet er gått over på leietaker (Norsk Regnskapsstiftelse, 2008). Jeg må derfor omklassifisere Norwegians leasing fra operasjonell leasing til finansiell leasing. Siden Norwegian fører leasingen sin som operasjonell leasing er det nødvendig å kapitalisere kostnadene for å danne et korrekt bilde av

Norwegians balanse og driftsresultat. Leasingkostnadene fra det opprinnelige regnskapet inkluderer finansielle kostnader og må derfor bli tatt ut av driftsresultatet. Samtidig er balansen i det opprinnelige regnskapet kraftig undervurdert siden leasingen ikke er kapitalisert (Koller mfl., 2015).

For å kapitalisere leasingkostnadene til Norwegian baserer jeg meg på en metode skissert av Aswath Damodaran (1999). Driftsmessige leasingkostnader splittes opp i driftskostnader og implisert rente på leasing som er en finanskostnad. Nåverdi legges inn i balansen som eiendel og langsiktig finansiell gjeld.

Fra årsrapporten til Norwegian ser vi at årlig minimumsleie på uoppsigelige operasjonelle leieavtaler på fly per 31.12.2016 er som følger:

Tabell 4: Årlig minimumsleie operasjonelle leieavtaler på fly per 31.12.2016

NOK 1000	Nominell verdi
Innen 1 år	3 071 884
Mellom 1 og 5 år	18 464 198
Etter 5 år	16 420 712
Totalt	37 956 794

Tabell 5 viser Norwegians leaseforpliktelser i perioden 2017-2024.

Tabell 5: Behandling av operasjonell leasing

År	Operasjonelle leasingkostnader	Nåverdi	Rentekostnad	Reduksjon i leasing gjeld	Leasing gjeld	Avskrivning
2017	3 071 884	2 956 577	1 235 923	1 835 961	29 854 360	3 961 290
2018	4 616 050	4 276 016	1 164 320	3 451 729	26 402 630	3 961 290
2019	4 616 050	4 115 511	1 029 703	3 586 347	22 816 283	3 961 290
2020	4 616 050	3 961 031	889 835	3 726 214	19 090 069	3 961 290
2021	4 616 050	3 812 350	744 513	3 871 537	15 218 532	3 961 290
2022	5 473 571	4 350 883	593 523	4 880 048	10 338 484	3 961 290
2023	5 473 571	4 187 568	403 201	5 070 370	5 268 114	3 961 290
2024	5 473 571	4 030 383	205 456	5 268 114	0	3 961 290
Totalt	37 956 794	31 690 321	6 266 473	31 690 321		31 690 321

Det er altså den totale nåverdien som blir plassert som eiendel og langsiktig finansiell gjeld i balansen for 2016. Tilsvarende er gjort for hele analyseperioden. I Norwegians årsrapport for 2016 er det ikke oppgitt en rente på finansielle leasingsforpliktelser. Jeg forutsetter derfor en effektiv rente på 3,9%, som er effektiv rente på samlet finansiell gjeld i 2016. Denne satsen brukes til å beregne nåverdi samt rentekostnader. Leasingavtalene til Norwegian varer i mellom 3 og 12 år og selskapet benytter en lineær avskrivningsmetode for sine leasingsforpliktelser. Jeg forutsetter en gjennomsnittlig levetid på flyene på 8 år.

For å oppsummere vil omklassifiseringen fra operasjonell leasing til finansiell leasing påvirke både investert kapital og NOPLAT. Investert kapital øker med nåverdien av leasingsforpliktelsene mens NOPLAT reduseres av at rentedelen tas bort fra NOPLAT og settes som finansiell post.

I tabell 6 presenteres den omgrupperte balansen for perioden 2012-2016. Tall i 1000 NOK.

Tabell 6: Omgruppert balanse for perioden 2012-2016

År	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte anleggsmidler					
Immaterielle eiendeler	237 774	225 270	206 826	206 675	198 260
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	5 579 757	7 526 707	12 527 932	18 507 706	22 571 775
Utstyr og inventar	58 476	72 972	83 687	79 508	88 361
Bygninger	9 525	14 966	252 236	285 674	283 326
Investering i tilknyttet selskap	116 050	164 575	223 594	328 127	609 110
Operasjonell leasing	12 598 614	12 409 684	15 624 574	35 945 168	31 690 321
Forskuddsbetaling flyprodusenter	2 844 359	2 514 882	4 102 664	5 939 281	7 156 303
Andre fordringer	135 562	199 036	421 060	501 811	623 606
Sum driftsrelaterte	21 580 117	23 128 092	33 442 573	61 793 950	63 221 062
Driftsrelaterte omløpsmidler					
Inventar	68 385	74 135	82 851	104 141	102 465
Kundefordringer og andre fordringer	1 096 558	1 623 079	2 173 522	2 550 716	3 013 978
Driftsbetinget likvider	256 824	310 224	390 801	449 671	519 011
Sum driftsrelaterte	1 421 767	2 007 438	2 647 174	3 104 528	3 635 454
Sum driftsrelaterte eiendeler	23 001 884	25 135 530	36 089 747	64 898 478	66 856 516
Driftsmessig gjeld					
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 564 955	1 949 691	2 680 445	2 862 566	3 881 684
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, men ikke reiste billetter	1 739 681	2 566 519	2 965 427	4 014 428	4 666 212
Betalbar skatt	-	-	2 211	32 123	7 650
Sum driftsmessig gjeld	3 304 636	4 516 210	5 648 083	6 909 117	8 555 546

Netto driftsmessige eiendeler	19 697 248	20 619 320	30 441 664	57 989 361	58 300 970
Finansielle eiendeler					
Utsatt skattefordel	4 293	28 517	518 915	593 626	241 499
Derivater	-	37 389	-	-	353 246
Finansiell lease eiendel	24 562	21 242	19 234	-	114 476
Finansielle eiendeler for salg	2 689	82 689	82 689	82 689	82 689
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	10 172	11 158	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 474 071	1 855 902	1 620 338	2 004 489	1 804 636
Sum finansielle eiendeler	1 515 787	2 036 897	2 241 176	2 680 804	2 596 546
Sum totale eiendeler (IC +	21 213 035	22 656 217	32 682 840	60 670 165	60 897 516
Langsiktig finansiell gjeld					
Netto pensjonsforpliktelse	-	127 821	201 883	134 516	107 379
Utsatt skatt	301 042	443 991	169 851	-	-
Operasjonell leasing	12 598 614	12 409 684	15 624 574	35 945 168	31 690 321
Lån	4 166 854	5 736 896	9 950 228	16 543 405	18 706 062
Finansiell lease forpliktelse	10 853	6 860	3 227	-	-
Annen langsiktig gjeld	-	-	-	80 338	85 166
Derivater	-	-	-	-	27 939
Sum langsiktig finansiell gjeld	17 077 363	18 725 252	25 949 763	52 703 427	50 616 867
Kortsiktig finansiell gjeld					
Lån med forfall 1 år	1 349 359	768 401	3 330 387	3 041 388	4 768 813
Derivater	190 356	-	458 958	782 523	86 306
Sum kortsiktig finansiell gjeld	1 539 715	768 401	3 789 345	3 823 911	4 855 119
Sum finansiell gjeld	18 617 078	19 493 653	29 739 108	56 527 338	55 471 986
Egenkapital					
Aksjekapital	3 516	3 516	3 516	3 576	3 576
Overkurs	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 231 632	1 231 631
Annen innskutt EK	63 365	72 744	87 221	94 362	110 621
Andre reserver	- 9 355	- 11 102	455 099	876 192	773 112
Opptjent EK	1 269 556	1 591 121	468 866	759 550	1 919 266
Ukontrollerbar interesse	-	-	-	-	10 770
Sum EK	2 420 631	2 749 828	2 108 251	2 965 312	4 048 976
Mellomgruppe					
Avsetning periodisk vedlikehold	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465
Sum mellomgruppe	175 306	412 737	835 480	1 177 513	1 376 465
Sum egenkapital og finansiell gjeld	21 213 015	22 656 218	32 682 839	60 670 163	60 897 427

4.4.2 Skille mellom normale og unormale driftsposter

I følge Gjesdal (2007) har det tradisjonelt vært vanlig å skille mellom ordinær og ekstraordinær inntjening. Ved en verdsettelse er det viktig å forstå forskjellen på de resultatelementene som er varige og de som er midlertidige. Å klare å identifisere et normalt driftsresultat vil nemlig være viktig med tanke på å kunne predikere fremtiden (Gjesdal, 2007, s. 14). Et eksempel på en unormal post er kostnadene vulkanutbruddet på Island påførte flyselskapene i 2009.

Jeg har identifisert normale og unormale poster ved å gå igjennom årsrapportene til Norwegian. I analyseperioden stammer Norwegians unormale poster fra salg av eiendeler, samt fra posten andre tap/gevinster. Det har vært salg av eiendeler i hvert år unntatt 2014, og disse ekstraintektene fjernes slik at jeg kommer frem til et normalisert resultat. Andre tap/gevinster er tap/gevinst på finansielle eiendeler samt tap/gevinst ved transaksjoner av utenlandsk valuta for de operasjonelle aktivitetene. Denne posten fjernes eller legges til for hvert år i analyseperioden, avhengig om det har vært en inntekt eller kostnad.

4.4.3 Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet «dirty surplus»

Kongruensprinsippet går ut på at egenkapitalen kun skal endres ved egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd (Gjesdal, 2007, s. 13). Hvis endringene i balansen ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal endringene ha sin motpost i resultatet. Brudd på kongruensprinsippet blir kalt «dirty surplus».

I Norwegians tilfelle vil «dirty surplus» være finansielle resultatelementer som emisjonskostnader, finansielle eiendeler for salg og valutatransaksjoner. I løpet av analyseperioden har det ikke vært emisjoner i Norwegian. «Dirty surplus» for Norwegian finnes under «other comprehensive income» i årsrapportene. Her varierer summene fra kostnad til inntekt fra år til år. Dette kan forklares med at mye av Norwegians salgsinntekter kommer i andre valuta enn NOK. Jeg vil ikke ta hensyn til finansielle resultatelementer i beregningen av normalisert og justert EBIT, da jeg antar at valutaeffektene vil gå i null i et langsiktig perspektiv.

4.4.4 Normalisert og justert EBIT og NOPLAT

NOPLAT er fortjenesten som skapes av selskapets kjernevirksomhet etter skatt knyttet til kjernevirksomheten (Koller mfl., 2015).

For å beregne skatt knyttet til kjernevirksomheten anbefaler Gjesdal (2007) å fordele skattekostnaden mellom driftsrelatert skatt og finansiell skatt. Dette kan være vanskelig, da det både for driftsresultat og finansinntekter er skatteregler som kan føre til at skattekostnaden avviker fra normal skattesats (Gjesdal, 2007, s. 13). Jeg bruker en forutsetning om at skattesatsen på den finansielle delen er 28% i 2012 og 2013, og 27% i 2014-2016. Dermed kan jeg beregne den finansielle delen av skattekostnaden. Jeg beregner dette ved å finne differansen mellom skattekostnaden i regnskapet og en estimert skatt av finansresultatet. Det samme gjøres med de unormale postene, med samme forutsetning om skattesats. Denne differansen blir da den driftsrelaterte skatten.

Ved å dele den beregnede driftsrelaterte skatten på driftsresultatet i årsregnskapet kommer jeg frem til en driftsrelatert skattesats for hvert år i analyseperioden. Gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats blir for analyseperioden 26,54%. Jeg velger å bruke denne satsen til beregning av NOPLAT. Beregningen vises i tabell 7 nedenfor.

Tabell 7: Driftsrelatert skatt. Tall i 1000 NOK

Driftsrelatert skatt:	2012	2013	2014	2015	2016
Bokført skatt	166 535	115 817	- 557 284	- 171 114	373 353
Skatt unormale poster	- 89 190	159 733	157 613	- 121 302	170 131
Skatt finansposter	52 326	- 162 085	- 74 018	- 97 806	- 131 214
Driftsrelatert skatt	203 398	118 169	- 640 879	47 995	334 436
Bokført EBIT	436 291	1 016 252	- 1 352 903	451 217	2 033 187
Driftsrelatert skattesats	0,47	0,12	0,47	0,11	0,16

Tabell 8 nedenfor viser normalisert og justert EBIT samt NOPLAT for analyseperioden.

Tabell 8: Normalisert og justert EBIT samt NOPLAT for perioden 2012-2016 i NOK 1000.

År	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT fra omgruppert resultat	927 637	1 628 051	- 541 662	1 987 593	3 376 449
<i>Unormale poster</i>					
Salg av eiendeler	- 17 851	- 68 326	-	- 7 603	- 103 971
Andre tap/gevinster netto	336 385	- 502 148	583 751	474 150	- 576 553
Sum unormale poster	318 534	- 570 474	583 751	466 547	- 680 524
Normalisert og justert EBIT	1 246 171	1 057 577	42 089	2 454 140	2 695 925
Skatt	330 744	280 689	11 171	651 348	715 520
NOPLAT	915 427	776 887	30 919	1 802 791	1 980 405

4.5 Analyse av risiko

I dette delkapittelet analyseres Norwegians kredittrisiko. Kredittrisiko innebærer den risikoen en långiver står overfor når han låner et selskap penger. I en slik situasjon er risikoen at selskapet vil misligholde lånet, eller at selskapet går konkurs. Dette vil innebære at långiver blir påført et potensielt tap. Hvis et selskap innehar en lav kredittrisiko vil selskapet ses på som en sikker betaler, mens en høy kredittrisiko impliserer at selskapet ses på som en usikker betaler (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s. 389).

Jeg vil i den følgende analysen utføre en likviditetsanalyse og en soliditetsanalyse av Norwegian. Likviditetsanalysen gir oss informasjon om den kortsikte risikoen i selskapet, mens soliditetsanalysen gir oss informasjon om selskapets evne til å håndtere lengre perioder med tap. Disse analysene vil sammen få frem et helhetlig bilde av Norwegians overordnede kredittrisiko. Som en oppsummering av analysene vil Norwegian tilskrives en syntetisk kredittriskoring. Sammen med dagens rentenivå vil kredittrisiko brukes av långivere for å fastsette lånerentene (Petersen mfl., 2017). Kredittrisiko er derfor viktig når jeg skal beregne kapitalkostnaden for gjeld.

I beregningene vil jeg benytte de opprinnelige tallene fra selskapets resultat- og balanseregnskap. Jeg vil også sammenligne de ulike resultatene opp mot den komparative bransjen. Som nevnt tidligere består den komparative bransjen av SAS (SAS, 2012-2016), Ryanair (Ryanair, 2012-2016) og EasyJet (EasyJet, 2012-2016).

4.5.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

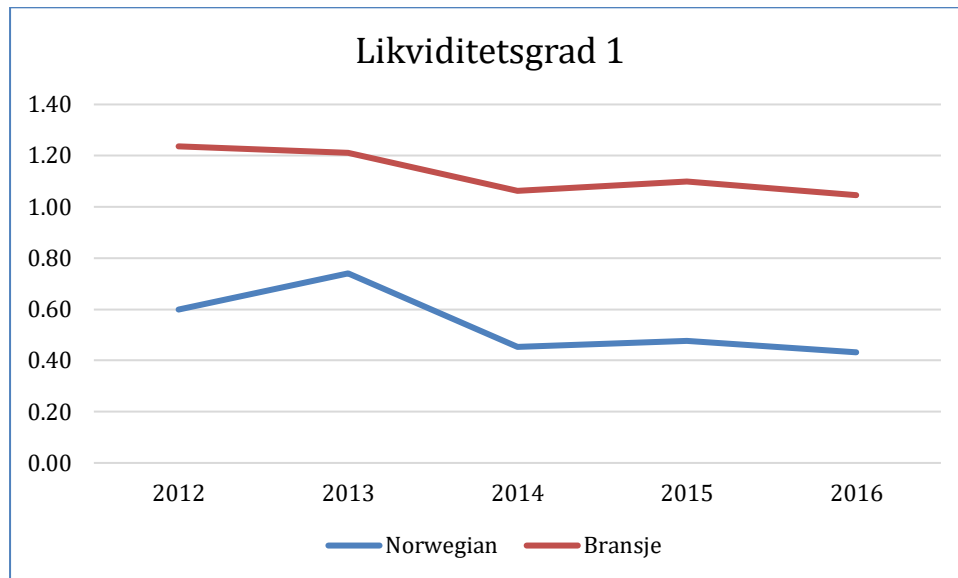
Fokuset i en likviditetsanalyse er på om driften er tilstrekkelig for å dekke de kortsiktige forpliktelsene når de forfaller, slik at en eventuell konkursrisiko reduseres. Hensikten er altså å gjøre en vurdering av selskapets evne til å betjene sine løpende gjeldsforpliktelser (Petersen mfl., 2017). Likviditetsanalysen består av en analyse av forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad.

Likviditetsgrad 1

Aswath Damodaran (2012) definerer likviditetsgrad 1 som forholdet mellom virksomhetens omløpsmidler og kortsiktige gjeld. Forholdstallet gir et innblikk i hvorvidt selskapets mest likvide eiendeler dekker forpliktelsene med forfall innen ett år. Damodaran (2012) viser til at et høyt forholdstall indikerer at selskapet har godt med likvide midler som kan benyttes til å

nedbetale kortsiktig gjeld. Han mener en god tommelfingerregel er at forholdstallet bør være over 2. Da vil over halvparten av omløpsmidlene være finansiert med langsiktig kapital.

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



Figur 2: Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

Som det fremkommer av figur 2 har Norwegian jevnt over en betydelig lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen over analyseperioden. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for Norwegian er på 0,54, mens bransjens er 1,13. En ser også av figuren at trenden er sterkt nedadgående. Fra 2014 til 2016 har den holdt seg stabil på cirka halvparten av bransjegyennomsnittet.

Årsaken til den fallende trenden er at Norwegians kortsiktige gjeld har økt hurtigere enn omløpsmidlene. Det er først og fremst den kortsiktige driftsrelaterte gjelden som har økt kraftig i analyseperioden. Omløpsmidlene består i hovedsak av kontanter og kundefordringer, og disse har altså ikke holdt følge med utviklingen i kortsiktig gjeld.

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall som er mye brukt, men det kan likevel gi et upresist bilde for enkelte bransjer. Det kan være store variasjoner mellom ulike bransjer når det gjelder den kortsiktige likviditeten. At både Norwegian og bransjen forøvrig ligger godt under tommelfingerregelen på 2 tyder på at regelen kanskje ikke egner seg for flybransjen. Selv de største flyselskapene som Ryanair og EasyJet har en likviditetsgrad 1 på godt under 2. Ryanairs gjennomsnitt i analyseperioden er på 1,75, mens EasyJets er på 0,93.

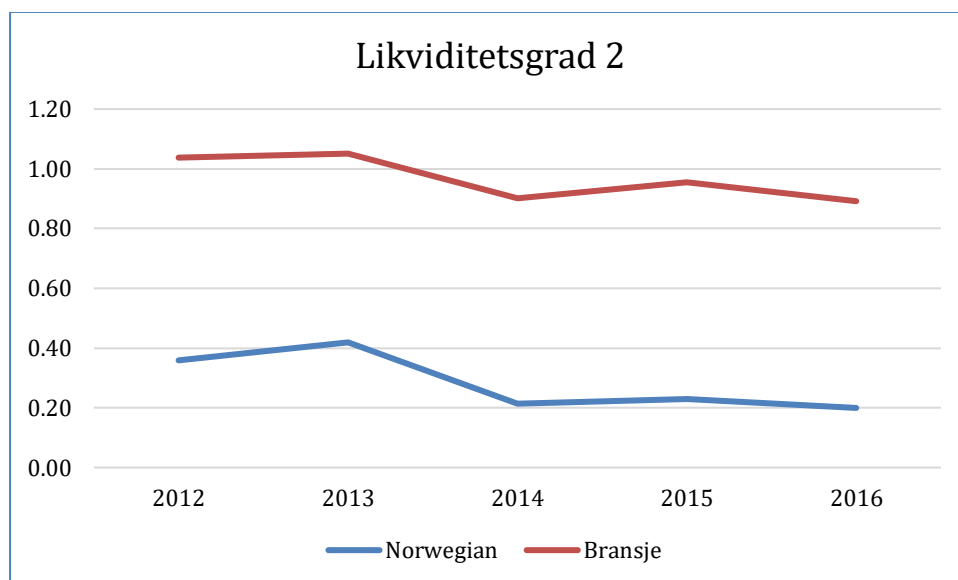
Men selv om en ikke kan forvente en likviditetsgrad 1 på over 2 er likviditetsutviklingen til

Norwegian lite tilfredsstillende. Dette øker kredittrisikoen og kan gjøre kreditorer skeptisk ovenfor selskapet.

Likviditetsgrad 2

Aswath Damodaran (2012) definerer likviditetsgrad 2 som forholdet mellom de finansielle omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. De finansielle omløpsmidlene anses som de mest likvide omløpsmidlene. Som tidligere nevnt bør man sammenligne forholdstallet med bransjegjennomsnittet, men en tommelfingerregel er at nøkkeltallet bør være høyere enn 1 (Aswath Damodaran, 2012).

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



Figur 3: Likviditetsgrad 2 for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

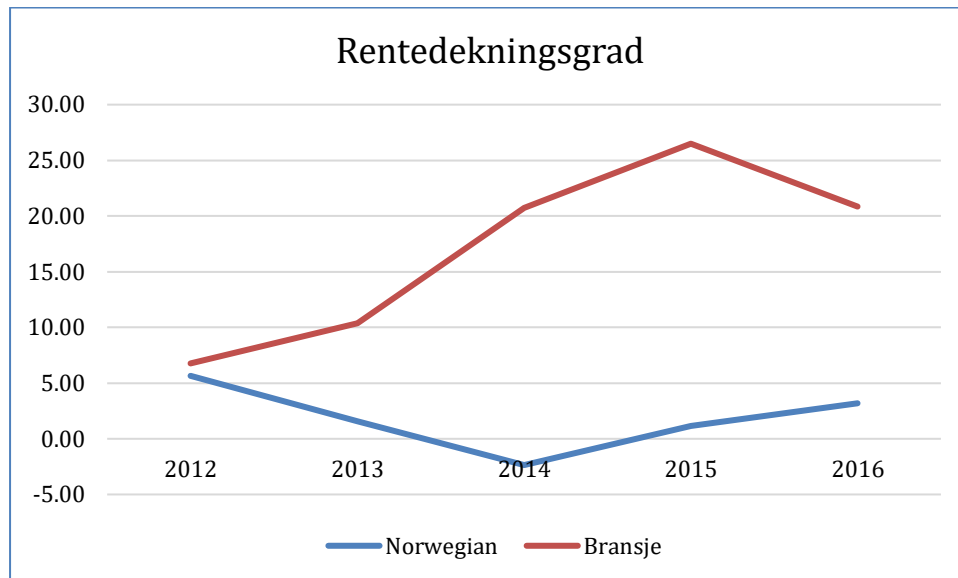
Som det fremkommer av figur 3 har Norwegian en betydelig lavere likviditetsgrad 2 enn bransjen forøvrig. I tillegg er nøkkeltallet langt lavere enn tommelfingerregelen. I motsetning til ved likviditetsgrad 1 har dog bransjen en likviditetsgrad 2 som er nær tommelfingerregelen. Dette kommer av at selskapenes omløpsmidler i stor grad består av finansielle omløpsmidler som kontanter og kontantekvivalenter.

Årsaken til Norwegians nedadgående likviditetsgrad 2 er, som ved likviditetsgrad 1, at selskapets kortsiktige gjeld har økt kraftig i perioden, mens omløpsmidlene har økt i mindre grad. Ut i fra dette er det rimelig å konkludere med at Norwegians evne til å dekke kortsiktig gjeld med de finansielle omløpsmidlene er svak, noe som øker kredittrisikoen til selskapet.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad defineres som selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital i forhold til netto finanskostnader (Aswath Damodaran, 2012). Nøkkeltallet danner dermed et bilde av selskapets evne til å dekke sine finanskostnader gjennom nettoresultatet selskapet har skapt.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekt}}{\text{Netto finanskostnad}}$$



Figur 4: Rentedekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

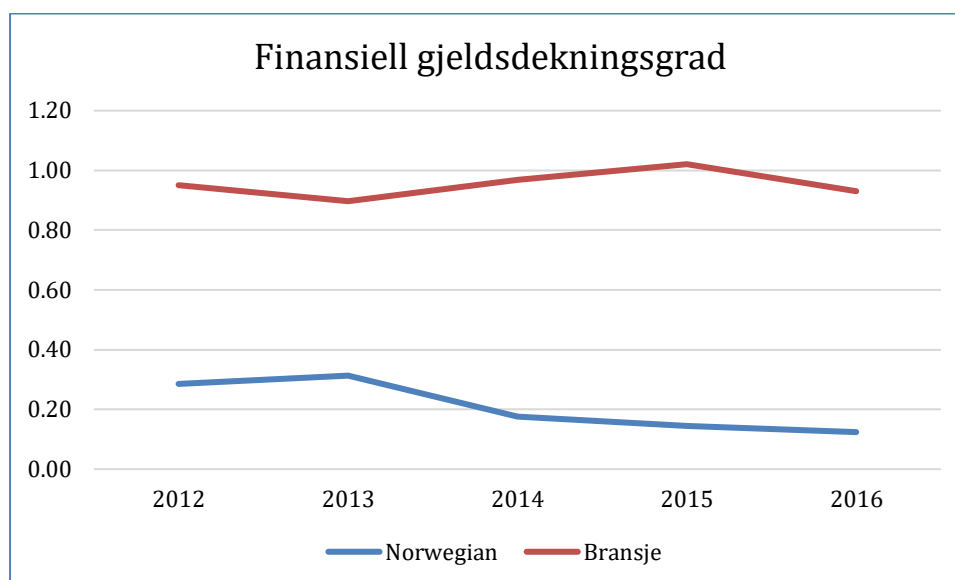
Av figur 4 ser en at Norwegians rentedekningsgrad har vært volatil i analyseperioden. Dette skyldes i stor grad endringene i driftsresultatet. Norwegians gjennomsnittlige rentedekningsgrad har i perioden vært på 1,85. Sammenlignet med bransjen forøvrig ser man at nøkkeltallet tok forskjellige veier fra 2012. Norwegians rentedekningsgrad har vært fallende, mens bransjen har hatt en positiv utvikling. Bransjegjennomsnittet påvirkes i stor grad av Ryanair og EasyJet som har hatt meget høy rentedekningsgrad. Periodegjennomsnittet for disse to er henholdsvis 11,22 og 38,17, mens SAS ligger på nivå med Norwegian med 1,76. Disse sprikene kommer av at Ryanair og EasyJet har en langt lavere gjeldsandel enn SAS og NAS, og dermed relativt sett lavere rentekostnader. I tillegg har de hatt høye og økende driftsresultat.

Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad danner et bilde av virksomhetens finansielle eiendeler sammenlignet med finansiell gjeld. Ifølge Petersen mfl. (2017) innebærer en finansiell

gjeldsdekningsgrad større enn 1 at selskapet har nok finansielle eiendeler til å kunne betale den finansielle gjelden. Han viser videre til at dette reduserer sannsynligheten for likviditetskrise.

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



Figur 5: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

Som det fremkommer av figur 5 har Norwegian en betydelig lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen. I tillegg har trenden vært fallende i analyseperioden, mens bransjen har vært stabil. Norwegian har i analyseperioden hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,21, mens bransjesnittet har vært 0,95. Det lave nivået kommer av en kraftig økning i finansiell gjeld i perioden, samtidig som finansielle eiendeler har holdt seg stabil. Det er naturlig at et selskap i kraftig vekst, som Norwegian, har lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen forøvrig. Men tallene er likevel så lave at det øker kredittrisikoen til selskapet.

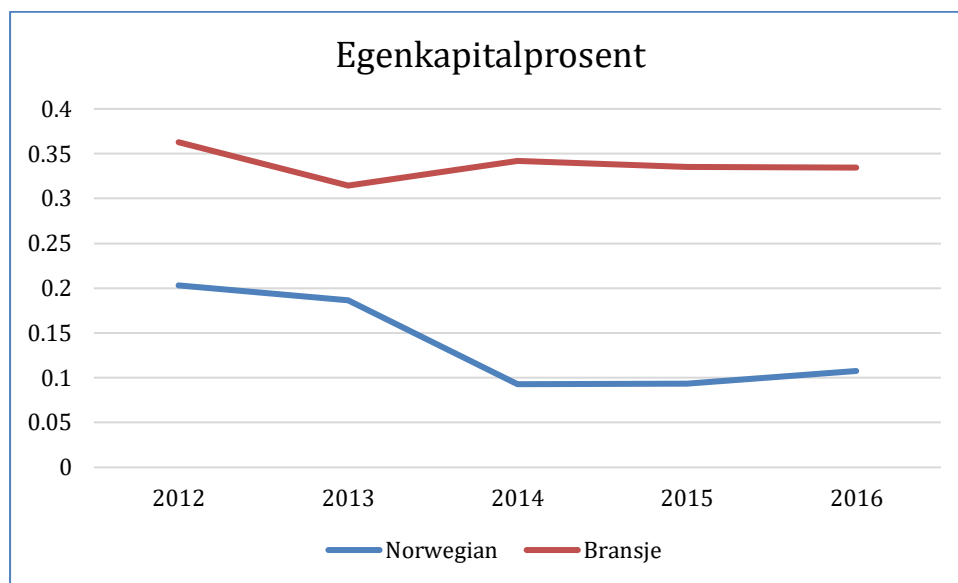
4.5.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Ifølge Petersen mfl. (2017) er hensikten med en soliditetsanalyse å kartlegge hvor finansielt kapabel selskapet er til å takle en lengre periode med underskudd. I en soliditetsanalyse vil derfor egenkapitalen være sentral, fordi den utgjør en buffer mot fremtidige tap. I dårlige tider vil dermed en solid egenkapital redusere risikoen for konkurs. I soliditetsanalysen av Norwegian vil jeg undersøke nøkkeltallene egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet, samt se på selskapets covenantskrav.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et mye brukt forholdstall for å bedømme et selskaps soliditet. Forholdstallet er definert som egenkapitalen, inkludert eventuell minoritetsinteresse, som andel av totalkapitalen. En høy egenkapitalprosent tilsier en bedre evne til å takle perioder med tap. Derfor vil dette medføre en lavere kredittrisiko. Kreditorer er også interessert i egenkapitalprosenten fordi det ofte stilles krav til en viss prosent gjennom såkalte covenantskrav (Petersen mfl., 2017).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Totalkapital}}$$



Figur 6: Egenkapitalprosent for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

Som det fremkommer av figur 6 har Norwegians egenkapitalprosent vært betydelig lavere enn bransjens i analyseperioden. Spesielt fra 2014 da Norwegians egenkapital sank som følge av negativt årsresultat. Fra samme år og til 2016 var det også en betydelig økning av finansiell gjeld, noe som er årsaken til egenkapitalprosenten har forblitt lav. Gjennomsnittlig egenkapitalprosent i perioden for Norwegian var 13,7% og i 2016 var den 10,7%. Dette er urovekkende lavt, spesielt hvis man sammenligner med Ryanair og EasyJet. Disse hadde et gjennomsnitt for perioden på henholdsvis 35,2% og 46,4%. Den lave egenkapitalprosenten kan ha innvirkning på Norwegians evne til å opprettholde lån med tilfredsstillende rente, noe jeg skal se på nedenfor.

Covenantskrav

Norwegians har covenantskrav på obligasjonslånene sine. Disse kravene er at de til enhver tid har en egenkapital på 1,5 milliard kroner, en minimumslikviditet på 500 millioner kroner og at de ikke utbetaler dividende på mer enn 35% av årsresultatet (Norwegian, 2016). Fra balansen presentert i kapittel 4.3 ser en at Norwegian egenkapital i 2016 er 4,05 milliarder kroner. Dette impliserer at de i 2016 hadde tilstrekkelig buffer for å klare kravene i årene fremover. Men i tiden mellom analyseperioden og informasjonsgrensen for denne oppgaven har situasjonen endret seg.

I midten av 2017 solgte Norwegian seg ned i Norwegian Finans Holding (Bank Norwegian). Dette gjorde at Norwegian kunne bokføre en gevinst på 1,993 milliarder. I tillegg endret selskapet måten de bokførte aksjene i banken på, dermed fikk egenkapitalen et tilsvarende løft. 2017 var et svakt år for Norwegian og nettoresultatet for året ble rapportert til å være – 298,6 millioner. Egenkapitalen ved utgangen av 2017 ble rapportert til å være 4,1 milliarder. Uten salget av Bank Norwegian ville altså resultatet etter skatt vært på -2,3 milliarder, og egenkapitalen på 2,1 milliarder.

Men i en børsmelding 15.03.2018 (Oslo Børs, 2018c) meldte selskapet at de, etter dialog med finanstilsynet, reverserer både gevinsten og økningen i egenkapital. Finanstilsynet anbefalte nemlig en regnskapsførsel av Bank Norwegian-aksjene for 2017 i henhold til egenkapitalmetoden. Norwegian meldte samtidig at samtidig som de trekker fra på både resultatet og egenkapital i 2017, vil de gjøre tilsvarende økninger på de samme postene i første kvartal 2018. Det vil altså ha ingen effekt på Norwegian bokførte egenkapital per 31.mars 2018.

Det som er interessant i denne saken er at da Norwegian solgte og endret bokføring av aksjene i midten av 2017 var de farlig nær grensen på 1,5 milliarder i bokført egenkapital. Endringen i bokføringen ga de et etterlengt pusterom med tanke på covenantkravet for egenkapitalen. I praksis får reverseringen ingen effekt for egenkapitalen siden de fører det tilsvarende i første kvartal 2018. Men det viser likevel at Norwegian har vært nærme grensen, og at et enda dårligere andre halvår 2017 kunne gjort at de midlertidig kom under grensen.

Norwegian egenkapital er altså sårbar, og uten å skyte inn ny egenkapital er det kritisk hvis de i fremtiden leverer like svakt årsresultat som i 2017. Derfor var det ikke overraskende at de 20.03.2018 (Oslo Børs, 2018d) meldte at de henter inn 1,3 milliarder i ny kapital gjennom en emisjon. En reparasjonsemisjon på rundt 200 millioner er også planlagt i løpet mai 2018.

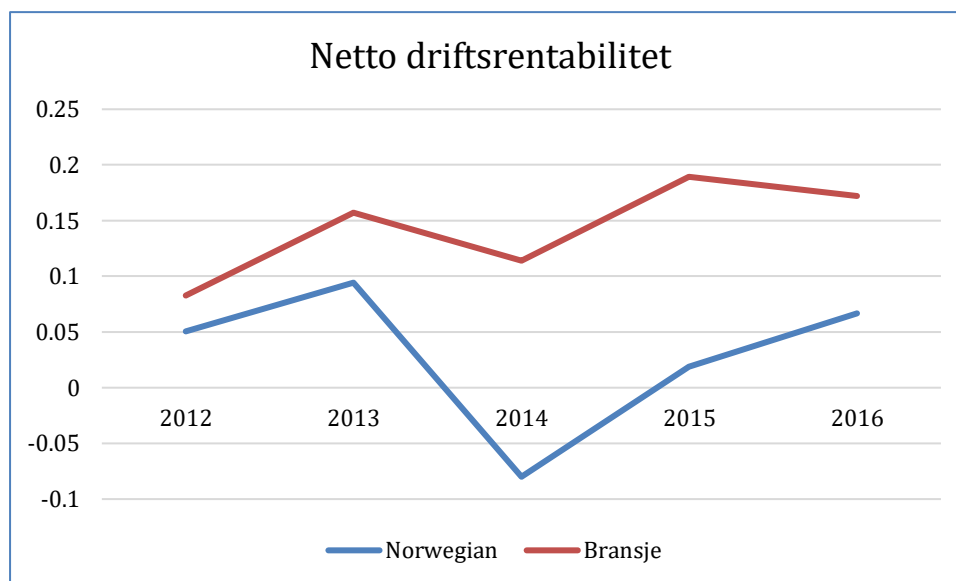
Dette fører til at de har en større buffer for å takle kravet til egenkapital, men det vil likevel værere kritisk hvis de ikke forbedrer resultatet i årene fremover.

Det er ikke satt covenantskrav på Norwegians øvrige gjeld. En kan også merke seg at flyfinansieringen er garantert for av eksportkredittbyråer hvor flyene fungerer som sikkerhet.

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet defineres som netto driftsresultat (NDR) i forhold til gjennomsnittlig netto driftseiendeler (NDK). Forholdstallet er dermed et mål på avkastningen til netto driftseiendeler (Petersen mfl., 2017). Grunnen for at det er inkludert i soliditetsanalysen er at svak lønnsomhet kan redusere egenkapital-bufferen. Etersom driftsresultatet skapes jevnt over hele året beregnes netto driftskapital som årets gjennomsnittlige balanse.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR}{NDK} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$



Figur 7: Netto driftsrentabilitet for Norwegian og bransjen i perioden 2012-2016

Som det fremkommer av figur 7 har Norwegians netto driftsrentabilitet variert gjennom analyseperioden. Som ved de andre nøkkeltallene gjør det negative årsresultatet i 2014 at forholdstallet for dette året blir lavt, mens de resterende årene er relativt stabile.

Gjennomsnittet i analyseperioden var for Norwegians 3%, mens bransjen hadde en gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 14,3%. Årsaken til Norwegians lave og varierte nøkkeltall sammenlignet med bransjen er at netto driftskapital har økt mye, mens netto

driftsresultat har vært mer variert. Dette er forventet på grunn av Norwegians eksplosive ekspansjon, der det er investert mye i driften, samtidig som resultatet ikke har stabilisert seg.

4.5.3 Oppsummering – syntetisk rating

Sammen danner likviditetsanalysen og soliditetsanalysen grunnlag for å tilskrive Norwegian en syntetisk rating. Varhaug og Torgersen (2015) viser til en ratingmodell utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå for et kurs på NHH. Modellen tar utgangspunkt i «Standard & Poor`s» sitt system for ratingklasser, og jeg velger å bruke Knivsflås modell for å beregne Norwegians syntetiske rating. Modellen benytter 4 nøkkeltall; likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Tabell 9: Syntetisk rating basert på nøkkeltall (Masteroppgave, 2015)

Rating	Likviditets-grad 1	Rentedeknings-grad	Egenkapital-prosent	Netto drifts-rentabilitet	Konkurs-sannsynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

I tabell 9 ovenfor presenteres Knivsflås modell. Den syntetiske ratingen viser sannsynligheten for at et selskap vil gå konkurs i løpet av det neste året. Ettersom modellen kun baserer seg på 4 nøkkeltall vil jeg også foreta skjønnsmessige vurderinger for å kunne tilskrive Norwegian

en syntetisk rating. I tabell 10 viser jeg Norwegians forholdstall for perioden år for år, mens jeg i tabell 11 har matchet disse forholdstallene med tilhørende rating fra tabell 6.

Tabell 10: Nøkkeltall for Norwegian i perioden 2012-2016

År	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsgrad 1	0,60	0,74	0,45	0,48	0,43
Rentedekningsgrad	5,65	1,60	-2,36	1,16	3,20
Egenkapitalprosent	0,20	0,19	0,09	0,09	0,11
Netto driftsrentabilitet	0,05	0,09	-0,08	0,02	0,07

Tabell 11: Syntetisk rating for Norwegian i perioden 2012-2016

År	2012	2013	2014	2015	2016
Likviditetsgrad 1	CCC	B-	CC-	CC-	CC-
Rentedekningsgrad	AA-	BBB-	D	BB-	A-
Egenkapitalprosent	B-	B-	CC+	CC+	CCC-
Netto driftsrentabilitet	B+	BBB	D	CCC+	BB
Snitt/Skjønn	BB	BB	C	CCC	B

Som det fremkommer av tabell 11 har den syntetiske ratingen for Norwegian variert fra BB til C over analyseperioden. Snittratingen for perioden er på et sted mellom B og CCC. Ut i fra skjønsmessige vurderinger mener jeg at en rating på B best reflekterer Norwegians situasjon. Av tabell 6 ser man at rating B tilsvarer en konkurssanssynlighet på 4,93%.

Fra analysen av Norwegians kortsiktige risiko fant jeg at selskapets likviditet var betydelig lavere enn bransjens. I tillegg til likviditetsgrad 1 og 2 var også den finansielle gjeldsdekningsgraden klart lavere enn bransjens, samtidig som trenden var nedadgående. Ved å også ta til betraktning at bransjens forholdstall var under tommelfingerreglene for det de burde være, kan man konkludere med at Norwegians forholdstall er bekymringsverdig.

Soliditetsanalysen av Norwegian viser i tillegg at selskapet er et lite solid finansiert selskap. Særlig i den senere delen av analyseperioden har forholdstallene vært lave, og betydelig svakere enn bransjens. Hvis man også tar covenantkravet til betraktning, var det ikke overaskende at selskapet måtte utføre en emisjon i 2018. Men selv med ny kapital er soliditeten til selskapet svak, og bufferen mot fremtidige tap er liten. Norwegian kan derfor

ikke tillate seg flere år med negativt driftsresultat. Da blir de i så fall tvunget til å hente inn mer kapital for å heve egenkapitalandelen.

Ut i fra disse to analysene, og gjennomsnittlige kredittrater for analyseperioden, mener jeg at en kredittrisikoring på B er rimelig. Norwegians negative trend trekker ned, mens det faktum at flyfinansieringen er garantert for av eksportkredittryrker trekker opp.

En del av årsaken til at Norwegian oppnår svakere forholdstall enn bransjen forøvrig er selskapets eksplosive vekst. De store investeringene i flyflåten, med påfølgende stor økning i gjeld, har ført til at selskapets likviditet og soliditet er dårlig. Man kan derfor være tilbøyelig til å gi selskapet mer tid, slik at strategien kan bære frukter. Men som kreditor har man ingen garanti for at Norwegians strategi vil lykkes, og dermed er det fortsatt en betydelig risiko i å låne selskapet penger. Ifølge Varhaug og Torgersen (2015) viser Knivsflå til at en kredittrating på B medfører en kredittrisikopremie på 4,4%. Dette vil jeg ta hensyn til ved utregning av selskapets kapitalkostnad for gjeld i neste kapittel.

5 Avkastningskrav

Avkastningskravet representerer hvilken avkastning investorene kan forvente ved å plassere kapitalen i en alternativ investering med samme risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Det er dette avkastningskravet som benyttes for å diskontere selskapets fremtidige frie kontantstrømmer.

Som redegjort for i kapittel 3 er WACC det vanligste avkastningskravet å benytte, men WACC innebærer forutsetninger som i Norwegians tilfelle ikke er oppfylt. Norwegians høye gjeldsgrad og ustabile kapitalstruktur gjør at bruk av WACC kan føre til en unøyaktig vurdering av skattefordelen fra gjeld.

APV-modellen forsøker å løse problemet ved å skille selskapet i to deler; verdien av selskapet som om det var finansiert uten gjeld, og verdien av skattefordelen fra gjeld. Disse to komponentene beregnes ved hjelp av hvert sitt avkastningskrav, nemlig «unlevered kapitalkostnad» og kapitalkostnaden for gjeld.

5.1 «Unlevered» kapitalkostnad

«Unlevered kapitalkostnad» er hva kostnaden for egenkapitalen ville vært i en hypotetisk situasjon der selskapet er gjeldfri (Koller mfl., 2015, s. 157). Fra kapittel 3 har vi følgende formel:

$$k_e = k_u + \frac{D}{E}(k_u - k_d) - \frac{V_{txa}}{E}(k_u - k_{txa})$$

k_e – kapitalkostnad for egenkapital

k_u – «unlevered» kapitalkostnad

k_d – kapitalkostnad for gjeld

k_{txa} – kapitalkostnad for skattefordelen

Under forutsetningen om at $k_u = k_{txa}$ blir formelen slik:

$$k_e = k_u + \frac{D}{E}(k_u - k_d)$$

Av dette kan en løse likningen for k_u :

$$k_u = \frac{E}{E + D} k_e + \frac{D}{E + D} k_d$$

5.1.1 Beregning av totalkapital

I tabell 12 nedenfor vises beregningen av totalkapital for Norwegian per 31.12.2016.

Tabell 12: Beregning av totalkapital for Norwegian per 31.12.2016

Utestående aksjer	35 759 639
Aksjekurs	286
Markedsverdi av E i NOK 1000	10 227 257
Markedsverdi av D i NOK 1000	66 339 212
Markedsverdi av totalkapital i NOK 1000	76 566 469

Markedsverdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere aksjekursen per 31.12.16 med antall utestående aksjer. Tallet som brukes for markedsverdien av gjeld er rentebærende gjeld fra den omgrupperte balansen i 2016.

5.1.2 Beregning av kapitalkostnad for egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen kan beregnes på flere måter. Den mest brukte metoden kalles CAPM-modellen. Modellen består av komponentene risikofri rente, markedets risikopremie og beta. Formelen til CAPM-modellen er som følger:

$$E(R_e) = R_f + \beta_e [E(R_m) - R_f]$$

Hvor:

$E(R_e)$ = forventet avkastning på egenkapital

R_f = risikofri rente

β_e = mål på den markedsrelaterte risikoen

R_m = forventet avkastning i markedet

$$E(R_m) - R_f = \text{markedets risikopremie}$$

Risikofri rente

Den risikofrie renten kan ha flere definisjoner, men innen verdsettelse vil det vanligvis si den avkastningen investorer kan oppnå ved å investere i et sikkert verdipapir. Altså et verdipapir som i teorien ikke skal ha konkurs- eller misligholdrisiko. Kaldestad og Møller (2016) mener det nærmeste man kommer dette er statsobligasjoner. Men det er i litteraturen uenighet omkring valg av lengde på disse obligasjonene. Koller mfl. (2015) anbefaler for eksempel å benytte seg av 10-årige statsobligasjoner, mens Kaldestad og Møller (2016) presenterer ulike alternativer som skiller seg fra dette.

Norges bank opererer med 3-årige, 5-årige og 10-årige statsobligasjoner. I tabellen nedenfor presenteres årsgjennomsnittet for de forskjellige statsobligasjonene de siste 5 årene (NORGES BANK, 2018a).

Tabell 13: Årsgjennomsnitt for statsobligasjoner i perioden 2013-2017

	3 ÅR	5 ÅR	10 ÅR
2017	0,77	1,07	1,64
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58

Av tabellen kan en se at gjennomsnittlig rente på statsobligasjonene har vært nedadgående, foruten 2017 der de økte litt. Men i et historisk perspektiv er rentene fortsatt meget lave. Jeg mener det er naturlig å forvente at risikofri rente i løpet av fremtidsbudsjettet beveger seg fra dagens historisk lave nivå opp mot historisk normalverdi. Jeg velger derfor å bruke månedsgjennomsnitt for 10-årige statsobligasjoner for mars 2018. Denne er 1,99% (NORGES BANK, 2018b).

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom markedets forventede avkastning og den

risikofrie renten. Dette vil si den forventede meravkastningen du kan oppnå ved å investere i aksjemarkedet kontra statsobligasjonen. Beregning av markedets risikopremie er komplisert, og Koller mfl. (2015, s. 287) viser til at det ikke finnes en bestemt metode som er anerkjent som den beste. Han anbefaler å benytte en risikopremie på 5%, da han viser til at risikopremien varierer mellom 4,7% og 5,4%. Jeg har valgt å følge anbefalingen, og dermed ikke gjøre egne beregninger. Jeg forutsetter en markedsrisikopremie på 5%.

Beta

Beta er et mål på forholdet mellom avkastningen til en aksje og aksjemarkedet i sin helhet. Det vil si at beta blant annet måler en aksjes systematiske risiko, altså den risikoen som en ikke kan diversifisere seg bort ifra. Investorer vil kreve en kompensasjon for investeringens risiko, og dermed vil kompensasjonen være en funksjon av aksjens beta. Er betaverdien til en aksje større enn 1 representerer dette en større risiko enn markedet, og dermed kreves det høyere avkastning. I tillegg sier betaverdien noe om aksjens samvariasjon med markedsindeksen. Hvis betaverdien til en aksje er null, vil avkastningen til aksjen ikke ha noen samvariasjon med markedsindeksen. På den annen side vil en betaverdi på 1 fortelle at en kan forvente en avkastning lik den forventede markedsavkastningen.

Beta kan ikke observeres direkte og må dermed beregnes på bakgrunn av historiske data. I følge Koller mfl. (2015, s. 297) bør det brukes minst 60 observasjoner ved beregning av et selskaps betaverdi. Han anbefaler også at observasjonene er månedlige data, da daglige- og ukentlige data fører til systematiske feil.

På den annen side mener Damodaran (1999b) at valg av tidsperiode bør variere fra situasjon til situasjon. Ved å gå langt tilbake i tid oppnår man fordelene av å få flere observasjoner i regresjonen, men man kan risikere at selskapet har endret seg betydelig i løpet av perioden. Målet er ikke å estimere en beta som samsvarer best mulig med fortiden, men å bruke en best mulig beta for fremtiden. Damodaran mener derfor at man burde bruke en lengre tidsperiode hvis selskapet er stabilt, med en stabil kapitalstruktur. Mens for selskaper i vekst og endring, der gjeldsgraden har endret seg betydelig, vil det være unaturlig å estimere beta ved bruk av tall som stammer fra en periode der selskapet var i en annen situasjon.

Jeg anser Norwegian som et selskap i stor endring, og ved å gå 5 år tilbake i tid ser man at selskapet hadde en helt annen kapitalstruktur enn i dag. Dette tilsier at selskapets situasjon med tanke på risiko er betydelig forandret. På bakgrunn av dette vil jeg gå 3 år tilbake i tid ved estimeringen av beta. Ulempen vil være at antall observasjoner reduseres.

Jeg vil beregne Norwegians betaverdi opp mot OSEBX (Oslo Børs Benchmark Index). Det vil bli brukt månedlig avkastning over en periode på 3 år som utgjør 37 observasjoner.

Daglige kurser er lastet ned fra Oslo Børs og omarbeidet til månedlige ved å benytte siste tilgjengelige kurs i de respektive månedene. Betaverdien blir estimert ved hjelp av følgende regresjonsuttrykk:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i * R_m + e_i$$

Hvor:

R_i = månedlig avkastning på NAS – aksjen

α_i = skjæringspunktet

β_i = betaverdien

R_m = månedlig avkastning på OSEBX

e_i = feilledd

Regresjonsanalysen er utført i Microsoft Excel 2016 og ga følgende resultater:

SAMMENDRAG (UTDATA)						
<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multipel R	0,21962267					
R-kvadrat	0,04823412					
Justert R-kvad	0,02104081					
Standardfeil	0,12310713					
Observasjoner	37					
<i>Variansanalyse</i>						
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>	
Regresjon	1	0,02688182	0,02688182	1,7737494	0,19152735	
Residualer	35	0,53043777	0,01515536			
Totalt	36	0,55731959				
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspun	-0,0222942	0,02074229	-1,0748203	0,28980923	-0,0644033	0,01981485
X-variabel 1	0,89207541	0,66981588	1,33182184	0,19152735	-0,4677231	2,25187393

Figur 8: Regresjonsanalyse

Figur 8 viser en estimert betaverdi på 0,892. Dette impliserer at en økning på 1% på den månedlige avkastningen i OSEBX vil føre til en økning på 0,892% i NAS-aksjen. R-kvadrat er på 0,0482, noe som impliserer at 4,82% av variasjonen i aksjens kurs er forklart av variasjon i markedsindeksen. Dette vil si at 95,18% kan forklares av variasjon i feilleddet.

Feilledet er et mål på den usystematiske risikoen. Variasjonen i Norwegians kurs er dermed lite forklart av markedsindeksen. Av tabellen kan man videre se at betaverdien ligger i intervallet -0,47-2,25, samtidig som standardfeilen er 0,67. T-verdien er større enn kritisk verdi på 95% nivå. Av dette kan det tolkes at det er stor usikkerhet i estimatet. Ved et så stort standardavvik er det vanskelig å forutse betaverdien. Det må presiseres at jeg også har utført regresjonsanalysen med månedlig avkastning over en 5-årsperiode med 60 observasjoner. Her ble resultatet en enda lavere beta, med et ca. like stort standardavvik. Jeg finner det derfor rimelig å bruke den 3-årige betaverdien.

Formålet med regresjonsanalysen har vært å komme fram til en estimert betaverdi. Denne betaverdien vil bli brukt som et av parameterne i CAPM-modellen for å kunne beregne kapitalkostnad for egenkapitalen.

Ifølge Koller mfl. (2015) vil betaverdien over tid bevege seg mot markedets gjennomsnittlige avkastning. Derfor anbefaler han å justere betaverdien med en såkalt Bloomberg-justering. Her vektlegges den estimerte betaverdien med 2/3 og markedsbetaen med 1/3. Dette gir en justert betaverdi for NAS-aksjen på $2/3 * 0,892 + 1/3 * 1 = 0,928$. Det er denne betaverdien jeg vil bruke videre.

Alle komponentene til CAPM-modellen er dermed beregnet, og jeg kan beregne kapitalkostnaden for egenkapitalen:

$$E(R_e) = R_f + \beta_e [E(R_m) - R_f]$$

$$E(R_e) = 1,99 + 0,928 * 5 = 6,63\%$$

5.1.3 Beregning av kapitalkostnad for gjeld

Rente på gjeld er summen av risikofri rente og kredittrisikopremien.

$$\text{Kapitalkostnad for gjeld} = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie}$$

Ved beregning av kredittrisiko i delkapittel 4.5.9 fant jeg at kredittrisikopremien til Norwegian var 4,4%. Basert på dette blir kapitalkostnad for gjeld $0,0199+0,044=6,39\%$

5.1.4 Beregning av «unlevered» kapitalkostnad

Alle komponentene som skal til for å beregne «unlevered» kapitalkostnad er dermed beregnet, og jeg får følgende verdier:

$$k_u = \frac{E}{E + D} k_e + \frac{D}{E + D} k_d = 15,6\% * 6,6\% + 84,4\% * 6,4\% = 6,43\%$$

Dermed er «unlevered» kapitalkostnad for Norwegian estimert til 6,43%, og dette estimatet vil benyttes til diskontering av de frie kontantstrømmene.

6 Fremtidsbudsjettering

På bakgrunn av tilgjengelig informasjon om fremtiden, regnskapsanalysen og subjektive antagelser om videre utvikling for selskapet, blir det i dette kapitlet utarbeidet et fremtidsbudsjett for Norwegian. Sammen med avkastningskravene beregnet i kapittel 5 vil fremtidsbudsjettet danne grunnlaget for beregningen av Norwegians aksjekurs.

6.1 Rammeverk for fremtidsregnskapet

I kapittel 3 vedrørende APV-modellen ble det redegjort for at et selskaps verdi tilsvarer nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene selskapet genererer. Men det er umulig å estimere kontantstrømmer for evig tid. Derfor er det normalt å beregne kontantstrømmer et visst antall år frem i tid, for deretter å beregne en terminalverdi. Terminalverdien er nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer til et selskap på det tidspunktet.

Perioden før det tidspunktet terminalverdien blir beregnet er altså prognoseperioden. Koller mfl. (2015) mener det er viktig at prognoseperioden er lang nok til at selskapet kommer i en «steady state». Hvis ikke blir det vanskelig å beregne en mest mulig korrekt terminalverdi. Med «steady state», eller stabil tilstand, menes det at selskapets vekst er konstant og at man oppnår en konstant avkastning på investert kapital, både eksisterende og ny (Koller mfl., 2015, s. 230).

Koller mfl. (2015, s. 230) mener at en for kort prognoseperiode typisk kan føre til en betydelig undervurdering av et selskap, mens en for lang periode gjør det utfordrende å prognostisere spesifikke detaljer om selskapet så langt frem i tid. Han anbefaler derfor en prognoseperiode på 10-15 år for selskaper i sterk vekst.

Norwegian er et selskap i sterk vekst. Men selskapet antyder selv at vekstfasen kommer til å flate ut sommeren 2018. Jeg har derfor valgt en mellomlang prognoseperiode på 7 år.

Budsjett for 2017-2019 er beregnet basert på detaljert informasjon fra Norwegians kvartalsrapport for 4.kvartal 2017. Fra 2020 til 2023 er beregningene basert på antagelser, historisk utvikling og annen informasjon som for eksempel uttalelser i media. Etter 2023 anser jeg det som vanskelig å beregne kontantstrømmene, og jeg velger derfor å estimere terminalverdi med forutsetning om konstant vekst fra år 2023.

6.2 Driftsinntekter

Norwegians driftsinntekter består av passasjerinntekter, tilleggsinntekter, andre inntekter, annen inntekt og inntekter fra tilknyttede selskaper. Hovedinntekten er passasjerinntekter, som i 2016 utgjorde 80,3 % av driftsinntektene.

A Damodaran (2010) skisserer tre metoder for å estimere et selskaps fremtidige driftsinntekter. Den første er å bruke selskapets historiske vekst som basis for å estimere fremtidig vekst. Metoden er best egnet for selskaper i «steady state», da man antar at historisk vekst vil være ganske lik fremtidig vekst. Metode nummer to er å følge profesjonelle analytikeres estimater for fremtidig vekst. Damodaran er av oppfatning at profesjonelle analytikere ofte viser seg å ha dårlige vekstanslag, spesielt på lengre sikt. Den siste metoden er å estimere fremtidig vekst fra et fundamentalt perspektiv. Dette begrunnes med at veksten et selskap skaper vil være et resultat av investeringene selskapet foretar seg, og at disse investeringene derfor må vurderes og bedømmes.

Jeg velger å bruke en kombinasjon av metode én og metode tre. Siden Norwegian fortsatt er i en vekstfase vil det ikke være tilfredsstillende å kun bruke historisk vekst. Man trenger også å se på fremtiden gjennom et fundamentalt perspektiv. Jeg bruker følgende formel for å beregne driftsinntektene i prognoseperioden:

$$\text{Driftsinntekter}_t = \text{Passasjerer}_t * \text{Average revenue per unit}_t$$

Average revenue per unit (ARPU) estimeres ved hjelp av Norwegians historiske tall.

Estimerte fremtidige passasjerantall beregnes basert på Norwegians nåværende- og antatt fremtidige flyflåte. Norwegian har på tross av en raskt ekspanderende flyflåte klart å holde kabinfaktoren stabil. De har dermed lyktes godt med å analysere hvilke eksisterende ruter som trenger større kapasitet, og hvilke nye ruter som kan bli populære blant passasjerene. Dette kan være vanskelig på grunn av mangel på data om etterspørsel og priselastisitet for nye ruter. Det er derfor en sterk prestasjon at de har klart å økt kabinfaktoren gjennom analyseperioden.

Denne evnen til å holde kabinfaktorer stabil, eller til og med økende, antas å vedvare i prognoseperioden. Andelen mellom korte, mellomdistanse, og lange flygninger antas også holde seg omtrent lik dagens sammensetning. Disse to antagelsene legges til grunn ved beregning av Norwegians fremtidige passasjerantall. Jeg beregner derfor Norwegians fremtidige passasjertall ved å multiplisere gjennomsnittlig antall passasjerer fraktet per fly fra analyseperioden med størrelsen på flyflåten i prognoseperioden

I tabell 14 nedenfor beregnes historisk ARPU ved å dele driftsinntekter på antall passasjerer.

Tabell 14: Historisk ARPU for perioden 2012-2016

Historisk	2012	2013	2014	2015	2016
Antall fly ved årsslutt	68	85	95	99	116
Passasjerer	17 700 000	20 700 000	24 000 000	25 700 000	29 300 000
Passasjerer per fly	260 294	243 529	252 632	259 596	252 586
Driftsinntekter	12 891 882	15 626 141	19 597 670	22 594 589	26 267 326
ARPU	0,73	0,75	0,82	0,88	0,90

I tabell 15 har jeg prognostisert hvor mange fly Norwegian vil ha i prognoseperioden og antall passasjerer per fly. Bjørn Kjos har i media tidligere uttalt at han mener at flyveselskaper som skal være konkurransedyktige i Europa trenger en flyflåte på ca. 250 fly (DN, 2013). Å ha en stor flyflåte muliggjør lavere operasjonelle kostnader gjennom stordriftsfordeler, samt høyere kabinfaktor gjennom bedre logistikkstyring. Han mener at det i fremtiden ikke blir plass til små flyselskaper, og at størrelse er helt kritisk for å overleve. Det er basert på disse uttalelsene, samt Norwegians allerede bestilte fly at jeg estimerer antall fly i prognoseperioden.

Tabell 15: Prognostiserte fly og antall passasjerer for perioden 2017-2023

Prognostisert	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly ved årsslutt	145	177	204	224	235	242	248
Passasjerer per fly	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727
Passasjerer	36 790 481	44 909 760	51 646 223	56 810 846	59 651 388	61 440 930	62 976 953
ARPU	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96

I tabell 14 ser man at ARPU har økt relativt mye gjennom analyseperioden. Samtidig er økningen fra 2015 til 2016 liten, noe som kan tyde på at det vil flate litt ut. I prognostiseringen forutsetter jeg en økning av Norwegians ARPU på 1% frem til år 2023, og at den deretter blir konstant i all evighet. Dette medfører at veksten i driftsinntektene er på 26,3% fra 2016 til 2017. Deretter vil vekstraten reduseres jevnlig frem til 2023, og evig vekst er forutsatt til 2,5%.

Ved hjelp av ARPU og estimert antall passasjerer beregnes driftsinntektene for prognoseperioden. Jeg velger å fordele driftsinntektene på passasjerinntekter, tilleggsinntekter og andre inntekter med samme forhold til driftsinntektene som i 2016. Dette kommer av at jeg forutsetter at alle inntektspostene vil bidra relativt likt til økningen i driftsinntekter. Når antall

passasjerer øker er det naturlig at tilleggsinntektene vil ha en like stor vekst som billettinntektene. Forholdstallene er relativt stabil fra 2012-2016, med noen unntak. Jeg velger å bruke 2016-tallene fordi det er de nyeste, samt at jeg antar at 2016 kan sees på som et normalår. Postene annen inntekt og resultatandel tilknyttede selskap vil ikke prognostiseres for. Annen inntekt ble i regnskapsanalysen klassifisert som en unormal post, mens resultatandel tilknyttede selskap ikke lenger blir klassifisert som en driftsinntekt. Sistnevnte er på grunn av at Norwegian fra 2018 har omklassifisert aksjene i Bank Norwegian fra å være en investering i tilknyttet selskap til å være en finansiell investering. Herav vil disse inntektene fra og med 2018 bokføres som finansiell inntekt.

I tabell 16 oppsummeres prognostiseringen av Norwegians driftsinntekter for perioden 2017-2023. Tall i NOK 1000.

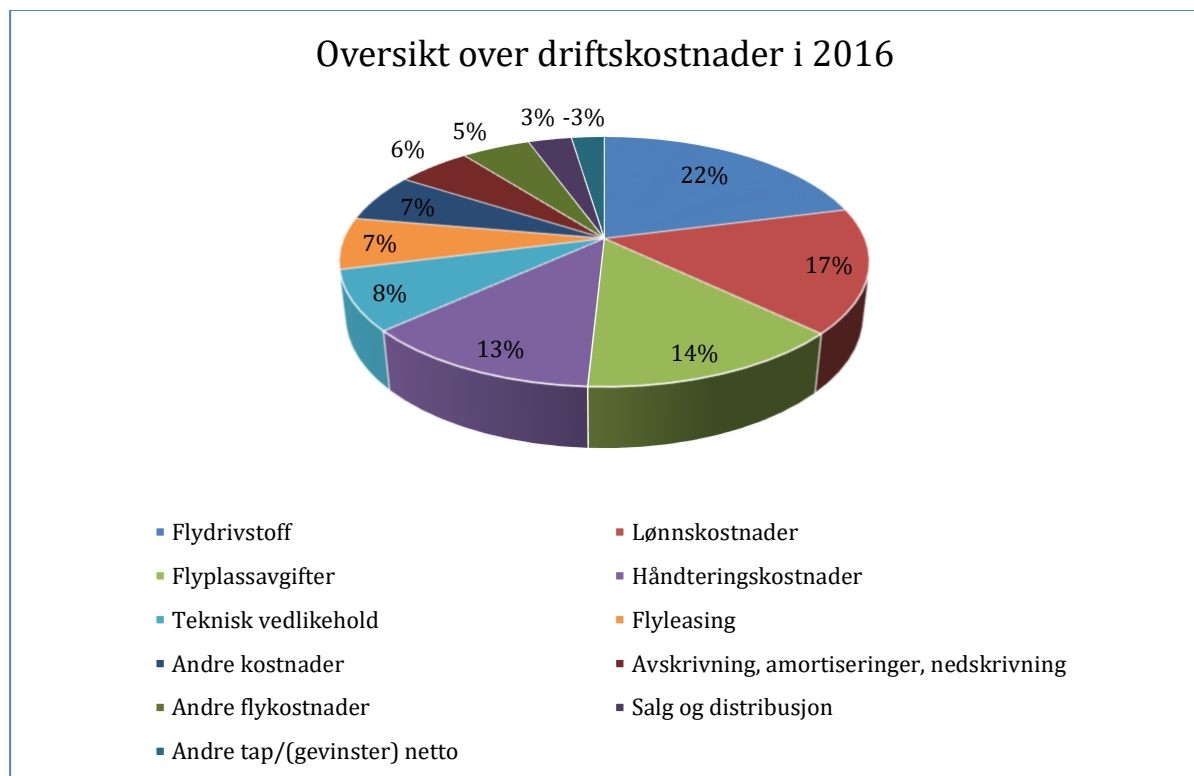
Tabell 16: Prognostiserte driftsinntekter for perioden 2017-2023

Prognostisert	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly ved årsslutt	145	177	204	224	235	242	248
Passasjerer per fly	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727	253 727
Passasjerer	36 790 481	44 909 760	51 646 223	56 810 846	59 651 388	61 440 930	62 976 953
ARPU	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96
Driftsinntekter	33 180 479	40 908 098	47 514 756	52 788 894	55 982 622	58 238 722	60 291 637
Økning i %	26,32 %	23,29 %	16,15 %	11,10 %	6,05 %	4,03 %	3,53 %
Passasjerinntekter	26 972 910	33 254 807	38 625 459	42 912 885	45 509 114	47 343 131	49 011 977
Tilleggsinntekter	5 023 607	6 193 587	7 193 851	7 992 369	8 475 907	8 817 486	9 128 303
Andre inntekter	1 183 963	1 459 704	1 695 446	1 883 640	1 997 601	2 078 104	2 151 357

6.3 Driftskostnader

Norwegian har, som lavprisselskap, et fokus på kostnadseffektivitet og innføring av en moderne flyflåte som i det lange løp vil redusere driftskostnadene. Men i analyseperioden har de vært preget av «voksesmerter» og kostnadene har vært relativt høye. For eksempel har de hatt en rekke problemer med innfasing av Dreamliner-flyene, noe som har skapt ekstra kostnader. Samtidig har de i analyseperioden redusert CASK gradvis fra 0,45 i 2012 til 0,41 i 2016.

Figur 9 nedenfor viser en fordeling av Norwegians driftskostnader i 2016.



Figur 9: Fordeling av Norwegians driftskostnader i 2016

For beregning av fremtidige forholdstall på kostnadene anbefaler Koller mfl. (2015, s. 238) å basere forholdstallene på driftsinntektene. Jeg vil derfor bruke denne metoden for å prognostisere driftskostnadene. Det må også tas hensyn til informasjon fra årsrapportene og annen informasjon om framtidsutsiktene, samt at det blir gjort subjektive antagelser. Jeg må blant annet ta hensyn til Norwegians uttalelser om at veksten vil flate ut sommeren 2018 (Hegnar, 2018), noe som kan senke kostnadene.

Jeg vil i estimeringen av driftskostnadene for prognoseperioden i hovedsak benytte forholdstallene fra 2016. Det vil være visse justeringer som vil bli nevnt under de spesifikke kostnadspostene.

6.3.1 Salg og distribusjon

I 2016 var denne kostnadsposten den minste kostnadsposten, og den stod for 2,9% av driftsinntektene. Posten er kostnader som er knyttet til salg av flybilletter. Jeg antar at denne posten vil være stabil og utgjøre 2,9% av driftsinntektene også i prognoseperioden

6.3.2 Flydrivstoff

Flydrivstoff er den største kostnadsposten i resultatregnskapet. Den stod for 22% av driftskostnadene og 19,2% av driftsinntektene i 2016. Fra 2012 til 2014 var drivstoffkostnadene stigende på grunn av økt oljepris. Forholdstallet mellom flydrivstoffkostnad og driftsinntektene var derfor på sitt høyeste i 2014 med 32,2%. Men oljeprisen var fra midten av 2014 til starten av 2016 nedadgående, noe som gjorde at drivstoffkostnadene til Norwegian minket i perioden 2015-2016. Flydrivstoffkostnadene svinger altså mye fra år til år, og siden det er den største kostnadsposten påvirker disse svingningene kontantstrømmene kraftig. Jeg vil prognostisere denne posten på en annen måte enn de resterende postene. Dette for å kunne analysere pris og volum separat, da prisen svinger mye mens volumet vil følge veksten i resten av selskapet.

For å kunne sikre seg mot betydelige økninger i drivstoffprisen har ledelsen i Norwegian mandat til å sikre opptil 100% gjennom fremtidige råvarekontrakter. Per 31.12.2017 har selskapet terminkontrakter for å dekke ca. 25% av drivstofforbruket i 2018 til en gjennomsnittspris på USD 494 per tonn (Norwegian, 2017).

For å kunne prognostisere forbruk av drivstoff vil jeg undersøke forbruket av drivstoff opp mot ASK i analyseperioden. Tallene for 2017 er hentet fra Norwegians 4.kvartalsrapport for 2017 (Norwegian, 2017).

Tabell 17: Forbruk av drivstoff for Norwegian i perioden 2012-2017

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028	57 910	72 341
Forbruk av drivstoff, 1000 tonn	426	735	981	1015	1190	1465
Forbruk/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Som det fremkommer av tabell 17 utgjør forbruk av flydrivstoff ca. 0,02 av ASK i hele analyseperioden. Jeg forutsetter at denne tendensen vil fortsatte i prognoseperioden også. For å finne forbruk av drivstoff i prognoseperioden må jeg derfor først prognostisere ASK for årene 2018-2023. For å kunne gjøre dette undersøker jeg hva forholdet mellom ASK og antall fly var i analyseperioden.

Tabell 18: ASK/antall fly for Norwegian i perioden 2012-2017

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Antall fly ved årsslutt	68	85	95	99	116	
ASK/antall fly ved årsslutt	381	404	489	495	499	499

Av tabell 18 ser vi at forholdstallet har vært stigende i starten av analyseperioden, før det på slutten av perioden stabiliserte seg rundt 500. Dette kommer av at Norwegian har gått fra å i hovedsak operere i kortdistansemarkedet, til å også operere i langdistansemarkedet. Jeg forutsetter at forholdet ASK/antall fly ved årsslutt vil være 500 i prognoseperioden. Dette fordi forholdet har stabilisert seg de siste årene, og fremover antar jeg at videre ekspansjon vil være cirka like stor i kortdistanse som i langdistanse.

Tabell 19: Prognostisert ASK for Norwegian i perioden 2018-2023

År	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly ved årsslutt	177	204	224	235	242	248
ASK/antall fly	500	500	500	500	500	500
ASK (mill)	88 500	101 775	111 953	117 550	121 077	124 104

Dermed kan jeg prognostisere forbruk av drivstoff videre i prognoseperioden. Tabell 20 nedenfor viser estimert utvikling av forbruk av drivstoff i perioden 2018-2023, under antagelse at forbruket holder seg på 0,02 per ASK.

Tabell 20: Prognostisert forbruk av drivstoff i perioden 2018-2023

År	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ASK (mill)	88 500	101 775	111 953	117 550	121 077	124 104
Forbruk av drivstoff,	1 770	2 036	2 239	2 351	2 422	2 482
Forbruk/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Oljeprisen har variert mye i analyseperioden. Fra en pris på ca. USD 100 per fat i starten av analyseperioden nådde den et bunnpunkt på ca. USD 30 per fat i 2016. Siden har prisen gradvis steget. Da det er vanskelig å spå fremtidig oljepris velger jeg å bruke DNB Markets prognoser for oljeprisen for perioden 2018-2020 (DNB, 2017). Samtidig bruker jeg Svenska Handelsbanken anslag for valutakurs i samme periode (SHB, 2018). Basert på dette estimerer jeg flydrivstoffkostnader for perioden 2018-2020. For 2017 har jeg benyttet tallene fra Norwegians kvartalsrapport for 4. kvartal 2017.

Tabell 21: Prognoser for oljepris og valutakurs i perioden 2018-2020

År	2018	2019	2020
Oljepris per fat, USD	70	65	75
1 tonn= 7,4 fat	7,4	7,4	7,4
Oljepris per tonn, USD	518	481	555
Valutakurs USD/NOK	8,17	7,75	7,44
Oljepris per tonn, NOK	4232,06	3727,75	4129,2

Som nevnt tidligere har Norwegian per 31.12.2017 terminkontrakter for å dekke 25% av drivstofforbruket i 2018 til en gjennomsnittlig pris på USD 494 per tonn. Basert på dette prognostiserer jeg flydrivstoffkostnader for perioden 2018-2020 som vist i tabell 22 nedenfor.

Tabell 22: Prognosisterte flydrivstoffkostnader i perioden 2018-2020

År	2018	2019	2020
Forbruk av drivstoff, 1000 tonn	1 770	2 036	2 239
Flydrivstoffpris per tonn terminkontrakt, USD	494		
Valutakurs	8,17	7,75	7,44
Forbruk av drivstoff som dekkes av kontrakten i %	25 %	0 %	0 %
Flydrivstoffkost som dekkes av kontrakten, 1000 NOK	1 785 921	-	-
Oljepris per tonn, NOK	4232,06	3727,75	4129,2
Flydrivstoffkost knyttet til markedsoljepris, 1000 NOK	5 618 060	7 587 835	9 245 485
Flydrivstoffkostnader totalt, 1000 NOK	7 403 981	7 587 835	9 245 485

Videre prognoser for perioden 2021-2023 vil være høyst usikre, derfor velger jeg å legge til grunn forholdet mellom flydrivstoffkostnader og ASK fra 2018-2020 for å estimere de videre årene. Av tabell 23 fremkommer det at flydrivstoffkostnader utgjør 0,07-0,08 av ASK i perioden.

Tabell 23: Flydrivstoffkostnad/ASK i perioden 2018-2020

År	2018	2019	2020
ASK (1000)	88 500 000	101 775 000	111 952 500
Prognostisert flydrivstoffkostnad (1000 NOK)	7 403 981	7 587 835	9 245 485
Flydrivstoffkostnad/ASK	0,08	0,07	0,08

Basert på dette forutsetter jeg at denne tendensen fortsetter og prognostiserer dermed flydrivstoffkostnad som 0,08 av ASK i perioden 2021-2023. Dette er presentert i tabell 24.

Tabell 24: Flydrivstoffkostnad i perioden 2021-2023

År	2021	2022	2023
ASK (1000)	117 550 125	121 076 629	124 103 544
Prognostisert flydrivstoffkostnad (1000 NOK)	9 404 010	9 686 130	9 928 284
Flydrivstoffkostnad/ASK	0,08	0,08	0,08

6.3.3 Flyleasing

Flyleasing består av leasing av fly, biler og eiendommer. Biler og eiendommer utgjør en ubetydelig del av de totale leasingkostnadene. I omgrupperingen av resultatet i regnskapsanalysen splittet jeg opp leasingkostnadene i rentekostnad og driftskostnad, og slik vil det også være i fremtidsprognostiseringen. I 2016 utgjorde de driftsmessige leasingkostnadene 6,1% av driftsinntektene. Da jeg mangler informasjon om andelen leasede fly i fremtiden forutsetter jeg at forholdet mellom leasede og eide fly vil være likt slik det var i 2016 for prognoseperioden. Jeg forutsetter derfor at forholdstallet vil være 6,1% også i prognoseperioden.

6.3.4 Flyplassavgifter

Flyplassavgiftene består av startavgift, passasjeravgift, sikkerhetsavgift og avgift for resirkulering av avisingsvæske. I 2016 utgjorde flyplassavgifter 12,6% av driftsinntektene. Forholdstallet for denne posten har vært stabilt nedadgående i analyseperioden. Jeg forutsetter derfor at forholdstallet vil være 12 prosent i prognoseperioden.

6.3.5 Håndtering

Håndteringskostnader antar jeg består av lossing av bagasje, samt kostnader vedrørende innsjekk og lignende. Denne kostnadsposten har vært relativt stabil og i 2016 utgjorde posten

11,4% av driftsinntektene. Jeg forutsetter at håndtering vil utgjøre 11,4% av driftsinntektene i prognoseperioden.

6.3.6 Teknisk vedlikehold

I 2016 utgjorde teknisk vedlikehold 7,1% av driftsinntektene. I analyseperioden har forholdstallet økt gradvis, men en kan se en nedgang fra 2015 til 2016. I 2015 var forholdstallet 7,6%. Med tanke på Norwegians investeringer i en mer moderne flyflåte kan det antas at økningen i kostnader knyttet til teknisk vedlikehold vil avta noe. Jeg forutsetter derfor at teknisk vedlikehold vil utgjøre 7,1% av driftsinntektene også i prognoseperioden.

6.3.7 Andre flykostnader

Andre flykostnader består av forsikring og andre utgifter knyttet til drift av flyene. I 2016 utgjorde denne posten 4,6% av driftsinntektene. Denne posten har i analyseperioden variert fra år til år med forskjeller på ca. 1%. Gjennomsnittlig forholdstall for analyseperioden er 4,5%. Jeg forutsetter derfor at andre flykostnader vil utgjøre 4,5% av driftsinntektene i prognoseperioden.

6.3.8 Lønnskostnader

Lønnskostnader er den nest høyeste posten i resultatregnskapet. Posten stod for 17% av driftskostnadene og 14,7% av driftsinntektene i 2016. Utviklingen har vært nedadgående i analyseperioden. Grunnen til dette kan være at Norwegian har ekspandert en større andel av driften til andre land enn Norge. Følgelig vil lønnskostnadene gå noe ned, da Norge er et høykostland. Jeg forutsetter at lønnskostnader vil holde seg forholdstallsnivå med 2016, og dermed utgjøre 14,7% av driftsinntektene i prognoseperioden.

6.3.9 Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivning

Denne kostnadsposten består hovedsakelig av avskrivning av fly, men også avskrivning, nedskrivning og amortisering av andre driftsrelaterte eiendeler som for eksempel eiendommer og programvare. Utviklingen har vært økende, men forholdstallet falt litt fra 2015 til 2016 og i 2016 utgjorde den 4,9% av driftsinntektene, Jeg forutsetter at avskrivninger, amortiseringer og nedskrivning vil utgjøre 4,9% av driftsinntektene i prognoseperioden.

6.3.10 Andre kostnader

Andre kostnader består av innleide konsulenter, drift av systemer, markedsføring og andre kostnader som ikke direkte kan relateres til flyoperasjoner. I 2016 utgjorde andre kostnader 5,8% av driftsinntektene. Dette forholdstallet har steget jevnt i perioden. Jeg antar at en del kostnader som kan relateres til Norwegians voksesmerter er under denne posten. Derfor forutsetter jeg at forholdstallet for andre kostnader slutter å stige, og dermed vil utgjøre 5,8% av driftsinntektene i prognoseperioden.

6.3.11 Oppsummering

Prognostiserte driftskostnader for perioden 2017-2023 oppsummeres i tabell 25. Tallene er i NOK 1000.

Tabell 25: Prognostiserte driftskostnader for perioden 2017-2023

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salg og	958 376	1 181 578	1 372 403	1 524 739	1 616 986	1 682 151	1 741 447
Flydrivstoff	7 299 705	7 403 981	7 587 835	9 245 485	9 404 010	9 686 130	9 928 284
Flyleasing	2 028 594	2 501 047	2 904 966	3 227 417	3 422 676	3 560 609	3 686 121
Flyplassavgifter	3 981 657	4 908 972	5 701 771	6 334 667	6 717 915	6 988 647	7 234 996
Håndteringskost	3 782 575	4 663 523	5 416 682	6 017 934	6 382 019	6 639 214	6 873 247
Teknisk vedlikehold	2 355 814	2 904 475	3 373 548	3 748 011	3 974 766	4 134 949	4 280 706
Andre flykostnader	1 493 122	1 840 864	2 138 164	2 375 500	2 519 218	2 620 742	2 713 124
Lønnskostnader	4 881 037	6 017 814	6 989 691	7 765 546	8 235 362	8 567 247	8 869 243
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	1 636 866	2 018 087	2 344 007	2 604 192	2 761 746	2 873 044	2 974 319
Andre kostnader	1 917 832	2 364 488	2 746 353	3 051 198	3 235 796	3 366 198	3 484 857
Driftskostnader	30 335 578	35 804 828	40 575 419	45 894 691	48 270 493	50 118 933	51 786 342

6.4 Skatt

Den normale bedriftsskatten i Norge har gått ned i analyseperioden fra 28% i 2012 til 25% i 2016. Informasjon etter analyseperioden viser i tillegg at skattesatsen i 2017 var 24%, mens den i 2018 er 23%. Men Norwegian skatter til flere land, noe som gjør beregning av detaljert effektiv skattesats meget krevende. Jeg forenkler dermed ved å benytte den normale bedriftsskatten som er 24% i 2017 og 23% fra 2018 og utover.

6.5 Netto finansposter

Siden finansposter ikke inngår i fri kontantstrøm vil ikke netto finansposter ha effekt på verdsettelsen av selskapet. Men posten vil ha effekt på prognostisert fremtidsbalanse, spesifikt på opptjent egenkapital. Da jeg ikke har tilstrekkelig informasjon om Norwegians fremtidige finansieringsstruktur og gjeldsstrategi er det vanskelig å estimere denne posten korrekt. Jeg benytter derfor gjennomsnittlig netto finansposter fra analyseperioden for å beregne netto finansposter i prognoseperioden. Gjennomsnittlig netto finansposter i analyseperioden var i NOK 1000 -1 272 238.

6.6 EBIT og NOPLAT

For å beregne EBIT finner man sum driftsinntekter minus sum driftskostnader, og videre får man NOPLAT ved å trekke fra skatten på EBIT. Tabell 26 oppsummerer prognostisert EBIT og NOPLAT for prognoseperioden. Tallene er i NOK 1000.

Tabell 26: Prognostisert EBIT og NOPLAT for perioden 2017-2023

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	33 180 479	40 908 098	47 514 756	52 788 894	55 982 622	58 238 722	60 291 637
Driftskostnader	30 335 578	35 804 828	40 575 419	45 894 691	48 270 493	50 118 933	51 786 342
EBIT	2 844 902	5 103 270	6 939 337	6 894 203	7 712 129	8 119 789	8 505 295
Skatt	682 776	1 173 752	1 596 047	1 585 667	1 773 790	1 867 552	1 956 218
NOPLAT	2 162 125	3 929 518	5 343 289	5 308 536	5 938 339	6 252 238	6 549 077
Vekst NOPLAT	9,18 %	81,74 %	35,98 %	-0,65 %	11,86 %	5,29 %	4,75 %

6.7 Fremtidsbudsjettet balanseoppstilling

Når man skal prognostisere balansen er en av de første problemstillingene man må ta stilling til hvorvidt man skal prognostisere de spesifikke balansepostene direkte eller indirekte (Koller mfl., 2015, s. 243). Direkte vil si at utgående balanse beregnes ved en funksjon av for eksempel driftsinntekter. Indirekte metode innebærer på den annen side at man prognostiserer endringen i balansen som en funksjon av endringen i for eksempel driftsinntekter. Koller mfl. (2015, s. 244) mener den direkte metoden er mer stabil, og han anbefaler derfor denne metoden. Jeg har derfor valgt å benytte den direkte metoden for prognostiseringen av balansen. De fleste balanseposter vil derfor ha driftsinntekter som prognosedriver, men enkelte poster må beregnes på et annet grunnlag. Dette vil jeg redegjøre for fortløpende.

6.7.1 Driftsrelaterte anleggsmidler

I 2016 utgjorde driftsrelaterte anleggsmidler 241% av driftsinntektene. De største postene er leasing og fly, deler og installasjoner på leasede fly. Økningen i analyseperioden har vært voldsom, noe som kan tilskrives Norwegians intensive vekst i antall fly.

Immaterielle eiendeler utgjorde 0,75% av driftsinntektene i 2016. Det har vært en nedadgående utvikling og jeg forutsetter at den holder seg på 0,75% i prognoseperioden.

Fly, deler og installasjoner på leasede fly er den nest største posten under driftsrelaterte anleggsmidler. I 2016 utgjorde posten 86% av driftsinntektene. På grunn av Norwegians intensive investeringer i fly forutsetter jeg at posten vil holde seg på samme høye nivå i prognoseperioden. Norwegians har fortsatt en rekke flybestillinger som ikke enda er levert, men det er vanskelig å forutse nøyaktig hvor mange som skal brukes av selskapet selv.

Utstyr og inventar er en liten post og utviklingen har vært nedadgående i analyseperioden. I 2016 utgjorde den 0,34% av driftsinntektene, og jeg forutsetter at den vil være 0,34% også i prognoseperioden.

Bygninger utgjorde 1,1% av driftsinntektene i 2016. Veksten i denne posten har vært relatert til at Norwegian har opprettet nye baser rundt om i verden. Jeg forutsetter at bygninger holder seg stabil på 1,1% i prognoseperioden.

Investering i tilknyttet selskap er eierskapet i Norwegian Finans Holding ASA. I 2016 utgjorde posten 2,3% av driftsinntektene. Av 4.kvartal 2017-rapporten (Norwegian, 2017) ser en at Norwegian har solgt 2,5% av aksjene i selskapet. Samtidig omklassifiserte de posten til å være en finansiell investering. Dermed anser de ikke lenger denne investeringen som tilknyttet til driften. Dette ble gjort for å kunne bokføre aksjene sine til markedsverdi, og dermed bokføre økningen i aksjeprisen som gevinst. Finanstilsynet aksepterte ikke dette, da de mente at Norwegians hadde nok innflytelse på selskapet til at det ikke kunne klassifiseres som en finansiell investering. Derfor bestemte Norwegian seg for å reversere omklassifiseringen av aksjene i 2017, og i stedet omklassifisere i 2018 ved å bevise at de ikke lenger har innflytelse over selskapet.

Jeg vil derfor omklassifisere investeringen til en finansiell eiendel i prognosene. Verdien av investeringen har vært økende gjennom analyseperioden, men det er vanskelig å predikere fremtidig aksjekurs. Jeg forutsetter derfor at posten vil øke 5% hvert år i prognoseperioden.

Operasjonell leasing utgjorde 121% av driftsinntektene i 2016. På grunn av Norwegians intensive investeringer i fly forutsetter jeg at posten vil holde seg på samme høye nivå i prognoseperioden. Da jeg mangler informasjon om andelen leasede fly i fremtiden forutsetter jeg at forholdet mellom leasede og eide fly vil være likt slik det var i 2016 for prognoseperioden. Jeg forutsetter derfor at operasjonell leasing vil utgjøre 121% av driftsinntektene også i prognoseperioden.

Forskuddsbetaling til flyprodusenter utgjorde 27,2% av driftsinntektene i 2016. Denne posten vil avhenge av hvor mange ordrer selskapet har på nye fly fremover. 35 nye fly ble levert i 2017, mens selskapet er forventet å motta 29 i fly i 2018 (Norwegian, 2017). Som sagt tidligere har Norwegian signalisert at den mest intensive veksten er forventet å være over sommeren 2018. Det er derfor naturlig å anta at de ikke vil ha like mye fly til bestilling fremover som de har hatt i analyseperioden. Men siden selskapet ønsker å ha en moderne flyflåte vil det hele tiden være et behov for å fornye flåten. Det er dermed vanskelig å forutse hvor mye denne posten blir å utgjøre i prognoseperioden. Jeg forutsetter derfor at forskuddsbetaling til flyprodusenter vil utgjøre 27,2% av driftsinntektene også i prognoseperioden.

Andre fordringer utgjorde i 2016 2,4% av driftsinntektene. Posten har vært relativt stabil i analyseperioden og jeg forutsetter derfor at forholdstallet vil være 2,4% også i prognoseperioden.

6.7.2 Driftsrelaterte omløpsmidler

Driftsrelaterte omløpsmidler utgjorde i 2016 13,8% av driftsinntektene. Postene som klassifiseres som driftsrelaterte omløpsmidler er inventar, kundefordringer og andre fordringer, og driftsbetingete likvider. Jeg forutsetter at driftsrelaterte omløpsmidler vil utgjøre 13,8% av driftsinntektene også i prognoseperioden, ettersom forholdstallet har vært relativt stabil i analyseperioden.

6.7.3 Driftsrelatert gjeld

Postene som klassifiseres som driftsrelatert gjeld er leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld, trafikkavregningsgjeld og betalbar skatt. Samlet utgjorde de 32,6% av driftsinntektene i 2016. Forholdstallet har steget jevnt over analyseperioden. Jeg forutsetter at driftsrelatert gjeld vil holde seg på 32,6% av driftsinntektene i prognoseperiodene.

6.7.4 Finansielle eiendeler

I 2016 utgjorde finansielle eiendeler 9,9% av driftsinntektene. Den største posten er kontanter og kontantekvivalenter som utgjorde hele 7% av driftsinntektene. Finansielle eiendeler gikk ned fra 2015 til 2016, grunnet en nedgang i kontanter og utsatt skattefordel. Snittet for perioden er derfor høyere enn det forholdstallet for 2016 viser. Jeg forutsetter at finansielle eiendeler vil utgjøre 12,5% av driftsinntektene i prognoseperioden. Økningen antas fordi posten investering i tilknyttet selskap vil omklassifiseres til finansielle i eiendeler.. Samtidig vil utsatte skattefordeler reduseres ettersom jeg budsjetterer med overskudd for selskapet.

6.7.5 Finansiell gjeld

Finansiell består av kortsiktig og langsiktig gjeld, som henholdsvis utgjorde 18,5% og 193% av driftsinntektene i 2016. Samlet utgjorde de 211,5%. Finansiell gjeld har steget markant i perioden, noe som kan tilskrives kraftige investeringer i fly. De største postene er derfor leasing og lån til kjøp av fly. Fremtidig finansieringsstrategi og gjeldsstrategi er vanskelig å finne informasjon om, derfor blir prognostisering av finansiell gjeld utfordrende. Jeg har derfor valgt å bruke forholdstallene fra 2016.

6.7.6 Egenkapital

Postene som klassifiseres som egenkapital er aksjekapital, overkurs, annen innskutt egenkapital, andre reserver, opptjent egenkapital og ukontrollerbar interesse. I 2016 utgjorde egenkapital 15,4% av driftsinntektene. De største postene er overkurs og opptjent egenkapital. Opptjent egenkapital vil i prognoseperioden øke med samme verdi som prognostisert årsresultat, minus utbytte. Norwegian har til dags dato ikke utbetalt utbytte, og de har ikke uttalte ambisjoner om å gjøre dette i nærmeste fremtid. Jeg vil dermed ikke prognostisere for et eventuelt utbytte. De andre postene er vanskelig å prognostisere, og jeg velger å holde disse postene på samme nivå som 2016. Jeg vil altså ikke bruke forholdstall for å prognostisere noen av postene under egenkapital.

Posten avsetning periodisk vedlikehold har jeg klassifisert som en mellomgruppe. I 2016 utgjorde posten 5,2% av driftsinntektene. Jeg forutsetter at postens forholdstall vil utgjøre 5,2% også i prognoseperioden.

6.7.7 Balansere balanseoppstillingen

For at balansen skal balanseres må man opprette nye poster i balansen som kan kalles «excess cash» og «excess liabilities/equity» (Koller mfl., 2015, s. 249-251). Disse vil virke som «plug in» når den prognostiserte balanseoppstillingen i enkelte år vil ha større aktiva-verdi enn egenkapital- og gjeldsverdi, og motsatt. Jeg kaller disse postene residual kontanter og residual nyutstedt gjeld i min balanseoppstilling.

Tabell 27 oppsummerer den fremtidige balanseoppstillingen. Tall i NOK 1000.

Tabell 27: Fremtidig balanseoppstilling for perioden 2017-2023

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle eiendeler	250 439	308 765	358 631	398 439	422 545	439 573	455 068
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	28 512 316	35 152 737	40 829 903	45 362 023	48 106 425	50 045 114	51 809 204
Utstyr og inventar	111 616	137 611	159 836	177 577	188 321	195 910	202 816
Bygninger	357 893	441 245	512 506	569 394	603 843	628 178	650 321
Operasjonell leasing	40 030 722	49 353 740	57 324 369	63 687 374	67 540 460	70 262 340	72 739 088
Forskuddsbetaling flyprodusenter	9 039 731	11 145 053	12 944 979	14 381 872	15 251 975	15 866 630	16 425 929
Andre fordringer	787 729	971 189	1 128 036	1 253 248	1 329 069	1 382 631	1 431 369
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	79 090 448	97 510 340	113 258 260	125 829 927	133 442 637	138 820 376	143 713 794
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	4 592 249	5 661 768	6 576 144	7 306 096	7 748 114	8 060 363	8 344 491
Sum driftsrelaterte eiendeler	83 682 697	103 172 108	119 834 404	133 136 022	141 190 752	146 880 739	152 058 285
Sum driftsmessig gjeld	10 807 233	13 324 200	15 476 059	17 193 901	18 234 132	18 968 968	19 637 624
Netto driftsmessige eiendeler (IC)	72 875 464	89 847 908	104 358 345	115 942 121	122 956 619	127 911 771	132 420 661
Sum finansielle eiendeler	3 919 482	4 715 342	5 401 992	5 958 601	6 311 322	6 573 209	6 816 955
Residual kontanter	266 902	2 182 263	5 658 123	9 273 276	13 789 656	18 741 396	24 015 115
Sum totale eiendeler (IC + Finansielle aktiva)	77 061 848	96 745 513	115 418 460	131 173 998	143 057 598	153 226 377	163 252 731
Sum langsiktig finansiell gjeld	63 938 442	78 829 485	91 560 447	101 723 656	107 877 937	112 225 418	116 181 364
Sum kortsiktig finansiell gjeld	6 132 911	7 561 245	8 782 386	9 757 231	10 347 543	10 764 549	11 144 000
Sum finansiell gjeld	70 071 353	86 390 730	100 342 832	111 480 887	118 225 481	122 989 967	127 325 364
Residual nyutstedt gjeld	-	-	-	-	-	-	-
Sum EK	5 251 765	8 211 110	12 585 751	16 926 858	21 898 506	27 184 574	32 767 955
Sum mellomgruppe	1 738 729	2 143 673	2 489 877	2 766 253	2 933 611	3 051 836	3 159 413
Sum egenkapital og finansiell gjeld	77 061 848	96 745 513	115 418 460	131 173 998	143 057 598	153 226 377	163 252 731

6.8 Investeringsrate

For å beregne den frie kontantstrømmen er det nødvendig å finne andelen av NOPLAT som blir reinvestert i selskapet. Dette gjøres ved å beregne netto investeringer ved bruk av følgende formel:

$$NI = \text{Netto endring i driftsrelaterte anleggsmidler} \\ + \text{netto endring i arbeidskapital}$$

Der arbeidskapitalen er:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Driftsrelaterte omløpsmidler} - \text{driftsrelatert gjeld}$$

Prognostisert investeringsrate for Norwegian i prognoseperioden vises i tabell 28.

Tabell 28: Investeringsrate for perioden 2017-2023 og TV (steady state)

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
Netto endring AM	15 869 385	18 419 893	15 747 920	12 571 667	7 612 711	5 377 738	4 893 418	3 592 845
Netto endring AK	- 1 294 892	- 1 447 448	-1 237 483	-987 891	-598 212	-422 587	-384 528	-282 328
Netto investering	14 574 493	16 972 444	14 510 437	11 583 776	7 014 498	4 955 152	4 508 890	3 310 517
NOPLAT	2 162 125	3 929 518	5 343 289	5 308 536	5 938 339	6 252 238	6 549 077	6 712 804
IR	674,08 %	431,92 %	271,56 %	218,21 %	118,12 %	79,25 %	68,85 %	49,32 %

Av tabell 28 fremkommer det at Norwegian vil bruke betydelig mer enn NOPLAT på investeringer i første halvdel av prognoseperioden. IR synker gradvis år for år og fra 2022 vil de investere mindre enn NOPLAT årlig. Dette sammenfaller med at selskapet er, og vil fortsette å være, i stor vekst. Samtidig fremkommer det av veksten avtar etter hvert som selskapet nærmer seg steady state.

6.9 ROIC

ROIC defineres som avkastningen på den investerte kapitalen. ROIC beregnes ved bruk av følgende formel:

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{IC_{t-1}}$$

Tabell 29: Return On Invested Capital (ROIC)

År	2017	2018	2019	2020
NOPLAT	2 162 125	3 929 518	5 343 289	5 308 536
IC t-1	58 300 970	72 875 464	89 847 908	104 358 345
ROIC	3,71 %	5,39 %	5,95 %	5,09 %
	2021	2022	2023	TV
NOPLAT	5 938 339	6 252 238	6 549 077	6 712 804
IC t-1	115 942 121	122 956 619	127 911 771	132 420 661
ROIC	5,12 %	5,08 %	5,12 %	5,07 %

Som det fremkommer av tabell 29 øker ROIC i starten av prognoseperioden, før den stabiliserer seg rundt 5,1% fra og med 2020.

6.10 Fri kontantstrøm

Ifølge Koller mfl. (2015) er fri kontantstrøm definert som kontantstrømmen skapt av driftsaktivitetene, fratrukket netto investeringer i driftsrelaterte eiendeler. Dermed er alle elementene som behøves prognostisert for, og jeg kan beregne fri kontantstrøm for prognoseperioden samt TV (steady state).

Tabell 30: Prognostisert fri kontantstrøm for perioden 2017-2023 og TV (steady state). Tall i NOK 1000

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
NOPLAT	2 162 125	3 929 518	5 343 289	5 308 536	5 938 339	6 252 238	6 549 077	6 712 804
NI	- 14 574 493	-16 972 444	-14 510 437	-11 583 776	- 7 014 498	- 4 955 152	- 4 508 890	- 3 310 517
FCF	-12 412 368	-13 042 926	-9 167 148	-6 275 240	-1 076 159	1 297 086	2 040 187	3 402 287

7 Verdssettelse

Formålet med dette kapittelet er å estimere verdien av Norwegian (Enterprise Value) ved bruk av APV-metoden. For å kvalitetssikre resultat benyttes deretter relativ prising med WACC-metoden og multipler.

7.1 APV

Jeg benytter meg av APV-metoden for å estimere verdien av Norwegian (Enterprise Value). Metoden består som forklart tidligere av to steg. Steg 1 består av å estimere nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene til Norwegian som om selskapet var uten gjeld, samt beregning av terminalverdien med samme forutsetning.

For å diskontere de frie kontantstrømmene har jeg brukt diskonteringsrenten «unlevered» kapitalkostnad. Denne ble beregnet i kapittel 5.1.4 og er 6,43%.

Terminalverdi er nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene etter prognoseperioden. I beregningen av terminalverdien benyttes Gordons formel. Formelen legger til grunn at de fremtidige årlige kontantstrømmene vokser med en konstant rate. Jeg har forutsatt at denne vekstraten vil være 2,5%, som da er den evige veksten. Jeg beregner terminalverdien på følgende måte:

$$\text{Terminalverdi} = \left(\frac{FCF_{t+1}}{(k_u - g)} \right) / (1 + k_u)^t$$

$$\text{Terminalverdi} = \left(\frac{3\,402\,287}{(0,0643 - 0,025)} \right) / (1 + 0,0643)^7 = 56013377$$

I tabell 31 vises diskontering av de frie kontantstrømmene.

Tabell 31: Nåverdi av fri kontantstrøm

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
FCF	-12 412 368	-13 042 926	-9 167 148	-6 275 240	-1 076 159	1 297 086	2 040 187	
Diskonterings-faktor	0,9396	0,8828	0,8295	0,7794	0,7324	0,6881	0,6466	
Nåverdi av FCF	-11 662 756	-11 515 111	-7 604 556	-4 891 213	-788 150	892 582	1 319 155	56 013 377

Ved å summere nåverdiene finner man total nåverdi som i NOK 1000 er lik 21 763 327.

Steg 2 ved APV-metoden er diskontering til nåverdi av alle fremtidige skattekreditter som oppstår av rentekostnadene til selskapet.

Som forklart tidligere er det lagt til grunn en forutsetning om at diskonteringsrenten på skatteskjoldene er lik diskonteringsrenten «unlevered» kapitalkostnad. Denne ble beregnet i kapittel 5.1.4 og er 6,43%. I tabell 32 vises diskontering av skatteskjoldene.

Tabell 32: Nåverdi av skattekreditt fra rentekostnader

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
Skattekreditt av rentebetaling	1 074 614	1 269 685	1 474 739	1 638 435	1 737 560	1 807 584	1 871 301	
Diskonteringsfaktor	0,9396	0,8828	0,8295	0,7794	0,7324	0,6881	0,6466	
Nåverdi skattekreditt	1 009 716	1 120 957	1 223 361	1 277 072	1 272 543	1 243 878	1 209 956	31 578 265

Ved å summere nåverdiene finner man total nåverdi som i NOK 1000 er lik 39 935 747.

Dermed er nåverdien av både kontantstrømmene som om selskapet var finansiert uten gjeld og kontantstrømmene av skatteskjoldene estimert. Disse legges sammen og dermed har vi en verdi på selskapets fremtidige kontantstrømmer.

$$Total\ nåverdi = 21\ 763\ 327 + 39\ 935\ 747 = 61\ 699\ 074$$

I tabell 33 presenteres Norwegians Enterprise Value og verdi per aksje. Tall i NOK 1000.

Tabell 33: Verdi per aksje etter APV-metoden

Verdi per aksje	
Nåverdi av FCF 2017-2023	- 34 250 050
Terminalverdi FCF	56 013 377
Nåverdi av skatteskjold 2017-2023	8 357 482
Terminalverdi skatteskjold	31 578 265
Verdi	<u>61 699 074</u>
Finansielle eiendeler	2 596 546
Finansiell gjeld	- 55 471 986
Verdi egenkapital	<u>8 823 634</u>
Antall aksjer	35 759 639
Verdi per aksje	<u>247</u>

Som det fremkommer av tabell 33 har jeg estimert verdien til Norwegian-aksjen til å være NOK 247. Dette tilsier at Norwegian-aksjen er undervurdert i markedet. Per 31.03.2018 var

Norwegian-aksjen priset til NOK 168.

I tabell 34 presenteres videre den sekvensielle verdien samt Current Value. Forutsetter antall utstedte aksjer uendret fra 2016. Tall i NOK 1000.

Tabell 34: Sekvensiell verdi og Current Value for perioden 2017-2023 ved APV-metoden

Fremtidig verdi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Current value FCF	21 763 327	35 574 511	50 903 953	63 342 901	73 689 443	79 501 917	83 314 736
Current value skatteskjold	39 935 747	41 427 963	42 821 019	44 098 558	45 294 514	46 468 214	47 647 328
Sum	61 699 074	77 002 474	93 724 972	107 441 460	118 983 957	125 970 130	130 962 064
Finansielle eiendeler t-1	2 596 546	3 919 482	4 715 342	5 401 992	5 958 601	6 311 322	6 573 209
Finansiell gjeld, t-1	- 55 471 986	- 70 071 353	- 86 390 730	- 100 342 832	- 111 480 887	- 118 225 481	- 122 989 967
Verdi egenkapital	8 823 634	10 850 603	12 049 584	12 500 620	13 461 671	14 055 972	14 545 306
Antall aksjer	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639
Verdi per aksje	247	303	337	350	376	393	407
Verdiøkning per aksje		23 %	11 %	4 %	8 %	4 %	3 %

Som det fremkommer av tabell 34 er verdien på Norwegian-aksje stigende for hvert år. Økningen er størst i starten av prognoseperioden og avtar for hvert år. Dette er naturlig og estimatet virker fra mitt ståsted rimelig. Under forutsetning om at Norwegian ikke vil betale utbytte i perioden vil denne veksten representere aksjens RTS (Return to shareholders) for årene 2017-2023.

7.2 Relativ verdsettelse

For å kvalitetssikre den estimerte aksjeverdien vil jeg gjennomføre en relativ verdsettelse ved bruk av FCF/WACC-metoden og multipler.

7.2.1 WACC-metoden

Ved bruk av WACC-metoden diskonterer man den frie kontantstrømmen med Weighted Average Cost of Capital (WACC). Ved denne metoden deler man som forklart tidligere ikke opp kontantstrømmene i kontantstrømmer som om selskapet var uten gjeldsfinansiering og kontantstrømmer fra skattekreditten som oppstår ved gjeldsfinansiering. I avkastningskravet WACC er det nemlig en iboende effekt som tar høyde for skattefordelen ved gjeldsfinansiering. WACC beregnes med bruk av følgende formel:

$$WACC = \frac{Gjeld}{EK + Gjeld} * k_d(1 - skattesats) + \frac{EK}{EK + Gjeld} * k_e$$

Disse elementene ble beregnet i kapittel 5. Basert på dette har jeg beregnet WACC slik:

$$WACC = 0,844 * 0,0639(1 - 0,265) + 0,156 * 0,0663 = 4,995\%$$

Terminalverdi er som ved APV-metoden beregnet etter Gordons formel under forutsetning om at evig vekst er 2,5%:

$$Terminalverdi = \left(\frac{3\,416\,563}{(0,04995 - 0,025)} \right) / (1 + 0,04995)^7 = 96\,923\,505$$

I tabell 35 vises diskontering av de frie kontantstrømmene.

Tabell 35: Nåverdien av FCF med WACC-metoden

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TV
FCF	-12 412 368	-13 042 926	-9 167 148	-6 275 240	-1 076 159	1 297 086	2 040 187	
Diskonteringsfaktor WACC	0,9524	0,9071	0,8639	0,8228	0,7837	0,7464	0,7109	
Nåverdi av FCF	-11 821 816	-11 831 344	-7 919 957	-5 163 551	-843 381	968 157	1 450 363	96 923 505

Ved å summere nåverdiene finner man total nåverdi som i NOK 1000 er lik 61 761 976. I tabell 36 presenteres Norwegians Enterprise Value og verdi per aksje. Tall i NOK 1000.

Tabell 36: Verdi per aksje etter WACC-metoden

Verdi per aksje	
Nåverdi av FCF 2017-2023	- 35 161 529
Terminalverdi FCF	96 923 505
Verdi	<u>61 761 976</u>
Finansielle eiendeler	2 596 546
Finansiell gjeld	- 55 471 986
Verdi egenkapital	<u>8 886 536</u>
Antall aksjer	35 759 639
Verdi per aksje	<u>249</u>

Som det fremkommer av tabell 36 har jeg estimert verdien til Norwegian-aksjen med WACC-metoden til å være NOK 249. Denne aksjeprisen er nær verdien estimert ved APV-metoden og bekrefter dermed at aksjeprisen i markedet på NOK 168 er undervurdert.

7.2.2 Multipler

I dette delkapittelet blir det gjennomført en relativ verdsettelse basert på multiplene Price/book og Price/sales. Price er markedsverdien av egenkapitalen, book er bokført egenkapital og sales er totale inntekter.

I estimeringen benytter jeg bransjemultiplikatorer for det europeiske flymarkedet som er hentet fra Damodarans hjemmeside (Damodaran Online, 2018). Jeg benytter meg av disse tallene istedenfor tall for den komparative bransjen fordi flere flyselskaper er representert. Dette antar jeg vil føre til at multiplene blir mer representativ for Norwegian. Norwegians prognostiserte tall for 2018 legges til grunn og blir multiplisert med bransjemultiplikatorene. Bokført egenkapital blir beregnet til bokverdien på verdsettelsestidspunktet. Tabell 37 viser den relative verdsettelsen.

Tabell 37: Relativ verdsettelse

Norwegian	31.03.2018
Sales	40 908 098
Book	2 965 311
Multiplikatorer	
Price/book	3,09
Price/sales	1,05
Verdi per aksje	
Price/book	256
Price/sales	1201

Som det fremkommer av tabellen gir de ulike modellene betydelig ulike verdier. Price/book gir en verdi per aksje nær verdien ved kontantstrømmetodene, mens Price/sales gir en langt høyere verdi. Dette kan komme av at multipler som baserer seg på inntekt er vanskelig å finne en bransjestandard for. Multiplene forutsetter at bransjens marginer er lik Norwegians. Norwegian er et selskap i stor vekst og dermed opererer de med lavere marginer enn store deler av bransjen. I tillegg sammenlignes de, med bruk av disse multiplene, med fullserviceselskaper som har høyere marginer enn lavprisselskapene. Dette fører til at estimatene blir grove anslag. Det legges likevel merke til at begge modellene bekrefter at Norwegian-aksjen er undervurdert i markedet.

8 Sensitivitetsanalyse

Ifølge Petersen mfl. (2017, s. 334) burde en verdsettelse alltid være fulgt av en sensitivitetsanalyse. Hensikten med sensitivitetsanalysen er å undersøke konsekvensene av å endre noen av faktorene som i stor grad påvirker den estimerte verdien av selskapet. Koller mfl. (2015, s. 342-343) forklarer at det er mest hensiktsmessig å først finne ut hvilke usikre faktorer som har størst påvirkning på verdsettelsen, for deretter å endre disse faktorene isolert både i positiv og negativ retning.

For Norwegians vedkommende vil det være spesielt interessant å undersøke elementer knyttet til lønnsomheten og avkastningskravene.

Lønnsomheten er sterkt knyttet til antall prognostiserte fly og dermed ARPU. Dette er fordi driftsinntektene ble prognostisert ut i fra dette, samt at driftsinntektene er driveren for de fleste prognostiserte driftskostnadene. Endringer i disse elementene vil gi utslag på estimert NOPLAT.

Som forklart ved delkapittel 6.3.2 er flydrivstoff meget vanskelig å lage nøyaktige prognoser for, da man er avhengig av både drivstoffpris og valutakurs. Selskapet har sikringsinstrumenter for å motvirke store endringer i prisen, men etter 2018 finnes det ingen informasjon om hvilke strategier de vil bruke med tanke på dette. I tillegg vil valutakursen ha stor påvirkning på prisen Norwegian betaler for drivstoff.

Avkastningskravet har stor påvirkning på selskapets estimerte verdi. På samme tid innebærer estimeringen av avkastningskravet en rekke usikre faktorer. Både risikofri rente, beta og gjeldsrenten er usikre faktorer som kunne fått andre verdier hvis de ble estimert på en annen måte.

I denne sensitivitetsanalysen vil jeg undersøke konsekvensene av å endre faktorene NOPLAT, «unlevered» kapitalkostnad og skattesatsen.

8.1 Endringer i NOPLAT

I tabell 38 vises hvordan endringer i NOPLAT vil påvirke verdiestimatet. Det er altså NOPLAT i det første året i steady state som er blitt endret. Terminalverdien blir fortsatt beregnet med en evig vekst på 2,5%.

Tabell 38: Endring i NOPLAT

Prosentvis endring i NOPLAT	NOPLAT i steady state	Verdi per aksje
-3,0 %	6 517 285	154
-2,5 %	6 549 077	169
-2,0 %	6 581 180	185
-1,5 %	6 613 600	200
-1,0 %	6 646 341	216
-0,5 %	6 679 407	231
0,0 %	<u>6 712 804</u>	<u>247</u>
0,5 %	6 746 368	262
1,0 %	6 779 932	278
1,5 %	6 813 496	293
2,0 %	6 847 060	309
2,5 %	6 880 624	324
3,0 %	6 914 188	339

Som det fremkommer av tabell 38 vil en økning av NOPLAT på 1% føre til en økning i aksjekurs på NOK 15. Tilsvarende vil en reduksjon av NOPLAT på 1% føre til en reduksjon i aksjekursen på NOK 16. Endring av NOPLAT i steady state vil altså ha stor innvirkning på den estimerte aksjeverdien. Samtidig vet vi at postene som brukes til å beregne NOPLAT er estimert ved hjelp av blant annet subjektive anslag. Det er derfor høyst sannsynlig at forskjellige analytikere vil estimere betydelig ulike verdier per aksje.

8.2 Endringer i «unlevered» kapitalkostnad

I tabell 39 vises hvordan endringer i «unlevered» kapitalkostnad vil påvirke verdiestimatet.

Tabell 39: Endring i «unlevered» kapitalkostnad

«Unlevered» kapitalkostnad	Nåverdi av kontantstrømmene	Verdi per aksje
0,0543	99 215 233	1296
0,0585	80 608 125	776
0,0643	<u>61 699 074</u>	<u>247</u>
0,0685	51 153 503	-48
0,0743	39 755 803	-367

Som det fremkommer av tabell 39 har endringer i avkastningskravet store konsekvenser for estimert aksjeverdi. En økning i avkastningskravet fra 0,0643 til 0,0743 reduserer aksjeverdien med NOK 614, mens en reduksjon fra 0,0643 til 0,0543 øker aksjeverdien med

NOK 1049. Det må presiseres at en slik økning i avkastningskravet tilsvarer en prosentvis økning på 16%, noe som kan være en urealistisk høy økning.

8.3 Endringer i skattesatsen

Siden skattesatsen som er brukt i fremtidsregnskapet er den normale bedriftsskatten i Norge for 2018 vil det være en usikkerhet i hvorvidt dette vil være riktig. Norwegian skatter til flere land, i tillegg til at det ikke er usannsynlig at skattesatsen i Norge endres i fremtiden. Det vil derfor være nødvendig å undersøke hvilken effekt en endring i skattesatsen vil ha på verdiestimatet. I tabell 40 vises hvordan endringer i skattesatsen vil påvirke verdiestimatet.

Tabell 40: Endring i skattesatsen

Skattesats	EBIT	NOPLAT	FCF i steady state	Verdi per aksje
0,2	8 717 927	6 974 342	3 663 825	367
0,21	8 717 927	6 887 162	3 576 645	327
0,22	8 717 927	6 799 983	3 489 466	287
<u>0,23</u>	<u>8 717 927</u>	<u>6 712 804</u>	<u>3 402 287</u>	<u>247</u>
0,24	8 717 927	6 625 625	3 315 108	207
0,25	8 717 927	6 538 445	3 227 928	166
0,26	8 717 927	6 451 266	3 140 749	126

Som det fremkommer av tabell 40 har skattesatsen en betydelig påvirkning på verdiestimatet. En økning fra 23% til 24% reduserer aksjeverdien med NOK 40, mens en reduksjon av skattesatsen fra 23% til 22% øker aksjeverdien med NOK 40.

9 Oppsummering og konklusjon

Formålet med denne masteroppgaven var å beregne verdien på Norwegian Air Shuttle ASAs egenkapital og på bakgrunn av dette gi en handlingsanbefaling for selskapets aksje. Samtidig var målet å undersøke om Norwegians lave bokførte egenkapital kan medføre at selskapet er kortsiktig finansiert.

Verdsettelsen ble utført med bruk av APV-metoden, samt relativ verdsettelse gjennom WACC-metoden og multipler. For å kunne komme frem til et verdiestimat for Norwegian-aksjen ble det først foretatt en regnskapsanalyse.

I regnskapsanalysen analyserte jeg de historiske regnskapstallene. Det ble foretatt en omgruppering av både resultatregnskapet og balansen. Her ble det blant annet foretatt en kapitalisering av de operasjonelle leasingkostnadene. Dette fikk stor betydning for den videre analysen, da leasingen utgjorde en stor del av balansen. I regnskapsanalysen ble det også utført en analyse av risiko. Her ble både likviditeten og soliditeten analysert ved bruk av diverse forholdstall. Norwegians forholdstall var generelt dårligere enn bransjens, og det kan se ut som selskapet i nær fremtid vil trenge å hente mer kapital hvis ikke driften bedres. Analysen ble konkludert med en syntetisk rating for Norwegians kredittrisiko. Jeg konkluderte med å gi Norwegian en syntetisk rating på B, noe som tilsier en konkurstrisiko det neste året på 4,93%.

Denne konkurstrisikoen ble hensyntatt i det påfølgende kapitlet der avkastningskravet ble beregnet. Gjeldsrenten ble tillagt et påslag på 4,4% for å ta høyde for kredittrisikoen. Ut ifra dette, og andre estimeringer, kunne jeg beregne «unlevered» kapitalkostnad til å bli 6,43%. Avkastningskravet, sammen med fremtidsbudsjettet, ble deretter lagt til grunn for verdsettelsen av selskapet.

I den påfølgende delen av oppgaven ble det utført en verdsettelse av selskapet ved hjelp av APV-metoden. APV-metoden ble brukt fordi den i teorien lanseres som en metode som skal være bra på å verdsette selskaper med høy gjeld og varierende gjeldsgrad. Verdsettelsen kom frem til et verdiestimat på Norwegian-aksjen på NOK 247. Det er ca. 48% høyere enn aksjekursen per 31.03.2018 på NOK 168.

Resultatet ble kvalitetssikret gjennom relativ verdsettelse ved WACC-metoden og multiplene Price/sales og Price/book. WACC-metoden ga en verdi på NOK 249, mens Price/sales og Price/book ga en verdi på henholdsvis NOK 1201 og NOK 256. Resultatene fra WACC-

metoden og Price/book støttet verdiestimatet ved APV-metoden, mens Price/sales gir en helt annen verdi. Dette kan komme av at multipler som baserer seg på inntekt ofte resulterer i grove anslag og selskapets reelle situasjon blir ikke hensyntatt.

Verdsettelsen etterfølges av en sensitivitetsanalyse, der jeg undersøker hvordan endringer i NOPLAT, avkastningskravet og skattesatsen påvirker den estimerte aksjeverdien. Her fremkom det at det er knyttet stor usikkerhet til estimatet. Selv små endringer i både NOPLAT, avkastningskravet og skattesatsen vil gi store utslag i estimatet. Det er viktig å presisere at mitt prisestimat på Norwegian-aksjen er basert på en rekke antagelser om fremtiden. Spesielt prognosene for fremtiden og avkastningskravet kan få betydelig forskjellige verdier med andre antagelser.

Jeg kan følgelig svare på problemstillingen min som er:

«Hva er verdien til Norwegian Air Shuttle ASA per 31.03.2018? Ved bruk av APV-metoden»

Ved bruk av APV-metoden kom jeg frem til en aksjekurs på NOK 247 for Norwegian Air Shuttle ASA per 31.03.2018. På bakgrunn av dette er min handelsanbefaling for Norwegian-aksjen kjøp. Markedsverdien for aksjen er NOK 168, noe som ifølge mine analyser impliserer at markedet har underpriset aksjen.

Jeg vil i tillegg svare på underspørsmålet som er:

«Vil den lave bokførte egenkapitalen til Norwegian gjøre at selskapet er kortsiktig finansiert?»

Av risikoanalysen fant jeg at Norwegians selskapets likviditet var betydelig lavere enn bransjens. Soliditetsanalysen av Norwegian viser i tillegg at selskapet er et lite solid finansiert selskap. Særlig i den senere delen av analyseperioden har forholdstallene vært lave. Hvis man også tar covenantkravet til betraktning, var det ikke overaskende at selskapet måtte utføre en emisjon i 2018. Men selv med ny kapital er soliditeten til selskapet svak, og bufferen mot fremtidige tap er liten. Norwegian kan derfor ikke tillate seg flere år med negativt driftsresultat. Da blir de i så fall tvunget til å hente inn mer kapital for å heve egenkapitalandelen. Basert på dette mener jeg at Norwegian per 31.03.2018 er kortsiktig finansiert.

10 Svakheter ved oppgaven

Utenom de åpenbare svakheter ved at det er gjort en rekke subjektive antagelser med blant annet fremtidsbudsjettet og beregning av avkastningskrav er det tre faktorer jeg spesielt må nevne.

Den første svakheten ved denne masteroppgaven er den kapitaliserte leasingen. Selv om metoden er utført på riktig måte kan det virke som balansetallene har blitt urealistisk store. Fra Norwegians årsrapporter ble det hentet tall på selskapets fremtidige leasingsforpliktelser for å beregne nåverdiene av disse forpliktelsene. At tallene for spesielt 2015 ble så store kan skyldes at disse forpliktelsene inkluderer fly som ikke var levert, og følgelig ikke burde inngått som en del av operasjonelle driften. Dette har ikke blitt tatt hensyn til i oppgaven. Av årsrapporten fra 2017, som bare delvis har blitt benyttet, kom det likevel frem at Norwegian i 2017 eide 70 fly og hadde 78 fly på leasingskontrakter. Nesten hele økningen i antall fly kom dermed fra leasede fly. Det kan derfor være rimelig at leasingsverdiene i balansen er høyere enn balanseverdien av de eide flyene. I tillegg har jeg i oppgaven brukt tall for 2016 for kapitaliseringen av leasing som ikke opprinnelig står i 2016-årsrapporten. Norwegian har, av uvisse grunn, endret 2016-tallene i årsrapporten for 2017. Disse tallene ble oppdatert til å være mindre enn det de opprinnelig var. For å kunne få mindre verdier i balansen brukte jeg derfor disse tallene.

Et annet analyseproblem er at Norwegian har bestilling på flere fly enn de bruker. Det er ventet at Norwegian vil starte å lease ut fly gjennom sitt datterselskap i Irland. Siden de har hatt startproblemer på dette prosjektet ved at det har blitt utsatt opptil flere ganger har det ikke blitt hensyntatt i oppgaven. Det er også mulig at selskapet vil selge fly. Norwegian flybestilling er en av de største bestillingene av nye fly i Europa, og det er en stor etterspørsel i markedet etter tidlig levering av nye fly. Det kan altså være en premie i å ha snarlig levering av nye fly. Dette er heller ikke hensyntatt i oppgaven.

En siste svakhet er at det ikke er tatt hensyn til fremtidige eventuelle utbytter til aksjonærene. Per i dag har Norwegian ikke betalt utbytte, men i fremtiden kan dette være et mulig scenario.

11 Referanseliste

Litteratur

- Arzac, E. R. & Glosten, L. R. (2005). A reconsideration of tax shield valuation. *European Financial Management*, 11(4), 453-461.
- Bang, N. K. (2011). *Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA* (Masteroppgave). Universitetet for Miljø- og Biovitenskap, Ås.
- Booth, L. (2002). Finding value where none exists: pitfalls in using adjusted present value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 95-104.
- Bueng, A.-O. (2016). *Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA* (Masteroppgave). UiT Norges arktiske universitet, Tromsø.
- Cooper, I. & Nyborg, K. (2007). Valuing the debt tax shield. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 50-59.
- Cooper, I. A. & Nyborg, K. G. (2006). The value of tax shields IS equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*, 81(1), 215-225.
- Damodaran, A. (1999). Dealing with operating leases in valuation. *NYU Working Paper No. FIN-99-023*, Hentet fra <https://ssrn.com/abstract=1297077>.
- Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses/A. Damodaran.*—: New Jersey: FT Press.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (666): John Wiley & Sons.
- Danielsen, L. & Molvik, V. (2015). *Kommer Norwegian til å krasjlande? -En kritisk analyse av fenomenet Norwegian* (Masteroppgave). Universitetet i Stavanger, Stavanger.
- Fernández, P. (2004). The value of tax shields is NOT equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 145-165.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(02), 3-17.
- Gorovaya, N. (2016). *Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12. 2014* (Masteroppgave). UiT Norges arktiske universitet, Tromsø.
- Hatlen, E. (2013). *Verdivurdering av SAS AB* (Masteroppgave). Universitetet i Tromsø, Tromsø.
- Jacobsen, F. H. (2016). *Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA: fundamentalanalyse og verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.

- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (2. utg.)* (Bergen: Fagbokforlaget).
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse* (Oslo, Cappelen Akademisk Forlag 13).
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (6 utg.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kristoffersen, T. (2014). *Årsregnskapet: En grunnleggende innføring (4. utg.)*: Bergen: Fagbokforlaget.
- Lauglo, E. (2006). *Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Luehrman, T. A. (1997). Using APV (adjusted present value): a better tool for valuing operations. *Harvard business review*, 75(3), 145-146, 148, 150-144.
- Miles, J. A. & Ezzell, J. R. (1980). The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of financial and quantitative analysis*, 15(3), 719-730.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1974). Interactions of corporate financing and investment decisions—implications for capital budgeting. *The Journal of finance*, 29(1), 1-25.
- Petersen, C. V., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Søreng, A. & Haugsvold, T. (2013). *Norwegian air shuttle ASA: strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Varhaug, E. & Torgersen, J.-T. S. (2015). *Norwegian Air Shuttle ASA: strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse* (Masteroppgave). Norges Handelshøyskole, Bergen.

Års- og kvartalsrapporter

- EasyJet. (2012). Annual Report 2012. Hentet fra <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2012.pdf>

EasyJet. (2013). Annual Report 2013. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2013.pdf>

EasyJet. (2014). Annual Report 2014. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2014.pdf>

EasyJet. (2015). Annual Report 2015. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2015.pdf>

EasyJet. (2016). Annual Report 2016. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2016.pdf>

EasyJet. (2017). Annual Report 2017. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/results-centre/2017/2017-annualreport-and-accounts-v1.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2012). Annual Report 2012. Hentet fra

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2012.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2013). Annual Report 2013. Hentet fra

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2013.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2014). Annual Report 2014. Hentet fra

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-printer-friendly.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2015). Annual Report 2015. Hentet fra

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2015.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2016). Annual Report 2016. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2016.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2017). Annual Report 2017. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/media/about-us/company/investor-relations/annual-report-2017.pdf>

Norwegian. (2017). Interim report Norwegian Air Shuttle ASA – fourth quarter and full year 2017. Hentet fra <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-asa-asa-annual-report-2012.pdf>

Ryanair. (2012). Annual Report 2012. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2012-Annual-Reports-Annual-Report.pdf>

Ryanair. (2013). Annual Report 2013. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2013-Annual-Reports-Annual-Report.pdf>

Ryanair. (2014). Annual Report 2014. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2014-Annual-Reports-Annual-Report.pdf>

Ryanair. (2015). Annual Report 2015. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/07/Annual-Report-2015.pdf>

Ryanair. (2016). Annual Report 2016. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2016/07/Ryanair-Annual-Report-FY16.pdf>

Ryanair. (2017). Annual Report 2017. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2017/07/Ryanair-FY2017-Annual-Report.pdf>

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

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

SAS. (2014). Annual Report 2013-2014. Hentet fra <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-20132014-2/>

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

SAS. (2016). Annual Report 2015-2016. Hentet fra https://www.sasgroup.net/annualreports/2016/wp-content/themes/sas/assets/docs/en/SAS_Annual_Report_2015_16-B.pdf

SAS. (2017). Annual Report 2016-2017. Hentet fra https://www.sasgroup.net/annualreports/2017/wp-content/uploads/2018/02/SAS_AR_16-17_ENG_final_indexerad.pdf

Internettkilder

Bloomberg. (2018a). Ryanair Holdings PLC. Hentet 05.05.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/RYA:ID>

Bloomberg. (2018b). easyJet PLC. Hentet 05.05.2018 fra <https://www.bloomberg.com/quote/EZJ:LN>

Damodaran Online. (2018). Multiples. Hentet 21.05.2018 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Damodaran, Aswath. (1999b). Estimating Risk Parameters. Hentet 21.04.2018 fra <https://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26906/2/wpa99019.pdf>

DN. (2013). - Det er ren matte. Hentet 05.03.2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/2013/04/18/-det-er-ren-matte>

DN. (2017). Nær rekordhøyt veddemål mot Norwegian. Hentet 05.01.2018 fra <https://www.dn.no/nyheter/2017/09/26/1046/Bors/naer-rekordhoyt-veddemal-mot-norwegian>

DNB. (2017). 2018 Oil Market Forecast. Hentet 04.04.2018 fra https://www.dnb.no/seg-fundamental/fundamentalweb/getreport.aspx?file=MRP_110714.pdf&uid=552&auth=fvCK5RMJbEV3ukUxiDaCQWMwx9A%3D

- E24. (2017). Ryanair-sjefen mener Norwegian er i ferd med å gå tom for penger. Hentet 05.01.2018 fra <https://e24.no/naeringsliv/luftfart/ryanair-sjefen-mener-norwegian-er-i-ferd-med-aa-gaa-tom-for-penger/24132570>
- Hegnar. (2018). - Kjos og Norwegian med blodigere tall enn ventet. Hentet 05.03.2018 fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/02/Kjos-og-Norwegian-med-blodigere-tall-enn-ventet>
- IATA. (2017a). ECONOMIC PERFORMANCE OF THE AIRLINE INDUSTRY. Hentet 05.05.2018 fra <http://www.iata.org/publications/economics/Reports/Industry-Econ-Performance/Central-forecast-end-year-2017-tables.pdf>
- IATA. (2017b). IATA ANNUAL REVIEW 2017. Hentet 05.05.2018 fra <http://www.iata.org/publications/Documents/iata-annual-review-2017.pdf>
- NORGES BANK. (2018a). STATSOBLIGASJONER ÅRSGJENNOMSNIITT. Hentet 21.04.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- NORGES BANK. (2018b). STATSOBLIGASJONER MÅNEDSGJENNOMSNIITT. Hentet 21.04.2018 fra <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norsk Regnskapsstiftelse. (2008). NRS 14 Leieavtaler. Hentet 05.03.2018 fra <http://www.regnskapsstiftelsen.no/regnskap/regnskapsstandarder/nrs-14-leieavtaler/>
- Norwegian.no. Om oss. Hentet 12.02.2018 fra <https://www.norwegian.no/om-oss/>
- Oslo Børs. (2018a). Norwegian Air Shuttle. Hentet 05.04.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NAS.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018b). SAS. Hentet 05.05.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SAS%20NOK.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018c). Norwegian concludes on accounting treatment of NOFI - no impact on the book value of equity in Q1 2018. Hentet 05.04.2018 fra <https://newsweb.oslobors.no/message/446663>

Oslo Børs. (2018d). Norwegian Air Shuttle ASA - Contemplated Private Placement. Hentet 05.04.2018 fra <https://newsweb.oslobors.no/message/447065>

Sasgroup.net. About SAS AB. Hentet 05.05.2018 fra <https://www.sasgroup.net/en/category/about-sas/>

SHB. (2018). SHB Forecast. Hentet 04.04.2018 fra <http://research.handelsbanken.se/SHB-Forecast/>