

Handelshøgskolen og

Institutt for sosiologi, statsvitenskap og samfunnsplanlegging

Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA per

31.12.2014

Nadezda Gorovaya

*Masteroppgave i erfaringsbasert master i strategisk ledelse og økonomi – juni
2016*

FORORD

Denne masteroppgaven er skrevet som den avsluttende delen av det erfaringsbasert masterprogrammet i strategisk ledelse og økonomi ved UiT Norges arktiske universitet.

Bakgrunn for valg av verdsettelsesoppgave er at denne prosessen er basert på flere fagområder innen økonomi, blant annet regnskapsanalyse, finans analyse og strategi. Arbeidet med verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA har vært svært krevende, men samtidig spennende og lærerikt. Resultat er at jeg har tilegnet meg mye kunnskap innen verdivurderingen, og jeg er veldig glad for å kunne slutføre det erfaringsbasert masterprogrammet med denne oppgaven.

Til slutt vil jeg benytte anledningen til å takke min veileder, Professor Terje Vassdal, for god veiledning og nyttige råd og innspill underveis. Samtidig vil jeg takke vennene mine, familie og mine kjære kollegaer som har hjulpet og inspirert meg på veien.

Tromsø, 31. mai 2016

Nadezda Gorovaya

SAMMENDRAG

Formålet med denne oppgaven har vært å beregne en estimert aksjeverdi på selskapet Norwegian Air Shuttle ASA ved bruk av verdivurderingsmetoder, sammenligne denne verdien mot selskapets markedsverdi og gi en vurdering av om aksjen er over- eller underpriset. Problemstilling er derfor formulert som følger:

«Hva er verdien på selskapet Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2014?»

Prosessen resulterte i en verdi på egenkapitalen på 13 100 millioner NOK og en estimert aksjeverdi på 372,57 NOK som er høyere enn markedsverdien på 276,00 per 31.12.2014. Det vil si at aksjeverdien er undervurdert i markedet.

Verdivurdering er gjennomført i henhold til rammeverket fundamental analyse. Jeg startet oppgaven med en presentasjon av selskapet og bransjen det opererer i. Videre har jeg sett på utvikling av operasjonelle verdidrivere, redegjort for ulike verdsettelsesmetoder og begrunnet mitt valg av metode. Deretter ble det gjennomført en strategisk analyse ved hjelp av Porters modell for bransjeanalyse og selskapets strategi og regnskapsanalyse hvor regnskapet ble omgruppert for analyseformål. Basert på resultater fra strategisk og regnskapsanalyser ble det utarbeidet fremtidsregskap, estimert avkastningskrav, diskontert den fremtidige kontantstrømmen samt estimert selskapets aksjeverdi per 31.12.2014.

Verdiestimatet ble så rimelighetstestet ved hjelp av relativ prising og en sensitivitetsanalyse. Oppgaven avsluttes med diskusjon og konklusjon av verdiestimatet.

Nøkkelord: Norwegian Air Shuttle ASA, verdivurdering, strategisk analyse, regnskapsanalyse, fundamental analyse, luftfart

Innhold

FORORD	iii
SAMMENDRAG	iv
1 Innledning	1
1.1 Problemstilling	2
1.2 Avgrensning av oppgaven	2
1.3 Rapportens oppbygning.....	2
2 Bransje- og selskapsbeskrivelse	3
2.1 Bransjebeskrivelse	3
2.1.1 Luftfartens betydning for samfunnet.....	3
2.1.2 Luftfartens rammevilkår	4
2.2 Selskapsbeskrivelse.....	4
2.2.1 Norwegians historie.....	4
2.2.2 Kursutvikling	6
2.2.3 Passasjerutvikling.....	8
3 Teoretisk referanseramme	10
3.1 Verdidrivere	10
3.1.1 Antall tilgjengelig setekilometer (ASK).....	10
3.1.2 Inntektsgivende setekilometer (RPK)	12
3.1.3 Kabinfaktor	13
3.1.4 Kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK)	14
3.2 Rammeverk.....	15
4 Metode	16
4.1 Balansebaserte metoder	17
4.2 Inntjeningsbaserte metoder	17
4.2.1 Dividendemodeller	17
4.2.2 Kontantstrømbaserte modeller	18

4.2.3	Resultatmodeller	27
4.3	Valg av verdsettelsesmetode.....	29
5	Empiri	29
5.1	Strategisk analyse.....	29
5.1.1	Porters modell for bransjeanalyse	30
5.2	Regnskapsanalyse	38
5.2.1	Kritisk gjennomgang av regnskapsdata.....	38
5.2.2	Gruppering av regnskapstallene for analyseformål.....	38
5.2.3	Nøkkeltallsanalyse	48
6	Avkastningskrav	58
6.1	Unlevered kapitalkostnad	58
6.1.1	Beregning av total kapital.....	59
6.1.2	Beregning av avkastning på egenkapital	59
6.1.3	Beregning av gjeldsrente	63
6.1.4	Beregning av unlevered kapitalkostnad.....	63
7	Fremtidsregnskap.....	64
7.1	Driftsinntekter	64
7.1.1	Passasjerinntekter.....	65
7.1.2	Tilleggsinntekter	67
7.1.3	Andre inntekter	67
7.1.4	Leasinginntekter.....	68
7.2	Driftskostnader.....	68
7.2.1	Flydrivstoff	69
7.2.2	Lønnskostnader	72
7.2.3	Flyplassavgifter.....	72
7.2.4	Ekspedisjonsgebyr.....	73
7.2.5	Vedlikeholdsutgifter.....	74

7.2.6	Leasingkostnader.....	74
7.2.7	Andre driftskostnader.....	75
7.2.8	Salgs- og distribusjonskostnader.....	75
7.2.9	Administrative kostnader.....	76
7.2.10	Avskrivningskostnader.....	77
7.2.11	Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler.....	77
7.3	Skatt.....	78
7.4	Endring i arbeidskapital.....	78
7.5	Investeringer.....	79
7.6	Endring i operasjonell leasing.....	80
7.7	Fri kontantstrøm i den eksplisitte perioden.....	81
8	Verdsettelse.....	82
9	Relativ verdsettelse.....	84
9.1	FCF-metoden.....	84
9.2	EV/EBITDA.....	86
9.3	Sensitivitetsanalyse.....	87
10	Diskusjon og konklusjon.....	90
	Referanseliste.....	92
	Vedlegg.....	103
	Vedlegg 1. Beregning av en finansiell skattedel.....	103
	Vedlegg 2. Beregning av betaverdi. Regresjonsanalyse.....	104
	Vedlegg 3. Utvikling av Norwegian sin flyflåte i periode 2015-2021.....	105
	Vedlegg 4. Antall seter per fly per år.....	105
	Vedlegg 5. Antall leased fly per år.....	106
	Vedlegg 6. En estimert valutakurs for periode 2016-2018 (data per 25.03.2016).....	106

TABELLER

Tabell 1: Behandling av operasjonell leasing	44
Tabell 2: Driftsrelatert skattedel.....	45
Tabell 3: Omgruppert resultatregnskap	46
Tabell 4: Omgruppert balanse.....	47
Tabell 5: Resultatregnskap (Kilde: 1881.no).....	48
Tabell 6: Balanse (Kilde: 1881.no)	50
Tabell 7: Driftsmargin i perioden 2012-2014	51
Tabell 8: Totalkapitalrentabiliteten i perioden 2012-2014	52
Tabell 9: Egenkapitalrentabiliteten i perioden 2012-2014	53
Tabell 10: Gjeldsgraden i perioden 2012-2014.....	53
Tabell 11: Rentedeckningsgrad i perioden 2012-2014	54
Tabell 12: Egenkapitalandel i perioden 2012-2014	54
Tabell 13: Finansieringsgrad 1.....	55
Tabell 14: Finansieringsgrad 2.....	55
Tabell 15: Arbeidskapital	56
Tabell 16: Norwegians kapitalstruktur per 31.12.2014.....	56
Tabell 17: Likviditetsgrad 1 i perioden 2012-2014.....	57
Tabell 18: Likviditetsgrad 2.....	57
Tabell 19: Markedsverdi av totalkapital.....	59
Tabell 20: Effektiv rente på rentebærende gjeld.....	63
Tabell 21: Antall seter per fly	65
Tabell 22: Utvikling av ASK i perioden 2011-2014	66
Tabell 23: Utvikling i ASK i perioden 2015-2021.....	66
Tabell 24: Utvikling i RASK i perioden 2011-2014	66
Tabell 25: Utvikling i RASK i perioden 2015-2021	66
Tabell 26: Utvikling av passasjerinntekter i perioden 2015-2021	67
Tabell 27: Utvikling av tilleggsinntekter i perioden 2015-2021.....	67
Tabell 28: Utvikling av andre inntekter i perioden 2015-2021.....	67
Tabell 29: Utvikling av leasingsinntekter i perioden 2015-2021.....	68
Tabell 30: Utvikling av driftsinntekter i perioden 2015-2021	68
Tabell 31: Forbruk av drivstoff i perioden 2012-2015.....	69

Tabell 32: Utvikling av forbruk av drivstoff i perioden 2015-2021	70
Tabell 33: Anslaget for oljeprisen (USD) i perioden 2016-2018.....	70
Tabell 34: Anslaget for oljeprisen (NOK) i perioden 2016-2018.....	70
Tabell 35: Estimerte flydrivstoffskostnader i perioden 2016-2018	71
Tabell 36: Utvikling av flydrivstoffskostnader i perioden 2016-2018	71
Tabell 37: Utvikling av flydrivstoffskostnader i perioden 2015-2021.....	71
Tabell 38: Utvikling av lønnskostnader i perioden 2012-2014	72
Tabell 39: Utvikling av lønnskostnader i perioden 2015-2021	72
Tabell 40: Historisk utvikling av flyplassavgifter i perioden 2012-2015.....	73
Tabell 41: Utvikling av flyplassavgifter i perioden 2016-2021.....	73
Tabell 42: Utvikling av ekspedisjonsgebyr i perioden 2012-2015	73
Tabell 43: Utvikling av ekspedisjonsgebyr i perioden 2016-2021	73
Tabell 44: Utvikling av vedlikeholdsutgifter i perioden 2012-2015.....	74
Tabell 45: Utvikling av vedlikeholdsutgifter i perioden 2016-2021.....	74
Tabell 46: Årlig leasingpris per flytype.....	74
Tabell 47: Leasingkostnader i perioden 2015-2021	75
Tabell 48: Utvikling av andre driftskostnader i perioden 2012-2015	75
Tabell 49: Utvikling av driftskostnader i perioden 2016-2021.....	75
Tabell 50: Utvikling av salgs- og distribusjonskostnader i perioden 2012-2015	76
Tabell 51: Utvikling av salgs- og distribusjonskostnader i perioden 2016-2021	76
Tabell 52: Utvikling av administrative kostnader i perioden 2012-2014.....	76
Tabell 53: Utvikling av administrative kostnader i perioden 2015-2021.....	76
Tabell 54: Utvikling av avskrivningskostnader i perioden 2012-2015	77
Tabell 55: Utvikling av avskrivningskostnader i perioden 2016-2021	77
Tabell 56: Utvikling av amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler i perioden 2012-2015	77
Tabell 57: Utvikling av amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler i perioden 2016-2021	77
Tabell 58: Utvikling i arbeidskapitalen i perioden 2012-2014	78
Tabell 59: Utvikling i arbeidskapitalen i perioden 2015-2021	78
Tabell 60: Investeringer til flyflåten i perioden 2015-2021.....	79
Tabell 61: Utvikling av andre investeringer i perioden 2012-2014	79
Tabell 62: Utvikling av investeringskostnader i perioden 2015-2021	80

Tabell 63: Endring i operasjonell leasing	80
Tabell 64: Fri kontantstrøm i perioden 2015-2021	81
Tabell 65: Nåverdi av fri kontantstrøm	82
Tabell 66: Nåverdi av skattekreditt rentebetaling	83
Tabell 67: Estimert aksjeverdi	84
Tabell 68: Nåverdien av kontantstrøm	85
Tabell 69: Estimert aksjekurs per 31.12.2014	86
Tabell 70: EV/EBITDA	86
Tabell 71: Estimert aksjepris per 31.12.2014	87
Tabell 72: Endring i beta	88
Tabell 73: Endring i gjeldsrente	89
Tabell 74: Endring i vekstfaktor	89
Tabell 75: Endring i valutakurs og oljepris	89

FIGURER

Figur 1: Kusutvikling Norwegian Air Shuttle ASA (Kilde: Hegnar.no, 2016).....	7
Figur 2: Passasjerutvikling for Norwegian Air Shuttle ASA i periode 2003-2015	9
Figur 3: Norwegians antall tilgjengelig setekilometer (ASK) (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015).....	11
Figur 4: Norwegians inntektsgivende setekilometer (RPK) (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015).....	12
Figur 5: Kabinfaktor (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015).....	13
Figur 6: Norwegians kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK) (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015).....	14
Figur 7: Enhetskostnader i flybransjen (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA presentasjon for 3.kvartal 2015)	15
Figur 8: Porters fem konkurransekrefter [67]	30
Figur 9: Andel antall reiser etter formål og transportmåte (Kilde: ssb.no Reiseundersøkelsen, 2.kvartal 2015)	33
Figur 10: Norwegians omsetning på innenlandske og utenlandske reiser i 2.kvartal 2015	34
Figur 11: Flyselskapenes deler av driftstofforbruket til fast pris (Kilde: dn.no, 2015).....	36
Figur 12: Prisutvikling på brent olje i periode 10.09.2014-10.09.2015 (Kilde: Euroinvestor.no).....	37
Figur 13: Estimering av betaverdi.....	62
Figur 14: Oversikt over Norwegian sine driftskostnader i 2014.....	69

FORKORTELSER

APV:	Adjusted Present Value
ASK:	Available Seat Kilometer
CAMP:	Capital Asset Pricing Model
CASK:	Cost per Available Seat Kilometer
EBIT:	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA:	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EV:	Enterprise Value
EVA:	Economic Value Added
FCF:	Free Cash Flow
FSS:	Finansanalytikerens Forening
NAS:	Norwegian Air Shuttle ASA
NFF:	Norske Finansanalytikerens Forening
NOPLAT:	Net Operating Profits Less Adjusted Taxes
NRS:	Norsk RegnskapsStandard
OSEBX:	Oslo Børs Benchmark Index
PwC:	PricewaterhouseCoopers
RASK:	Revenue per Available Seat Kilometer
ROIC:	Return of Invested Capital
RPK:	Revenue Passenger Kilometer
SAS:	Scandinavian Airlines
WACC:	Weighted Average Cost of Capital

1 Innledning

I denne masteroppgaven har jeg valgt å gjennomføre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA (deretter – Norwegian). Valget falt på verdivurdering av et selskap da dette er basert på flere fagområder innen økonomi, blant annet strategisk analyse, analyse av regnskapstall, finansanalyse m.fl. Motivasjonen min for å velge Norwegian er at det ble gjennomført mye forskning på selskapet før 2013 da selskapet hadde en høy vekst, og det har i etterkant av dette vært mange hendelser som har vært med på å endre selskapets økonomiske situasjon. Jeg vil nå kort ta for meg hendelser i tidsperioden 2013-2015:

Flåtefornyelse. Det er gjort store investeringer til fly, og i 2012 signerte Norwegian en kontrakt på kjøp av 222 nye fly fra Boeing og Airbus med en opsjon på å kjøpe 150 til. Ved utgangen av 2014 hadde selskapet utestående ordre på 246 fly [1,2].

Tekniske problemer med Dreamliner-flyen. Fra andre kvartal 2013 til og med andre kvartal 2014 har Norwegian ført opp til sammen 465 millioner kroner i tap på for sen levering og gjentatte tekniske problemene med Dreamliner-flyene [3].

Endring i bonusprogram. I mai 2013 opphevet regjeringen forbudet mot bonuspoeng på innenriksflyvinger i Norge. Bonusforbudet ble innført i 2002 for å øke konkurransen innen luftfart, og det var da Norwegian så muligheter for å etablere seg med innenriksflyvninger. Fra mai 2013 innførte både Norwegian og SAS bonusopptjening på innenriksrutene. Ifølge analytikere har SAS det mest komplette fordelsprogrammet og den beste opptjeningen som kunne påvirke Norwegian sin markedsandel [4,5].

Pilotstreiken i Skandinavia i februar-mars 2015. Norwegian Pilot Union/Parat og NHO Luftfart forhandlet om en avtale med pilotene i tre måneder uten å bli enige. I februar 2015 brøt NPU/Parat forhandlingene, og 650 piloter ble tatt ut i streik. Etter elleve dagers streik ble partnere enige om en løsning [6,7]. I følge Norwegian sin rapport for 1.kvartal 2015 ble det kansellert ca.2000 flygninger i løpet av streiken, og det kostet selskapet ca.350MNOK hvorav 110MNOK er ekstra kostnader for 1.kvartal og 240MNOK er inntektstap for 1.kvartal og april 2015.

På bakgrunn av dette har jeg valgt å se på historisk utvikling av Norwegian sin økonomiske situasjon for å predikere selskapets verdi per 31.12.2014.

1.1 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å beregne en estimert aksjeverdi på selskapet «Norwegian Air Shuttle ASA» ved bruk av verddivurderingsmetoder, sammenligne denne verdien mot selskapets markedsverdi og gi en vurdering av om aksjen er over- eller underpriset. Problemstillingen er derfor:

Hva er verdien på selskapet Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2014?

1.2 Avgrensning av oppgaven

Opgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon, stort sett i form av års- og kvartalsrapporter og artikler i media. Ved oppgavens begynnelse var kvartalsrapport for 2.kvartal 2015 offentliggjort. Regnskapsanalyse er gjennomført basert på tallene fra siste tilgjengelig årsrapport for 2014. Endelig årsrapport for 2015 som er offentliggjort etter 31.03.2015 er ikke benyttet i vurderingen.

1.3 Rapportens oppbygning

I det påfølgende kapittelet er presentert bransjeanalyse og selskapets strategi. Kapittel 3 viser en utvikling av operasjonelle verdidrivere, og i kapittel 4 er presentert det teoretiske fundamentet oppgaven bygger på. I kapittel 5 er gjennomført strategisk og regnskapsanalyse av selskapet. Basert på resultater av denne analysen har jeg utarbeidet fremtidsbudsjett i kapittel 7. I kapittel 6 har jeg estimert selskapets avkastningskrav (Unlevered kapitalkost). Selve verdsettelse ved hjelp av APV-metoden er gjennomført i kapittel 8. Kapittel 9 presenterer en rimelighetsvurdering ved hjelp av relativ prising og sensitivitetsanalyse. Oppgaven avsluttes med kapittel 10 hvor diskusjon og konklusjon av verdiestimatet er presentert.

2 Bransje- og selskapsbeskrivelse

2.1. Bransjebeskrivelse

2.1.1 Luftfartens betydning for samfunnet

Luftfarten er Norges eneste landsdekkende kollektivtrafikkmiddel. Spredt bosetning og lange avstander både innenlands og til viktigste eksportmarkeder gjør at fly ofte er eneste alternative transportform. I praksis finnes alternativene kun for kortere flyreiser i Sør-Norge. I dag er personbil det viktigste alternativet til fly. På lange reiser finnes det ingen alternativer til luftfarten. Derfor flyr nordmenn mer enn noen andre i hele verden. Fly er det eneste alternativet hvis man vil frem og tilbake samme dag mellom de store byene, og er derfor avgjørende for næringslivet.

Luftfarten spiller stor rolle i det norske velferdssamfunnet:

Olje- og gassaktiviteten er helt avhengig av luftfarten. I alt var 1,8 millioner reiser knyttet til olje-gassvirksomheten i 2013. I tillegg til rutetrafikken på land, kommer 700 000 passasjerer ut og inn til plattformene med helikopter. Mange av rutene har mer enn 50 prosent belegg bare fra passasjerer som reiser i forbindelse med offshorevirksomheten. Det største oljeruten er mellom Stavanger og Bergen.

Helsereisene er en viktig del av fritidsreisene både på grunn av fritt sykehusvalg, men ofte fordi sykehuset ligger langt unna. Dette er spesielt betydelig i Nord-Norge, der noen av flyrutene er viktige ambulanseruter og hvor helsereiser utgjør en femtedel eller mer av de reisende.

Utdanning. Norge har 46 utdanningsinstitusjoner. Utdanningsinstitusjonene er avhengig av luftfart for å opprettholde faglig og strategisk kontakt med samarbeidspartnere både i – og utenfor Norge. Mange reiser også for faglig påfyll og erfaringsutveksling som konferanser, kurs, seminarer osv. En undersøkelse gjort på oppdrag av Avinor viser at ansatte ved disse utdanningsinstitusjonene gjennomførte 156 000 enkeltreiser i jobbøyemed i 2013. I gjennomsnitt gir det 5,2 flyturer per årsverk.

Reiser til **kultur- og sportsarrangementer** utgjorde i alt ca.280 000 reiser i 2013.

Luftfarten har vesentlig betydning for **turisme i Norge**, fordi turismen er en av de viktigste kildene til økonomisk vekst og sysselsetting. 43 prosent av alle turister som kommer til Norge, kommer med fly [8,9].

2.1.2 Luftfartens rammevilkår

I følge NHO rapporten «En nyttig og bærekraftig norsk luftfart» har luftfarten følgende kjennetegn:

Luftfarten er selvfinansierende. Luftfarten er ikke avhengig av statlige overføringer for utvikling av infrastruktur. For å sørge for en bedre organisering av lufthavner og flygeledertjenester betaler flyselskapene ulike avgifter til Avinor. I tillegg betaler flyselskapene CO₂-avgift fra kvotepliktige selskaper samt moms på innlandsflyvninger til staten.

Hard konkurranse i luftfartsbransjen. Luftfarten i Norge er preget av svært hard konkurranse og et krevende marked der aktører fra ulike land konkurrerer med hverandre. Frie EØS-markedsvilkår utfordrer norske selskapers konkurransekraft siden selskaper fra andre land har mye gunstigere skatte- og avgiftsvilkår, lavere lønnsnivå og mye mindre krevende arbeidslivslovgivning. Derfor, for å styrke norsk konkurransekraft, er det behov for tiltak som effektiviserer virksomhetene og bedre offentlige rammevilkår [9].

Luftfartstjenester påvirker klimaet. Ifølge rapporten fra Miljødirektorat (2015) står luftfarten for ca.2,6 prosent av de nasjonale CO₂-utslippene i dag. Antall flyreiser i Norge økes årlig, og ifølge Nasjonal transportplan forventes det en årlig vekst i både innenriks og utenriks flytrafikk på 2,3 prosent fram mot 2040 [10].

2.2 Selskapsbeskrivelse

Norwegian er det nest største flyselskapet i Skandinavia og det tredje største lavprisselskapet i Europa med rundt 4500 ansatte. Norwegian flyr 424 ruter til 130 destinasjoner i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Thailand og USA. Siden 2003 er selskapet notert på Oslo børs.

2.2.1 Norwegians historie

Norwegian Air Shuttle AS ble etablert 22.januar 1993 og startet i samarbeid med Braathens S.A.F.E. flygninger med Fokker 50 på den norske vestkysten. Etter at Braathens ble tatt over av SAS i 2002, mistet Norwegian alle rutene på Vestlandet. Men i september 2002 startet selskapet lavpris innenriksflygninger med Boeing 737 under merkenavnet Norwegian [11].

Den 18. desember 2003 ble selskapet notert på Oslo Børs og gjennomførte en emisjon på 250 millioner kroner [12].

I 2004 utviklet Norwegian ruter fra 18 til 41. I tillegg ble det signert kontrakter med FlyNordic på ruten Oslo-Stockholm og med Sterling på nye europeiske ruter [13].

I 2005 har antall ruter økt til 54. Veksten i rutenett har hovedsakelig vært fra Norge og ut i Europa, bl.a. København, Paris, Roma, Hamburg, Warszawa, Riga. Årsresultat for 2005 viste selskapets første overskudd på 26,75 MNOK [14]. «Vi gleder oss over å kunne vise til et slikt overskudd. 2005 har vært et fantastisk år for oss», sa administrerende direktør Bjørn Kjos til Boarding.no i 2006 [15].

Flyselskapets ruter mellom Norge og Polen utviklet seg svært positivt. Derfor bestemte selskapet seg for å satse også på andre ruter, og i 2006 etablerte Norwegian datterselskap og base i Polen for å dekke et behov for lavprisruter til og fra fem byer i Sør-Europa [16].

24. april 2007 inngikk Norwegian en avtale om å kjøpe FLYNordic av Finnair og overtok en base på Arlanda lufthavn, Stockholm. Dette kjøpet styrket Norwegians posisjon i det nordiske og europeiske markedet [17]. I tillegg etablerte selskapet nettbank - Bank Norwegian og bonusprogram – Norwegian Reward som kun ble tilgjengelig dersom man betalte flyreisene med Bank Norwegians kredittkort [18].

I 2008 besluttet Norwegian å etablere en base i København i forbindelse med konkursen i Sterling. Samme år har det vært etablert mobilselskapet Call Norwegian som rettet sine tilbud inn mot Norwegians eksisterende kunder gjennom å tilby mobildekning og trådløst internett både på fly og flyplasser, reiseløsninger og informasjon til passasjerer via telefoni samt mobil IP-telefoni [19].

År 2009 er det beste året i selskapets historie. Netto overskudd ble på 446 millioner kroner mot 3,9 millioner i 2008 [20]. Også hadde Norwegian en kraftig passasjervekst i 2009 og fløy 10,8 millioner passasjerer. Det er 18 prosent flere passasjerer enn året før. Det ble lansert 63 nye ruter i løpet av 2009: i Danmark har Norwegian åpnet 30 nye ruter, i Sverige ble det etablert 18 og i Norge 15 nye ruter [21].

I 2010 inngikk Norwegian avtale med det amerikanske leasingselskapet ILFC (International Lease Finance Corporation) om å lease to Dreamliner-fly til sin langdistansesatning. «Dreamliner er et fly for fremtiden, med en høy passasjerkomfort og lave driftsutgifter. Lavt drivstofforbruk gjør også at flytypen uten tvil er den mest miljøvennlige vi kunne velge», sier administrerende direktør Bjørn Kjos i en pressemelding [22].

Norwegian ble det første flyselskapet som startet installeringen av trådløst internett om bord på europeiske ruter. Selskapet startet installeringen i slutten av januar 2011, og det første flyet ble satt i trafikk i begynnelsen av februar. 31.mars 2011 åpnet Norwegian ny base i Helsinki på Vantaa lufthavn og startet innenriksflygninger mellom den finske hovedstaden og byene Oulu og Rovaniemi. «To innenriksruter og 11 utenlandsruter gir finske forretnings- og fritidsreisene større fleksibilitet og flere valgmuligheter», sier lufthavnsjef Juha-Pekka Pystynen [23]. I tillegg i 2011 inngikk Norwegian avtale om kjøp av tre Dreamliner og 15 nye Boeing 737-800.

I 2012 signerte Norwegian en kontrakt om kjøp av 222 nye fly fra Boeing og Airbus med en opsjon på å kjøpe 150 til [1].

I 2013 lanserte Norwegian en tjeneste som gjør det mulig å leie filmer og tv-serier om bord. Tjenester er tilgjengelig på alle Norwegians fly med internett. Norwegian er det første selskapet i Europa som tilbyr denne tjenesten [24]. Fra andre kvartal 2013 til og med andre kvartal 2014 har selskapet tapt 465 millioner kroner på for sen levering og gjentatte tekniske problemer med Dreamliner-langdistanseflyene [3].

Året 2014 begynte Norwegian-toppsjefen med å si unnskyld til passasjerene som hadde fått julen og nyttår ødelagt på grunn av forsinkede fly i forbindelse med de tekniske problemene med Dreamliner-flyene. I februar 2014 etablerte Norwegian et datterselskap Norwegian Air International Limited (NAI) i Irland, og driften av selskapets langdistanseoperasjoner ble overført til NAI. I tillegg har selskapet etablert nye baser med reiser fra England og Spania [25].

2.2.2 Kursutvikling

Aksjene i Norwegian Air Shuttle ASA ble notert på Oslo Børs den 18. desember 2003 etter at selskapet hentet inn 250 millioner NOK i en offentlig emisjon.

Figuren 1. viser en kursutvikling til aksjer i Norwegian Air Shuttle ASA i periode 18.12.2003 – 31.03.2016 [55].



Figur 1: Kursutvikling Norwegian Air Shuttle ASA (Kilde: Hegnar.no, 2016)

Som man kan se på figuren har kursen gått flere ganger opp og ned i den valgte perioden. Nedenfor ser vi nærmere på utvikling i Norwegians aksjekurs.

På slutten av 2004 hadde Norwegian 1 280 aksjonærer fordelt mellom institusjonelle og private investorer. Aksjekursen per 31.12.2004 var 13,50 NOK [13]. I løpet av 2005 hadde aksjekursen en sterk utvikling og per 31.12.2005 utgjorde den 82 NOK. Den positive utviklingen relatert til at selskapet økte sin effektivitet i driften samt utvidet en markedsandel både på innenlands- og utenlandsreiser. Dermed var Norwegian Air Shuttle ASA en av vinnere på Oslo Børs i 2005 [14]. Aksjekursen hadde en god og stabil utvikling i 2006 og per 31.12.2006 utgjorde den 93 NOK [26]. I 2007 økte aksjekursen på hele 82 prosent og utgjorde 169 NOK per 31.12.2007. Årsaken til dette kan sees opp mot innkjøp av FlyNordic som styrket selskapets posisjon i det nordiske og europeiske markedet. Etablering av nettbank og bonusprogram påvirket også aksjekursen positivt [27]. I 2008 har Norwegian et fall i sin aksjekurs på 78 prosent, og kursen utgjorde 36,90 NOK på slutten av året [28]. Den negative utviklingen hovedsakelig skyldes finanskrisen som startet i USA samme år og som etter hvert påvirket hele verden. Under krisen falt aksjemarkedet siden alle ventet på et tiltak eller signaler som kunne bidra til stabilitet og tillitt i markedene [29]. I 2009 økte aksjekursen betydelig på hele 212 prosent, og per 31.12.2009 utgjorde kursen 115,0 NOK [30]. 2009 ble det beste året for Norwegian siden selskapets oppstart. Analytikere mente at Norwegian kunne tjene penger i utfordrende markedet og klarte seg godt under finanskrisen. De forklarte at selskapets utvikling kunne bli knyttet til kombinasjon av lavere kostnader og effektiv drift, det som skilte selskapet fra sine konkurrenter. Analytikerne ventet økonomisk vekst og trafikkutvikling også fremover. «Kombinert med det lave kostnadsnivået, effektiv drift, bedret

rutenettverk og nye flymaskiner, kommer selskapet til å vokse», sa senioranalytiker Hans Erik Jacobsen i First Securities til NA24 [31]. Per 31.12.2010 utgjorde kursen 117,5 NOK [32]. Analytikerne mente at selskapet viste god kontroll både på inntekts- og kostnadsside og trodde på bedre omsetningstall, driftsresultat og resultat per aksje fremover. I 2011 gikk aksjekursen ned med 53 prosent og utgjorde 55,25 mot slutten av året [33]. Det kunne blant annet skyldes sterk konkurranse i flymarkedet som ville føre til en situasjon hvor tilbudet kunne overstige etterspørselen. Analytikerne mente at høy oljepris også kunne påvirke aksjekursutvikling i løpet av 2011 [34]. Året 2012 viste en eksepsjonell sterk utvikling av aksjekursen som økte med 60 prosent og var på 143,9 NOK per 31.12.2012 [35]. Gode trafikk tall, høyere billettpriser og stabil fyllingsgrad påvirket aksjekursen positivt [36]. 03.juni 2013 var aksjekursen opp sitt høyeste nivå noensinne på 311,50 NOK, men i løpet av andre halvår 2013 falt kursen ned til 188,2 NOK. Det skyldes blant annet forsinkelser og tekniske problemer med Dreamliner-fly («Dreamliner-problemene»), priskampen på det flymarkedet, styrking av amerikanske dollar mot norske kroner på grunn av svakere vekst i norsk økonomi [37,38]. Selv om aksjekursen økte med 47 prosent og utgjorde 276,20 NOK per 31.12.2014 [39], ble kursen veldig ustabil i løpet av 2014. På den ene siden hadde Norwegian høy fyllingsgrad, men på den andre siden ble det høyere oljepris, svak norsk krone og ekstra kostnader knyttet blant annet til «enmannsstreiken» som ble gjennomført av kabinansatte René Gustavsen i andre kvartal 2014 [40]. I 2015 ifølge analysen utført av «Aksjeanalysen.com» har Norwegian-aksjen fått en stor positiv utvikling de seneste månedene. Analytikerne mener at det er blant annet lav oljepris som har ført til denne utviklingen [41]. Analyser av oljeprisen viser at oljeprisen kan falle helt ned mot bunn i 2009 rund USD 36,00 på 6-12 måneders sikt [42]. Hvis utviklingen fortsetter, vil aksjekursen til Norwegian øke opp mot 550,00 NOK på 12 måneders sikt [41].

2.2.3 Passasjerutvikling

Ved hjelp av Norwegian sine årsrapporter skal jeg analysere hvordan passasjerantall utviklet seg fra 2003, da selskapet ble børsnotert, til og med 2014, den siste perioden som årsrapporten foreligger på.



Figur 2: Passasjerutvikling for Norwegian Air Shuttle ASA i perioden 2003-2015

Som viser Figur 2 har Norwegian hatt en stadig positiv utvikling. Jeg vil nå gå litt mer i dybden og se på hva som gjør Norwegian attraktiv til passasjerene.

I 2003 fløy 1,2 millioner passasjerer med Norwegian. Både lave priser og åpning av 14 nye ruter førte til at Norwegian kunne øke antall passasjerer sammenligne med 2002 [12]. I 2004 utviklet Norwegian antall ruter fra 18 til 41, som gjorde at mange nordmenn fikk mulighet til å reise til en rimelig pris. I løpet av 2004 hadde Norwegian 2,1 millioner passasjerer noe som ga en økning på 75 prosent mot fjoråret [13]. I 2005 økte Norwegian flåten med 2 fly, og i tillegg økte utnyttelsen på flyene fra 7,6 timer til 9,1 timer i døgnet. Dette førte til at i 2005 fløy 3,3 millioner passasjerer med Norwegian, noe som var en positiv utvikling på 57 prosent mot 2004 [14]. I 2006 reiste 5,10 millioner passasjerer med Norwegian. Vekst i innenriks markedsandel og nye utenlandske ruter ga en økning av passasjerantall på 55 prosent mot 2005 [26]. I løpet av 2007 utvidet selskapet sine markedsandeler både innenlands og utenlands, og lanserte flere direkte ruter til utlandet [43]. Denne strategien bidro til en positiv passasjerutvikling, og i løpet av 2007 fraktet Norwegian 6,9 millioner passasjerer [43]. Lave priser, økning av markedsandelen innenriks i Norge og i det skandinaviske markedet stimulerte flere og flere passasjerer til å reise med Norwegian, og i løpet av 2008 fraktet selskapet 9,1 millioner passasjerer som ga en passasjervekst på 32 prosent sammenlignet med 2007 [44,28]. Den positive trenden fortsatte, og i 2009 var det flere og flere passasjerer som foretrakk å fly med Norwegian. Nye ruter, miljøvennlige flyflåter med bedre bein plass og mindre støy ga en mer behagelig flytur til passasjerer [45]. I 2009 reiste 10,8 millioner passasjerer med Norwegian noe som var 19 prosent flere passasjerer enn året før [30]. I 2010 forbedret Norwegian sin punktlighet, noe som ga en

økning av antall fornøyde passasjerer, og selskapet fraktet over 13 millioner passasjerer, 20 prosent flere enn i 2009 [46,47]. I 2011 innførte Norwegian trådløst internett om bord på flyene, og denne løsningen var avgjørende for at selskapet dette året fraktet 15,7 millioner passasjerer [48]. I 2012 reiste ca.17,7 millioner passasjerer med Norwegian noe som var 13 prosent flere passasjerer enn året før. Denne økningen kan forklares blant annet med at Norwegian innførte flere lengre flyruter mellom nordiske destinasjoner og sørlige deler av Europa og Nord-Afrika [49].

Til tross for at Norwegian i desember 2013 hadde en rekke langdistanseproblemer med fly som ble stående i USA og Thailand, fraktet selskapet ca.20,7 millioner passasjerer i løpet av året som ga en økning av passasjertall på 17 prosent. «Det beviser at Norwegian tilbyr et konkurransedyktig produkt både på pris og kvalitet», sier administrerende direktør Bjørn Kjos [38,50]. I 2014 fløy 24,0 millioner passasjerer med Norwegian som er 16 prosent flere enn i 2013. Det kan knyttes til at selskapet lanserte nye flyruter, både innenlands og i Europa, etablerte nye baser i USA og Spania, fornyet betydelig flyflåten. «Stadig nye kunder kommer om bord. Ikke minst i nye markeder utenfor Skandinavia ser vi at mange har prøvd Norwegian for første gang, likt tilbudet vårt og kommet tilbake», sier Bjørn Kjos [39,51]. Den positive utviklingen av passasjerantall har fortsatt i 2015. I 2015 reiste 25,8 millioner passasjerer med Norwegian, 8 prosent flere enn i 2014 [99]. Veksten er knyttet stort sett til langtidsdistanseruter, blant annet London Gatwick – Boston, nye ruter til Karibien og mellom Karibien og de amerikanske storbyene Boston, New-York og Washington DC [53].

3 Teoretisk referanseramme

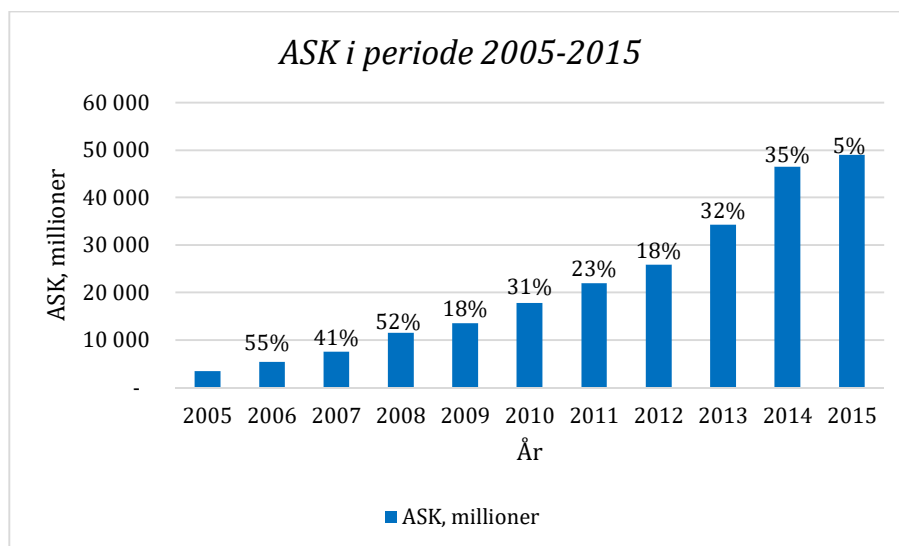
3.1 Verdidrivere

Koller et al. (2010, s. 103) definerer verdidrivere som selskapets evne til å skape en god avkastning på investert kapital og evne til å vokse. Innenfor luftfart kan man finne følgende verdidrivere: ASK (Available Seat Kilometers); RPK (Revenue Passenger Kilometers); CASK (Cost per available seat kilometer) og kabinfaktor.

3.1.1 Antall tilgjengelig setekilometer (ASK)

Antall tilgjengelig setekilometer (ASK) er selskapets total kapasitet som viser hvor mange setekilometer selskapet har fløyet i en periode. Hvis et fly på 200 seter flyr én

kilometer har selskapet produsert 200 setekilometer [54]. Figur 3 nedenfor viser en stadig positiv utvikling av Norwegians totale produksjon (ASK) i periode 2005-2015.

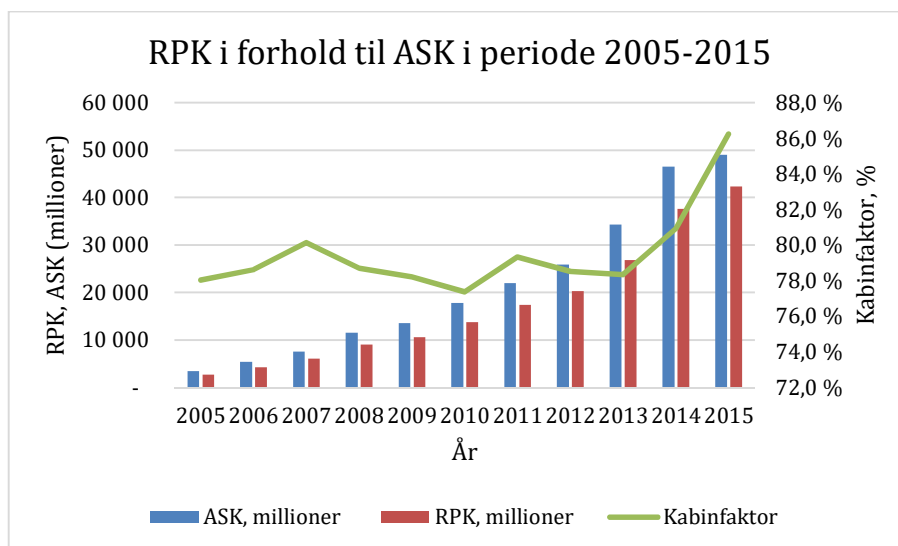


Figur 3: Norwegians antall tilgjengelig setekilometer (ASK) (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015)

Den positive utvikling skyldes blant annet at selskapet kontinuerlig etablerer nye markeder og ruter, både innen- og utenlandske, og utvikler langdistansereiser. Ifølge Norwegians administrerende direktør Bjørn Kjos satser selskapet på det nye europeiske markedet og Norwegians langdistanseoperasjoner. Derfor forventer Norwegian veksten av trafikk tall også i fremtiden [56].

3.1.2 Inntektsgivende setekilometer (RPK)

Inntektsgivende setekilometer (RPK) måler antall passasjerer multiplisert med avstand flyet har fløyet.

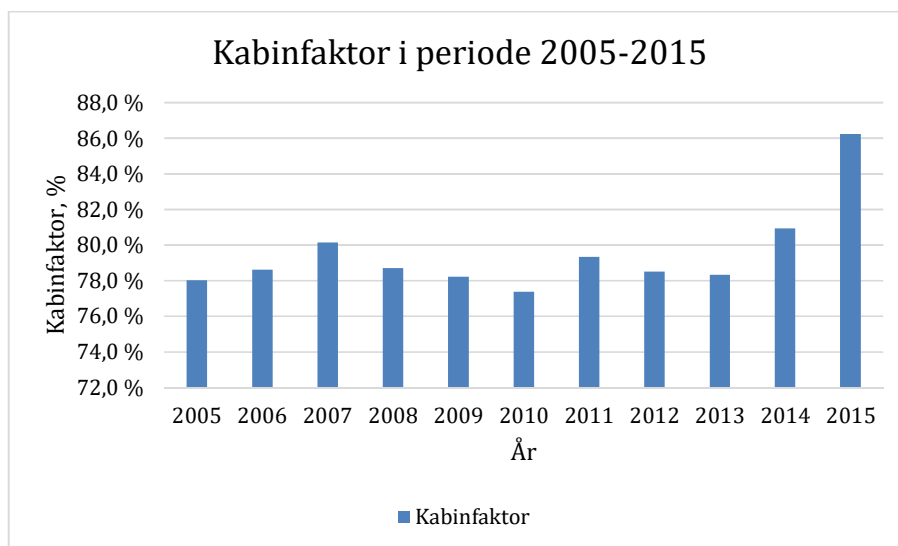


Figur 4: Norwegians inntektsgivende setekilometer (RPK) (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015)

Som Figur 4 viser har selskapet en positiv utvikling av passasjertrafikk i perioden 2005-2015. I 2015 er det fortsatt sterk økning av Norwegians passasjertrafikk. For eksempel i andre kvartal 2015 har RPK økt med 15 prosent som betyr at Norwegians passasjerer i snitt flyr betydelig lenger enn de gjorde før [52]. Høy trafikkvekst på langdistanseruter viser at det er høy etterspørsel etter billige flybilletter på interkontinentale destinasjoner [52].

3.1.3 Kabinfaktor

Kabinfaktoren, eller fyllingsgraden, viser en andel av flyets setter som er blitt booket. Jo høyere kabinfaktoren, jo bedre [54].

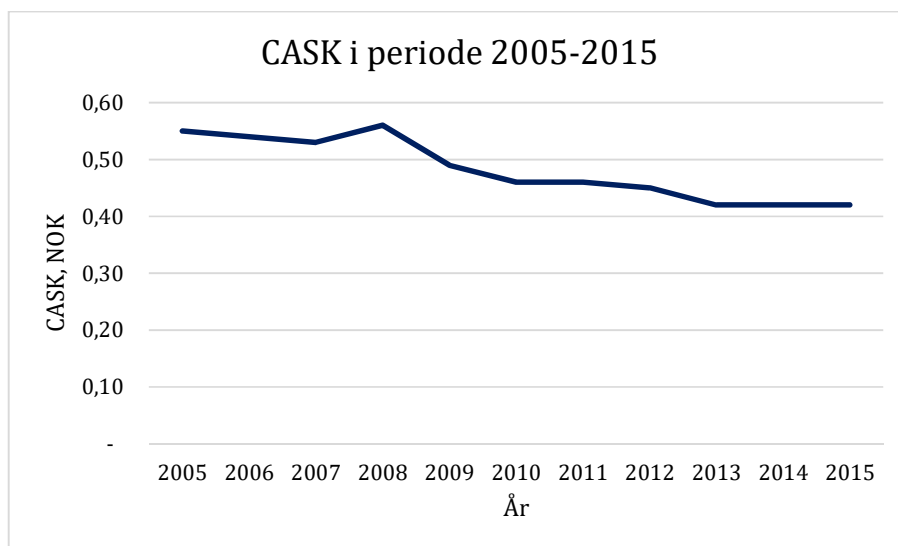


Figur 5: Kabinfaktor (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015)

Som Figur 5 viser har kabinfaktoren vært ujevnt siden 2005. Det kan skyldes blant annet at passasjertrafikken (RPK) utviklet seg langsommere enn kapasitetsveksten målt i ASK. For eksempel i 2008 økte passasjertrafikken med 49,8 prosent sammenlignet med 2007, mens kapasiteten steg 52,5 prosent. I 2015 har kabinfaktoren økt med 5,3 prosent fra 2014 og utgjorde 86,2 prosent, den høyeste verdien i perioden 2005-2015. Den positive utviklingen skyldes at passasjertrafikken økte med 12 prosent, mens kapasiteten økte med 5 prosent fra 2014 til 2015, og dermed var flyene mer fulle enn før. Ifølge Norwegian-sjef Bjørn Kjos har flere og flere passasjerer valgt å fly med Norwegian, og den positive utviklingen vil fortsette også i fremover [58].

3.1.4 Kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK)

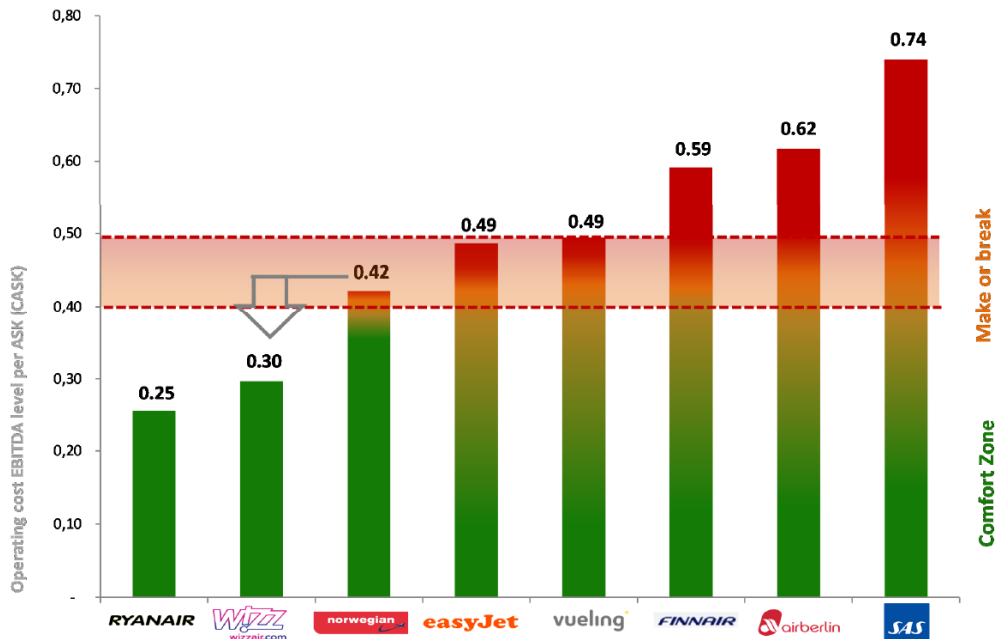
Kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK) er driftskostnader før avskrivning og amortisering dividert med ASK.



Figur 6: Norwegians kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK) (Kilde: Norwegians Air Shuttle ASA årsrapport 2015)

Figur 6 viser at CASK har økt fra 0,53 i 2007 til 0,56 i 2008 som skyldes at driftskostnader gikk opp på grunn av økning av oljeprisen under finanskrisen. I perioden 2009-2015 kan man se en reduksjon av CASK som er et resultat at Norwegian lanserte kontinuerlig nye drivstoffsparende flyruter med et lengre fly avstand. I tillegg har selskapet stadig oppgradert flyflåten. Dette har ført til en reduksjon av vedlikeholdskostnader og avgifter på flyplasser som er basert på utslipp og drivstoffkostnader [30].

I perioden 2013-2015 har Norwegian stabile enhetskostnadene på 0,42 og, som vi kan se på figuren 7, opererer i den såkalte «make or brake» - sonen. SAS, Finnair og Air Berlin har høyere kostnadsnivå, mens Ryanair har mye lavere enhetskostnader og opererer i «comfortsonen». Ved fornyelse av flyflåten og dermed reduksjon av flydrivstoffskostnader samt økning av automatisering har Norwegian ambisjoner å få ned CASK på under 0,4 og komme seg over i comfortsonen [101].



Figur 7: Enhetskostnader i flybransjen (Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA presentasjon for 3.kvartal 2015)

3.2 Rammeverk

Det er nødvendig å bruke flere verdsettelsesmodeller for å verdivurdere et selskap. I min avhandling vil jeg adoptere Penman sin verdsettelsesmodell som kalles fundamental verdsettelse (Penman, 2010, s. 84). Fundamental verdsettelse er en metode for å analysere informasjon, prognostisere fremtidig gevinst og komme fram til en verdivurdering basert på prognostiserte gevinsten (Penman, 2010, s. 84). En fundamental analyse inkluderer følgende fem steg:

Steg 1 – Kjenne bedriften

For å kunne gjennomføre en verdivurdering er det nødvendig å forstå hvordan bedriften utarbeider sin strategi. Denne prosessen innebærer kunnskap om bedriftens produkter, kunnskapsbasen, konkurransen, lovmessige begrensninger, ledelsen (Penman, 2010, s. 85).

Steg 2 – Analyser informasjon

Verdivurdering av strategien innebærer en analyse av informasjonen i dybden basert på bakgrunnsinformasjonen om bedriften. Informasjonen kommer i mange former og fra mange kilder. Informasjonen kan være kvantitativ (årsregnskap, kontantstrøm) og kvalitativ (teknologiske endringer, kvaliteten av ledelse). For å kunne utarbeide best mulige prognoser er det nødvendig å skille relevant informasjon ut fra irrelevant (Penman, 2010, s. 85).

Steg 3 – Utvikle prognoser

Ifølge Penman (2010, s. 85) består utvikling av en prognose av to steg. Første steg er å spesifisere hvordan avkastningen skal måles og andre steg er å prognostisere framtidig avkastning. Siden verdien av et selskap avhenger av framtidig fortjeneste er dette steget kjernen i en fundamental analyse.

Steg 4 – Konvertere prognosen til en verdivurdering

Fremtidige prognoser som er utarbeidet over flere år må reduseres til et tall som representerer selskapets verdi. Investorer foretrekker verdien nå og ikke i fremtiden, samt investeringer med mindre risiko, så forventet fortjeneste må diskonteres til nåverdi og justeres for risiko (Penman, 2010, s. 86).

Steg 5 – Investeringsbeslutningen

Investeringsbeslutningen inkluderer å sammenligne selskapets verdi per aksje mot selskapets markedsverdi. Hvis verdien av selskapet er større enn markedsverdien innebærer dette anbefaling av kjøp av aksjen, og motsatt: hvis verdien av selskapet er mindre enn markedsverdien innebærer dette anbefaling av salg av aksjen. Dersom verdiene er tilsvarende hverandre bør man «holde» investeringen (Penman, 2010, s. 86).

4 Metode

I litteraturen kan vi finne flere ulike klassifiseringer av verdsettelsesmetoder. Ifølge Boye og Dahl (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, ss. 12-36) kan metodene klassifiseres i to hovedgrupper: balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder. De inntjeningsbaserte metodene kan videre deles inn i tre grupper: dividendmodeller, kontantstrømbaserte modeller og resultatmodeller.

4.1 Balansebaserte metoder

Boye og Meyer (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 93) definerer balansebaserte metoder som metoder der egenkapitalen beregnes som differansen mellom verdien av eiendelene og gjelden. Det finnes tre vanlige metoder innen balansebaserte verdsettelsesmetoder: matematisk verdi/bokført egenkapital, substansverdi/verdijustert egenkapital og likvidasjonsverdi (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 12). Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på aksje- og regnskapslovens vurderingsregler. Verdijustert egenkapital defineres som markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdien av gjelden. Likvidasjonsverdien er et spesialtilfelle av substansverdi og reflekterer den verdien eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, ss. 12-19).

Ifølge Boye og Meyer (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 94) egner balansebaserte metoder seg når det foreligger markedsverdier for eiendelene. Markedsverdien for eiendeler reflekterer eiendelens forventede inntjening. Derfor er det ingen prinsipiell forskjell mellom en balansebasert verdiberegning der man bygger på markedsverdien, og en kontantstrømbasert verdiberegning.

De balansebaserte metodene blir vanligvis brukt ved avvikling av et selskap.

4.2 Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i selskaps forventede inntjening. Disse metodene er de mest benyttede metodene og blir stort sett alltid brukt dersom selskapet skal fortsette driften. Inntjeningsbaserte metoder deles inn i tre hovedgrupper:

- Dividendemodeller
- Kontantstrømbaserte modeller
- Resultatmodeller

4.2.1 Dividendemodeller

Dividendemodellen er den enkleste verdsettelsesmodellen hvor verdien av en aksje er nåverdien av forventet utbytte på den.

Verdien av en aksje beregnes slik:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D^t}{(1+k)^t}$$

P_0 – verdien av en aksje på verdsettelsestidspunktet;

D^t – forventet utbytte pr. aksje i år t ;

k – avkastningskravet

Det er svært lite sannsynlig at noen vil prognostisere dividenden for en aksje for all fremtid. Derfor kan man for eksempel forutsette at dividenden vil øke med samme prosent pr. år i all fremtid. I dette tilfelle kan man benytte Gordons formel:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

hvor g er forventet kursgevinst (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 110:115).

Selv om dividendemodellen er enkel å bruke, har denne modellen flere begrensninger:

- Man utarbeider ofte prognoser for bunnlinjen i resultatregnskapet, inklusive disponering av resultatet. Slike prognoser kan ofte bli unøyaktige.
- Bruk av samme avkastningskrav for dividender som er tilgjengelige på ulike tidspunkter innebærer at vi forutsetter at selskapet vi verdsetter har konstant finansiell risiko. (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 123).

4.2.2 Kontantstrømbaserte modeller

Kontantstrømbaserte modeller er modeller hvor man gjør egne verdiberegninger av egenkapitalen basert på estimater på fremtidige kontantstrømmer (Kinserdal, 2015, s. 22).

Kontantstrømbaserte metoder er de mest populære metodene både her i landet og andre steder (Gjesdal, 2012, s. 22). I litteraturen kan vi finne flere ulike kontantstrømbaserte modeller. I praksis brukes oftest Free Cash Flow model (FCF), Economic Value Added model (EVA) og Adjusted Present Value model (APV). Nedenfor vil det bli fokusert på å diskutere disse modellene.

4.2.2.1 Free cash flow model (FCF)

Ifølge Koller et al. (2010, s. 104) diskonterer FCF-modell den frie kontantstrømmen, det vil si kontantstrømmen som er tilgjengelig til alle investorer, med vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). WACC representerer gjennomsnittlig avkastning et selskap har behov for å tjene til å tilfredsstille sine investorer [59]. I litteraturen kan man finne at FCF-modell er en fire-steps prosess ((Koller, 2010, s. 105), (Lapko, 2009)).

Steg 1. Beregning av kontantoverskudd.

Det finnes to hovedmetoder for beregning av kontantoverskuddet: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Koller et al. (2010, s. 104), Boye (2008, s. 124)).

Egenkapitalmetoden er basert på et resultat etter skatt, og kontantoverskuddet til egenkapitalen etter skatt beregnes slik:

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler
- Endring i arbeidskapital
+Økning rentebærende gjeld
= Kontantoverskuddet til egenkapital

Totalkapitalmetoden er basert på driftsresultat etter skatt, og kontantoverskuddet til totalkapitalen beregnes slik:

Driftsresultat
- Skatt av driftsresultatet
= Driftsresultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler
- Endring i arbeidskapital
= Kontantoverskuddet til totalkapital

Kontantoverskuddene beregnes normalt på årsbasis.

Avskrivninger legges inn til resultatet fordi avskrivninger er fratrukket ved beregning av resultat og medfører ikke utbetalinger. Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler trekkes fra resultatet fordi de medfører utbetalinger som ikke er tatt med i betraktning ved beregning av resultatet. Økning avsetningsavhengige omløpsmidler trekkes fra resultatet fordi de omfatter utestående fordringer, primært kundefordringer og varelager. Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld, for eksempel gjeld til vareleverandørene, fører

til at utbetalingene til vareleverandørene blir mindre enn varekjøpet, og dette gir en positiv kontantstrømeffekt. Omsetningsavhengig kortsiktig gjeld inkluderer også gjeld til ansatte (skyldig lønn, feriepengeavsetning) og offentlig gjeld (merverdiavgift og arbeidsgiveravgift).

Økning rentebærende gjeld legges inn til resultatet fordi økningen fører til en kontanttilførsel som ikke er tatt med i beregning av resultatet.

Som man kan se er forskjellen mellom disse to metodene at total kapitalmetoden tar utgangspunkt i driftsresultat etter skatt og tar ikke hensyn til rentebærende gjeld (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 124:140).

Koller et al. (2010, s. 104) anbefaler å bruke total kapitalmetoden i de fleste tilfeller siden det er vanskelig å matche kontantstrømmene til egenkapital med den korrekte avkastningen på egenkapitalen. Unntak utgjør finansielle foretak med en stabil egenkapitalandel som skyldes delvis at lovverket krever at disse organisasjonene skal ha en viss størrelse av egenkapitalen (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 141).

Steg 2. Prognostisering fri kontantstrøm over planleggingsperiode

Siden fri kontantstrøm ikke kan beregnes direkte fra regnskapsrapporter, trengs det å prognostisere fri kontantstrøm over planleggingsperioden, det vil si å utarbeide budsjetter for 5 til 15 år (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 126).

For å prognostisere den frie kontantstrømmen bør man først skille ut driftsposter, ikke-drift og kapitalstruktur, det vil si å omorganisere historisk regnskapsdata. Omorganisering kan en gjøre ved hjelp av investert kapital og NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes). Investert kapital viser den kapitalen som kreves for å finansiere driftsaktiviteter. NOPLAT viser bedriftens resultat etter skatt som er tilgjengelige for alle finansielle investorer (Koller, 2010, s. 108).

Steg 3. Fastsettelse av avkastningskravet

Avkastningskrav reflekterer hvilken avkastning man kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som risikoen til det selskapet som verdsettes (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 94). I litteraturen kan vi finne to hovedmetoder til beregning av avkastningskravet.

Kapitalverdimodellen (Capital asset pricing model, CAMP).

Kapitalverdimodellen angår at forventet avkastning til en aksje er risikofri rente pluss et påslag som reflekterer mengden av systematisk risiko og markedets gjeldene

avkastningskrav for å påta seg systematisk risiko (markedets risikopremie) (Norli, 2011, s. 16):

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

der $E(R_i)$ – forventet avkastning for aksje i ;

R_f –risikofri rente;

β_i – et mål for den markedsrelaterte risiko;

$E(R_m)$ – forventet avkastning på markedsporteføljen.

I CAMP er risikofri rente og markedets risikopremie (differansen [$E(R_m) - R_f$])

felles for alle selskaper, mens beta er den eneste komponenten som er direkte knyttet til kontantstrømmene man ønsker å diskontere ((Koller, 2010, s. 239), (Norli, 2011, s. 19)). Nedenfor ser vi kort på hvordan man kan beregne disse tre komponentene i praksis.

Risikofri rente

For å måle risikofri rente bruker man i praksis yield på statsobligasjoner. Vanligvis er yield på obligasjoner med lang løpetid høyere enn yield på obligasjoner med kort løpetid. Derfor er det viktig å vurdere den relevante løpetiden. Verdivurdering av et selskap forutsetter at selskapet vil generere kontantstrømmen uendelig, men det finnes ikke så mange statsobligasjoner med uendelig lang løpetid. I litteratur anbefales det derfor at man benytter yield på statsobligasjoner med ti års løpetid. Slike statsobligasjoner har i tillegg ofte god likviditet som impliserer at yield reflekterer obligasjonens faktiske forventede avkastning på verdsettelsestidspunktet (Norli, 2011, s. 18).

Markedets risikopremie

For å beregne markedets risikopremie trenger man å måle risikofri rente og få et estimat på forventet avkastning på markedsporteføljen. Teoretisk inkluderer markedsporteføljen alle investeringsmuligheter i økonomien, både de som kan handles på en børs og de som ikke kan handles på en børs. Men siden beregning av realiserte avkastninger krever å observere priser relativt ofte over tid, bruker man et bredt sammensatt aksjeindeks som proxy for markedsporteføljen for å beregne avkastning på markedsporteføljen i praksis. Det er viktig å bruke et bredt sammensatt indeks, men mange land, inkludert Norge, har et aksjemarked der dominerer noen få sektorer (Norli, 2011, ss. 18-19). Derfor gjennomfører PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF) undersøkelse «Risikopremien i det norske markedet» mellom erfarne analytikere og økonomer på det norske finans – og aksjemarkedet. Formålet av denne undersøkelsen er å finne blant annet en størrelse på markedets risikopremie [85].

Beta

Som sagt ovenfor er beta den eneste komponenten som er direkte knyttet til kontantstrømmene man ønsker å diskontere. I praksis er det vanlig å estimere beta flere selskaper innen samme industri og beregne et gjennomsnitt eller en median for disse betaestimatene. Beta vil påvirkes av gjeld som et selskap har: jo mer gjeld et selskap har desto høyere blir beta. Under forutsetning at selskapet holder gjeldsgrad konstant beregnes egenkapitalbeta (β_E) som:

$$\beta_E = \beta_U + (\beta_U - \beta_D) \frac{D}{E}$$

der β_U – beta for et selskap uten gjeld,

β_D – beta for gjelden i selskapet,

D/E – gjeldsgraden.

Det er vanlig i praksis å anta at β_D er lik null. I dette tilfellet beregnes β_U som (Norli, 2011, ss. 19-20):

$$\beta_U = \frac{\beta_E}{\left(1 + \frac{D}{E}\right)}$$

Teoretisk hvis man erstatter beta for egenkapitalen med beta for totalkapitalen i beregningen av avkastningskravet, kan CAPM brukes også til beregning av avkastningskrav for totalkapitalen. Men i praksis beregnes avkastningskravet for totalkapitalen ved hjelp av WACC (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 105).

CAPM-modell antyder en sterk påvirkning av markedsforhold, derfor er det mer effektivt å bruke denne modellen når selskapet har høy markedsaktivitet eller for nye aktører i markedet (Lapko, 2009).

Avkastningskrav for totalkapitalen (Weighted Average Cost of Capital, WACC)

Ved å veide avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldkostnader etter skatt med markedsverdien av egenkapitalandel og gjeldsandel kan man finne avkastningskravet for totalkapitalen:

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

der V – markedsverdien av totalkapital (det vil si $V = D + E$),

D – markedsverdien av gjeld,
 E – markedsverdien av egenkapital,
 k_d – gjeldskostnad,
 k_e – egenkapitalkostnad,
 T_m – skattesats (Koller, 2010, s. 236).

Siden aksjonærene skal ha forrentet markedsverdien av egenkapitalen, og långiverne skal ha forrentet verdien av totalkapitalen benytter dette uttrykket markedsverdier av egenkapitalen og totalkapitalen (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 106).

Selskaps WACC reduseres når selskapet bruker billig gjeldskapital i stedet for dyr egenkapital. Det ser ut at det er en lønnsom måte å erstatte nesten hele egenkapitalen med mer billig gjeldskapitalen. Men i dette tilfellet reduserer selskapet sin likviditet, og dette kan føre til økning av bankrente, noe som øker igjen WACC (Lapko, 2009).

Steg 4. Beregning av terminalverdi

Som sagt ovenfor for å prognostisere fri kontantstrøm over planleggingsperiode trenger man å utarbeide budsjetter for 5 til 15 år. For å beregne verdien ved budsjettperiodens slutt (terminalverdien) kan man bruke følgende modeller:

Konstant-vekst-modellen (Gordons formel) (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 144). Den såkalte «Gordons vekstformel» antar at fremtidige årlige kontantstrømmer vokser med en årlig konstant rate [60]. Terminalverdien ifølge denne metoden beregnes slik:

$$Terminalverdien_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

der $NOPLAT_{t+1}$ - NOPLAT året etter prognoseperioden;

WACC – avkastningskravet for totalkapitalen;

RONIC – langsiktig prognostisert avkastning på ny investert kapital;

g – forventet vekst i NOPLAT (Koller, 2010, s. 214)

Resultatmodell. Ifølge denne modellen beregnes verdien ved å multiplisere et resultatuttrykk (vanligvis EBIT eller EBITDA) med en multiplikator som reflekterer forventet vekst og risiko etter at budsjettperioden er utløpt (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008).

Bokført verdi for verdistørrelsen ved utløpet av budsjettperioden. Ev. multipliserer man bokført verdi med en multiplikator (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 144).

Boye og Meyer (2008, s. 144) anbefaler å benytte konstant-vekst-modellen til beregning av terminalverdien fordi denne modellen krever at man tar eksplisitte forutsetninger om utvikling i fremtidig inntjening etter budsjettperioden, mens ved bruk av en resultatmodell får man ikke frem hvilke forutsetninger verdiberegningen bygger på. Den siste modellen anbefaler de å benytte ved verdsettelse av bedrifter som driver i bransjer med sterk konkurranse.

Ifølge Koller et al. (2010, s. 213) blir den totale verdien av selskapet som:

$$\text{Verdien} = \frac{\text{Nåverdien av kontantstrømmen i planleggingsperiode}}{\quad} + \frac{\text{Nåverdien av kontantstrømmen etter terminaltidspunktet}}{\quad}$$

Terminalverdien kan utgjøre en betydelig del av den totale verdien. Derfor er det viktig å kvalitetssikre de verdiene som legges til grunn for beregning av sluttverdien og legge merke at den absolutte størrelsen på terminalverdien er avhengig av kontantoverskudd for det siste året i planleggingsperiode (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, ss. 145-147).

4.2.2.2 *Economic Value Added model (EVA)*

Ved bruk av EVA- modell kan man beregne verdien av egenkapital som bokført verdien av egenkapitalen pluss nåverdien av fremtidige økonomisk profitt (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 134). Hvis fremtidig økonomisk profitt forventes å være null, vil bedriftens driftsverdi tilsvare investert kapital. Hvis bedriftens driftsverdi overstiger investert kapital, bør bedriften identifisere kildene til konkurransefortrinn som gjør at selskapet skaper overlegne økonomiske resultater. For å beregne økonomisk profitt kan man bruke følgende formel (Koller, 2010, s. 119):

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Siden EVA- modell ble hentet direkte fra den frie kontantstrømmen modell vil verdivurderinger basert på denne modellen være identiske resultater basert på bruk av FCF-modellen. For å få identiske resultatene må man bruke blant annet samme verdi for investert

kapital i formelen for økonomisk profitt og i formelen for ROIC samt konstant kapitalkostnader for å diskontere prognosene (Koller, 2010, s. 119).

Som fordel for EVA- modell brukes det et argument at sluttverdien betyr mindre når man benytter EVA- modellen enn FCF-modellen, men denne påstanden er ikke korrekt. Ved EVA- modellen legges en del av sluttverdien inn i bokført verdi for egenkapitalen. Usikkerheten knyttet til sluttverdien er derfor den samme ved bruk av begge metodene (Boye, K. og Meyer, C.B., 2008, s. 135).

4.2.2.3 Adjusted Present Value model (APV)

Ifølge Koller et al. (Koller, 2010, s. 121) vokser i de fleste situasjoner gjeld i takt med selskapets verdi. Men det finnes situasjoner når selskaper planlegger å endre sin kapitalstruktur betydelig. For eksempel selskaper med høy andel av gjeld betaler ofte gjelden ned når kontantstrømmen økes, og dermed reduserer deres belåningsgrad i fremtiden. Bruk en verdivurdering basert på konstant WACC i dette tilfelle vil føre til overvurdering av verdien av skattefordelen (Koller, 2010, s. 121). Det ene alternativet som man kan bruke er å justere WACC årlig, men dette er en komplisert prosess. Derfor anbefaler Koller et al. (Koller, 2010, s. 121) å benytte det andre alternativet: adjusted present value-modell (APV). Ved bruk av denne modellen skiller man verdien av driften i to komponenter: foretaksverdi som om selskapet er finansiert bare av egenkapital og nåverdien av skattefordelen:

$$\text{Justert nåverdi} = \frac{\text{Foretaksverdi som om selskapet er finansiert bare av egenkapital}}{\text{Nåverdien av skattefordelen}} + \text{Nåverdien av skattefordelen}$$

APV-modellen har sine røtter i analyse av Franco Modigliani og Merton Miller (M & M) som viste at under et bestemt sett av forutsetninger (ingen skatt eller transaksjonskostnader), er selskapets verdi uavhengig av hvordan selskapet er finansiert. Med andre ord, under disse forutsetningene, verdien av hele virksomheten endres ikke selv om vektingen av gjeld og egenkapital endres. Videre utvidet Stewart Mayers M&M-modellen ved å utvikle en modell som skiller investeringsbeslutning og finansiering avgjørelse ved å ta hensyn til at rentekostnader er fradragsberettiget, og dette skattefradrag kan skape verdier. Myers 'modell har blitt kjent som den Adjusted Present Value-modellen [61].

Den APV-modellen inkluderer tre steg. I det første steget diskonterer man alle fremtidige kontantstrømmer til nåverdi på egenkapitalen. I det andre steget diskonterer man skattebesparelsen til nåverdi. I det tredje steget summeres de to resultatene, som gir en konklusjon av verdien av hele selskapet [61].

Dermed den APV-modellen kan være et bedre styringsverktøy i situasjoner med høyt belånte transaksjoner der man ikke kan forvente å ha et statisk nivå av gjeld til egenkapital [61].

Til tross for at kontantstrømbaserte modeller er de mest populære modellene har de noen svakheter:

- Det er tungvint å bruke WACC i situasjoner der nivået av gjeld til egenkapital forventes å endre seg, mens APV-modellen oppnår endringer av gjeldsnivået ved å skille verdi av gjeld fra selskapets verdi.
- Siden kontantstrømmene er basert dels på inntjening fra tidligere investeringer og dels på investeringer i nye prosjekter bør man vurdere at en økning i netto kontantstrøm er resultat av forbedret inntjening eller reduserte investeringer (Gjesdal, 2012, s. 22).
- Den høye følsomheten prognosen til diskonteringsrenten og størrelsen på kontantstrømmene [62].
- Bruk en lang prognostiseringsperiode. Det er vanskelig å forutse nøyaktig økonomiske indikatorer ett år frem i tid, så det er nesten umulig å prognostisere 10-15 år fremover [62].
- Stor antall variabler som er involvert i prognosen øker sannsynligheten for feil svært høyt, mens en høy følsomhet for feil kan føre til betydelig skjevheter i prognosen [62].
- Det anses at alle kontantstrømmer brukt i beregningene, er tilgjengelig for aksjonærene. I praksis situasjonen der kontantstrømmen i sin helhet er tilgjengelig for aksjonærene, er unntaket heller enn regelen. Ofte utbytteutbetalinger, selv i de neste årene mindre enn beløpet som forventet kontantstrøm [62].

4.2.3 Resultatmodeller

Ifølge Boye og Dahl (1997, s. 29) er resultatmodellene mindre nøyaktige enn kontantstrømbaserte modeller siden en forutsetter i disse at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrøm. I litteraturen kan man finne følgende typer av resultatmodeller:

- Normalresultatmetoden
- P/E-metoden
- Price/ «cash-flow»-metoden

4.2.3.1 Normalresultatmetoden

Normalresultatmetoden er basert på et antatt fremtidig normalresultat. Dette resultatet kapitaliseres så med et realavkastningskrav som skal reflektere finansiell forretningsmessig risiko (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 29), [63].

Normalresultatmetoden inkluderer følgende steg:

1. Estimering av fremtidig antatt normalresultat;
2. Beregning av avkastningskrav;
3. Estimering av fremtidig realvekst i normalresultat;
4. Estimering av tidshorisont for kapitalisering;
5. Estimering av eventuell restverdi ved slutten av tidshorisonen ved begrenset tidshorisont (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 29).

De forutsetningene som gjøres for hvert steg, må være velbegrunnede og dokumenterte siden små endringer i variablene vil betydelig påvirke den beregnede verdi.

Den normalresultatmetoden bygger på regnskaper i motsetning til den kontantstrømbaserte metoden som bygger på budsjetter. I praksis kan man si at begge metodene bygger på regnskapet siden budsjetter i kontantstrømbaserte metoder er basert på regnskapene. I kontantstrømbaserte metodene tar man imidlertid hensyn til endring i arbeidskapitalen som skyldes omsetningsendring, noe som ikke gjøres normalt når man beregner normalresultatet (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 34).

4.2.3.2 P/E - metoden

P/E (Price per Earnings) betyr et forhold mellom markedsverdien til et selskap delt på resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt, eller pris per aksje delt på resultatet per aksje [64].

Med resultatet (Earnings) menes overskuddet etter skatt (årsresultatet/fortjenesten). Vanligvis uttrykkes fortjenesten som fortjeneste per aksje (EPS = earnings per share). EPS er en av de faktorer analytikere bruker mest, men det finnes noe begrensninger. For eksempel, EPS kan ikke gi økonomisk mening hvis den er lik null, negativ eller har en liten verdi i forhold til prisen [64].

Et selskaps P/E-tall kan beregnes slik:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = \frac{\text{Aksjens markedspris} * \text{Antall utstede aksjer}}{\text{Selskapets fortjeneste}}$$

Resultatet man får ved å bruke disse formlene sammenlignes med beregninger for andre tilsvarende selskaper. Hvis man observerer en stor forskjell i P/E-tall innenfor samme bransje, må man da identifisere og justere beregningsgrunnlaget [64].

P/E – tallet gir et uttrykk for hvor mange år det vil ta å tjene inn en investering. Høy P/E (typisk over 30) viser at investorer forventer høy vekst fremover, mens lav P/E (typisk mindre 15) viser lavere forventet vekst [64].

Når man fastsetter P/E – tall, må man huske på at dette i realiteten er et markedsbasert aksjeanalytisk nøkkeltall som avhenger av en rekke faktorer (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 34). Eksempelvis kan et selskap ha lavere P/E enn et sammenlignbare selskap på grunn av ulike kapitalstruktur, risikonivå og vekstpotensialet [64].

4.2.3.3 Price/ «cashflow» - metoden

Price/ «cashflow» (P/CF) – metoden er basert på et nøkkeltall som knytter prisen til selskapets kontantstrøm i stedet for resultatet (Boye, K. og Dahl, G.A., 1997, s. 35).

Ifølge aksjemarkedet.com [65] er det flere fordeler ved å bruke P/CF fremfor P/E – metoden. Det kan skyldes at kontantstrømmen er vanligvis mer stabil enn resultatet, noe som gjør P/CF generelt mer stabil enn P/E. I tillegg reflekterer rapportert kontantstrøm selskapets lønnsomhet uavhengig av selskapets gjeld.

Foruten P/E- og P/CF – metoder bruker analytikere en rekke andre nøkkeltall og multiplikatormodeller for å foreta en rask vurdering av verdien av et selskap. Verdivurdering basert på multiippel analyse går under navn «relativ verdsettelse» eller «multiplikatormetoden», og denne metoden tar utgangspunkt i sammenliknbare selskaper hvor verdiinformasjon er tilgjengelig [66].

Metoden har sine fordeler og ulemper. Fordeler med multiippel analyse er at metoden er enkel og intuitiv, noe som gjør at det er enkel å forstå og bruke modellen. Metoden benyttes av mange analytikere siden for å utføre beregningen krever den kun tilgang til årsregnskapet og markedsverdien [66].

Samtidig har metoden noen ulemper: det er vanskelig å finne gode sammenliknbare selskaper, i tillegg forskjellig i regnskapsprinsipper, finansieringsstruktur, vekstmuligheter etc. kan føre til at analysen vil bli kun en teoretisk øvelse [66].

4.3 Valg av verdsettelsesmetode

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA er en komplisert prosess siden selskapet opererer i et marked med mange risikoer og usikkerheter. Norwegian er et selskapet med høy gjeldsandel, derfor vil jeg benytte en modell som tar hensyn til beregning av skattefordelen av renter – APV-modellen. På grunn av begrensede ressurser og tilgang til data vil jeg også kontrollere verdien som jeg får gjennom APV-modellen ved hjelp av relativ verdsettelse ved bruk av andre metoder (FCF, EV/EBITDA).

5 Empiri

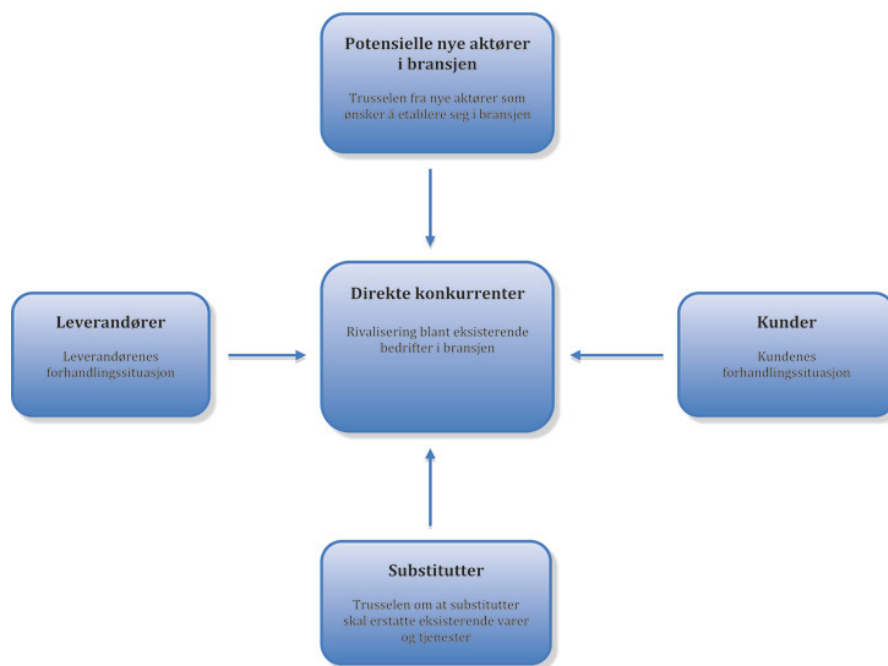
5.1 Strategisk analyse

For å forstå den historiske utviklingen av selskapet og kunne lage forutsetninger om hvordan det vil utvikle seg fremover, gjennomfører man en analyse av bransje selskapet opererer i (Langli, 2012, s. 660).

I min masteroppgave vil jeg gjerne bruke Porters modell for bransjeanalyse og selskapets strategi.

5.1.1 Porters modell for bransjeanalyse

Porters modell for bransjeanalyser ble presentert av Michael Porter i 1979 og tar utgangspunktet i fem eksterne faktorer som påvirker konkurransesituasjon i en bransje:



Figur 8: Porters fem konkurransekrefter [67]

Disse kreftene kan skape følgende farer:

5.1.1.1 Fare for intens konkurranse innenfor et segment.

Norwegian ASA opererer i det lavprisflymarkedet, og er det tredje største lavkostflyselskapet i Europa og det syvende lavkostflyselskapet i verden [39]. I tillegg i 2015 ble selskapet rangert av Skytrax som «Best Low-Cost Airlines in Europe» og tredje «World's Best Low-Cost Airlines» [68]. Begrepet «lavprisflymarkedet» referer til selskaper som benytter kostnadsledelse som en hovedkonkurransestrategi. Et mål av denne strategien er å holde driftskostnader lavere enn konkurrenter ved bruk av begrenset servisetilbud: billettbestilling, seterereservasjon, bagasjehåndtering, matserving osv. Lavprisselskaper har følgende felles elementer: en passasjerklasse, flere seterader, en type av fly for å redusere kostnader til opplæring og service, minimalt mulig tid på bakken for flyet, billettsalg via nettsider, salg av varer om bord på flyet, bruk av billige flyplasser (Moen, 2014), [69].

En betydelig del av totale kostnader utgjør personalkostnader, så lavprisflyselskaper er særlig fokusert på lønn og ansettelsesforhold. For å redusere personalkostnader rekrutterer ofte lavprisselskaper ansatte fra land med lavere lønnskostnader, noe som kan påvirke ansettelsesforhold og arbeidsbetingelser (Moen, 2014).

Norwegian konkurrerer både med lavprisselskaper (Easy Jet, Ryanair, Eurowings) og med tradisjonelle aktører (SAS, KLM-Air France, Lufthansa, British Airways, Iberia, Air Berlin). For å møte den tøffe konkurransen benytter Norwegian følgende strategier:

- Norwegian sin forretningsmodell er basert på høyt volum og konkurransedyktige lave priser.
- Den klassiske kostnadsledelsen (en passasjerklasse, flere seterader, salg av mat og andre varer om bord, ekstra betaling for tjenester som setereservasjon og bagasje).
- IT-tjenester: billettsalg via internet, bruk av billettløse reiser, trådløst internett på fly og flyplasser, mulighet til å leie film og tv-serier om bord (Moen, 2014), Årsrapporter).
- Økning av den internasjonale markedsandelen ved etablering av baser i Europa, Asia og USA.
- Bruk av utenlandsk arbeidskraft. Lønn til ansatte på internasjonale flygninger er basert på kostnadsnivået i landet de bor i, og derfor er lønnskostnader på disse flygningene lavere enn lønnskostnader i Norge [70].
- Lansering av langdistanseruter til en rimelig pris vil styrke konkurransekraften av Norwegian.

Som konklusjon kan vi si at Norwegian satser både på kostnadskontroll og på evnen til å vokse virksomheten internasjonalt for å øke sine konkurransekrefter i det globale flymarkedet.

5.1.1.2 Fare for at nye aktører kan komme inn.

Det er ikke en stor sjans for at det kommer nye aktører inn på det norske flymarkedet. På den ene siden er det enkelt i dag å etablere et nytt flyselskap med administrasjon og kundeservice i et land, teknisk vedlikehold i et annet og leie inn ansatte fra et tredje land [71]. Men på den andre siden er etablering av et nytt flyselskap en veldig tids- og kapitalkrevende prosess. Det tar flere år og det trenges flere hundre millioner kroner før selskapet kan være en ny aktør på flymarkedet. Av de over 100 lavprisselskaper som ble etablert i Europa per 2012, bare 40 kunne fortsette å ha virksomhet, mens 74 trakk seg ut fra markedet av forskjellige årsaker [69].

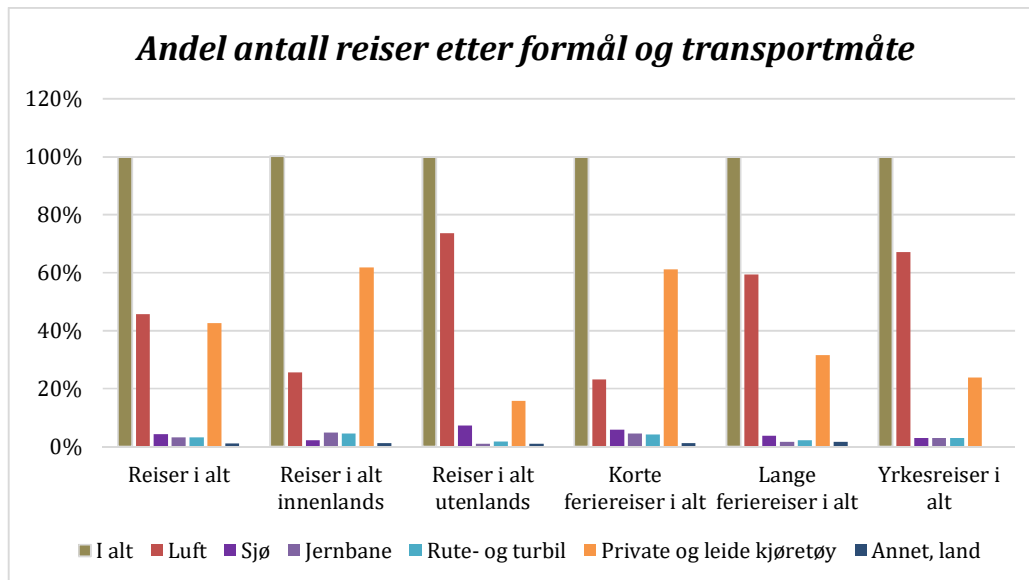
Jeg tror at det er en større fare enn at det kommer nye aktører er at de flyselskapene som er allerede etablert kommer inn på det norske innenriksmarkedet. Eksempelvis, et irsk lavprisselskap Ryanair som har allerede etablert baser i Haugesund, Oslo Rygge og Sandefjord [72] vil øke sin markedsandel på det norske markedet fra 4 prosent til 10 prosent i løpet av fem år [73]. I tillegg til de europeiske rutene som Ryanair tilbyr til norske kunder i dag har selskapet ambisjoner å lansere innenriksruter i Norge [73]. Det nederlandske selskapet – KLM og det tyske selskapet –Lufthansa er de største selskapene som etter Norwegian og SAS viser solide tall for Norge målt i antall passasjerer. Men det finnes flere utenlandske flyselskaper som opererer på det norske markedet:

- Emirates – Selskapet har daglige ruter mellom Dubai og Oslo.
- Air Baltic – Det Riga-baserte selskapet som har ruter til Oslo, Stavanger og Ålesund i Norge.
- Qatar Airways – Det nasjonale selskapet i Qatar som tilbyr direkteflyvning mellom Oslo og Doha, samt turer til Midt-Østen, Afrika og Thailand.
- Air Berlin – det tyske selskapet som har ruter til Oslo. Air Berlin har gode forbindelse fra Berlin og ut verden og tilbyr ofte en gode priser [74].

Alle disse flyselskapene er ikke helt nye aktører på det norske flymarkedet, men de er svært interessert i å øke sin andel på dette markedet.

5.1.1.3 Fare for at det kommer produktsubstitutter.

Ifølge Porter (1992, s. 305) er substitusjon «prosessen som går ut på en vare eller tjeneste erstatter en annen når det gjelder å fylle en eller flere bestemte funksjoner for kunder». For å gjennomføre en substitusjonsanalyse undersøker man først hvilke substitutter som finnes til bransjes produkt eller tjenester (Porter, 1992, s. 306). Norwegian ASA som et flyselskap har et formål å frakte passasjerer, men samme tjenester utfører også båt, jernbanetog, buss og bil. Figur 9 nedenfor viser i hvilken grad disse substituttene kan påvirke flybransjen.



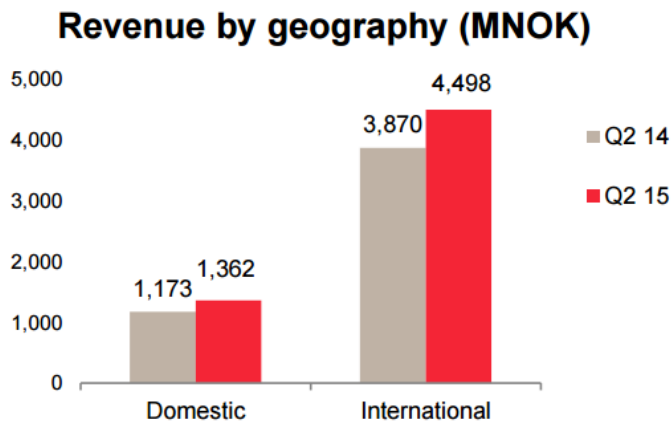
Figur 9: Andel antall reiser etter formål og transportmåte (Kilde: ssb.no Reiseundersøkelsen, 2.kvartal 2015)

Som vi kan se på Figur 9 utgjør jernbane, sjø og rute- og turbil en veldig liten andel både av innenlands- og utenlandsreisene, det vil si at de ikke kan betraktes som substitutter for flytransport her i Norge. Men på de europeiske reisene kan høyhastighetstog (lyntog) være et alternativ til fly.

Lyntog er et tog som oppnår hastigheten på over 250 kilometer i timen. Dette er en populær reisemåte i Europa særlig når man vil reise mellom byene på en dag. Folk foretrekker å ta lyntog i stedet for å reise med fly da dette har flere fordeler: tog går ofte fra sentrum til sentrum og man sparer mye tid på å reise til og fra flyplassen, i tillegg slipper man innsjekking og sikkerhetskontroll, og for en rimelig pris får man en rask og komfortable reise [76]. Norwegian har etablert flere baser i Europa, blant annet i London (UK), Madrid (Spania), Barcelona (Spania), Helsinki (Finland), og på disse markedene kan bruk av lyntoget være et alternativ til fly.

Figur 9 viser at folk foretrekker å reise med bil når det gjelder korte innenlandske reiser. Det kan delvis forklares at undersøkelsen utført i 2.kvartal 2015 da de fleste hadde ferie, og det var mange som dro på ferie i Norge for å oppleve den norske naturen. Norwegian sin rapport for 2.kvartal 2015 viser at inntekter fra innenlandske reiser utgjør en betydelig del (ca.23 prosent) av totale Norwegians driftsinntekter i 2.kvartal 2015 [52]. Dette kan bekrefte

at selskapet har en god prisstrategi og kostnadsledelse for å redusere substitusjonstrusselen.



Figur 10: Norwegians omsetning på innenlandske og utenlandske reiser i 2.kvartal 2015

Utenlandske og lange feriereiser foregår hovedsakelig med fly fordi på disse reisene er lav reisetid en avgjørende faktor. Når det gjelder interkontinentale reiser, finnes det ikke andre alternativer enn fly.

Mange nordmenn bruker fly som en transportmåte når de skal på yrkesreiser. Ofte vil man reise frem og tilbake mellom store byer samme dag, og da er bruk av flyet det eneste alternativet.

Dermed det finnes en substitusjonstrussel i form av personligbil på det norske markedet og i form av lyntog på det europeiske markedet. Trusselen er stort sett avhengig av pris og kundens tilbøyelighet til å bytte en transportmåte (Porter, 1992), noe som selskapet bør ta i betraktning når det utarbeider en prisstrategi og lanserer nye ruter.

5.1.1.4 Fare for at kundene kan få større forhandlingsmakt.

Ifølge Porter (Porter, 1987, s. 54) kan kundene anses som «konkurrenter» med bransjen da de gjør hva de kan for å presse ned prisene, oppnå høyre kvalitet eller få bedre og mer service. Porter (Porter, 1987, ss. 54-56) sier at kundene har stor makt i følgende tilfeller:

- En kjøpergruppe er konsentrert eller kjøper store volumer.

Norwegian sine kunder er en lite konsentrert kundegruppe som vanligvis ikke kjøper store volumer av flybilletter. Unntak utgjør store bedrifter, reisebyråer og turoperatører som inngår i avtalen med flyselskapet om spesielle billettpriser og har en viss forhandlingsmakt.

- Selskapets produkter representerer en betydelig del av kjøperens totale kostnader eller innkjøp.

Flybilletter representerer ikke en betydelig del av kjøpernes totale kostnader, så i dette tilfellet har kundene en liten forhandlingsmakt.

- Selskapets produkter er standardiserte eller udifferensierte.

Bruk av differensieringsstrategi hjelper Norwegian å skille seg fra det største konkurrenten på det norske markedet – SAS. I motsetning til SAS er Norwegian et lavprisleflyselskap, noe som gir selskapet en fordel i forhold til kunders forhandlingsmakt. I tillegg satser Norwegian på fornyelse av flyflåte, og dette gir mer konkurransekraft ved økning av selskapets kapasitet, pålitelighet og reduksjon av vedlikeholdskostnader og andre tekniske utgifter.

- Kjøperen har full informasjon om leverandøren.

I dag er det ikke så vanskelig for kunder å få tilgang til informasjonen om et flyselskap: regnskapstall og årsrapporter er tilgjengelig på selskap sin webside og i tillegg finnes det mye artikler i media som påvirker kundens lojalitet. For eksempel, flere kritiske artikler i media om pilotstreiken i mars 2015 førte til at billettsalg blant forretningskunder falt dramatisk ned [77].

- Selskapets produkt har lite å si for kvaliteten på kjøpernes varer eller tjenester.

Frakt av passasjerer kan til en viss grad påvirke kvaliteten på kjøpernes varer eller tjenester. Det gjelder stort sett forretningsreisende, reisebyråer og turoperatører.

- Kjøpere kan tenkes å integrere bakover til produksjonskjeden.

Det er en liten sannsynlighet at Norwegians kunder kan tenkes å integrere bakover til produksjonskjeden.

5.1.1.5 Fare for at leverandører kan få større forhandlingsmakt.

Ifølge Porter (Porter, 1987, ss. 57-58) kan leverandører bruke sin makt over et selskap ved å true blant annet sette opp prisene eller redusere kvaliteten på de varene eller tjenestene de leverer. En leverandørgruppe har stor makt i følgende tilfeller:

- Leverandører har mange mindre kunder, det vil si at den er mer konsentrert enn bransjen den leverer sine varer eller tjenester til.
- Det er ikke nødvendig for leverandøren å konkurrere med substitutter for sine produkter.
- Bransjen er ikke en viktig kunde for leverandøren.
- Leverandørens produkt er en viktig produksjonsfaktor i bedriften.
- Leverandørens produkter er differensierte.

Etter min mening er det tre leverandørgrupper som har stor makt over flyselskaper: flyprodusenter, leverandører av flydrivstoff og vedlikehold-leverandører.

Flyprodusenter

I dag er det to største flyprodusenter Boeing og Airbus. I 2012 har Norwegian inngått i avtale med disse to selskapene om kjøp av totalt 222 nye fly: 122 fly fra Boeing og 100 fly fra Airbus med en opsjon på å kjøpe 150 til. Disse avtalene er den største flyordren noe europeisk selskap har inngått. Det at Norwegian har signert avtaler med to konkurrerende flyprodusenter reduserte leverandørs makt og ga selskapet gode avtalebetingelser. Det som nye fly bruker mindre drivstoff, og er dermed både kostnadseffektive og miljøvennlige, øker Norwegianes konkurransekraft med andre flyselskap [78].

Leverandører av flydrivstoff

Den største delen av flyselskapets driftskostnader utgjør flydrivstoff. Prisen på drivstoff er korrelert med oljeprisen som svinger for mye. Derfor inngår de fleste flyselskapene i Europa i avtaler om levering av store deler av drivstoffet frem tid til fast pris. Norwegian gjør dette i mindre grad enn andre flyselskaper. I fjor høst kjøpte selskapet 28 prosent av forbruket i år til fast pris, mens konkurrenter bindet fra 66 til 90 prosent av forbruket:



Figur 11: Flyselskapenes deler av driftstoffforbruket til fast pris (Kilde: dn.no, 2015)

Da Norwegian begynte å sikre deler av forbruket til fast pris, falt oljeprisen ned. Figur 12 viser at prisen på flydrivstoff falt ned med ca. 50 %, fra 98,14 dollar per fat den 10.september 2014 til 48,66 dollar per fat den 10.september 2015.



Figur 12: Prisutvikling på brent olje i periode 10.09.2014-10.09.2015 (Kilde: Euroinvestor.no)

Selskapet anslår at tapet ved å binde ca.28 % av drivstoffutgiftene er ca.700 millioner kroner, men samtidig har Norwegian fått konkurransefordeler sammenlignet med andre flyselskapet som bindet 66-90 % av drivstoffutgiftene [79].

Vedlikehold-leverandører

Flyvedlikehold gjennomføres i henhold til produsentens vilkår og strenge regler fra internasjonale luftfartsmyndigheter (EASA), derfor Norwegian avhenger sterkt av vedlikehold-leverandører [80].

Ovenfor har vi sett på leverandører som andre bedrifter, men det er også arbeidskraft som kan regnes som leverandør i forhold til produksjon, og som kan ha stor makt i mange bedrifter (Porter, 1987, s. 58). For eksempel, pilotstreiken i Skandinavia i februar-mars 2015 førte til at Norwegian tapte ca.350 millioner NOK i 1.kvartal 2015 [6,7].

I følge Porter (Porter, 1987, s. 59) kan staten og ulike offentlige instanser også påvirke selskapets konkurransesituasjon. Eksempelvis, innføring i 2013 av bonusprogram på innenlandske reiser økte konkurranse mellom Norwegian og SAS på det norske markedet [4,5].

5.2 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse innebærer analyse av regnskapstallene og analyse av regnskapskvalitet. Analyser av regnskapstallene er en kvantitativ analyse som har som formål å vurdere selskapets økonomiske utvikling og finansielle stilling (Langli, 2012, ss. 662-670).

Regnskapsanalysen av Norwegian ASA tar utgangspunkt i årsregnskap for 2014 og tilleggsopplysninger i noter.

Ifølge Kristoffersen (Kristoffersen, 2005, s. 407) inkluderer analysen følgende steg:

- Kritisk gjennomgang av regnskapsdata.
- Gruppering av regnskapstallene for analyseformål.
- Beregninger.
- Vurderinger.

5.2.1 Kritisk gjennomgang av regnskapsdata

Norwegian ASA utarbeider sine rapporter i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS) som er fastsatt av EU for konsernselskapet. Regnskapet er utarbeidet basert på historisk kost prinsippet, modifisert ved oppskrivning av finansielle eiendeler tilgjengelig for salg, finansielle eiendeler og forpliktelser (herunder finansielle derivater) til virkelig verdi over resultatet.

Norwegians årsregnskapsrapport for 2014 er revidert av revisor (Deloitte AS) den 25.mars 2015, og revisorerklæring bekrefter at rapporten er utarbeidet i samvær med regnskapsloven og regler og ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Etter revisors mening har ledelsen oppfylt sin plikt for å sørge ordentlig og oversiktlig registrering av regnskapsdata i samvær med loven og regnskapsskikk i Norge [39].

5.2.2 Gruppering av regnskapstallene for analyseformål.

Kreditorerne er fokusert på virksomhetens kredittrisiko, mens investorene er interessert i verdiskapningen i virksomheten. Årsregnskapet er kreditororientert siden det er utarbeidet etter god regnskapsskikk. For å gjøre dette investororientert må regnskapet omgrupperes, det vil si at man skal skille mellom selskapets verdiskapning og verdiutdeling.

Ifølge Gjesdal (Gjesdal, 2007) inkluderer omgruppering av årsregnskapet fire steg:

- Omgruppering av avsatt utbytte.
- Kartlegging av «dirty surplus».

- Skille mellom normalt og unormalt resultat.
- Omgruppering av poster i resultatregnskap og balansen i drift og finansiering.

5.2.2.1 Omgruppering av avsatt utbytte

Avsatt utbytte er gruppert i balansen som kortsiktig gjeld, men fra investorens side er dette ikke gjeld fordi eierne ikke har krav på penger fra seg selv. Derfor omgrupperes avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital. Norwegian har ikke avsatt utbytte i rapporteringsperioden. Ifølge årsrapporten 2014 anbefaler styret å ikke distribuere utbytte, men beholde midler til investeringer og dermed styrke lønnsomheten og aksjonærverdier. Derfor er det ikke aktuelt å omgruppere avsatt utbytte.

5.2.2.2 Kartlegging av «dirty surplus»

Egenkapitalen kan endres kun av to forhold – egenkapitaltransaksjoner og opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet. Det grunnleggende prinsippet i regnskapsloven §4-3, kongruensprinsippet, sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres med unntak for virkninger av endring av regnskapsprinsipp og korrigering av feil i tidlige årsregnskap som kan føres direkte mot egenkapitalen [81]. Brudd på kongrueringsprinsippet, «dirty surplus», skaper problemer på lønnsomhetsmålinger siden det påvirker beregning av rentabiliteten. «Dirty surplus» kan være midlertidig eller permanent. Kongrueringsbrudd kan korrigeres på to måter: enten ved å tilbakeføre posteringer av egenkapitalen eller ved å resultatføre endringer i «dirty surplus» (Gjesdal, 2007).

Norwegian har et aksjeopsjonsprogram for ansatte som kan være skjult «dirty surplus». Det skyldes at den prisen som ansatte kan kjøpe aksjene for (innløsningsprisen) er lavere enn vektet gjennomsnittlig aksjekurs og kan utgjøre en betydelig del av selskapets kostnader. Derfor er det viktig å vite hvor mye det koster aksjonærer [82]. Norwegian årsrapport for 2014, note 17: Options, viser at selskapet bruker Black & Scholes sin opsjonsprisindeksmodell som er en av de beste måtene å beregne aksjens virkelige verdi over opptjeningsperioden. Dette fordi denne modellen inkorporerer konstant prisvariasjon på aksjen, tidsverdien av penger, opsjonens innløsningskurs og tid til opsjonens utløp. Derfor antar jeg at endring av egenkapitalen på ansatteopsjoner ikke er «dirty surplus».

5.2.2.3 Normalt og unormalt resultat.

Ved en verdsettelse er det viktig å skille varige, permanente normale poster fra unormale poster som er mer midlertidige og derfor er lite relevante for fremtiden. Unormale poster kalles ofte ekstraordinære. Dette er vesentlige og uregelmessige poster som kan defineres som et resultat av virksomheten som skal selges eller avvikles. Det kan for eksempel være tap/gevinst ved salg av anleggsmidler eller virksomhet, nedskrivninger, valutagevinst etc. Ofte anses annen finanskostnad og annen finansinntekt som unormale poster på grunn av de har uforutsigbar størrelse og er ulike fra år til år (Gjesdal, 2007). Jeg tror at følgende poster kan regnes som unormale i Norwegians resultatregnskap:

- Andre driftsinntekter i perioden 2010-2014 som er gevinst ved salg av eiendeler.
- Netto tap/gevinst på finansielle eiendeler.
- Valutatap/gevinst på operasjonelle aktiviteter.
- Valutatap/gevinst på finansielle aktiviteter.
- Andre finansinntekter, for eksempel, nedskrivning av aksjer i datterselskap.

5.2.2.4 Drift mot finansiering

1. Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Ved en verdsettelse av driftsfremmede (finansielle) eiendeler brukes det ofte andre metoder. Derfor, ved verdsettelse av et selskap, er det viktig å skille disse eiendelene fra driftsrelaterte eiendeler som verdsettes ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening. Deretter legger man til markedsverdien av de finansielle eiendelene som vil være identisk med bokført verdi ettersom virkelig verdi tas i bruk som regnskapsmessig vurderingsprinsipp (Gjesdal, 2007). Jeg har klassifisert Norwegians eiendeler på følgende måte:

Driftsrelaterte eiendeler	Finansielle eiendeler
<p>Anleggsmidler Immaterielle anleggsmidler Tomter, bygninger og annen fast eiendom Skip, rigger, fly og lignende Driftsløsøre, inventar, verktøy Investering i tilknyttet selskap Forskuddsbetaling til flyprodusenter</p> <p>Omløpsmidler Varelager Kundefordringer</p>	<p>Anleggsmidler Investeringer i aksjer og andeler Obligasjoner og andre langsiktige fordr. Utsatt skattefordel Finansiell leasing</p> <p>Omløpsmidler Kassa, bankinnskudd Andre finansielle instrumenter/Derivater</p>

Investeringer i aksjer og andeler og obligasjoner og andre langsiktige fordringer
Investeringer i aksjer og andeler og obligasjoner og andre langsiktige fordringer klassifiseres som finansielle eiendeler.

Pensjonsmidler

Ifølge Gjesdal (Gjesdal, 2007) og Koller et al. (Koller, 2010, s. 586:587) klassifiseres pensjonsmidler som en finansielle eiendel. På grunn av at avkastningen på midlene er inkludert til fradrag i pensjonskostnadene, som er en del av lønnskostnader, blir det ikke samsvar mellom balanse og resultatregnskap. Derfor må man omgruppere avkastningen fra drift til finansiell post også i resultatregnskapet.

Kontanter og bankinnskudd

Kontanter og bankinnskudd kan klassifiseres både som driftsrelaterte og finansielle eiendeler. For å kunne skille den beholdningen som er nødvendig for driften (driftsrelatert) ut fra overskuddslikviditet (finansiell) må man kjenne selskapet godt. For å være på den sikre siden velger jeg å klassifisere hele beholdningen som en finansiell eiendel.

Utsatt skattefordel

Utsatt skattefordel reflekterer ikke faktisk betalt skatt og klassifiseres derfor som finansiell eiendel (Koller, 2010, s. 543).

2. Driftsrelatert gjeld

All gjeld kan deles inn i driftsrelatert (rentefri) og finansiell (rentebærende) gjeld (Gjesdal, 2007). Det er kun driftsrelatert gjeld som regnes inn under investert kapital, så for å finne en verdi på investert kapital må man skille driftsrelatert gjeld fra finansiell. Jeg har klassifisert Norwegians gjeld på følgende måte:

Driftsrelatert gjeld	Finansiell gjeld
Langsiktig gjeld Andre avsetninger til forpliktelser	Langsiktig gjeld Pensjonsforpliktelser Utsatt skatt Annen langsiktig gjeld Finansiell leasingsforpliktelsene
Kortsiktig gjeld Leverandørgjeld Betalbar skatt Trafikkavregningsgjeld	Kortsiktig gjeld Andre finansielle instrumenter Gjeld til kredittinstitusjoner

Andre avsetninger til forpliktelser

Andre avsetninger er kostnader knyttet til vedlikehold av innleide fly og anses dermed som driftsrelaterte.

Trafikkavregningsgjeld

Trafikkavregningsgjeld knyttet til solgte, men ikke reiste billetter. Dette er ikke-rentebærende gjeld og klassifiseres derfor som driftsrelatert.

Finansielle leasingsforpliktelser

Finansielle leasingsforpliktelser og annen langsiktig gjeld er klassifisert som finansiell gjeld.

Rentebærende lån

Rentebærende lån er klassifisert som finansiell gjeld.

3. Kapitalverdi av driftsmessige leasingkontrakter

Når et selskap leaser et anleggsmiddel bør det vurderes hvorvidt dette er en finansiell eller en driftsmessig leasing. Ifølge NRS14 «Leieavtaler» klassifiseres leieavtalen som finansiell «dersom det vesentligste av økonomisk risiko og kontroll knyttet til det underliggende leieobjekt er gått over på leietaker ... og tilhørende eiendeler og forpliktelser balanseføres». Andre leieavtaler klassifiseres som operasjonelle (driftsmessige) og skal ikke balanseføres [83].

Kostnader knyttet til driftsmessig leasing behandles som direkte kostnader ved bruk av utstyr, og verdien av utstyret føres utenfor balansen i regnskapet. I sin artikkel «Dealing with Operating Leases in Valuation» sier Damodaran (Damodaran, 1999) at driftsmessige leasingkostnader representerer egentlig finansielle kostnader, og det skal beregnes og regnskapsføres nåverdi av disse kostnadene. Nåverdi skal legges inn i balansen som eiendel og samme beløp skal legges inn som langsiktig finansiell gjeld. Justeringer i balansen, resultatregnskap og kontantstrøm kan ha betydelig innflytelse på selskapets totale verdi.

Norwegians leasingkostnader består hovedsakelig av leasing av fly og utgjør ca. 6,6% av totale driftskostnader. Disse kostnadene er klassifisert som operasjonell leasing og skal derfor omklassifiseres til finansiell leasing. Finansielle kostnader legges inn i balansen som eiendel og skal derfor avskrives etter regnskapslover som vanlig eiendel. I tillegg skal det beregnes en kalkulatorisk rente på leieavtalen som skattefradrag.

I note 5 til årsrapporten 2014 [39] kan vi finne at årlig minimumsleie på uoppsigelige operasjonelle leieavtaler på fly pr.31.12.14 er som følger:

NOK 1000	Nominell verdi
Innen 1 år	2 548 002
Mellom 1 og 5 år	8 803 064
Etter 5 år	7 140 299
Totalt	18 491 365

Tabell 1 viser Norwegian sine leieforpliktelser for de neste 5 årene og utover.

År	Operasjonell		Reduksjon i			
	leasinkostnader	Nåverdi	Rentekostnad	leasing gjeld	Leasing gjeld	Avskrivning
2015	2 548 002	2 440 615	673 479	1 874 523	13 431 814	1 913 292
2016	2 200 766	2 019 170	591 000	1 609 766	11 822 048	1 913 292
2017	2 200 766	1 934 071	520 170	1 680 596	10 141 452	1 913 292
2018	2 200 766	1 852 558	446 224	1 754 542	8 386 910	1 913 292
2019	2 200 766	1 774 481	369 024	1 831 742	6 555 168	1 913 292
Etter år 2019: 2020	2 380 100	1 838 198	288 427	2 091 673	4 463 495	1 913 292
2021	2 380 100	1 760 726	196 394	2 183 706	2 279 789	1 913 292
2022	2 380 099	1 686 518	100 311	2 279 788	0	1 913 292
Totalt	18 491 365	15 306 337	3 185 028	15 306 337		15 306 337

Tabell 1: Behandling av operasjonell leasing

Jeg har beregnet nåverdi på leasingsforpliktelser, rentekostnader og avskrivninger basert på Damodaran sin artikkel «Dealing with Operating Leases in Valuation» (Damodaran, 1999).

I note 22 til Norwegians årsrapport for 2014 [39] kan vi finne at selskapet bruker 4,4% som en effektiv rente på finansielle leasingsforpliktelser. Derfor har jeg også brukt denne renten til beregning av rentekostnader.

Norwegian har leasingavtaler på Boeing -fly som varer mellom 3-12 år. Selskapet bruker en lineær metode for avskrivning av leasingsforpliktelser [39]. Avskrivningskostnader er beregnet basert på forutsetningen om at flyenes levetid er 8 år.

Oppsummert kan vi si at omklassifisering av en operasjonell leasing til finansiell påvirker både verdien av investert kapital og NOPLAT. Nåverdi av leasingsforpliktelser på 15 306 337kNOK legges inn til driftsaktiva og til langsiktig finansiell gjeld og dermed øker investert kapital. Siden betalte leasingkostnader inkluderer både en avskrivningsdel og en rentedel, tas rentedelen på 673 479kNOK som en finansiell post bort fra NOPLAT. Dermed reduseres NOPLAT med avskrivningsdelen og økes med rentedelen.

5.2.2.5 Presentasjon av endelig omgruppert resultatregnskap og balanse

Omgruppert resultatregnskap

Ved omgruppering av resultatregnskap finner man NOPLAT. NOPLAT representerer fortjenesten som genereres fra selskapets kjernevirksomhet etter fratrukk for skatt knyttet til kjernevirksomheten (Koller, 2010, s. 40).

For å beregne skatt anbefaler Gjesdal (Gjesdal, 2007) å fordele skattekostnaden mellom driftsrelatert skatt og finansiell skatt. Under forutsetning at skattesatsen på den finansielle delen er 27% (norsk skattesats) kan jeg beregne den finansielle delen av skattekostnaden. Resultater av denne beregningen er presentert i Vedlegg 1. Differansen mellom skattekostnaden i regnskapet og den finansielle skatten blir den driftsrelaterte skattedelen.

Tabell 2 viser en beregning av den driftsrelaterte skattedelen.

	2012	2013	2014
Skattekostnad i regnskapet	166 535	115 817	(557 284)
- 27 % skatt finansresultat	50 460	(156 296)	(74 018)
= Driftsrelatert skatt	116 075	272 113	(483 266)
/ Driftsresultat i årsresultatet	403 452	969 658	(1 410 538)
= Driftsrelatert skattesats	28,77 %	28,06 %	34,26 %

Gjennomsnittlig skattesats 30,36 %

Tabell 2: Driftsrelatert skattedel

Gjennomsnittlig skattesats utgjør 30,36 %, og denne satsen velger jeg å bruke til beregning av skattekostnader i omgruppert resultatregnskap for å finne NOPLAT.

Tabell 3 presenterer det omgrupperte resultatregnskapet.

	2012	2013	2014
Driftsinntekter			
Salgsinntekter	12 841 191	15 511 218	19 540 039
- Andre driftsinntekter	17 851	68 326	-
+ Ekstraordinære tap/gevinst	336 384	-502 148	583 751
Justerte driftsinntekter	13 159 724	14 940 744	20 123 790
Driftskostnader			
Salgs- og distribusjonskostnader	274 954	339 376	469 111
Flydrivstoff	3 740 508	4 707 203	6 321 053
Flyplassavgift	1 730 217	2 182 645	2 723 910
Ekspedisjonsgebyr	1 077 334	1 339 417	1 854 844
Vedlikeholdsutgifter	792 565	927 820	1 290 035
Andre driftskostnader	482 932	589 742	855 231
Driftskostnader	8 098 510	10 086 203	13 514 184
Lønnskostnader	2 068 202	2 478 294	3 208 987
- Pensjonskostnader	63 880	32 273	110 282
Justerte lønnskostnader	2 004 322	2 446 021	3 098 705
Administrative kostnader	534 335	733 317	1 049 577
Justert EBITDA	2 522 557	1 675 203	2 461 324
Leasingkostnader	490 827	749 781	1 172 461
Avskrivningskostnader	332 183	474 904	697 977
+ Implisert rente på leasingkontrakter	542 088	534 614	673 479
Justert EBITA	2 241 635	985 131	1 264 365
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler	53 062	54 921	50 160
Justert EBIT	2 188 573	930 210	1 214 205
Driftsrelatert skatt	664 451	282 412	368 633
NOPLAT	1 524 122	647 798	845 572

Tabell 3: Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert balanse

Ved omgruppering av balanse finner man investert kapital. Investert kapital representerer det akkumulerte beløpet bedriften har investert i kjernevirksomheten - hovedsakelig eiendom, anlegg og utstyr, og arbeidskapital (Koller, 2010, s. 40).

Den omgrupperte balansen er presentert i tabellen 4.

Valutakode	2012 (K) 1000 NOK	2013 (K) 1000 NOK	2014 (K) 1000 NOK
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>			
Varelager	68 385	74 135	82 851
Kundefordringer	1 096 558	1 623 079	2 173 522
Totale driftsrelaterte omløpsmidler	1 164 943	1 697 214	2 256 373
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>			
Leverandørgjeld	1 564 955	1 949 691	2 680 445
Forpliktelser ved periodeskatt	-	2	2 211
Trafikkavregningsgjeld	1 739 681	2 566 519	2 965 427
Total driftsrelatert kortsiktig gjeld	3 304 636	4 516 211	5 648 083
Driftsrelatert arbeidskapital	-2 139 693	-2 818 997	-3 391 710
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>			
Immaterielle eiendeler	237 774	225 270	206 826
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	9 525	14 966	252 236
Skip, rigger, fly og lignende	5 579 757	7 526 707	12 527 932
Driftsløsøre/inventar/verktøy	58 476	72 972	83 687
Investering i tilknyttet selskap	116 050	164 575	223 594
Operasjonell leasing	12 320 179	12 150 307	15 306 337
Forskuddsbetaling til flyprodusenter	2 844 359	2 514 882	4 102 664
Totale driftsrelaterte anleggsmidler	21 166 120	22 669 679	32 703 276
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>			
Andre avsetninger til forpliktelser	175 306	412 737	835 480
Total driftsrelatert langsiktig gjeld	175 306	412 737	835 480
Netto anleggsmidler	20 990 814	22 256 942	31 867 796
Investert Kapital	18 851 121	19 437 945	28 476 087
<i>Finansielle anleggsmidler</i>			
Investeringer i aksjer og andeler	2 689	82 689	82 688
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.	135 562	199 036	421 060
Finansiell leasing	24 562	21 242	19 233
Utsatt skattefordel	4 293	28 517	518 915
Totale finansielle anleggsmidler	167 106	331 484	1 041 896
<i>Finansielle omløpsmidler</i>			
Kontanter	1 730 895	2 166 126	2 011 138
Derivater	10 172	48 547	0
Totale finansielle omløpsmidler	1 741 067	2 214 673	2 011 138
Finansielle eiendeler	1 908 173	2 546 157	3 053 035
Total Investert Kapital	20 759 294	21 984 102	31 529 122

Valutakode	2012 (K) 1000 NOK	2013 (K) 1000 NOK	2014 (K) 1000 NOK
<i>Egenkapital</i>			
Aksjekapital/selskapskapital	3516	3516	3516
Overkursfond	1 093 549	1 093 549	1 093 549
Annen innskutt egenkapital	63 365	72 744	87 221
Annen egenkapital	1 260 221	1 580 018	923 965
Egenkapital	2 420 651	2 749 827	2 108 251
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>			
Pensjonsforpliktelser	-	127 821	201 883
Utsatt skatt	301 042	443 991	169 851
Operasjonell leasing	12 320 179	12 150 307	15 306 337
Annen langsiktig gjeld	4 166 854	5 736 896	9 950 228
Finansiell leasingforpliktelsene	10 853	6 860	3 227
Total finansiell langsiktig gjeld	16 798 928	18 465 874	25 631 526
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>			
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 349 359	768 401	3 330 387
Andre finansielle instrumenter	190 356	-	458 958
Total finansiell kortsiktig gjeld	1 539 715	768 401	3 789 345
Finansiell gjeld	18 338 643	19 234 275	29 420 871
Total Investert Kapital	20 759 294	21 984 102	31 529 122

Tabell 4: Omgruppert balanse

5.2.3 Nøkkeltallsanalyse

Regnskapsanalysen av Norwegian ASA består av horisontale analyser, vertikale analyser og beregning av sentrale nøkkeltall: lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

Jeg vil starte regnskapsanalysen fra horisontale og vertikale analyser av selskapets resultatregnskap og balanse. Ved hjelp av disse analysene kan vi se på utviklingen i resultat- og balanseposter i periode 2012-2014 og finne områder som vi bør se nærmere på. For å kunne sammenligne nøkkeltall mot generelle krav er de beregnet basert på regnskapsdata fra de opprinnelige oppstillingene.

Regnskapet viser absolutte tall. For å se trenden over tid bør derfor tallene omarbeides til en felles målestokk. I resultatregnskap uttrykkes tallene i prosent av sum driftsinntekter (vertikal analyse) eller i prosent av foregående års verdi (horisontal analyse). I balanse uttrykkes tallene i prosent av balansesummen (vertikal analyse) eller i prosent av foregående års verdi (horisontal analyse) (Langli, 2012, ss. 672-673).

5.2.3.1 Analyse av resultatregnskap

Resultatregnskap	2014		2013		2012	
Valutakode	NOK		NOK		NOK	
Sum salgsinntekter	17 038 761 000		14 966 403 000		12 840 499 000	
Annen driftsinntekt	188 702 000		90 796 000		17 851 000	
Sum driftsinntekter	17 227 463 000	100 %	15 057 199 000	100 %	12 858 350 000	100 %
Økning (+) / reduksjon (-), %	34 %		17 %		100 %	
Varekostnad			0		0	
Beholdningsendringer			0		0	
Lønnskostnader	1 957 096 000	11 %	2 248 769 000	15 %	2 061 658 000	16 %
Økning (+) / reduksjon (-), %	-5 %		9 %		100 %	
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	222 540 000	1 %	533 484 000	4 %	388 425 000	3 %
Økning (+) / reduksjon (-), %	-43 %		37 %		100 %	
Nedskrivning av driftsmidler/im. eiend.			0		0	
Andre driftskostnader	16 670 335 000	97 %	10 915 098 000	72 %	10 022 813 000	78 %
Økning (+) / reduksjon (-), %	66 %		9 %		100 %	
Sum driftskostnader	18 849 971 000	109 %	13 697 351 000	91 %	12 472 896 000	97 %
Driftsresultat	-1 622 508 000	-9 %	1 359 848 000	9 %	385 454 000	3 %
Inntekt på investering i datterselskap			0		0	
Sum annen renteinntekt	247 122 000		75 615 000		60 628 000	
Sum annen finansinntekt			0		274 088 000	
Sum finansinntekter	304 754 000		122 212 000		388 580 000	
Sum annen rentekostnad	234 002 000		196 510 000		157 847 000	
Sum annen finanskostnad	18 400 000		448 420 000		0	
Sum finanskostnader	252 402 000		644 930 000		175 777 000	
Netto finans	52 352 000		-522 718 000		212 803 000	
Ordinært resultat før skattekostnad	-1 570 156 000		837 130 000		598 257 000	
Skattekostnad på ordinært resultat	-664 351 000		202 027 000		164 538 000	
Ordinært resultat	-905 805 000		635 103 000		433 719 000	
Ekstraordinære inntekter			0		0	
Ekstraordinære kostnader			0		0	
Netto ekstraordinære poster			0		0	
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	-664 351 000		202 027 000		164 538 000	
Årsresultat	-905 805 000		635 103 000		433 719 000	
Avsatt utbytte			0		0	
Konsernbidrag			0		0	
Overføringer til/fra annen egenkapital	-905 805 000		635 103 000		433 719 000	

Tabell 5: Resultatregnskap (Kilde: 1881.no)

I den horisontale analysen av resultatregnskapet for Norwegian ASA er tallene beregnet i prosent i forhold til året 2012. Driftsinntekter viser en økning for hvert av årene i perioden, men driftskostnader har også økt i samme periode. Analysen viser en reduksjon av lønns- og avskrivningskostnader i 2014 sammenlignet med 2013, men en betydelig økning av andre driftskostnader. Personalkostnader er redusert i hovedsak på grunn av reduksjon av andre personalkostnader (bil-, telefon-, internettkostnader) i 2014. Stor vekst i andre driftskostnader skyldes stort sett en økning av leasingkostnader fra 1 222 MNOK i 2013 til 4 309 MNOK i 2014 og drivstoffkostnader fra 4 450 MNOK i 2013 til 5 240 MNOK i 2014. I tillegg økte det utgifter som er knyttet til drift av systemer, markedsføring, konsulenter og andre kostnader som er ikke direkte knyttet til drift av flyflåten fra 662 MNOK i 2013 til 847 MNOK i 2014.

I den vertikale analysen av resultatregnskapet for Norwegian ASA er tallene beregnet i prosent av sum driftsinntekter. Analysen viser at årsresultat er redusert fra overskudd i årene 2012-2013 til underskudd i 2014. Forklaringen på nedgangen er en betydelig økning av andre driftskostnader fra 72 % i 2013 til 97% i 2014 på grunn av økning av leasing- og flydrivstoffkostnader.

5.2.3.2 Analyse av balanse

Balanseregnskap	2014	2013	2012
EIENDELER			
Forskning og utvikling		0	0
Konsesjoner, patenter, lisenser		0	143 617 000
Utsatt skattefordel	345 134 000	0	0
Sum immaterielle anleggsmidler	162 294 000	193 885 000	212 665 000
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	252 236 000	14 966 000	9 525 000
Maskiner og anlegg		0	0
Skip, rigger, fly og lignende	297 887 000	376 353 000	8 424 118 000
Driftsløsøre/inventar/verktøy	95 725 000	2 606 867 000	83 038 000
Sum varige driftsmidler	645 848 000	2 998 186 000	8 516 681 000
Aksjer/investeringer i datterselskap	2 745 290 000	1 427 276 000	58 315 000
Investeringer i aksjer og andeler	82 689 000	82 689 000	2 689 000
Obligasjoner og andre langsiktige fordr.	5 797 208 000	6 189 507 000	135 562 000
Sum finansielle anleggsmidler	8 848 781 000	7 864 047 000	312 616 000
Sum anleggsmidler	10 002 057 000	11 056 118 000	9 041 962 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	11 %	22 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	-10 %	100 %	
Sum varelager	70 383 000	67 982 000	68 385 000
Kundefordringer	3 162 315 000	1 680 180 000	838 755 000
Andre fordringer	2 242 857 000	689 389 000	256 560 000
Konsernfordringer		0	0
Krav på innbetaling av selskapskapital		0	0
Sum fordringer	5 405 172 000	2 369 569 000	1 095 315 000
Aksjer og andeler i samme konsern		0	0
Markedsbaserte aksjer		0	10 172 000
Markedsbaserte obligasjoner		48 547 000	0
Andre markedsbaserte finansielle instr.		0	0
Andre finansielle instrumenter		0	0
Sum investeringer		48 547 000	10 172 000
Kasse/bank/post	1 770 877 000	1 946 668 000	1 694 480 000
Sum omløpsmidler	7 246 432 000	4 432 766 000	2 868 352 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	153 %	55 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	63 %	100 %	
Sum eiendeler	17 248 489 000	15 488 884 000	11 910 314 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	45 %	30 %	100 %
EGENKAPITAL OG GJELD			
Aksjekapital/selskapskapital	3 516 000	3 516 000	3 516 000
Egne aksjer		0	0
Overkursfond	1 093 549 000	1 093 549 000	1 093 549 000
Sum innskutt egenkapital	1 184 252 000	1 169 776 000	1 160 396 000
Fond for vurderingsforskjeller		0	0
Annen egenkapital	961 563 000	1 868 546 000	1 231 996 000
Sum opptjent egenkapital	961 563 000	1 868 546 000	1 231 996 000
Minoritetsinteresser		0	0
Sum egenkapital	2 145 815 000	3 038 322 000	2 392 392 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	-10 %	27 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	-29 %	100 %	
GJELD			
Pensjonsforpliktelser		0	0
Utsatt skatt	0	518 638 000	323 517 000
Andre avsetninger til forpliktelser	5 772 760 000	6 675 130 000	4 676 446 000
Sum avsetninger til forpliktelser	5 772 760 000	6 156 492 000	4 352 929 000
Langsiktig konserngjeld		0	0
Ansvarlig lånekapital		0	0
Annen langsiktig gjeld		0	0
Sum langsiktig gjeld	5 772 760 000	6 675 130 000	4 676 446 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	23 %	43 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	-14 %	100 %	
Konvertible lån		0	0
Sertifikatlån		0	0
Gjeld til kredittinstitusjoner		0	0
Leverandørgjeld	4 740 206 000	1 973 078 000	472 441 000
Betalbar skatt		0	0
Skyldige offentlige utgifter	31 557 000	81 260 000	133 123 000
Utbytte		0	0
Kortsiktig konserngjeld		0	0
Annen kortsiktig gjeld	4 558 151 000	3 721 094 000	4 235 912 000
Sum kortsiktig gjeld	9 329 914 000	5 775 432 000	4 841 476 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	93 %	19 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	62 %	100 %	
Sum gjeld	15 102 674 000	12 450 562 000	9 517 922 000
Sum egenkapital og gjeld	17 248 489 000	15 488 884 000	11 910 314 000
Økning (+)/reduksjon (-), %	45 %	30 %	100 %
Økning (+)/reduksjon (-), %	11 %	100 %	

Tabell 6: Balanse (Kilde: 1881.no)

Den horisontale analysen av balansen viser at totalkapitalen har økt med 45 % fra året 2012 og med 11 % fra året 2013. Anleggsmidlene har økt med 11 % fra året 2012, mens redusert med 10 % fra året 2013. Omløpsmidlene har økt med 153 % fra året 2012 og med 63 % fra året 2013. Egenkapitalen er redusert med 10% fra året 2012 og med 29 % fra året 2013 på grunn av underskudd i 2014. Langsiktig gjeld har økt med 23 % fra året 2012, men redusert med 14 % fra året 2013. Dette kan forklares at de reduserte anleggsmidlene ble finansiert av langsiktig gjeld.

Den vertikale analysen av balanse viser en økning av omløpsmidler til 42 % i 2014 og en reduksjon av anleggsmidler til 58 % i 2014, som har ført til reduksjon av langsiktig og økning av kortsiktig gjeld.

5.2.3.3 Lønnsomhet

Lønnsomhet er bedriftens evne til å skape overskudd. Bedriften må ha tilstrekkelig lønnsomhet for å tiltrekke seg investorer og kunne overleve på lengre sikt (Kristoffersen, 2005, s. 410). For å vurdere Norwegian sin lønnsomhet vil jeg beregne følgende nøkkeltall:

- Driftsmargin
- Totalkapitalrentabilitet
- Egenkapitalrentabilitet

Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader og beregnes som:

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100 \%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Driftsmargin varierer fra bransje til bransje, og det er ikke generelle krav på hva driftsmarginen bør være (Kristoffersen, 2005, ss. 411- 412).

1000 NOK	2014	2013	2012
Driftsresultat	-1 622 508	1 359 848	385 454
Driftsinntekter	17 227 463	15 057 199	12 858 350
Driftsmargin, %	-9,4 %	9,0 %	3,0 %

Tabell 7: Driftsmargin i perioden 2012-2014

Som vi kan se fra tabell 7 er driftsmargin positiv i 2012 og 2013, mens negativ i 2014. Selskapet har større kostnader enn inntekter i 2014 og taper penger før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader. Det vil si at det ikke er tilstrekkelig lønnsomhet for Norwegian og investorer.

5.2.3.4 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler en bedriftens avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den viser hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av ressursene, uavhengig av finansieringen og beregnes slik (Kristoffersen, 2005, ss. 413-414):

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Tabell 8 viser at Norwegian hadde en positiv utvikling av total kapitalrentabiliteten fra år 2012 til år 2013, mens i 2014 hadde selskapet en kraftig forverring av den økonomiske situasjonen.

1000 NOK	2014	2013	2012
Driftsresultat	-1 622 508	1 359 848	385 454
Finansinntekter	304 754	122 212	388 580
Gjennomsnittlig total kapital	16 368 687	13 699 599	10 461 680
Totalkapitalrentabilitet, %	-8,1 %	10,8 %	7,4 %

Tabell 8: Totalkapitalrentabiliteten i perioden 2012-2014

5.2.3.5 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er avkastningen på eiernes investering i bedriften, så det er mest interessant for eierne. Endringer i nøkkeltallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg. Egenkapitalrentabiliteten før og etter skatt beregnes som følger (Kristoffersen, 2005, s. 415):

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

1000 NOK	2014	2013	2012
Ordinært resultat før skatt	-1 570 156	837 130	598 257
Ordinært resultat	-905 805	635 103	433 719
Gjennomsnittlig egenkapital	2 592 069	2 715 357	2 166 475
Egenkapitalrentabilitet før skatt	-60,6 %	30,8 %	27,6 %
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	-34,9 %	23,4 %	20,0 %

Tabell 9: Egenkapitalrentabiliteten i perioden 2012-2014

Beregningen viser en positiv utvikling i 2013 sammenlignet med 2012, men negativ utvikling i 2014. Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn total kapitalrentabiliteten i 2012 og 2013, mens mye lavere i 2014. Det skyldes at i 2014 er egenkapital redusert på grunn av underskudd, mens total kapital har økt på grunn av en betydelig økning av kortsiktig gjeld (med 93% fra året 2012).

Det finnes en sammenheng mellom total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten som er avhengig av nivået på lånefinansiering. Dersom total kapitalrentabiliteten er større enn lånerenter, fører dette til økning i avkastning på egenkapitalen (Kristoffersen, 2005, s. 416)

Ved beregning av gjeldsgraden og gjeldsrenten kan vi analysere sammenhengen mellom Norwegians egenkapitalrentabilitet og total kapitalrentabilitet, det vil si analysere selskapets soliditet. Soliditet er bedriftens evne å tåle tap, og det brukes følgende nøkkeltall ved soliditetsanalyse:

- Gjeldsgrad
- Rentedekningsgrad
- Egenkapitalandel

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital som er finansiert av eiere og beregnes som:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Jo lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er selskapet (Kristoffersen, 2005, s. 424).

1000 NOK	2014	2013	2012
Gjeld	15 102 674	12 450 562	9 517 922
Egenkapital	2 145 815	3 038 322	2 392 392
Gjeldsgrad	7,04	4,10	3,98

Tabell 10: Gjeldsgraden i perioden 2012-2014

Gjeldsgraden har en negativ utvikling og økt fra 3,98 i år 2012 til 7,04 i år 2014.

Rentedekningsgrad viser hvilken «sikkerhetsmargin» långivere har for at renter og avdrag blir betalt til rett tid (Langli, 2012, s. 730). Denne beregnes slik:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Ifølge Kristoffersen (Kristoffersen, 2005, s. 426) bør rentedekningsgraden være større enn 3.

1000 NOK	2014	2013	2012
Ordinært resultat før skatt	-1 570 156	837 130	598 257
Rentekostnader	234 002	196 510	157 847
Rentedekningsgrad	-5,7	5,3	4,8

Tabell 11: Rentedekningsgrad i perioden 2012-2014

Rentegraden hadde en positiv utvikling fra året 2012 til året 2013, men på grunn av underskudd viser et negativt resultat i 2014.

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler og beregnes som:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Det finnes ingen generelle krav til hvor stor egenkapitalen bør være, men Kristoffersen (Kristoffersen, 2005, s. 425) sier at en egenkapitalandel på 30-35 % kan være tilfredsstillende til de fleste virksomheter.

1000 NOK	2014	2013	2012
Egenkapital	2 145 815	3 038 322	2 392 392
Totalkapital	17 248 489	15 488 884	11 910 314
Egenkapitalandel, %	12 %	20 %	20 %

Tabell 12: Egenkapitalandel i perioden 2012-2014

Egenkapitalandelen var stabil på 20 % i årene 2012-2013, men er redusert til 12 % i 2014, og denne andelen regnes som meget lavt.

Som konklusjon kan jeg si at Norwegian ikke har en tilstrekkelig lønnsomhet og soliditet, og trenden gjennom analyseperioden er negativ. Derfor bør selskapet optimalisere forhold mellom egenkapital og gjeld og redusere kredittrisikoen for långiverne og eiere.

5.2.3.6 Finansiering

Finansiering er både anskaffelse og anvendelse av kapital. Finansieringen av eiendeler kan være langsiktig (langsiktig gjeld og egenkapital) og kortsiktig (kortsiktig gjeld) (Kristoffersen, 2005, s. 419). Ved analyse av finansieringen beregner man følgende nøkkeltall:

- Finansieringsgrad 1
- Finansieringsgrad 2
- Arbeidskapital

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert og beregnes som:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Med langsiktig kapital menes egenkapital og langsiktig gjeld. Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1 (Kristoffersen, 2005, s. 420).

1000 NOK	2014	2013	2012
Anleggsmidler	10 002 057	11 056 118	9 041 962
Egenkapital	2 145 815	3 038 322	2 392 392
Langsiktig gjeld	5 772 760	6 675 130	4 676 446
Finansieringsgrad 1	1,26	1,14	1,28

Tabell 13: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 2 viser i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld og beregnes som:

$$\text{Finansieringsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Finansieringsgrad 2 bør være større enn 1 (Kristoffersen, 2005, s. 420).

1000 NOK	2014	2013	2012
Omløpsmidler	7 246 432	4 432 766	2 868 352
Kortsiktig gjeld	9 329 914	5 775 432	4 841 476
Finansieringsgrad 2	0,78	0,77	0,59

Tabell 14: Finansieringsgrad 2

Arbeidskapitalen viser hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital og beregnes som

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Arbeidskapitalen bør være positiv (Kristoffersen, 2005, s. 420).

1000 NOK	2014	2013	2012
Omløpsmidler	7 246 432	4 432 766	2 868 352
Kortsiktig gjeld	9 329 914	5 775 432	4 841 476
Arbeidskapital	-2 083 482	-1 342 666	-1 973 124

Tabell 15: Arbeidskapital

Analysen viser at finansieringen i Norwegian er ikke sunn. Arbeidskapitalen er negativ hele perioden, og dette betyr at en del av anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld. Det bekreftes av finansieringsgrad 1 som er større enn 1 og finansieringsgrad 2 som er mindre enn 1. Ved bruk av tabell 16 nedenfor kan vi analysere Norwegians kapitalstruktur per 31.12.2014.

31.12.2014 1000NOK	Eiendeler		Finansiering					
			Egenkapital		Langsiktig gjeld		Kortsiktig gjeld	
	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent	Beløp	Prosent
Anleggsmidler	10 002 057	58 %	2 145 815	21 %	5 772 760	58 %	2 083 482	21 %
Omløpsmidler	7 246 432	42 %					7 246 432	100 %
Sum eiendeler	17 248 489	100 %	2 145 815	12 %	5 772 760	33 %	9 329 914	54 %

Tabell 16: Norwegians kapitalstruktur per 31.12.2014

Tabell 16 viser at:

- Eiendelene i Norwegian består av 58 % anleggsmidler og 42 % omløpsmidler.
- Eiendelene er finansiert med 12 % egenkapital, 33 % langsiktig gjeld og 54 % kortsiktig gjeld.
- Anleggsmidlene er finansiert med 21 % egenkapital, 58 % langsiktig gjeld og 21 % kortsiktig gjeld.
- Omløpsmidlene er finansiert med 100 % kortsiktig gjeld.

Denne analysen bekrefter at Norwegian sine anleggsmidler er delvis finansiert med kortsiktig gjeld som tilsier at kapitalstrukturen i bedriften er ikke sunn.

5.2.3.7 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. I likviditetsanalysen brukes følgende nøkkeltall:

- Likviditetsgrad 1
- Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 1 viser i hvor stor grad er omløpsmidlene finansiert med kortsiktig gjeld og beregnes som:

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

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 (Kristoffersen, 2005, s. 429).

1000 NOK	2014	2013	2012
Omløpsmidler	7 246 432	4 432 766	2 868 352
Kortsiktig gjeld	9 329 914	5 775 432	4 841 476
Likviditetsgrad 1	0,78	0,77	0,59

Tabell 17: Likviditetsgrad 1 i perioden 2012-2014

Likviditetsgrad 2 viser i hvor stor grad er de mest likvide omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld og beregnes som:

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

De mest likvide omløpsmidlene er omløpsmidler som kan omgjøres til likvider ved enkle transaksjoner. Vanligvis er det samtlige omløpsmidler med unntak av varebeholdningen. Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 (Kristoffersen, 2005, s. 429).

1000 NOK	2014	2013	2012
Mest likvide omløpsmidler	7 176 049	4 364 784	2 799 967
Kortsiktig gjeld	9 329 914	5 775 432	4 841 476
Likviditetsgrad 2	0,77	0,76	0,58

Tabell 18: Likviditetsgrad 2

Likviditetsanalysen av Norwegian viser at begge nøkkeltallene ligger under de generelle kravene, men viser en positiv utvikling fra året 2012 til året 2014. Dermed bør selskapet forbedre likviditeten for å redusere kredittrisiko.

Som en kort oppsummering vil jeg si at regnskapsanalysen ovenfor gir mer informasjon til eierne enn til investorer. Den viser at Norwegian ikke har en tilfredsstillende lønnsomhet, og selskapet bør optimalisere forhold mellom egenkapital og gjeld og redusere kredittrisikoen.

6 Avkastningskrav

Avkastningskravet for en investering skal reflektere hvilken avkastning eierne og andre investorer kan forvente å tjene ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko som investeringen (Boye, K. og Koekebakker, S., 2006, s. 230).

Ifølge Koller et al. (Koller, 2010, s. 121) anbefaler de fleste finansanalytikerne å bruke WACC til diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Bruk av WACC forutsetter at kapitalstrukturen ($G/G+EK$) er stabil i markedsverdi hele perioden man regner på. I de fleste tilfeller økes gjeld i tråd med selskapets verdi, men Norwegian har et høyt og økende rentebærende gjelds nivå som er hovedsakelig knyttet til leasing og anskaffelse av fly, og derfor fører bruk av WACC til overvurdering av verdien av skattefordelen.

For å løse dette problemet skiller APV-modell verdien av virksomheten i to komponenter: nåverdi av FCF under forutsetningen at selskapet er 100% finansiert av egenkapital og nåverdi av skattefordelen (Tax shield) som oppstår fra lånefinansiering (Koller, 2010, s. 121).

$$\text{Justert nåverdi} = \text{Foretaksverdi som om selskapet er finansiert bare av egenkapital} + \text{Nåverdien av skattefordelen}$$

6.1 Unlevered kapitalkostnad

For å beregne nåverdi av FCF under den hypotetiske situasjonen at selskapet er 100% egenfinansiert bruker man unlevered kapitalkostnad (hva kostnaden for egenkapital ville være hvis selskapet hadde null gjeld) som diskonteringsrente (Koller, 2010, s. 122).

APV-modell forutsetter at unlevered verdi av drift (V_u) pluss verdi av skattefordelen (V_{txa}) er lik tidligere verdi av gjeld (G) pluss verdi av egenkapitalen (EK), altså:

$$V_u + V_{txa} = G + EK$$

Avkastning for selskapets eiendeler må være lik den totale risikoen for økonomiske krav mot disse eiendelene:

$$\frac{V_u}{V_u + V_{txa}} r_u + \frac{V_{txa}}{V_u + V_{txa}} r_{txa} = \frac{G}{G + EK} r_G + \frac{EK}{G + EK} r_{EK}$$

hvor r_u – unlevered kapitalkost

r_{txa} – avkastningskrav på skattefordelen

r_G – avkastningskrav på gjeld

r_{EK} – avkastningskrav på egenkapital

Etter omorganisering av denne formelen kan man finne at:

$$r_{EK} = r_u + \frac{G}{EK}(r_u - r_G) - \frac{V_{txa}}{EK}(r_u - r_{txa})$$

Under antagelsen at $r_u = r_{txa}$, får vi for r_{EK} :

$$r_{EK} = r_u + \frac{G}{EK}(r_u - r_G) - 0$$

I dette tilfelle er r_u lik:

$$r_u = \frac{EK}{EK + G}r_{EK} + \frac{G}{EK + G}r_g$$

6.1.1 Beregning av totalkapital

En beregning av totalkapitalen er presentert i tabell 19.

Utestående aksjer (mill) pr.31.12.14	35,16
Aksjekurs, NOK pr.31.12.14	276,2
Markedsverdi av EK (mill NOK) pr.31.12.14 - EK	9 711
Annen langsiktig gjeld (mill NOK)	9 950
Finansiell leasingforpliktelsene (mill NOK)	3
Gjeld til kredittinstitusjoner (mill NOK)	3 330
Markedsverdi av gjeld (mill NOK) - G	13 284
Markedsverdi av totalkapital (mill NOK) - EK+G	22 995
G/EK+G	58 %
EK/EK+G	42 %

Tabell 19: Markedsverdi av totalkapital

6.1.2 Beregning av avkastning på egenkapital

Avkastningskrav på egenkapital består av tre komponenter: risikofri rente, risikopremie og den markedsrelaterte risikoen for aksje (beta). Den mest brukte modellen for å estimere avkastningskravet på egenkapital er CAMP-modellen (the capital assets pricing model) der avkastningskravet beregnes på følgende formell:

$$E(R_E) = R_f + \beta_E[E(R_m) - R_f]$$

der $E(R_E)$ – forventet avkastning på egenkapital;

R_f –risikofri rente;

β_E – et mål for den markedsrelaterte risiko;

$E(R_m)$ – forventet avkastning på markedsporteføljen;

$[E(R_m) - R_f]$ – markedsrisikopremie (Koller, 2010, s. 239)

Risikofri rente

Risikofri rente er definert som avkastningen på en portefølje som ikke har noen samvariasjon med markedet, det vil si at beta er lik «null». Derfor, for å estimere risikofri rente bruker man langsiktige statsobligasjoner som er nesten risikofrie. Koller anbefaler å bruke statsobligasjoner med løpetid 10 år (Koller, 2010, ss. 240-241).

På Norges bank sin web-side kan vi finne renter på 3-, 5- og 10-årige statsobligasjoner. I min oppgave vil jeg bruke den årsgjennomsnittlige rentesatsen på 10-årige statsobligasjoner. Årsgjennomsnittlig rentesats for 2015 er 1,57 %, og denne satsen vil jeg benytte til beregning av avkastningskrav på egenkapital [84].

	3 år	5 år	10 år
2015	0,76	0,99	1,57

Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er en forskjell mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente. Ingen av dagens modeller kan presis anslå markedsrisikopremien, men basert på historiske avkastningstall for Norge har Boye og Koekebakker (Boye, K. og Koekebakker, S., 2006, s. 250) kommet til at risikopremien i Norge er ca.4-5%. Koller mener også at risikopremien varierer mellom 4,5-5,5% (Koller, 2010, s. 242). En markedsrisikopremie på 5% bekrefter også av undersøkelser utført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (FSS) i 2015. Undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» er basert på svar fra 151 medlemmer i NFF. Denne undersøkelsen viser at nivået på markedsrisikopremien for 2015 ligger på 5% og medianen på 5% er uendret i perioden fra 2011 til 2015 [85]. Derfor tror jeg det er fornuftig å bruke markedsrisikopremien på 5% for estimering av avkastningskravet på egenkapital.

Beta

Beta består av risikoen til markedsavkastningen (variansen) og samvariasjon mellom aksjens avkastning og markeds avkastning (kovariansen). Hvis avkastningen til en aksje har ingen samvariasjon med markedsavkastningen, vil betaverdien være lik null, det vil si at aksjens risiko vil da bestå av kun usystematisk risiko. Forventet avkastningen i dette tilfelle vil være lik risikofri rente (Boye, K. og Koekebakker, S., 2006, ss. 250-251). Når avkastningen til en aksje overstiger markedsavkastningen er betaen over 1, og når avkastningen til en aksje er mindre enn markedsavkastningen er betaen under 1.

Siden beta ikke kan bli observert direkte estimerer man betaverdien ved hjelp av følgende regresjonsuttrykk (Koller, 2010, s. 249):

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

hvor R_i – avkastningen på en aksje;

R_m - avkastningen på markedet;

ε - regresjonens feilledd;

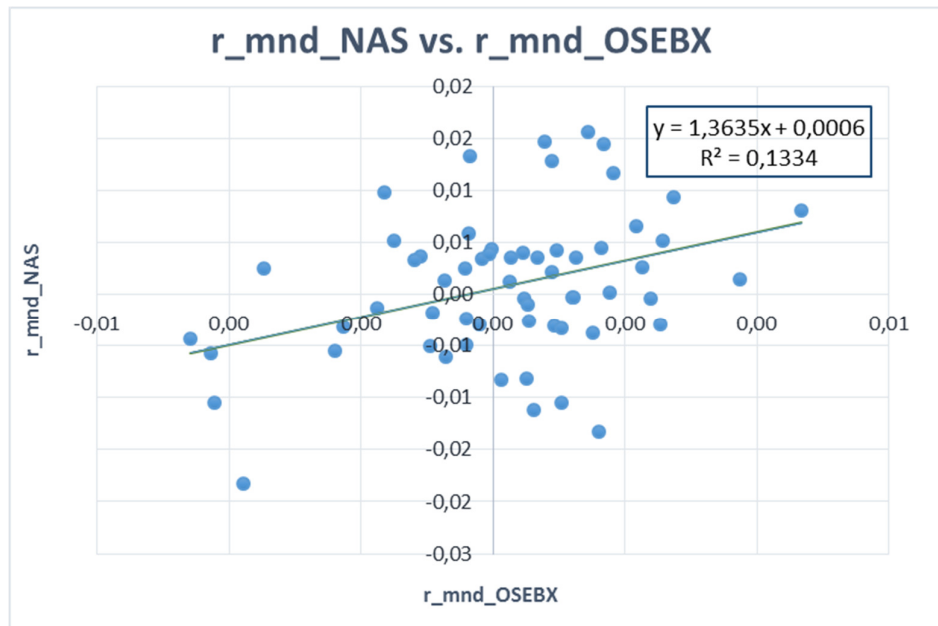
α – skjæringspunkt;

β – betaverdien.

Koller et al. (Koller, 2010, ss. 250-251) anbefaler å bruke månedstall og minimum 60 observasjoner (f.eks. 12 måneder x 5 år).

For å beregne betaverdien lastet jeg ned Norwegian (NAS) sin data for perioden 01.04.2011 – 31.03.2016 fra Oslo Børs samt data for totalindeksen (OSEBX) for samme periode. Avkastning per måned ble beregnet som aritmetisk gjennomsnitt av logaritmeberegnet avkastning. Resultat av regresjonsanalyse utført av Excel 2013 er presentert i Vedlegg 2.

Figur 13 viser grafisk fremstilling av disse resultatene.



Figur 13: Estimering av betaverdi

Figur 13 viser at estimert betaverdi er 1,3635. Det betyr at gjennomsnitt vil en økning av en månedlig avkastning på OSEBX med 1 % fører til en økning av en månedlig avkastning på NAS med 1,3635 %. En reduksjon av en månedlig avkastning på OSEBX med 1 % fører til en reduksjon av en månedlig avkastning på NAS med -1,3635 %.

Skjæringspunktet (alpha-verdien) er 0,0006. Det betyr at hvis en månedlig avkastning på OSEBX vil bli 0 %, vil da bli en månedlig avkastning på NAS 0,06 %.

R-kvadrat er lik 0,1334. Det betyr at 13,34 % av variasjonen i avkastningen til NAS kan forklares av variasjonen i avkastningen til OSEBX (andelen av systematisk risiko). De resterende 86,66 % forklares av variasjon i feilledet (usystematisk risiko).

Resultatet av regresjonsanalysen viser at estimert betaverdi er 1,3635, men Koller et al. (Koller, 2010, s. 257) anbefaler å justere betaverdien fordi den beveger seg over tid mot markedets gjennomsnittlig avkastningen. For å justere beta kan det brukes Bloomberg-formelen:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * \text{råbeta}$$

Ved bruk av denne formelen har jeg fått at justert betaverdi for Norwegian er lik: $0,33 + 0,67 * 1,3635 = \underline{\underline{1,2435}}$.

Regresjonsanalysen presentert i Vedlegg 2 viser at standardavviket har en stor spredning: fra ca.0,45 til ca.2,28. Det betyr at beta svinger mye både opp og ned. Under så store svingene er det vanskelig å forutse betaverdien, men basert på informasjonen fra Stockopedia.com [108] om at betaverdien (5 år) per 12.04.2016 er lik 1,27, antar jeg at det er rimelig å bruke betaverdien på 1,2435 i beregningen av unlevered kapitalkostnad.

Nå er alle komponentene som inngår til CAMP-modellen estimert, og jeg kan beregne avkastningen på egenkapital:

$$E(R_E) = R_f + \beta_E[E(R_m) - R_f]$$

$$E(R_E) = 1,57 + 1,24 * 5 = 7,77 \%$$

6.1.3 Beregning av gjeldsrente

Som gjeldsrente vil jeg bruke diskonteringsrente som er lik en gjennomsnittlig gjeldsrente på rentebærende gjeld. En oversikt over rentebærende gjeld er presentert i note 22 til Norwegians årsrapport.

NOK 1000	Effektiv rente			
	2011	2012	2013	2014
Bond issue	8,80 %	7,5 %	6,90 %	6,40 %
Facility agreement	3,10 %	6,8 %	8,60 %	4,10 %
Aircraft financing	4,00 %	3,1 %	3,30 %	3,50 %
Loan facility	4,60 %	3,8 %	3,50 %	
Financial lease liability	5,60 %	5,9 %	4,90 %	4,40 %
Gjennomsnittlig rente	5,22 %	5,42 %	5,44 %	4,60 %

Tabell 20: Effektiv rente på rentebærende gjeld

Basert på denne oversikten har jeg fått gjeldsrente på 5,20 % som er en gjennomsnittlig rente i perioden 2011-2014.

6.1.4 Beregning av unlevered kapitalkostnad

Nå er alle komponentene som inngår til beregning av unlevered kapitalkostnad estimert, og jeg kan beregne unlevered kapitalkostnad som:

$$r_u = \frac{EK}{EK + G} r_{EK} + \frac{G}{EK + G} r_g = 42 \% * 7,77 \% + 58 \% * 5,20 \% = 6,28 \%$$

Dermed unlevered kapitalkostnad til Norwegian er estimert til å være 6,28 %, og dette estimatet vil jeg benytte til diskontering av FCF.

7 Fremtidsregnskap

Neste steg i APV-modellen er utarbeidelse av et fremtidsbudsjett. Jeg vil utarbeidet et fremtidsbudsjett basert på den strategiske analysen i kapittel 5.1 regnskapsanalysen i kapittel 5.2, informasjonen fra Norwegian sin årsrapport for 2014, kvartalsrapport for 4.kvartal 2015 og fra andre tilgjengelig kilder.

Koller et al. (Koller, 2010, s. 188) anbefaler å bruke en prognoseperiode på 10-15 år fordi bruk av en kort prognoseperiode kan føre til undervurdering av et selskap, og bruk av en lang prognoseperiode kan skape problemer med budsjettering av enkelte poster.

Jeg har valgt å bruke en 7 års prognoseperiode. Budsjett for 2015-2017 har jeg laget basert på detaljert informasjon om Norwegians sin flyflåte. Denne informasjonen er presentert i Norwegian sin kvartalsrapport for 4.kvartal 2015 og i obligasjonsavtalen fra 21.12.2015 mellom Norwegian Air Shuttle ASA og Nordic Trustee ASA. For perioden 2018-2021 er beregningene basert på historisk utvikling, antagelser og informasjon fra andre tilgjengelig kilder. Jeg anser at det er vanskelig å estimere FCF etter år 2021, og derfor er det estimert terminalverdi basert på forutsetning om at selskapet har en konstant vekstfaktor.

7.1 Driftsinntekter

Norwegians driftsinntekter består av passasjerinntekter, tilleggsinntekter og andre inntekter. 18.12.2015 har Norwegians datterselskap Arctic Aviation Assets Ltd. inngått i avtale med Hong Kong's low-fare airline om å lease ut nye Airbus A320-neo fra 2016 [86]. Det vil si at i perioden 2016-2021 forventes det også inntekt fra leasing av fly. Estimering av driftsinntekter vil jeg starte fra den mest betydelige inntektsposten – passasjerinntekter.

7.1.1 Passasjerinntekter

Per i dag er passasjerinntekter er den største inntektsposten som utgjorde 83,2% fra totale inntekter i 2014 [39]. Det er to nøkkelparameter som påvirker utviklingen av passasjerinntekter: ASK og RASK. Derfor, for å estimere fremtidige passasjerinntekter vil jeg først se nærmere på utvikling av disse parameterne:

Antall tilgjengelig setekilometer (ASK)

Antall tilgjengelig setekilometer (ASK) er selskapets total kapasitet som viser hvor mange setekilometer selskapet har fløyet i en periode. ASK er direkte avhengig av Norwegians flyflåte.

Vedlegg 3 presenterer estimert utvikling av selskapets flyflåte i perioden 2015-2021. Utvikling i flyflåten i perioden 2015-2017 er basert på Norwegian sin presentasjon for 4.kvartal 2015 [87]. Utvikling i flyflåten i perioden 2018-2021 er basert på informasjonen fra pressemeldinger [88,89,90]. Tabell 21 nedenfor viser informasjonen om antall seter per flytype [90,91,92,93]:

Fly	Antall seter
B733	148
B738	189
B737 MAX 8	200
A320neo	188
B788	291
B789	344

Tabell 21: Antall seter per fly

Ved å multiplisere flyflåten per år med antall seter har jeg fått følgende totalt antall seter per år i den eksplisitte perioden:

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Total antall seter	19 527	23 148	30 176	35 092	40 008	42 805	46 158

Fullstendig informasjon om antall seter per fly per år vises i Vedlegg 4.

Tabell 22 viser en utvikling av totalt antall seter og ASK (mill, NOK) i perioden 2011-2014:

	2011	2012	2013	2014
Total antall seter	11 062	12 442	15 961	18 464
ASK (mill)	21 958	25 920	34 318	46 479
ASK/Total antall seter	2,0	2,1	2,2	2,5

Tabell 22: Utvikling av ASK i perioden 2011-2014

Som vi kan se av denne tabellen utgjør ASK litt over 2 millioner km per sete. Det er vanskelig å forutse en utvikling av nye ruter fremover, derfor, for å være på den sikre siden og ikke overvurdere budsjettet, antar jeg at denne tendensen vil fortsette i årene 2015-2021.

Resultatet av beregningen under denne forutsetningen er presentert i tabell 23.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Total antall seter	19 527	23 148	30 176	35 092	40 008	42 805	46 158
ASK/Total antall seter	2,51	2,60	2,60	2,50	2,50	2,25	2,05
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624

Tabell 23: Utvikling i ASK i perioden 2015-2021

Enhetsinntekt - The ticket revenue per available seat kilometer (RASK)

Enhetsinntekten er avhengig av sektorlengde og generelle konkurranseforhold på flymarkedet. Enhetsinntekten er lik en billettinntekt dividert på ASK.

Historisk utvikling viser at selskapet hadde en økning av RASK i 2012 og en reduksjon i 2013 og 2014 (Tabell 24).

	2011	2012	2013	2014
RASK (NOK)	0,41	0,43	0,39	0,35

Tabell 24: Utvikling i RASK i perioden 2011-2014

Lansering av flere nye ruter og en økning av flydistanser førte til en økning av ASK i 2013 og 2014. Samtidig en sterk konkurranse på flymarkedet, priskrigen og tilbudskampanjer førte til billigere billetter og som konsekvens en reduksjon av RASK.

Basert på utvikling av ASK i perioden 2015-2021, og en forutsetning om at Norwegian ikke foretar vesentlige økninger i billettprisene, har jeg estimert en utvikling av RASK som følger:

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
RASK (NOK)	0,38	0,36	0,34	0,35	0,34	0,35	0,36

Tabell 25: Utvikling i RASK i perioden 2015-2021

Nå som utvikling av ASK og RASK for den eksplisitte perioden er beregnet, er det mulig å estimere en utvikling av passasjerinntekter som multiplikasjon mellom ASK og RASK.

Resultatet av denne beregningen er presentert i Tabell 26.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
RASK (NOK)	0,38	0,36	0,34	0,35	0,34	0,35	0,36
Passasjerinntekter	18 631	21 667	26 676	30 706	34 007	33 709	34 065

Tabell 26: Utvikling av passasjerinntekter i perioden 2015-2021

7.1.2 Tilleggsinntekter

Tilleggsinntekter består av salg fra billettrelaterte produkter og tjenester som bagasjetillegg og setereservasjon [39]. Disse inntektene utgjør ca.13,4 % av totale inntekter, og en historisk utvikling for perioden 2011-2014 viser at tilleggsinntekter utgjorde gjennomsnittlig 14 % av passasjerinntektene. Jeg antar at disse inntektene vil økes de neste årene i tråd med en økning av passasjerinntektene siden det er flere passasjerer som foretrekker komfort, særlig på langdistanse ruter. Tabell 27 viser et estimert resultat av en utvikling av tilleggsinntekter i perioden 2015-2021.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Tilleggsinntekter (mill)	2 613	3 039	3 742	4 307	4 770	4 729	4 779
Passasjerinntekter	18 631	21 667	26 676	30 706	34 007	33 709	34 065
Tilleggsinntekter (mill)/Passasjerinntekter	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %

Tabell 27: Utvikling av tilleggsinntekter i perioden 2015-2021

7.1.3 Andre inntekter

Andre inntekter består av tredjepartinntekter som innleie, cargo og inntekter fra datterselskaper som ikke er relatert til flybilletter [39]. Disse inntektene utgjør en liten del av de totale inntektene, f.eks. 2,9 % i 2014, og det er vanskelig å forutse hvor mye andre inntekter vil bli i perioden 2015-2021. En historisk utvikling for perioden 2011-2014 viser at disse inntektene utgjorde gjennomsnittlig ca. 0,01NOK per ASK. Basert på en antagelse at denne tendensen vil fortsette har jeg estimert andre inntekter for den eksplisitte perioden som ca. 0,01NOK per ASK:

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Andre inntekter (mill)	507	622	811	907	1 034	995	978
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Andre inntekter (mill)/ASK	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Tabell 28: Utvikling av andre inntekter i perioden 2015-2021

7.1.4 Leasinginntekter

18.12.2015 har Norwegians datterselskap Arctic Aviation Assets Ltd. inngått en avtale med Hong Kong's low-fare airline om å lease ut nye Airbus A320-neo fra 2016 [86]. I 2016, 2017 og 2018 skal Norwegian levere 4 fly per år, og leieperioden er 12 år per fly. Analytiker Kenneth Sivertsen i SEB anslår en månedlig leiepris på 420 000 dollar [94]. De første fire flyene skal leveres direkte til HK Express sommeren 2016 [95]. Derfor har jeg estimert at Norwegian får inntekter fra utleie av fly for 6 måneder i 2016. For å beregne en leiepris i NOK har jeg tatt utgangspunkt i en estimert utvikling av valutakursen for perioden 2016-2018 av Svenska Handelsbanken [96]. Basert på informasjonen overfor har jeg beregnet Norwegians inntekt fra leasing av fly A-320 neo:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Antall fly A-320 neo	4	8	12	12	12	12
Est. antall måneder	6	12	12	12	12	12
Est. pris per måned, mill \$	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Est. Valutakurs	9,26	9,74	9	8,5	8	7,5
Leasinginntekt totalt, mill NOK	93	393	544	514	484	454

Tabell 29: Utvikling av leasingsinntekter i perioden 2015-2021

Et oppsummert budsjett av Norwegians driftsinntekter for perioden 2015-2021 er presentert i tabell 30.

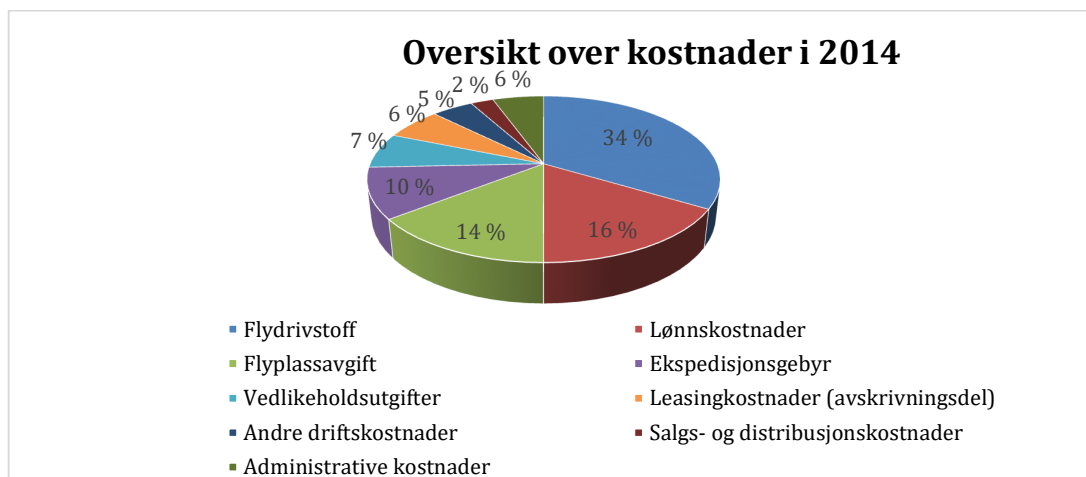
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Passasjerinntekter	18 631	21 667	26 676	30 706	34 007	33 709	34 065
Tilleggsinntekter	2 613	3 039	3 742	4 307	4 770	4 729	4 779
Andre inntekter	507	622	811	907	1 034	995	978
Leasinginntekt		93	393	544	514	484	454
Totale inntekter	21 751	25 421	31 621	36 464	40 325	39 917	40 275

Tabell 30: Utvikling av driftsinntekter i perioden 2015-2021

7.2 Driftskostnader

Som et lavprisselskap har Norwegian et fokus på kostnadseffektivitet og innføring av større fly med lavere driftskostnader. Dette er viktig for å styrke Norwegian sin posisjon på det skandinaviske markedet, som er preget av sterkt prispress [39].

Figur 14 nedenfor viser en fordeling av Norwegian sine driftskostnader i 2014.



Figur 14: Oversikt over Norwegian sine driftskostnader i 2014

7.2.1 Flydrivstoff

Utgifter til flydrivstoff representerer en vesentlig del av Norwegian's driftskostnader og utgjør ca. 34 % av totale driftskostnader i 2014. Svingninger i disse kostnadene påvirker kontantstrømmene, derfor har selskapet et mål om å sterkt styre prisen på flydrivstoff. For å sikre seg mot store og plutselig økninger i flydrivstoffsprisen har Norwegian fremtidige råvarekontrakter [87]. Per 31.12.2015 har konsernet terminkontrakter for å dekke ca. 50 % av drivstoffeksponering i 2016 til en gjennomsnittspris på USD 555 per tonn, og ca. 20 % av drivstoffeksponering i 2017 til en gjennomsnittspris på USD 563 per tonn [87].

Utviklingen for perioden 2012-2015 viser at forbruk av flydrivstoff utgjør ca. 0,02 tonn per ASK, og flydrivstoffskostnader utgjør ca. 0,14NOK per ASK i perioden 2012-2014 og ca. 0,11NOK i 2015. Det kan skyldes lavere oljepris og dermed billigere flydrivstoff i 2015. Tallene for 2015 har jeg hentet fra Norwegian sin kvartalsrapport for 4.kvartal 2015 [87].

	2012	2013	2014	2015E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Forbruk av drivstoff, 1000 tonn	426	735	981	1 015
Forbruk/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02

Tabell 31: Forbruk av drivstoff i perioden 2012-2015

Tabell 32 nedenfor viser en estimert utvikling av forbruk av flydrivstoff i perioden 2015-2021 under antagelse at forbruket fortsatt vil utgjøre ca. 0,02 tonn per ASK.

	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Forbruk av drivstoff, 1000 tonn	1 015	1 204	1 569	1 755	2 000	1 926	1 892
Forbruk/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Tabell 32: Utvikling av forbruk av drivstoff i perioden 2015-2021

Basert på informasjonen fra Norwegian sine råvarekontrakter for 2016 og 2017 [87], anslaget fra Sparebank 1 for oljeprisen for 2016-2018 [97] og anslaget fra Svenska Handelsbanken for utvikling av valutakurs i perioden 2016-2018 [96], vil jeg først estimere utviklingen av flydrivstoffskostnader i perioden 2016-2018. For 2015 har jeg brukt Norwegian sin kvartalsrapport for 4. kvartal 2015 for å finne beløp for flydrivstoffskostnader [87].

Oljeprisen er nå på laveste nivå siden 2003. Oljeanalytiker anslår at oljeprisen kan bli svak i noen måneder til i 2016, noe som kan delvis skyldes både tilbuds- og forespørselssidefaktorer. De tror at det tar tid før oljemarkedet kommer i balanse mellom tilbud- og forespørsel, men at innen 2017 vil oljeprisen gå opp som følger [97]:

	2016E	2017E	2018E
Oljepris per fat, USD	49,25	58,5	67,5
1tonn = 7,4 fat	7,4	7,4	7,4
Oljepris per tonn, USD	364,45	432,90	499,50

Tabell 33: Anslaget for oljeprisen (USD) i perioden 2016-2018

Ved bruk av valutakurs for 2016-2018 estimert av Svenska Handelsbanken [96], har jeg fått følgende oljepris per tonn i NOK:

	2016E	2017E	2018E
Oljepris per tonn, USD	364,45	432,90	499,50
Valutakurs	9,26	9,74	9
Oljepris per tonn, NOK	3 375	4 216	4 496

Tabell 34: Anslaget for oljeprisen (NOK) i perioden 2016-2018

Per 31.12.2015 har konsernet terminkontrakter for å dekke ca. 50 % av drivstoffeksponering i 2016 til en gjennomsnittspris på USD 555 per tonn, og ca. 20 % av drivstoffeksponering i 2017 til en gjennomsnittspris på USD 563 per tonn [87].

På bakgrunn av informasjonen overfor har jeg prognostisert flydrivstoffskostnader for perioden 2016-2018:

	2016E	2017E	2018E
Forbruk av drivstoff, 1000 tonn	1 204	1 569	1 755
Flydrivstoffpris per tonn etter avtale, USD	555	563	0
Valutakurs	9,26	9,74	9,00
Forbruk av drivstoff som dekkes av kontrakten, %	50 %	20 %	0 %
Flydrivstoffskostnader knyttet til kontrakten, mill NOK	3 093	1 721	-
Oljepris per tonn, NOK	3 375	4 216	4 496
Flydrivstoffskostnader knyttet til markeds oljepris, mill NOK	2 031	5 293	7 888
Flydrivstoffskostnader totalt, mill NOK	5 124	7 014	7 888

Tabell 35: Estimerte flydrivstoffskostnader i perioden 2016-2018

Som vi kan se fra tabell 36 utgjør flydrivstoffskostnader ca. 0,09NOK per ASK.

	2016E	2017E	2018E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730
Flydrivstoff (mill)	5 124	7 014	7 888
Flydrivstoff/ASK	0,09	0,09	0,09

Tabell 36: Utvikling av flydrivstoffskostnader i perioden 2016-2018

Basert på antagelse om at denne tendensen vil fortsette har jeg estimert flydrivstoffskostnader for perioden 2019-2021 som ca. 0,09NOK per ASK.

Et oppsummert budsjett av flydrivstoffskostnader for den eksplisitte perioden er presentert i tabell 37.

	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Flydrivstoff (mill)	5 184	5 124	7 014	7 888	9 002	8 668	8 516
Flydrivstoff/ASK	0,11	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09

Tabell 37: Utvikling av flydrivstoffskostnader i perioden 2015-2021

7.2.2 Lønnskostnader

Lønnskostnader er den nest største kostnadsposten, og de utgjorde ca.16 % av totale driftskostnader i 2014. Regnskapstall for 2014 viser at Norwegian har vesentlig høyere lønnskostnader sett i forhold til inntektene enn selskapets konkurrenter: EasyJet og Ryanair. Det kan delvis skyldes at Norge er et høykostland sammenlignet med andre europeiske land [98]. Tabell 38 viser en utvikling av lønnskostnader i forhold til ASK i periode 2012-2014.

	2012	2013	2014
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479
Lønnskostnader (mill)	2 004	2 446	3 099
Lønnskostnader / ASK	0,077	0,071	0,067

Tabell 38: Utvikling av lønnskostnader i perioden 2012-2014

Lansering av nye langdistanseruter førte til en økning av sektorlengde og dermed en reduksjon av lønnskostnader per ASK. I tillegg har selskapet begynt å benytte personell fra lavkostland i forbindelse med lansering av nye langdistanseruter og etablering av baser både i Europa og USA. Det er vanskelig å forutse en utvikling av lønnskostnader i fremtiden, men basert på informasjonen om at Norwegian har planlagt å lansere flere nye langdistanse flyruter og fortsette å bruke personell fra lavkostland, har jeg estimert at lønnskostnader for den eksplisitte perioden blir som følger:

	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	49 028	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Lønnskostnader (mill)	3 187	3 852	4 943	5 483	6 201	5 923	5 772
Lønnskostnader / ASK	0,065	0,064	0,063	0,063	0,062	0,062	0,061

Tabell 39: Utvikling av lønnskostnader i perioden 2015-2021

7.2.3 Flyplassavgifter

Flyplassavgiftene utgjorde ca.14 % av de totale driftskostnadene i 2014. Disse avgiftene består av startavgift, passasjeravgift, sikkerhetsavgift og avgift for resirkulering av avisingsvæske. Siden flere av avgiftene er avhengig av antall passasjerer vil jeg budsjettere flyplassavgifter for perioden 2016-2021 basert på et historisk forhold flyplassavgifter per ASK. Beløpet for 2015 er hentet fra Norwegian's kvartalsrapport for 4.kvartal 2015 [87].

Historisk utvikling for perioden 2012-2015 viser at flyplassavgifter utgjør gjennomsnittlig 0,06NOK per ASK. Resultat er presentert i tabell 40.

	2012	2013	2014	2015 E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Flyplassavgift (mill)	1 730	2 183	2 724	2 949
Flyplassavgift/ASK	0,067	0,064	0,059	0,060
Gjennomsnittlig	0,06			

Tabell 40: Historisk utvikling av flyplassavgifter i perioden 2012-2015

Basert på dette resultatet har jeg estimert en utvikling av flyplassavgifter i perioden 2016-2021 som følger:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Flyplassavgift (mill)	3 611	4 707	5 264	6 001	5 779	5 677
Flyplassavgift/ASK	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06

Tabell 41: Utvikling av flyplassavgifter i perioden 2016-2021

7.2.4 Ekspedisjonsgebyr

Ekspedisjonsgebyr består av kostnader knyttet til bakkeoperasjoner, bagasjehåndtering og andre tjenester som selskapet outsourcer på alle destinasjoner. Historisk utvikling viser at disse kostnadene er relatert til ASK:

	2012	2013	2014	2015 E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Ekspedisjonsgebyr (mill)	1 077	1 339	1 855	2 337
Ekspedisjonsgebyr/ASK	0,04	0,04	0,04	0,05
Gjennomsnittlig	0,04			

Tabell 42: Utvikling av ekspedisjonsgebyr i perioden 2012-2015

Ekspedisjonsgebyr i perioden 2012-2015 utgjør gjennomsnittlig ca. 4 % av ASK. Dette forholdet vil jeg bruke til å estimere en utvikling av ekspedisjonsgebyret i den eksplisitte perioden. Resultatet av beregningen er presentert i tabell 43.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Ekspedisjonsgebyr (mill)	2 407	3 138	3 509	4 001	3 852	3 785
Ekspedisjonsgebyr/ASK	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

Tabell 43: Utvikling av ekspedisjonsgebyr i perioden 2016-2021

7.2.5 Vedlikeholdsutgifter

Vedlikeholdskostnader er kostnader knyttet til det tekniske vedlikeholdet av både eide og leasede fly. Disse kostnadene er sterkt korrelert med ASK, og i perioden 2012-2015 utgjør de gjennomsnittlig ca. 0,03NOK per ASK.

	2012	2013	2014	2015 E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Vedlikeholdsutgifter (mill)	793	928	1290	1717
Vedlikeholdsutgifter/ASK	0,03	0,03	0,03	0,04
Gjennomsnittlig	0,03			

Tabell 44: Utvikling av vedlikeholdsutgifter i perioden 2012-2015

Basert på dette resultatet har jeg estimert en utvikling av vedlikeholdskostnader i perioden 2016-2021 som følger:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Vedlikeholdsutgifter (mill)	1 806	2 354	2 632	3 001	2 889	2 839
Vedlikeholdsutgifter/ASK	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Tabell 45: Utvikling av vedlikeholdsutgifter i perioden 2016-2021

7.2.6 Leasingkostnader

Norwegian sine leasingkostnader består av leasing av fly, biler og eiendommer. Kostnader for leasing av biler og eiendommer utgjør ubetydelig del totale leasingkostnader, og derfor er de ekskludert fra estimering av leasingkostnader.

Basert på informasjonen fra noter «Operasjonell leasing» i Norwegian sine rapporter for perioden 2003-2014 har jeg kommet til følgende leasingkostnader per år per flytype:

Fleet	Leasingkostnader per fly per år, mill NOK
B738 leased	28,70
B738 S&LB	28,70
B737 MAX 8	30,60
B788 leased	66,34
B789 leased	84,20

Tabell 46: Årlig leasingspris per flytype

Antall fly som selskapet vil lease i den eksplisitte perioden har jeg estimert basert på flåteplanen fra Norwegians kvartalsrapport for 4.kvartal 2015 og artikler i media (Vedlegg 5). På grunnlag av flåteplanen og estimert årlig leasingspris per flytype har jeg fått leasingkostnader for den eksplisitte perioden som følger:

Fleet	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
B738 leased	775	660	545	545	545	545	545
B738 S&LB	373	373	373	373	373	373	373
B737 MAX 8	-	-	184	184	184	184	184
B788 leased	332	597	929	929	929	1 194	1 194
B789 leased	-	-	-	421	842	1 010	1 431
Totalt	1 480	1 630	2 031	2 452	2 873	3 307	3 728

Tabell 47: Leasingkostnader i perioden 2015-2021

I note 22 til Norwegians årsrapport for 2014 [39] kan vi finne at selskapet bruker 4,4 % som en effektiv rente på finansielle leasingforpliktelser. Derfor har jeg også brukt denne renten til beregning av rentekostnader i den eksplisitte perioden.

	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Implisert rente på leasingkontrakter (mill)	651	717	894	1 079	1 264	1 455	1 640

7.2.7 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader omfatter forsikring og andre utgifter knyttet til drift av flyene og flyoperativt personell. Historisk utvikling viser at disse kostnadene utgjør ca. 0,02NOK per ASK:

	2012	2013	2014	2015 E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Andre driftskostnader (mill)	483	590	855	826
Andre driftskostnader/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02
Gjennomsnittlig	0,02			

Tabell 48: Utvikling av andre driftskostnader i perioden 2012-2015

Basert på en antagelse om at denne tendensen vil fortsette har jeg estimert en utvikling av andre driftskostnader i perioden 2016-2021 som følger:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Andre driftskostnader (mill)	1 204	1 569	1 755	2 000	1 926	1 892
Andre driftskostnader/ASK	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Tabell 49: Utvikling av driftskostnader i perioden 2016-2021

7.2.8 Salgs- og distribusjonskostnader

Salgs- og distribusjonskostnader er kostnader som er knyttet til salg av flybilletter. Norwegian bruker tre hoveddistribusjonskanaler: internett, call-senter og reisebyråer. Internett er den mest brukte og kostnadseffektive kanalen, og salg over internett utgjorde ca. 77 % i 2015. Salg gjennom reisebyråer er en viktig kanal for forretningsreisende og passasjerer som

kjøper billetter til langdistansereiser. Salg gjennom Norwegian call-senter utgjør en liten andel relativt til andre kanaler.

Basert på en antagelse om at utviklingen av salgs- og distribusjonskostnader er stabil og utgjør ca. 0,01NOK per ASK i perioden 2012-2015 (Tabell 50) vil jeg forutse at disse kostnadene utgjør ca. 0,01NOK per ASK i perioden 2016-2021 (Tabell 51).

	2012	2013	2014	2015 E
ASK (mill)	25 920	34 318	46 479	49 028
Salgs- og distribusjonskostnader (mill)	275	339	469	612
Salgs- og distribusjonskostnader/ASK	0,01	0,01	0,01	0,01
Gjennomsnittlig	0,01			

Tabell 50: Utvikling av salgs- og distribusjonskostnader i perioden 2012-2015

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
ASK (mill)	60 185	78 458	87 730	100 020	96 311	94 624
Salgs- og distribusjonskostnader (mill)	602	785	877	1 000	963	946
Salgs- og distribusjonskostnader/ASK	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Tabell 51: Utvikling av salgs- og distribusjonskostnader i perioden 2016-2021

7.2.9 Administrative kostnader

Administrative kostnader er kostnader som ikke er knyttet direkte til flydriften, blant annet systemdrift, markedsføring, konsulenttenester osv. Historisk utvikling viser at andelen av disse kostnadene har økt fra 4,8 % i 2012 til 5,6 % i 2014 (Tabell 52), og jeg antar at den svake økningen vil fortsette de neste årene (Tabell 53).

	2012	2013	2014
Driftskostnader (mill)	11 128	14 015	18 835
Administrative kostnader (mill)	534	733	1050
Administrative kostnader/Driftskostnader	4,8 %	5,2 %	5,6 %

Tabell 52: Utvikling av administrative kostnader i perioden 2012-2014

	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftskostnader (mill)	19 459	21 550	28 295	31 867	36 409	35 623	35 498
Administrative kostnader (mill)	1 168	1 315	1 754	2 008	2 330	2 315	2 343
Administrative kostnader/Driftskostnad	6,0 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %

Tabell 53: Utvikling av administrative kostnader i perioden 2015-2021

7.2.10 Avskrivningskostnader

Avskrivningskostnader består hovedsakelig av avskrivning av fly, men også avskrivning av eiendommer, annet utstyr og finansiell leasing. Forventet levetid for et fly er 25 år. Avskrivningskostnader inkluderer effekter av valutakurs fordi de fleste flyene regnskapsføres i USD hos datterselskapet i Irland. Historisk utvikling viser at avskrivningskostnader er korrelert med driftsinntekter som følger:

	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekt (mill)	12 841	15 511	19 540	21 751
Avskrivningskostnader (mill)	332	475	698	1 087
Avskrivningskostnader/Driftsinntekt	3 %	3 %	4 %	5 %

Tabell 54: Utvikling av avskrivningskostnader i perioden 2012-2015

Som vi kan se fra tabell 54 har avskrivningskostnader økt fra 3 % i årene 2012-2013 til 4 % i året 2014 og 5 % i året 2015. Det kan blant annet skyldes en økning av valutakursen i perioden 2014-2015. Jeg antar at avskrivningskostnader fortsatt vil utgjøre 5% av driftsinntekten i den eksplisitte perioden.

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsinntekt (mill)	25 328	31 228	35 919	39 811	39 433	39 821
Avskrivningskostnader (mill)	1 266	1 561	1 796	1 991	1 972	1 991
Avskrivningskostnader/Driftsinntekt	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Tabell 55: Utvikling av avskrivningskostnader i perioden 2016-2021

7.2.11 Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler

Driftsrelaterte immaterielle eiendeler består av aktiverte programvarer som er knyttet til eksterne konsulenthonorarer for utviklingen av Norwegians egne systemer for bestilling av billettløsereiser, ulike salgsportaler, back office og vedlikeholdssystem. Som historisk utvikling for perioden 2012-2015 viser, er disse kostnader relativt stabile og utgjør ca. 51MNOK per år.

	2012	2013	2014	2015
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler (mill)	53	55	50	46
Gjennomsnittlig	51			

Tabell 56: Utvikling av amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler i perioden 2012-2015

Basert på antagelsen om at denne tendensen vil fortsette har jeg estimert en utvikling av driftsrelaterte immaterielle eiendeler i perioden 2016-2021 som følger:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler (mill)	51	51	51	51	51	51

Tabell 57: Utvikling av amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler i perioden 2016-2021

7.3 Skatt

For beregning av skattekostnader i den eksplisitte perioden har jeg brukt skattesatsen på 30,36 % som ble beregnet i kapittel 5.2.2.5.

7.4 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En utvikling av arbeidskapitalkomponenter i forhold til driftsinntekter i periode 2012-2014 er presentert i tabell 58.

Valutakode	2012	2013	2014
	MNOK	MNOK	MNOK
Driftsinntekter	12 786	15 514	19 540
Driftsrelaterte omløpsmidler/Driftsinntekter	9 %	11 %	12 %
Varelager	68	74	83
Kundefordringer	1 097	1 623	2 174
Totale driftsrelaterte omløpsmidler	1 165	1 697	2 256
Driftsrelatert kortsiktig gjeld/Driftsinntekter	26 %	29 %	29 %
Leverandørgjeld	1 565	1 950	2 680
Forpliktelser ved periodeskatt	-	0	2
Trafikkavregningsgjeld	1 740	2 567	2 965
Total driftsrelatert kortsiktig gjeld	3 305	4 516	5 648
Driftsrelatert arbeidskapital	-2 140	-2 819	-3 392

Tabell 58: Utvikling i arbeidskapitalen i perioden 2012-2014

Basert på denne utviklingen har jeg estimert at driftsrelaterte omløpsmidler i forhold til driftsinntekter vil økes årlig med ca. 1 %, mens driftsrelatert kortsiktig gjeld i forhold til driftsinntekter vil være stabil på ca. 29 %. Resultat av beregningen er presentert i tabell 59.

Valutakode	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	MNOK	MNOK	MNOK	MNOK	MNOK	MNOK	MNOK
Driftsinntekter	21 751	25 421	31 621	36 464	40 325	39 917	40 275
Driftsrelaterte omløpsmidler/Driftsinntekter	13,0 %	14,0 %	15,0 %	16,0 %	16,8 %	17,1 %	17,7 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	2 828	3 559	4 743	5 834	6 775	6 826	7 129
Driftsrelatert kortsiktig gjeld/Driftsinntekter	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	6 308	7 372	9 170	10 574	11 694	11 576	11 680
Driftsrelatert arbeidskapital	-3 480	-3 813	-4 427	-4 740	-4 920	-4 750	-4 551
Endring i arbeidskapital	-88	-333	-614	-313	-179	170	199

Tabell 59: Utvikling i arbeidskapitalen i perioden 2015-2021

7.5 Investeringer

Norwegians investeringer består hovedsakelig av investeringer til flyflåten. Per i dag har Norwegian ordre på 222 fly fra Boeing og Airbus med en opsjon på å kjøpe 150 til. Dette betyr at selskapet får store investeringskostnader i årene fremover. Ved bruk av informasjon at rabatt på ordrene er ca.40-50 prosent [102] og informasjon om listepriser fra Boeing og Airbus [103, 104] har jeg estimert pris ca. 300 MNOK per fly B738, ca. 700MNOK per fly B788 og ca. 420MNOK per fly A320neo. Basert på utvikling av Norwegian sin flyflåte i perioden 2015-2021 som er presentert i Vedlegg 3 og pris per fly har jeg beregnet investeringer til flyflåten som følger:

Anskaffelse av fly	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Antall fly B738	10	17	17	-	-	5	5
Pris pr.fly (mill)	300	300	300	-	-	300	300
Antall fly B788	1	-	4	-	-	-	-
Pris pr.fly (mill)	700	-	700	-	-	-	-
Antall fly A320neo	-	4	8	21	17	-	-
Pris pr.fly (mill)	-	420	420	420	420	-	-
Investeringer totalt	3700	6780	11260	8820	7140	1500	1500

Tabell 60: Investeringer til flyflåten i perioden 2015-2021

Norwegian legger stor vekt på fornyelse av flyflåten, og resten av de gamle flyene B737-300 ble faset ut i 2015. Ett av disse flyene ga selskapet i gave til Norsk luftfartsmuseum i Bodø [105], men prisen på de resterende fire ble beregnet basert på avskrivningskostnader i perioden 2006-2015 og estimert som ca.17 472kNOK per fly.

Andre investeringer inkluderer investeringer til eiendommer, programvarer og annet inventar og utstyr. Det er vanskelig å forutse hvor mye vil selskapet bruke på andre investeringer i årene fremover. Historisk utvikling i perioden 2012-2014 viser at disse kostnadene utgjør gjennomsnittlig 1 % av driftsinntekter.

	2012	2013	2014
Driftsinntekter (mill)	12 786	15 514	19 540
Annet utstyr (mill)	102	87	312
Annet utstyr/Driftsinntekter	0,8 %	0,6 %	1,6 %
Gjennomsnittlig	1,0 %		

Tabell 61: Utvikling av andre investeringer i perioden 2012-2014

Under antagelsen om at denne tendensen vil fortsette, har jeg estimert utvikling av andre investeringer i perioden 2015-2021 som 1 % av driftsinntekter.

Estimert investeringsplan for perioden 2015-2021 er presentert i tabell 62.

CAPex	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Anskaffelse av fly (mill)	3700	6780	11260	8820	7140	1500	1500
Salg av B733 (mill)	-70						
Annet utstyr (mill)	326	381	474	547	605	599	604
Totalt	3 956	7 161	11 734	9 367	7 745	2 099	2 104

Tabell 62: Utvikling av investeringskostnader i perioden 2015-2021

7.6 Endring i operasjonell leasing

Ifølge Moody's investors service (2015) kan man beregne nåverdi av leasingforpliktelser ved å multiplisere operasjonelle leasingkostnader med 10 eller med bransjemultiplikator som er 5 for flybransje [106]. Siden Norwegian har lange leieavtaler, tror jeg at det er mer korrekt å beregne selskapets leasingforpliktelser etter den første metoden. Operasjonelle leasingkostnader, som ble beregnet i kapittel 7.2.6, multiplisert med 10, medfører et estimat på selskapets leasingforpliktelser som følger:

	2014	2015 E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Leasingkostnader (mill)	1 172	1 480	1 630	2 031	2 452	2 873	3 307	3 728
Multiplikator		10	10	10	10	10	10	10
Leasingsforpliktelse (mill)	15 244	14 797	16 303	20 308	24 518	28 728	33 065	37 275
Endring i operasjonell leasing (mill)		-447	1 506	4 005	4 210	4 210	4 338	4 210

Tabell 63: Endring i operasjonell leasing

7.7 Fri kontantstrøm i den eksplisitte perioden

Fullstendig oversikt over fri kontantstrøm i perioden 2015-2021 er presentert i tabell

64.

mill NOK	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsinntekter							
Passasjerinntekter	18 631	21 667	26 676	30 706	34 007	33 709	34 065
Tilleggsinntekter	2 613	3 039	3 742	4 307	4 770	4 729	4 779
Andre inntekter	507	622	811	907	1 034	995	978
Leasinginntekt	-	93	393	544	514	484	454
Totale inntekter	21 751	25 421	31 621	36 464	40 325	39 917	40 275
Driftskostnader							
Salgs- og distribusjonskostnader	612	602	785	877	1 000	963	946
Flydrivstoff	5 184	5 124	7 014	7 888	9 002	8 668	8 516
Flyplassavgift	2 949	3 611	4 707	5 264	6 001	5 779	5 677
Ekspedisjonsgebyr	2 337	2 407	3 138	3 509	4 001	3 852	3 785
Vedlikeholdsutgifter	1 717	1 806	2 354	2 632	3 001	2 889	2 839
Andre driftskostnader	826	1 204	1 569	1 755	2 000	1 926	1 892
Driftskostnader	13 625	14 754	19 567	21 925	25 005	24 078	23 656
Lønnskostnader	3 187	3 852	4 943	5 483	6 201	5 923	5 772
Andre driftskostnader	1 168	1 315	1 754	2 008	2 330	2 315	2 343
EBITDA	3 771	5 501	5 357	7 048	6 789	7 600	8 504
Leasingkostnader	1 480	1 630	2 031	2 452	2 873	3 307	3 728
Avskrivningskostnader	1 087	1 266	1 561	1 796	1 991	1 972	1 991
Implisert rente på leasingkontrakter	651	717	894	1 079	1 264	1 455	1 640
EBITA	1 856	3 322	2 658	3 879	3 189	3 777	4 425
Amortisering av driftsrelaterte immaterielle eiendeler	46	51	51	51	51	51	51
EBIT	1 810	3 271	2 607	3 828	3 138	3 726	4 374
Driftsrelatert skatt	549	993	792	1 162	953	1 131	1 328
NOPLAT	1 260	2 278	1 816	2 666	2 185	2 595	3 046
Avskrivningskostnader + leasingkostnader	2 567	2 897	3 592	4 248	4 863	5 278	5 719
Brutto kontantstrøm fra drift	3 827	5 174	5 408	6 914	7 049	7 873	8 765
Endring i arbeidskapital	88	333	614	313	179	-170	-199
Capital expenditures (CAPex)	-3 956	-7 161	-11 734	-9 367	-7 745	-2 099	-2 104
Endring i capitalized operating leases	447	-1 506	-4 005	-4 210	-4 210	-4 338	-4 210
Brutto investeringer	-3 421	-8 334	-15 126	-13 264	-11 776	-6 606	-6 513
Fri kontantstrøm (FCF)	406	-3 160	-9 718	-6 350	-4 727	1 267	2 252

Tabell 64: Fri kontantstrøm i perioden 2015-2021

8 Verdssettelse

Jeg har benyttet APV-modellen til beregning av Norwegians nåverdi per 31.12.2014. Denne modellen inkluderer følgende steg:

Steg 1. Diskontering av alle fremtidige frie kontantstrømmer til nåverdi på egenkapital og beregning av terminalverdien.

For å diskontere frie kontantstrømmer har jeg brukt diskonteringsrente - unlevered kapitalkostnad som ble beregnet i kapittel 6.1.4 og er lik 6,28%.

Terminalverdi er verdien av kontantstrømmene etter prognoseperioden. Til å beregne terminalverdien har jeg brukt Gordons formel som antar at fremtidige årlige kontantstrømmer vokser med en årlig, konstant rate [60]. Basert på informasjon om inflasjonen i Norge antar jeg at vekstfaktoren vil være 2,5 % [107]. Terminalverdien er beregnet som:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{t+1}}{(Ru - g)} / (1 + Ru)^n$$

$$\text{Terminalverdi} = \frac{2252 * 1,025}{(0,0628 - 0,025)} = 39\ 870$$

Diskontering av frie kontantstrømmer er presentert i tabell 64.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalverdi	Nåverdi av fri kontantstrøm
Fri kontantstrøm	406	-3 160	-9 718	-6 350	-4 727	1 267	2 252		
Diskonteringsfaktor, Ru	0,941	0,885	0,833	0,784	0,737	0,694	0,653		
Nåverdi av fri kontantstrøm	382	-2 797	-8 095	-4 977	-3 486	879	1 470	39 870	23 247

Tabell 65: Nåverdi av fri kontantstrøm

Total nåverdi av de frie kontantstrømmene er 23 247 millioner NOK. Siden verdien av frie kontantstrømmer er beregnet på slutten av året, må den totale verdien av frie kontantstrømmene midtårsjusteres:

$$\begin{aligned} \text{Midtårsjustering} &= \text{Nåverdi av frie kontantstrømmene} * ((1 + Ru)^{0,5} - 1) = \\ &= 23\ 247 * ((1 + 0,0628)^{0,5} - 1) = 719 \end{aligned}$$

Nåverdi av de frie kontantstrømmene etter midtårsjusteringen er lik **23 966**.

Steg 2. Diskontering av skattekreditt av rentebetaling til nåverdi av skattefordelen.

For å diskontere skattekreditt av rentebetaling har jeg brukt diskonteringsrente som er lik en gjennomsnittlig gjeldsrente på rentebærende gjeld. Denne renten ble beregnet i kapittel 6.1.3 og er lik 5,20 %.

Ved bruk av diskonteringsrente på 5,20 % har jeg fått følgende nåverdi av skattekreditt av rente:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalverdi	Nåverdi av skattekreditt av rentebetaling
Skattekreditt av rentebetaling	198	218	271	328	384	442	498		
Diskonteringsfaktor, Rg	0,951	0,904	0,859	0,816	0,776	0,738	0,701		
Nåverdi av skattekreditt av rentebetaling	188	197	233	267	298	326	349	13 256	15 114

Tabell 66: Nåverdi av skattekreditt rentebetaling

Total nåverdi av skattekreditt rentebetaling er 15 114 millioner NOK. Siden også verdien av skattekreditt av rentebetaling er beregnet på slutten av året, må også denne verdien midtårsjusteres:

$$\text{Midtårsjustering} = \text{Nåverdi av skattekreditt rentebetaling} * ((1 + Rg)^{0,5} - 1) = 15\ 114 * ((1 + 0,052)^{0,5} - 1) = 388$$

Nåverdi av skattekreditt rentebetaling etter midtårsjusteringen er lik **15 502**.

Steg 3. Summering av nåverdien av fri kontantstrøm og nåverdi av skattekreditt av rente.

Justert nåverdi av driften = Nåverdien av frie kontantstrømmene + Nåverdien av skattekreditt rentebetalingen = 23 966 + 15 502 = **39 468 millioner NOK**

Beregning av verdien av egenkapital og pris per aksje er presentert i tabell 67.

Nåverdi av FCF (mill NOK)		-16 624
Terminalverdi av FCF (mill NOK)		39 870
Nåverdi av skattekreditt av rente (mill NOK)		1 858
Terminalverdi av skattekreditt av rente (mill NOK)		13 256
Nåverdi av FCF + Nåverdi av skattekreditt av rente (mill NOK)		38 361
Midtårsjustering (mill NOK)		1 107
Verdi av driften (mill NOK)		39 468
Ikke-driftsmessige eiendeler (mill NOK)	+	3 053
Finansiell gjeld (mill NOK)	-	29 421
Verdi av egenkapital (mill NOK)		13 100
Utestående aksjer (mill)		35,16
Pris per aksje, NOK		372,57

Tabell 67: Estimert aksjeverdi

Dermed får jeg at verdi på egenkapitalen er 13 100 millioner NOK, og at pris per aksje er 372,57 NOK. Denne kursen overstiger børsverdien på 276,00 NOK per 31.12 2014, det vil si at aksjekursen i markedet er undervurdert.

9 Relativ verdsettelse

For å kontrollere verdien av aksjen som er beregnet ved bruk av APV-metoden vil jeg gjennomføre relativ verdsettelse ved hjelp av FCF og EV/EBITDA – metoder.

9.1 FCF-metoden

Ifølge Koller et al. (2010, s. 104) diskonterer FCF-modell den frie kontantstrømmen med vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). WACC representerer gjennomsnittlig avkastning et selskap har behov for å tjene til å tilfredsstille sine investorer[59]. Som ble det beskrevet i kapittel 4.2.2.1 beregnes WACC på følgende formel:

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

der V – markedsverdien av totalkapital,

D – markedsverdien av gjeld,

E – markedsverdien av egenkapital,

k_d – gjeldskostnad,

k_e – egenkapitalkostnad,

T_m – skattesats (Koller, 2010, s. 236).

Som ble det beregnet i kapittel 6.1.1 utgjør egenkapital ca. 42 % av totalkapitalen, mens gjeld utgjør ca. 58 %. Gjeldskostnad ble beregnet i kapittel 6.1.3 og er lik 5,20 %, egenkapitalkostnad ble beregnet i kapittel 6.1.2 og er lik 7,77 % og skattesatsen er lik 30,36 % som den ble beregnet i kapittel 5.2.2.5. Basert på informasjonen ovenfor har jeg beregnet WACC slik:

$$WACC = 0,58 * 0,052 * (1 - 0,3036) + 0,42 * 0,0777 = 5,37 \%$$

Terminalverdi er beregnet etter Gordons formel under en forutsetning om at vekstfaktor er 2,5 %.

$$Terminalverdi = \frac{2252 * 1,025}{(0,0537 - 0,025)} = 55\ 682$$

Diskontering av frie kontantstrømmer er presentert i tabell 68.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Terminalverdi	Nåverdi av fri kontantstrøm
Fri kontantstrøm	406	-3 160	-9 718	-6 350	-4 727	1 267	2 252		
Diskonteringsfaktor, WACC	0,949	0,901	0,855	0,811	0,770	0,730	0,693	55 682	
Nåverdi av fri kontantstrøm	385	-2 845	-8 306	-5 150	-3 638	926	1 561	55 682	38 613

Tabell 68: Nåverdien av kontantstrøm

Total nåverdi av kontantstrøm er 38 613 millioner NOK. Siden verdien av kontantstrømmen er beregnet på slutten av året, må denne verdien midtårsjusteres:

$$Midtårsjustering = Nåverdi\ av\ fri\ kontantstrømmen * ((1 + WACC)^{0,5} - 1) = 38\ 613 * ((1 + 0,0537)^{0,5} - 1) = 1\ 024$$

Nåverdi av fri kontantstrømmen etter midtårsjusteringen er lik **39 637**.

Beregning av verdien av egenkapital og pris per aksje er presentert i tabell 69.

Nåverdi av FCF (mill NOK)		-17 068
Terminalverdi av FCF (mill NOK)		55 682
Nåverdi av FCF (mill NOK)		38 613
Midtårsjustering (mill NOK)		1 024
Verdi av driften (mill NOK)		39 637
Ikke-driftsmessige eiendeler (mill NOK)	+	3 053
Finansiell gjeld (mill NOK)	-	29 421
Verdi av egenkapital (mill NOK)		13 269
Utestående aksjer (mill)		35,16
Pris per aksje, NOK		377,40

Tabell 69: Estimert aksjekurs per 31.12.2014

Beregningen gjort ved bruk av FCF-metoden viser at en verdi av egenkapital er 13 269 millioner NOK, og en pris per aksje er 377,40 NOK. Denne aksjekursen er nært verdien beregnet etter APV-metoden (372,57 NOK) og bekrefter at aksjekursen i markedet på 276,00 NOK er undervurdert.

9.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA er en multiplum som brukes mye ved verdivurdering av selskaper. Denne multiplikatoren reflekterer selskapets enterprise value (markedsverdi av egenkapital + netto rentebærende gjeld) til driftsresultatet før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Koller et al. (Koller, s. 320) anbefaler å benytte EBITA i stedet for EBITDA, men siden Norwegian og sammenlignbare selskaper har store investeringer regner jeg at det er mer korrekt å bruke EBITDA. Som sammenlignbare selskaper har jeg vakt Norwegians største konkurrenter: SAS, Ryanair, EasyJet, Finnair og Lufthansa.

Resultatet av beregningen er presentert i tabell 70.

	EasyJet	Ryanair	Finnair	Lufthansa	SAS
Aksjekurs	1 671	9,79	2,48	13,83	14,30
Totalt antall aksjer	4	1 383	128	463	336
Markedsverdi	6 016	13 540	318	6 401	4 805
Netto rentebærende gjeld	1 411	7 898	90	30 579	5 282
EV	7 427	21 438	407	36 980	10 087
EBITDA	699	1 127	98	1 990	1 596
EV/EBITDA	10,62	19,03	4,16	18,58	6,32

Tabell 70: EV/EBITDA

Gjennomsnittlig verdi av EV/EBITA på 11,74 brukes til å estimere Norwegians aksjekurs per 31.12.2014.

EV/EBITDA gjennomsnittlig	11,74
EBITDA	2 461,00
- Netto rentebærende gjeld	11 061,50
Estimert verdi EK	17 841,50
Antall aksjer	35,16
Estimert pris per aksje	507,44

Tabell 71: Estimert aksjepris per 31.12.2014

Som vi kan se fra tabell 71 gir denne metoden aksjeprisen 507,44 NOK noe som er mye høyere enn aksjekursen i markedet og aksjekursene estimert ved hjelp av APV- og FCF-metoder.

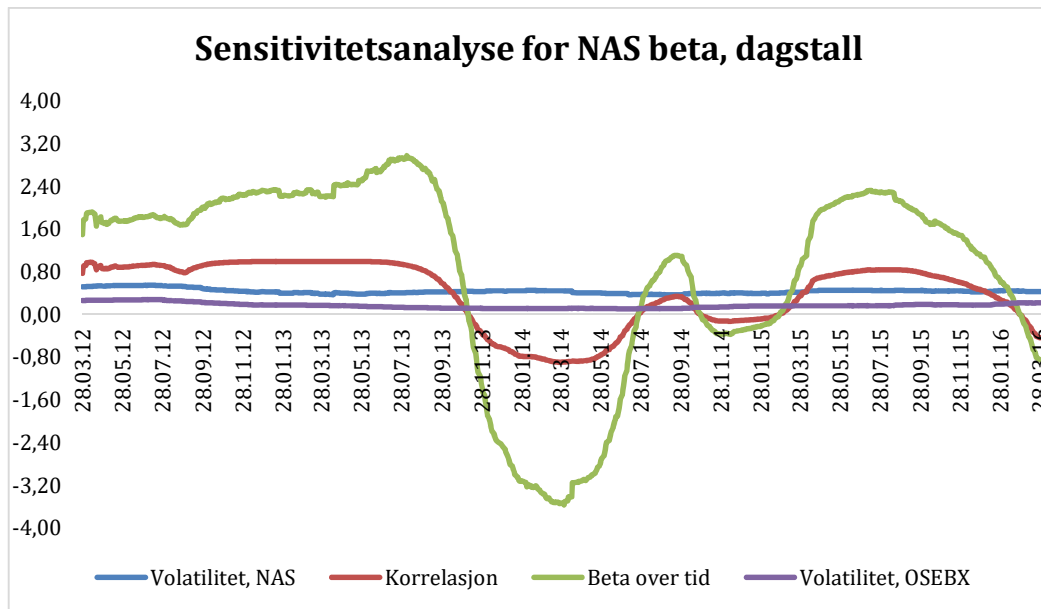
Dermed bruk av FCF-metoden gir aksjeverdien på 377,40NOK, og denne verdien er veldig nært aksjekursen på 372,57 NOK beregnet ved hjelp av APV-metoden. EV/EBITDA gir aksjeverdien på 507,44 som er mye høyere, og det kan skyldes grove beregninger som er gjort ved bruk av denne metoden. Både FCF- og EV/EBITDA bekrefter at Norwegians aksjekurs i markedet på 276,00 NOK er undervurdert.

9.3 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse brukes til å forstå usikkerheten og gjøre en rimelighetssjekk. I denne analysen endrer man en variabel og ser hvordan verdien påvirkes (Kaldestad, Y. og Møller, B., 2011, s. 84). I min masteroppgave ønsker jeg å analysere følgende parameter:

Beta

Sensitivitetsanalyse av beta innebærer en beregning av beta basert på ettårsavkastning (250 handledager). Beta er dekomponert på volatilitet for Norwegian, volatilitet for markedet (OSEBX) og korrelasjonskoeffisient. Resultat av beregningen er presentert i figur 15.



Figur 15: Sensitivitetsanalyse for NAS beta

Figur 15 viser at Norwegian har høyere volatilitet enn markedet fordi selskapets beta svinger kraftig både opp og ned (fra ca. 3,0 til ca. -3,6). Disse svingningene kan skyldes endringene i valutakurs, oljepris samt interne forhold i selskapet: tekniske problemer med Dreamliner-flyen i 2013, pilotstreiken i Skandinavia i 2015, utvikling av nye langdistanseruter osv.

Tabell 72 viser at en endring i beta på 0,1 endrer avkastning på egenkapital (Re) på 0,5 % og som konsekvens unlevered kapitalkostnad (Ru) på 0,21 % som fører til store endringer i aksjekursen.

Beta	0,84	0,94	1,04	1,14	1,24	1,34	1,44	1,54	1,64
Re	5,77 %	6,27 %	6,77 %	7,27 %	7,77 %	8,27 %	8,77 %	9,27 %	9,77 %
Ru	5,44 %	5,65 %	5,86 %	6,07 %	6,28 %	6,49 %	6,70 %	6,91 %	7,12 %
Pris per aksje	776,13	654,16	548,01	454,87	372,57	299,4	233,97	175,18	122,11

Tabell 72: Endring i beta

Gjeldsrente på rentebærende gjeld

I analysen har jeg brukt en diskonteringsrente på 5,20 % som er en gjennomsnittlig rente på rentebærende gjeld i periode 2011-2014. I mai 2016 har Norwegian gjennomført en enhance equipment trust certificate – finansiering (EETC) av ti fly [109]. Dette er en slags obligasjon som består av 10 Boeing 737-800 fly. Disse flyene er pakket sammen og selges til investoren som låner penger til Norwegian. Investoren får sikkerhet i flyene [110]. Lånet er på 349 millioner dollar og er fordelt på to transjer: A-transje på 274,315 millioner dollar med en rente 4,875 % og B-transje på 74,81 millioner dollar med en rente på 7,5 % [109]. Dermed

kan det forventes en økning av gjeldsrente på rentebærende gjeld i fremtiden. Tabell 73 viser at en økning av gjeldsrente på 0,2 % fører til en reduksjon av aksjekursen på ca. 30NOK. Det er lite sannsynlig, men hvis vi antar at gjeldsrente vil gå ned på 0,2 % vil det føre til en økning av aksjekursen på ca. 40NOK.

Rg	4,40 %	4,60 %	4,80 %	5,0 %	5,2 %	5,4 %	5,6 %	5,8 %	6,0 %
Pris per aksje	565,01	503,13	452,03	409,12	372,57	341,08	313,67	289,59	268,26

Tabell 73: Endring i gjeldsrente

Vekstfaktor

I verdsettelsen har jeg brukt vekstfaktor på 2,5 %. Tabell 74 presenterer at endring i vekstfaktoren på 0,1 % fører til en endring i aksjekursen på ca. 50NOK.

Vekstfaktor, g	2,10 %	2,20 %	2,30 %	2,40 %	2,50 %	2,60 %	2,70 %	2,80 %	2,90 %
Pris per aksje	210,79	247,93	287,15	328,63	372,57	419,22	468,83	521,71	578,2

Tabell 74: Endring i vekstfaktor

Valutakurs og oljepris

I analysen har jeg brukt anslaget fra Sparebanken for utvikling av oljeprisen i perioden 2016-2018 og anslaget fra Svenska Handelsbanken for utvikling av valutakurs i samme periode [96,97]. Det er vanskelig å forutse hvordan valutakurs og oljeprisen vil utvikle seg over tid. Analytikere forventer at oljeprisen vil stige fra 2017, og som konsekvens vil norske krone stabilisere seg.

Tabell 75 viser ulike kombinasjoner av valutakurs og oljeprisen.

Valutakurs\Oljepris	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
-3 %	612,63	572,27	531,90	491,54	451,18	410,82	370,46
-2 %	574,22	533,44	492,66	451,89	411,11	370,33	329,55
-1 %	535,81	494,62	453,42	412,23	371,04	329,84	288,65
0 %	497,41	455,80	414,18	372,57	330,96	289,35	247,74
1 %	459,00	416,97	374,95	332,92	290,89	248,87	206,84
2 %	420,59	378,15	335,71	293,26	250,82	208,38	165,94
3 %	382,18	339,32	296,47	253,61	210,75	167,89	125,03

Tabell 75: Endring i valutakurs og oljepris

Som man kan se fra denne tabellen en økning av oljeprisen og valutakurs med 1 % reduserer aksjekursen på 41,61NOK. En økning av valutakurs reduserer aksjeverdien i mindre grad enn økning av oljeprisen. Det kan forklares at valutakursen påvirker også leiepris og som konsekvens øker inntekt fra utleie av fly.

10 Diskusjon og konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å beregne en estimert aksjeverdi på selskapet Norwegian Air Shuttle ASA ved bruk av verddivurderingsmetoder, sammenligne denne verdien mot selskapets markedsverdi og gi en vurdering om aksjen er over- eller underpriset.

Som et rammeverk har jeg brukt fundamental verdsettelse, og siden Norwegian er et selskap med høy gjeldsandel har jeg benyttet en kontantstrømbaserte modell – APV-modellen for selve vurderingen. Verdien som jeg har fått gjennom APV-modellen har blitt kontrollert ved hjelp av FCF- og EV/EBITDA-metoder og sensitivitetsanalysen.

Den strategiske analysen viste at selskapet opererer i et marked med tøff konkurranse og satser både på kostnadskontroll og på evnen til å at selskapet kan vokse internasjonalt for å øke sine konkurransekrefter i det globale flymarkedet. I tillegg, fra 2016 har Norwegians datterselskap Arctic Aviation Assets Ltd. begynt å lease ut nye Airbus A320-neo, noe som øker selskapets konkurranseevner.

Regnskapsanalysen viser at Norwegian er et selskap med høy gjeldsgrad, og en stor andel av anleggsmidlene er finansiert av kortsiktig gjeld. Dette påvirker selskapets lønnsomhet og soliditet, og Norwegian bør optimalisere forhold mellom egenkapital og gjeld for å redusere kredittrisikoen for långiverne og eiere.

Fremtidsregnskap er utarbeidet basert på grunnlag av den strategiske analysen, regnskapsanalysen, informasjon fra Norwegians årsrapporter og andre tilgjengelige kilder. Den fundamentale verdsettelsen gir verdien av Norwegians egenkapital på 13 100 millioner NOK og en estimert aksjeverdi på 372,57 NOK. Denne verdien er 35 % høyere enn markedsverdien på 276,00 per 31.12.2014. Det vil si at Norwegians aksjeverdi er 35 % undervurdert i markedet.

Sensitivitetsanalysen viser at små endringer i innsatsfaktorer kan påvirke selskapets verdi i stor grad. Det største usikkerheten ligger i en beregning av betaverdien som er veldig ustabil over tid, utvikling i oljepris og valutakurs samt den fremtidige inntekten fra utleie av fly. I min beregning har jeg estimert en inntekt fra utleie av fly basert kun på kontrakten med Hong Kong's low-fare airline signert av Norwegians datterselskap Arctic Aviation Assets Ltd

den 18.12.2015. Med stor sannsynlighet kommer det nye kontrakter om utleie av fly, og da vil driftsinntekter bli mye høyere enn det er estimert. Dette vil føre til at aksjekursen vil bli enda høyere.

Til tross for usikkerheten i selskapets fremtiden mener jeg at estimert aksjekurs på 372,57 NOK gir et riktig bilde på Norwegians virkelige verdi. Dermed anbefaler jeg en KJØP av aksjen.

Referanseliste

- Boye, K. og Dahl, G.A. (1997). *Verdsettelse i Teori og Praksis: Festskrift Til Knut Boyes 60-Årsdag*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Boye, K. og Meyer, C.B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Boye, K., & Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen Forlag AS.
- Damodaran, A. (1999). *Dealing with Operating Leases in Valuation*. Hentet fra New York University, Faculty Digital Archive: <http://hdl.handle.net/2451/26922>
- Gjesdal, F. (2007, 02). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, ss. 3-17.
- Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell. *Magma 02*, 22-23.
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse og forfatterne.
- Kinserdal, F. (2015). Når virkelig verdi er så vanskelig å beregne, er det da overhodet relevant i regnskapet? *Magma 01*, 22-31.
- Koller, T. G. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Langli, J. (2012). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Lapko, K. (2009, 6). Analysis of discount cash flow method and its application in modern conditions. *Audit and financial analysis*.
- Moen, E. (2014, 4). Norwegian Air Shuttle. *Magma*, ss. 39-46.
- Norli, Ø. (2011, 2). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, ss. 15-21.
- Penman, S. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Boston: McGraw - Hill.
- Porter, M. (1987). *Konkuransestrategi*. (G. Bureid, Overs.) Oslo: TANO.
- Porter, M. (1992). *Konkurransefortrinn*. (H. Holstad, Overs.) Oslo: Tano.

Internettkilder

- [1] E24. (2012, 25.januar). Norwegian kjøper 222 nye fly. Hentet 13.juni 2015 fra <http://www.e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-kjoeper-222-nye-fly/20145723>
- [2] TDN finans. (2015, 20.april). Björn Kjos: Ser «stor mulighet» for flyutleie. Hentet 13.juni 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/04/20/1027/Norwegian/bjrn-kjos-ser-stor-mulighet-for-flyutleie>
- [3] Ovind, J., Lorch-Falch, S. (2014, 7.august). Har tapt nær en halv milliard på Dreamliner-problemer. Hentet 14.juni 2015 fra <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/luftfart/har-tapt-naer-en-halv-milliard-paa-dreamliner-problemer/a/23267139/>
- [4] Sørdal, K. (2013, 15.september). SAS EuroBonus vs Norwegian Reward. Hentet 14.juni 2015 fra <http://www.dinside.no/917027/sas-eurobonus-vs-norwegian-reward>
- [5] Mikalsen, K.-E. (2013, 3.juli). SAS storsatser på flybonus i kampen mot Norwegian. Hentet 14.juni 2015 fra <http://www.adressa.no/nyheter/okonomi/article7866571.ece>
- [6] Kaspersen, L. (2015, 4.mars). Alt du trenger å vite om Norwegian konflikten. Hentet 14.juni 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/04/1303/Norwegian/alt-du-trenger--vite-om-norwegiankonflikten>
- [7] Halvorsen, M.T. (2015, 10.mars). Pilotstreiken i Norwegian er over. Hentet 14.juni 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/10/1822/Norwegian/pilotstreiken-i-norwegian-er-over>
- [8] Rapport fra NHO Luftfart. Luftens kollektivtransport → en rapport om norsk luftfarts samfunnsbidrag. Hentet 21.juli 2015 fra http://nholuftfart.no/getfile.php/Dokumenter/Publikasjoner/NHO_Luftfart_web_oppslag.pdf
- [9] Rapport fra NHO Luftfart. En nyttig og bærekraftig norsk luftfart. Hentet 21.juli 2015 fra <http://nholuftfart.no/getfile.php/Dokumenter/NHO%20Luftfart%20siste%20sjekk2.pdf>
- [10] Rapport fra Miljødirektorat (2015, 4.februar). Klimagassutslipp fra flytrafikk. Hentet 21.juli 2015 fra <http://www.miljostatus.no/Tema/Klima/Klimanorge/kilder-til-utslipp-av-klimagasser/Transport/Flytrafikk/>

- [11] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2002. Hentet 23.juli 2015 fra http://egian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/annualreports/arsrapport_2002_final3c.pdf
- [12] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2003. Hentet 23.juli 2015 fra <http://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/annualreports/nasarsrapport2003.pdf>
- [13] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2004. Hentet 23.juli 2015 fra <http://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/annualreports/annualreport2004.pdf>
- [14] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2005. Hentet 25.juli 2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/financialreports/annualreports/annualreport_norwegian05.pdf
- [15] Boarding.no (2006, 02.februar). Norwegian fikk et overskudd i 2005. Hentet 25.juli 2015 fra <http://www.boarding.no/art.asp?id=20241>
- [16] Kaspersen, L. (2006, 27.april). Skjeler til Øst-Europa. Hentet 25.juli 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/2006/04/27/skjeler-til-osteuropa>
- [17] TDN Finans (2007, 02.juli). Norwegian kjøper FLYNordic. Hentet 25.juli 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/2007/07/02/norwegian-kjoper-flynordic>
- [18] Okkelmo, S. (2007, 17.oktober). Norwegian med bank og bonus. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.dinside.no/492809/norwegian-med-bank-og-bonus>
- [19] Norwegians historie (2014). Hentet 26.juli 2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/norway/omnorwegian/dokumenter/our-history/norwegians_historie_no_feb_14.pdf
- [20] Ravnaas, N.R., Solberg, S.M. (2010, 11.februar). «Jeg håper virkelig det går bra med SAS». Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.nettavisen.no/na24/2828881.html>
- [21] Bugge, L. (2010, 16.februar). Norwegian med det beste årsresultat i selskapets historie. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.tradebroker.no/Tradebroker/Nyheter/Nyhetsarkiv/Norwegian-med-best-year-ever>
- [22] Okkelmo, S. (2010, 8.november). Norwegian leaser Dreamliner. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.dinside.no/855576/norwegian-leaser-dreamliner>
- [23] Stocklink.no (2011, 31.mars). Norwegian åpner ny base i Helsinki i dag. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.stocklink.no/Article.aspx?id=78816>

- [24] Boarding.no (2013, 22.mars). Først flyselskap i Europa: Norwegian med film- og tv-utleie om bord. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.boarding.no/art.asp?id=53301>
- [25] Brækhus, L.A. (2014, 28.desember). Kjos: - 2014 har vært helt annerledes enn vi så for oss. Hentet 26.juli 2015 fra <http://www.abcnyheter.no/reise/2014/12/28/211978/kjos-2014-har-vaert-helt-annerledes-enn-vi-sa-oss>
- [26] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2006. Hentet 27.juli 2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/annualreports/na_sannualreport2006.pdf
- [27] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2007. Hentet 27.juli 2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/annualreports/annual_report_2007.pdf
- [28] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2008. Hentet 27.juli 2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/annualreports/norwegian_annual_report_2008.pdf
- [29] Oslobors.no (2008, 1.oktober). Fakta og nøkkeltall Oslo Børs september 2008. Hentet 27.juli 2015 fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/Fakta-og-noekkeltall/2008-Fakta-og-noekkeltall-Oslo-Boers-september-2008>
- [30] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2009. Hentet 28.juli 2015 fra http://annualreport.norwegian.com/2009/share_and_ownership_structure
- [31] Landre, E. (2009, 22.oktober). Analytiker er strålende fornøyd med resultatene til Bjørn Kjos. Hentet 28.juli 2015 fra <http://www.nettavisen.no/na24/--norwegian-vil-vokse-betydelig/2737826.html>
- [32] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2010. Hentet 28.juli 2015 fra http://annualreport.norwegian.com/2010/share_and_ownership_structure
- [33] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2011. Hentet 31.juli 2015 fra http://annualreport.norwegian.com/2011/share_and_ownership_structure
- [34] Rørvik Nilsen, S. (2011, 22.desember). Pareto advarer kundene mot Norwegian-aksjen. Hentet 31.juli 2015 fra <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/pareto-advarer-kundene-mot-norwegian-aksjen/20134472>
- [35] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2012. Hentet 01.august 2015 fra http://annualreport.norwegian.com/2012/share_and_ownership_structure

- [36] Nilsen, A. (2013, 8.april). Analytiker-jubel etter Norwegians trafikk tall. Hentet 01.august 2015 fra <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle-asa/analytiker-om-norwegian-knalltall/20355222>
- [37] Johnsen, A.B., Haugan, B., Matre, J. (2014, 3.januar). Kjos har tapt en milliard på Dreamliner-marerittet. Hentet 01.august 2015 fra <http://www.vg.no/nyheter/luftfart/kjos-har-tapt-en-milliard-paa-dreamliner-marerittet/a/10149231/>
- [38] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2013. Hentet 01.august 2015 fra <http://annualreport.norwegian.com/2013/share-and-ownership-structure>
- [39] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2014. Hentet 01.08.2015 fra http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/annualreports/2014-norwegian_ipdf.pdf
- [40] Aamo Holte, M. (2014, 17.juli). Renés streik kostet Norwegian over 100 millioner. Hentet 01.august 2015 fra <http://www.nord24.no/nyheter/ren-s-streik-kostet-norwegian-over-100-millioner/s/1-5346252-7480981>
- [41] Pettersen, B.I. (2015, 31.juli). Norwegian-aksjen kan stige 300 prosent. Hentet 01.august 2015 fra http://aksjeanalyser.blogg.no/1438335096_norwegianaksjen_kan_s.html
- [42] Pettersen, B.I. (2015, 21.juli). Oljeprisen kan nå falle til 36 dollar som i 2009. Hentet 01.august 2015 fra http://aksjeanalyser.blogg.no/1437502283_oljeprisen_kan_n_fall.html
- [43] Solem, G. (2007, 5.oktober). Norwegian får flere passasjerer. Hentet 01.august 2015 fra <http://www.aftenbladet.no/nyheter/innenriks/Norwegian-far-flere-passasjerer-2296396.html>
- [44] Boarding.no (2009, 9.januar). 9.136.553 passasjerer fløy med Norwegian i 2008. Hentet 01.august 2015 fra <http://www.boarding.no/art.asp?id=34675>
- [45] Mynewsdesk.com (2010, 7.januar). Norwegian fløy 10,8 millioner passasjerer i 2009. Hentet 01.august 2015 fra <http://www.mynewsdesk.com/no/norwegian/pressreleases/norwegian-floey-10-8-millioner-passasjerer-i-2009-359400>
- [46] abcnyheter.no (2010, 5.november). Norwegian kapret 21 prosent flere passasjerer. Hentet 02.august 2015 fra <http://www.abcnyheter.no/reise/2010/11/05/120224/norwegian-kapret-21-flere-passasjerer>
- [47] HKP (2011, 16.februar). Over 13 millioner fløy Norwegian i 2010. Hentet 02.august 2015 fra <http://www.hrrnett.no/over-13-millioner-fl%C3%B8y-norwegian-i-2010/>

- [48] Bygstad, B. (2012, 10.februar). Norwegian – innovasjon med IT. Hentet 02.august 2015 fra <https://nithblogg.wordpress.com/2012/02/13/norwegian-innovasjon-med-it/>
- [49] Byberg, Ø. (2013, 8.januar). 17,7 millioner Norwegian-passasjerer i fjor. Hentet 02.august 2015 fra <http://www.hegnar.no/bors/artikkel317487.ece>
- [50] Pihl, C.H., Stocklink (2014, 8.januar). Flere passasjerer fløy med Norwegian i desember. Hentet 02.august 2015 fra <http://e24.no/naeringsliv/flere-passasjerer-floey-med-norwegian/22700103>
- [51] Businessclass.no (2015, 8.januar). Norwegian fløy 24 millioner passasjerer i 2014. Hentet 02.august 2015 fra <http://www.businessclass.no/norwegian-floy-24-millioner-passasjerer-2014/>
- [52] Norwegian Air Shuttle ASA kvartalsrapport for Q2 2015. Hentet 02.august 2015 fra <http://www.norwegian.no/globalassets/global/english/aboutnorwegian/ir/doc/interimreports/2015/interim-report-q215.pdf>
- [53] Norwegian.no (2015, 16.juli). Norwegian med solid resultatforbedring og rekordfulle fly. Hentet 02.august fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/norwegian-med-solid-resultatforbedring-og-rekordfulle-fly-1192935>
- [54] Nissen-Meyer, J. (2014, 5.juni). –Dette var bedre enn forventet, Kjos. Hentet 02.august 2015 fra <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/dette-var-bedre-enn-forventet-kjos/23222704>
- [55] Hegnar.no (2016, 13.april). Netfonds Bank. Hentet 13.april 2016 fra <http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>
- [56] TDN Finans (2015, 4.juni). Norwegian økte passasjertrafikken. Ser positive bookingtall fremover. Hentet 04.august 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/06/04/0823/Norwegian/norwegian-kte-passasjertrafikken>
- [57] By, O. (2015, 5.februar). Norwegian fraktet 1,6 millioner i januar. Hentet 05.august 2015 fra <http://flytid.me/2015/02/05/norwegian-fraktet-1-6-millioner-i-januar/>
- [58] Lorentzen, M. (2015, 6.august). Smekkkulle Norwegian-fly: Kraftig passasjervekst i juli. Hentet 09.august 2015 fra <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/smekkkulle-norwegian-fly-kraftig-passasjervekst-i-juli/23500904>
- [59] Evisdom.com (2015). Hva er Enterprise Value? Hentet 15.august 2015 fra <http://www.evisdom.com/finans/2015/05/Hva-er-Enterprise-Value.html>

- [60] Multicapital Consulting (2014, 17.februar). Verdiberegning og sunn fornuft. Hentet 23.august 2015 fra <http://multicapital.com/gordons-vekstformel/>
- [61] Zyla, M.L. (2002, fall). The APV Method: Is it Better Than the DCF? CPA Expert. Hentet 29.august 2015 fra http://www.acuitasinc.com/articles/mlz_apv_method.html
- [62] Arsagera.ru (2012, 19.juli). Glans og fattigdom DCF. Hentet 29.august 2015 fra http://arsagera.ru/kuda_i_kak_investirovat/investicionnyj_likbez/blesk_i_niweta_dcf/
- [63] Sørensen, R. (1998, 2). Verdivurdering som prosess. Hentet 30 august 2015 fra <http://www.magma.no/verdivurdering-som-prosess>
- [64] Aksjemarkedet.com (2015, 4.juli). P/E - metoden (Price/Earning). Hentet 30.august 2015 fra <http://aksjemarkedet.com/pe-metoden-priceearning/>
- [65] Aksjemarkedet.com (2015, 4.juli). Pris/Kontantstrøm. Hentet 30.august 2015 fra <http://aksjemarkedet.com/priskontantstrom/>
- [66] Aksjemarkedet.com (2015, 3.juli). Multippel analyse. Hentet 30.august 2015 fra <http://aksjemarkedet.com/multippel-analyse/>
- [67] Regjeringen.no NOU 2010: 14 Lett å komme til orde, vanskelig å bli hørt - en moderne mediestøtte. (2010, Desember 16). Hentet 02.september 2015 fra https://www.regjeringen.no/contentassets/f70a8a6489734042adacb836601142db/no/pdfs/nou_201020100014000dddpdfs.pdf
- [68] Skytrax. The World's Best Low-Cost Airlines in 2015 (2015). Hentet 05.september 2015 fra http://www.worldairlineawards.com/Awards/worlds_best_lowcost_airlines.html
- [69] Wikipedia. Lavprisflyselskap. Hentet 05.september 2015 fra <https://no.wikipedia.org/wiki/Lavprisflyselskap>
- [70] Lederne.no. Ny kurs for norsk luftfart (2014, 3.januar). Hentet 06.september 2015 fra <http://lederne.no/2014/01/ny-kurs-for-norsk-luftfart/>
- [71] Eilertsen, H. Widerøe – Nordens største regionale flyselskap – dobler staben (2015, 4.september). Hentet 06.september 2015 fra <http://www.highnorthnews.com/wideroe-nordens-storste-regionale-flyselskap-dobler-staben/>
- [72] Ryanair.com. Hentet 06.september 2015 fra <https://www.ryanair.com/no/reisemaal/ruter/>
- [73] Hegnar.no. Ryanair: - Vi er blitt mindre lugubre (2015, 12.februar). Hentet 06.september fra <http://www.hegnar.no/bors/artikkel536238.ece>

- [74] Faltin, T. Her er flyselskapene som øker mest fra Norge (2014, 21.januar). Hentet 06.september 2015 fra <http://www.dagbladet.no/2014/01/21/tema/reise/ferie/fly/luftfart/31313363/>
- [75] Statistisk sentralbyrå (2015, 2.september). Reiseundersøkelsen, 2.kvartal 2015. Hentet 07.september 2015 fra <https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/statistikker/reise/kvartal/2015-09-01?fane=tabell#content>
- [76] Busterud, K. (2012, 21.april). Europa i ekspressfart. Hentet 07.september 2015 fra <http://www.abcnyheter.no/reise/2012/04/21/149928/europa-i-ekspressfart>
- [77] Trumpy, J., Laustsen E. (2015, 3.mars). Bråstopp i billettsalget. Hentet 08.september 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/03/03/2152/Luftfart/brstopp-i-billettsalget>
- [78] Historiens største flyordre i Europa: Norwegian kjøper 222 nye fly (2012, 25.januar). Hentet 10.september 2015 fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/historiens-stoerste-flyordre-i-europa-norwegian-kjoeper-222-nye-fly-726503>
- [79] Trumpy, J. (2015, 7.september). Gamblet på prisfall – sparte over en milliard. Hentet 10.september 2015 fra <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/09/07/2149/Luftfart/gamblet-p-prisfall--sparte-over-en-milliard>
- [80] Norwegian.no (2015). Flysikkerhet. Hentet 10.september 2015 fra <https://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/drift/flysikkerhet/>
- [81] Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) (1998, 17.juli). Hentet 18.september 2015 fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56#KAPITTEL_4
- [82] Lee, M. (2011, 10.mai). Clean surplus accounting explained. Hentet 19.september 2015 fra <https://ru.scribd.com/doc/55070789/Clean-surplus-accounting-explained>
- [83] Regnskapsstiftelsen.no Norsk RegnskapsStandard 14. Hentet 24.01.2016 fra <http://www.regnskapsstiftelsen.no/regnskap/regnskapsstandarder/nrs-14-leieavtaler/>
- [84] Norges bank. Hentet 11.04.2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [85] PwC (2015). Risikopremien i det norske markedet 2015. Rapport. Hentet 12.04.2016 fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>

- [86] HK Express Adds New Aircraft The low-fare airline to expand fleet to 50 aircraft by 2018. Hentet 13.04.2016 fra http://www.hkexpress.com/sites/default/files/HK%20Express%20Fleet%20Expansion%20Final%20ENG_1.pdf
- [87] Norwegian Air Shuttle ASA presentasjon for Q4 2015. Hentet 13.04.2016 fra <http://www.norwegian.no/globalassets/documents/quarterly-results/q4-2015-presentation.pdf>
- [88] Medemix.no Norwegian sikrer flylån (2016, 29.januar). Hentet 13.04.2016 fra <http://www.mediemix.no/detail/940281-Norwegian-sikrer-flylån>
- [89] Norwegian.com Norwegian utvider langdistanseflåten med ytterligere to Dreamlinere (2016, 22. mars). Hentet 13.04.2016 fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/norwegian-utvider-langdistanseflaaten-med-ytterligere-to-dreamlinere-1350385>
- [90] Centreforaviation.com Norwegian Air's new Dreamliner order will give it 38 widebodies by 2020. 3Q2015 profit doubles (2015, 23. oktober). Hentet 13.04.2016 fra <http://centreforaviation.com/analysis/norwegian-air-s-new-dreamliner-order-will-give-it-38-wide-bodies-by-2020-3q2015-profit-doubles-249581>
- [91] Norwegian.no Flåte. Hentet 13.04.2016 fra <https://www.norwegian.no/norwegian/om-norwegian/fakta/flate/>
- [92] Nyborg, H.O. Vil presse inn 200 seter (2014). Hentet 13.04.2016 fra <http://www.hangar.no/vil-presse-inn-200-seter/>
- [93] Airbus.no Aircraft families. Hentet 13.04.2016 fra <http://www.airbus.com/aircraftfamilies/passengeraircraft/a320family/a320/>
- [94] Ekeseth, F.C., Linderud, E. (2015, 12.august). Startskudd for Norwegian-leasing. Hentet 14.04.2016 fra http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/08/12/2135/Luftfart/startskudd-for-norwegianleasing?_1
- [95] Dalløkken, P.E. (2016, 5.februar). I dag flyr den Trondheim-Oslo. Neste år kan flytypen brukes Trondheim-New York. Hentet 14.04.2016 fra <http://www.tu.no/artikler/her-er-737-en-som-norwegian-vil-fly-transatlantisk/276739>
- [96] Svensk Handelsbanken FX Forecast. Hentet 25.03.2016 fra <http://research.handelsbanken.se/SHB-Forecast/>
- [97] Sparebank 1 Markets. Månedrapport om valuta, med vurdering av markedet og konkrete anbefalinger (2016, januar). Hentet 25.03.2016 fra https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/smn/vedlegg/markets/Markets_Valutarapport.pdf
- [98] Nilsen, A. (2015, 05.mars) Kjos betaler dobbelt så mye som O'Leary. Hentet 25.03.2016 fra <http://stocklink.no/Article.aspx?id=111811>

- [99] Norwegian Air Shuttle ASA årsrapport 2015. Hentet 27.04.2016 fra http://www.norwegian.no/globalassets/documents/annual-report/nas_annualreport_2015.pdf
- [100] Jensen, T.C. (2015, 11.mars) Norwegian vil ut av dødssonen. Hentet 27.04.2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/finans/2015/03/11/1150/Brskommentar/norwegian-vil-ut-av-ddssonen>
- [101] Norwegian Air Shuttle ASA presentasjon for Q3 2015. Hentet 27.04.2016 fra <http://www.norwegian.no/globalassets/documents/quarterly-results/q3-15-presentation.pdf>
- [102] Fadnes, O-M. (2012, 25.januar) Norwegian kjøper fly på 127mrd. Hentet 08.05.2016 fra <http://www.dn.no/nyheter/2012/01/25/norwegian-kjoper-fly-for-127-mrd>
- [103] AircraftCompare.com. Boeing. Hentet 08.05.2016 fra <http://www.aircraftcompare.com/manufacture-aircraft/Boeing/1>
- [104] AircraftCompare.com. Airbus-Industrie. Hentet 08.05.2016 fra <http://www.aircraftcompare.com/manufacture-aircraft/Airbus-Industrie/2>
- [105] Norwegian.no (2015, 9.desember). Norwegian gir fly til Norsk luftfartsmuseum – flåtefornyelse fortsetter. Hentet 14.05.2016 fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/norwegian-gir-fly-til-norsk-luftfartsmuseum-flaatefornyelsen-fortsetter-1270566>
- [106] Wingo, S., Dillow, K. (2015, 15.juni). Rating methodology: Financial statement adjustment in the analysis of non-financial corporations. Hentet 15.05.2016 fra <http://ftalphaville.ft.com/files/2015/10/Financial-Statement-Adjustments-in-the-Analysis-of-Non-Financial-Corporates-2.pdf>
- [107] Norges bank.no. Inflasjon. Hentet 15.05.2016 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- [108] Stockopedia.com (2016, 12.april). Norwegian Air Shuttle ASA. Hentet 12.04.2016 fra <http://www.stockopedia.com/share-prices/norwegian-air-shuttle-asa-OSL:NAS/>
- [109] Byberg, Ø. (2016, 9.mai) Norwegian finansierer 10 nye fly. Hentet 28.05.2016 fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/05/Norwegian-finansierer-10-nye-fly>
- [110] Vosgraff, S.K. (2016, 7.mai) Norwegian vil hente 2,9 milliarder. Hentet 28.05.2016 fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/05/Norwegian-vil-hente-2-9-milliarder>

Rapporter brukt i relativ prising

EasyJet: Resultatregnskap og balanse per 31.12.2014. Hentet 17.05.2016 fra

<http://www.hl.co.uk/shares/shares-search-results/e/easyjet-plc-ordinary-27-27p/financial-statements-and-reports>

Ryanair: Resultatregnskap og balanse per 31.12.2014. Hentet 17.05.2016 fra

<http://www.hl.co.uk/shares/shares-search-results/r/ryanair-holdings-ordinary-shares-eur0.006/financial-statements-and-reports>

Ryanair: Årsrapport for 2014. Hentet 17.05.2016 fra

<http://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/04/2014-Annual-Reports-Annual-Report.pdf>

Finnair: Årsrapport for 2014. Hentet 17.05.2016 fra

http://www.finnairgroup.com/linked/en/konserni/Finnair_Annual_Report_A4_final.pdf

Lufthansa: Resultatregnskap og balanse per 31.12.2014. Hentet 17.05.2016 fra

<http://www.hl.co.uk/shares/shares-search-results/d/deutsche-lufthansa-ag-npv/financial-statements-and-reports>

SAS: Årsrapport for november 2013-oktober 2014. Hentet 17.05.2016 fra

<http://www.sasgroup.net/en/wp-content/uploads/sites/2/2016/02/SAS-Annual-Report-2013-2014-B.pdf>

Vedlegg

Vedlegg 1. Beregning av en finansiell skattedel

	2012	2013	2014
<i>Finansinntekter</i>			
Renteinntekt	47 543	149 658	196 269
Netto valutagevinst (-tap)	273 353		
Kontantekvivalenter	21 024	24 593	17 589
Langsiktige innskudd	2 900	2 669	1 219
Sum finansinntekter	344 820	176 920	215 077
<i>Finanskostnader</i>			
Rentekostnader	-118 845	-256 702	-447 241
Netto valutagevinst (-tap)		-472 938	-36 948
Andre finansielle utgifter	-39 087	-26 154	-5 027
Sum finanskostnader	-157 932	-755 794	-489 216
Finansielt resultat	186 888	-578 874	-274 139
27 % skatt finansresultat	50 460	-156 296	-74 018

Vedlegg 2. Beregning av betaverdi. Regresjonsanalyse.

NAS	r_NAS	OSEBX	r_OSEBX
apr.11	-0,001794	apr.11	-0,000909
mai.11	0,001367	mai.11	-0,000732
jun.11	-0,003164	jun.11	-0,002271
jul.11	0,002562	jul.11	-0,000418
aug.11	-0,005747	aug.11	-0,004283
sep.11	-0,018307	sep.11	-0,003779
okt.11	0,008163	okt.11	0,004677
nov.11	-0,004928	nov.11	-0,000400
des.11	-0,008104	des.11	0,000510
jan.12	0,015675	jan.12	0,001442
feb.12	0,001502	feb.12	0,003743
mar.12	0,013358	mar.12	-0,000344
apr.12	-0,006111	apr.12	-0,000708
mai.12	-0,004315	mai.12	-0,004578
jun.12	0,009348	jun.12	0,002736
jul.12	0,00021	jul.12	0,001776
aug.12	-0,000201	aug.12	0,001206
sep.12	-0,000232	sep.12	0,001214
okt.12	0,005856	okt.12	-0,000366
nov.12	0,004399	nov.12	-0,000010
des.12	0,003538	des.12	0,000267
jan.13	0,006631	jan.13	0,002169
feb.13	0,014743	feb.13	0,000775
mar.13	-0,002928	mar.13	-0,000207
apr.13	0,012847	apr.13	0,000893
mai.13	0,003563	mai.13	0,001254
jun.13	-0,005524	jun.13	-0,002387
jul.13	-0,000395	jul.13	0,002397
aug.13	-0,00828	aug.13	0,000130
sep.13	-0,000415	sep.13	0,000475
okt.13	0,005199	okt.13	0,002571
nov.13	-0,002989	nov.13	0,000927
des.13	-0,011143	des.13	0,000618
jan.14	0,003642	jan.14	-0,001101
feb.14	0,011766	feb.14	0,001832
mar.14	-0,000913	mar.14	0,000531
apr.14	-0,003682	apr.14	0,001516
mai.14	0,002601	mai.14	0,002272
jun.14	-0,010528	jun.14	0,001032
jul.14	-0,002305	jul.14	-0,000395
aug.14	0,003484	aug.14	-0,000165
sep.14	0,003938	sep.14	-0,000059
okt.14	-0,00128	okt.14	-0,001754
nov.14	0,009797	nov.14	-0,001645
des.14	0,002238	des.14	0,000894
jan.15	0,004567	jan.15	0,001637
feb.15	-0,013257	feb.15	0,001605
mar.15	0,001306	mar.15	0,000262
apr.15	0,014479	apr.15	0,001686
mai.15	-0,002536	mai.15	0,000546
jun.15	0,003337	jun.15	-0,001182
jul.15	0,003533	jul.15	0,000673
aug.15	0,002577	aug.15	-0,003464
sep.15	-0,005034	sep.15	-0,000952
okt.15	-0,002917	okt.15	0,002541
nov.15	-0,003217	nov.15	0,001035
des.15	0,00517	des.15	-0,001493
jan.16	-0,010497	jan.16	-0,004214
feb.16	0,004267	feb.16	0,000972
mar.16	0,004096	mar.16	0,000456

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,365191347
R-kvadrat	0,13336472
Justert R-kvadrat	0,118422732
Standardfeil	0,00661623
Observasjoner	60

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,000390709	0,000390709	8,925501	0,004116846
Residualer	58	0,002538921	4,3775E-05		
Totalt	59	0,00292963			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,000556665	0,000858585	0,648351123	0,519317	-0,00116198	0,002275309	-0,00116198	0,002275309
X-variabel 1	1,363523338	0,45640068	2,98755764	0,004117	0,449938118	2,277108559	0,449938118	2,277108559

Vedlegg 3. Utvikling av Norwegian sin flyflåte i periode 2015-2021

Fly	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
B738 leased	27	23	19	19	19	19	19
B738 S&LB	13	13	13	13	13	13	13
B738 owned	51	68	85	85	85	90	95
B737 MAX 8	0	0	6	6	6	6	6
A320neo	0	0	4	21	38	38	38
A320neo til leasing AAA	0	4	8	12	12	12	12
B788 leased	5	9	14	14	14	18	18
B788 owned	3	3	7	7	7	7	7
B789 leased				5	10	12	19
Total fleet	99	120	156	182	204	215	227

Vedlegg 4. Antall seter per fly per år

Fly	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
B738 leased	5 103	4 347	3 591	3 591	3 591	3 591	3 591
B738 S&LB	2 457	2 457	2 457	2 457	2 457	2 457	2 457
B738 owned	9 639	12 852	16 065	16 065	16 065	17 010	17 955
B737 MAX 8	-	-	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
A320neo	-	-	752	3 948	7 144	7 144	7 144
B788/B789 leased	1 455	2 619	4 074	4 074	4 074	5 238	5 238
B788/B789 owned	873	873	2 037	2 037	2 037	2 037	2 037
B789 leased	-	-	-	1 720	3 440	4 128	6 536
Total antall seter	19 527	23 148	30 176	35 092	40 008	42 805	46 158

Vedlegg 5. Antall leased fly per år

Fly	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
B738 leased	27	23	19	19	19	19	19
B738 S&LB	13	13	13	13	13	13	13
B737 MAX 8	0	0	6	6	6	6	6
B788 leased	5	9	14	14	14	18	18
B789 leased				5	10	12	19
Total fleet	45	45	52	57	62	68	75

Vedlegg 6. En estimert valutakurs for periode 2016-2018 (data per 25.03.2016)

	Latest value	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	End 2017	End 2018
EUR/NOK	9.49	9.50	9.50	9.50	9.25	9.25	9.25	9.00
SEK/NOK	1.03	1.04	1.06	1.07	1.05	1.06	1.06	1.03
USD/NOK	8.49	9.05	9.50	10.00	9.74	9.74	9.74	9.00
GBP/NOK	11.98	12.26	12.26	12.26	11.94	11.94	12.33	12.00
CHF/NOK	8.72	8.72	8.64	8.64	8.26	8.04	8.04	7.83
JPY/NOK	7.54	7.54	7.72	7.94	7.67	7.61	7.49	6.82