

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

**Arnt-Ove Bueng**

*Masteroppgave i økonomi og administrasjon juni 2016*



## **Forord**

Denne masteroppgaven er min avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø. Temaet som jeg valgte for masteroppgaven er verdsetting av foretak. Grunne for at jeg valgte dette temaet er fordi dette er et interessant fagområde. I dette fagområdet for jeg se hvilke faktorer som påvirker markedsverdien til et selskap og hvordan markedet vurderer selskapets verdi.

Arbeidet med denne oppgaven har vært svært lærerikt, inspirerende og ikke minst tidskrevende. Til tross for at oppgaven har vært tidskrevende så har den vært svært givende.

Jeg vil rette en stor takk til professor Terje Vassdal ved Handelshøgskolen i Tromsø for svært god veiledning, både i form av tips, råd og ikke minst ved kurset han avholdt i verdsetting av foretak ved Handelshøgskolen i Tromsø.

Tromsø, 29. Mai 2016.

Arnt-Ove Bueng

## Sammendrag

I denne masteroppgaven vil jeg finne ut om Norwegians egenkapitalverdi er i samsvar med markedsverdien for dermed å gi en handelsanbefaling for aksjen til Norwegian Air Shuttle ASA (NAS). Markedsverdien til Norwegian per 11.05.2016 var NOK 350 og aksjen handles på Oslo Børs. Dette har medført til følgende problemstilling,

*«Hva er aksjeverdien for Norwegian Air Shuttle ASA per mai 2016? Hovedsakelig basert på regnskapsanalyse av inntjeningsbasert metode»*

Masteroppgaven starter med presentasjon av bransjen, Norwegian, dets virke og de største konkurrentene i Europa. Etterfulgt er det en presentasjon av aktuell teori innenfor verdivurdering. Deretter har jeg foretatt en strategisk analyse med analysemetodene Porters five forces og PESTEL. Resultatet av den strategiske analysen er at bransjen har ikke noen strategiske fordeler som følge av blant annet høy konkurranseintensitet og en kapital krevende bransje.

En regnskapsanalyse vil bli utført i kapittel 5 samt en nøkkeltallsanalyse. Regnskapsanalysen viser at NAS har hatt et økende årsresultat, foruten i 2014 da resultatet ble negativt. I påfølgende kapittel beregnes selskapets kapitalkostnad (WACC) som ble estimert til 4,6 pst.

I kapittel 7 prognostiserer jeg fremtidig resultatregnskap og fremtidig balanseoppstilling. I det påfølgende kapitlet har jeg foretatt en fundamental verdsettelse ved hjelp av metodene RI og DCF. Norwegians beregnede egenkapitalverdi ble estimert til NOK 395 med en samlet verdi på NOK 14 125 057 405. Verdien som jeg estimerte impliserer at Norwegians aksje er underprise av markedet med NOK 45. I dette kapitlet har jeg også presentert hvordan Norwegians aksje øker i verdi gjennom prognoseperioden. Resultatet ble ytterligere kvalitetssikret gjennom relativ prising ved metodene P/E og P/B.

I kapitlet som etterfølger har jeg foretatt en sensitivitetsanalyse. Her har jeg sett på hvordan endringer i NOPLAT, WACC og inntektsskatten påvirker selskapets egenkapitalverdi.

Avslutningsvis redegjør jeg for resultatene, etterfulgt av en konklusjon.

## **Begrepsavklaring.**

<b>ARPU</b>	Average revenue per user - Gjennomsnittlig salgsinntekt per bruker.
<b>ASK:</b>	Available seatkilometer - Tilgjengelig setekilometer.
<b>CAPM:</b>	Capital Asset Pricing Model – Kapitalverdimodellen.
<b>CASK:</b>	Cost per Available Seat Kilometer – Enhetskostnad per tilgjengelig setekilometer.
<b>DCF:</b>	Discounted Cash-Flow – Diskontert kontantstrøm.
<b>EBIT:</b>	Earnings Before Interest and Tax – Driftsresultat.
<b>EBT:</b>	Earnings Before Tax – Årsresultat før skatt.
<b>EV:</b>	Enterprise Value – Selskapsverdi.
<b>FCF:</b>	Free Cash-Flow – Fri kontantstrøm.
<b>IC:</b>	Invested Capital – Investert kapital.
<b>IFRS:</b>	International Financial Reporting Standards.
<b>Load factor:</b>	Best utnyttelse per tilgjengelig sete.
<b>NAS:</b>	Norwegian Air Shuttle ASA.
<b>NOPLAT:</b>	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes.
<b>PP&amp;E:</b>	Propert, Plant and Equipment – Eiendom, bygning og utstyr.
<b>RI:</b>	Residual Income – Økonomisk profitt.
<b>RPK:</b>	Revenue Passenger Kilometer – Salgsinntekt passasjer kilometer.
<b>ROCE:</b>	Return On Capital Employed – Avkastning på sysselsatt kapital.
<b>ROIC:</b>	Return On Invested Capital – Avkastning på investert kapital.
<b>WACC:</b>	Weighted Average Cost of Capital – Avkastningskravet til totalkapitalen.

## Innholdsfortegnelse

<b>1 INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUNN.....	1
1.2 FORMÅL.....	1
1.3 OPPBYGGING AV OPPGAVEN.....	2
1.4 AVGRENSNING.....	2
<b>2. BRANSJE OG SELSKAPSBESKRIVELSE</b> .....	<b>4</b>
2.1 BRANSJEBESKRIVELSE.....	4
2.2 SELSKAPSBESKRIVELSE.....	5
2.2.1 Visjon og verdier.....	5
2.2.2 Selskapsstruktur.....	6
2.2.3 Selskapets flyflåte og destinasjoner.....	7
2.2.4 Ryanair Ltd.....	7
2.2.5 EasyJet PLC.....	8
<b>3. TEORETISK FUNDAMENT</b> .....	<b>9</b>
3.1 RAMMEVERK.....	9
3.2 VERDIDRIVERE.....	10
3.2.1 Weighted average cost of capital (WACC).....	10
3.2.2 Kapitalverdimodellen (CAPM).....	11
3.2.3 Avkastning på den investerte kapitalen (ROIC) og avkastning på sysselsatt kapital (ROCE).....	11
3.2.4 Vekst.....	12
3.3 VERDSETTELSESMETODER.....	12
3.2.1 Balansebaserte metoder.....	13
3.2.2 Inntjeningsbaserte metoder.....	13
3.2.3 Markedsbaserte metoder.....	18
3.2.4 Opsjonsprisbaserte metoder.....	19
3.4 FASENE I LIVSSYKLUSEN FOR ET SELSKAP.....	20
3.4.1 Unge og nyetablerte selskaper.....	21
3.4.2 Vekst-selskaper.....	23
3.5 LEASING.....	24
3.6 VALG AV VERDSETTELSESMETODE.....	26
<b>4. STRATEGISK ANALYSE</b> .....	<b>27</b>
4.1 PORTER`S FIVE FORCES.....	27

4.1.1 Trussel fra potensielle inntrengere «Threat of new entrants».....	28
4.1.2 Brukernes forhandlingsmakt «Bargaining power of buyers» .....	30
4.1.3 Trusler fra substitutter «Threat of substitute products or services» .....	31
4.1.4 Leverandørens forhandlingsmakt «Bargaining power of suppliers» .....	33
4.1.5 Rivalisering blant eksisterende aktører «Rivalry among existing competitors» .....	34
4.2.6 Oppsummering Porters five forces. ....	35
4.3 BRANSJEANALYSE – PESTEL.....	36
4.3.1 Politiske og juridiske faktorer.....	36
4.3.2 Økonomiske faktorer. ....	37
4.3.3 Sosiokulturelle faktorer.....	41
4.3.4 Teknologiske faktorer. ....	41
4.3.5 Miljømessige faktorer.....	41
4.3.6 Oppsummering av PESTEL analysen.....	42
4.3.7 Finnes det strategiske fordeler i flybransjen? .....	44
<b>5. REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>45</b>
5.1 RAMMEVERK.....	45
5.2 FORUTSETNINGER.....	46
5.2.1 Fokus i analysen.....	46
5.2.2 ANALYSENIVÅ. ....	46
5.2.3 Analyseperiode.....	47
5.3 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	48
5.4 OMGRUPPERING AV REGNSKAPET FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE. ....	50
5.4.1 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler. ....	51
5.4.2 Skille mellom normale og unormale driftsposter. ....	56
5.4.3 Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet «dirty surplus». ....	56
5.4.4 Normalisert og justert EBIT og NOPLAT. ....	57
5.5 Nøkkeltallanalyse. ....	57
5.5.1 Soliditet. ....	58
5.5.2 Lønnsomhet. ....	59
5.5.3 Sektorspesifikke nøkkeltall.....	60
<b>6. AVKASTNINGSKRAV (WACC).....</b>	<b>63</b>
6.1 RISIKOFRI RENTE. ....	63
6.2 MARKEDSPREMIE.....	64
6.3 BETA.....	64

6.4 RENTE PÅ GJELD.....	68
6.5 ESTIMERING AV WACC.....	68
<b>7. FREMTIDSBUDSJETTERING.....</b>	<b>69</b>
7.1 DRIFTSINNTEKTER.....	70
7.1.1 Passasjerinntekter og tilleggsinntekter.....	70
7.1.2 Andre inntekter.....	72
7.1.3 Annen inntekt.....	72
7.1.4 Resultatandel fra tilknyttede selskaper.....	72
7.1.5 Oppsummering.....	72
7.2 DRIFTSKOSTNADER.....	73
7.2.1 Salg og distribusjon.....	74
7.2.2 Drivstoff.....	74
7.2.3 Flyleasing.....	74
7.2.4 Flyplassavgifter.....	75
7.2.5 Håndtering.....	75
7.2.6 Teknisk vedlikehold.....	75
7.2.7 Andre flykostnader.....	75
7.2.8 Lønnskostnader.....	76
7.2.9 Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivning.....	76
7.2.10 Andre kostnader.....	76
7.2.11 Andre tap/(gevinster).....	76
7.2.13 Oppsummering.....	77
7.3 NETTO FINANSPOSTER.....	77
7.4 EBIT OG NOPLAT.....	78
7.5 FREMTIDSBUDSJETTERT BALANSEOPPSTILLING.....	78
7.5.1 Driftsrelaterte anleggsmidler.....	79
7.5.2 Driftsrelaterte omløpsmidler.....	80
7.5.3 Driftsrelatert gjeld.....	80
7.5.4 Finansielle eiendeler.....	81
7.5.5 Finansiell gjeld.....	81
7.5.6 Egenkapital.....	82
7.5.7 Balansere balanseoppstillingen.....	82
7.6 INVESTERINGSRATE.....	85

7.7 ROIC.....	85
7.8 RESIDUAL INCOME (RI).....	86
7.9 DISKONTERT FRIKONTANTSTRØM (DCF).....	87
<b>8. VERDIBEREGNING/ENTERPRISE VALUE (EV).....</b>	<b>88</b>
8.1 ØKONOMISK PROFITT (RI) OG DISKONTERT FRI KONTANTSTRØM (DCF).....	88
8.2 TERMINALVERDI (TV).....	88
8.3 PRESENTASJON AV ENTERPRISE VALUE OG VERDI PER AKSJE.....	88
8.4 RELATIV PRISING.....	91
8.4.1 Price/Earnings (P/E).....	91
8.4.2 Price/Book (P/B).....	92
<b>9. SENSITIVITETSANALYSE.....</b>	<b>94</b>
9.1 ENDRINGER I NOPLAT.....	95
9.2 ENDRINGER I WACC.....	95
9.3 ENDRINGER I SKATTESATSEN.....	96
<b>10. OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....</b>	<b>98</b>
<b>11. KILDEKRITIKK OG SVAKHETER VED OPPGAVEN.....</b>	<b>101</b>
<b>12. REFERANSELISTE.....</b>	<b>103</b>
<b>VEDLEGG.....</b>	<b>110</b>
VEDLEGG 1: BEREGNING AV DRIFTSBETINGET LIKVIDER.....	110
VEDLEGG 2: EGENKAPITAL- OG GJELDSANDEL.....	111
VEDLEGG 3: BEREGNING AV EGENKAPITALRENTABILITET FØR SKATT.....	112
VEDLEGG 4: ESTIMERING AV 5-ÅRIG BETA MED MÅNEDLIG AVKASTNING.....	113
VEDLEGG 5: FORHOLDSTALL FOR PROGNOTISERTE DRIFTSINNTEKTER.....	115
VEDLEGG 6: FORHOLDSTALL FOR HISTORISKE OG PROGNOTISERTE DRIFTSKOSTNADER.....	116
VEDLEGG 7: PROGNOTISERT FREMTIDIG RESULTATREGNSKAP.....	117
VEDLEGG 8: FORHOLDSTALL HISTORISK OG FREMTIDIG BALANSEOPPSTILLING.....	119
VEDLEGG 9: PROGNOTISERT OPPTJENT EGENKAPITAL.....	121
VEDLEGG 10: TALLMATERIALE FOR METODENE P/E OG P/B.....	122



## Tabell

Tabell 1: Egenkapital og total kapitalmetoden gjengitt etter (Boye & Meyer, 2008) .....	16
Tabell 2: Resultat regnskap for Norwegian i perioden 2014-2010 i NOK (Norwegian Air Shuttle ASA, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014).....	48
Tabell 3: Balanse 2014-2010(Norwegian Air Shuttle ASA, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014).....	49
Tabell 4: Omgruppert resultatregnskap for perioden 2010-2014. Tall er i NOK 1000 ....	51
Tabell 5: Omgruppert Balanse for perioden 2010-2014. ....	56
Tabell 6: Normalisert og justert EBIT og NOPLAT for perioden 2010-2014. ....	57
Tabell 7: Egenkapital og gjeldsandel for perioden 2010-2014. ....	58
Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet for perioden 2010-2014. ....	60
Tabell 9: Sektorspesifikke nøkkeltall for perioden 2010-2014. ....	62
Tabell 10: Statsobligasjoner årsgjennomsnitt i perioden 2015-2010 (NORGES BANK, 2016).....	64
Tabell 11: Historisk oversikt for perioden 2010-2014.....	70
Tabell 12: Prognostiserte fly ved slutten av året og antall passasjerer. ....	71
Tabell 13: Prognostiserte driftsinntekter for perioden 2015-2024 og TV (Steady state). ....	73
Tabell 14: Prognostiserte driftskostnader for perioden 2015-2024 og TV (Steady state) AAN= Avskrivning, amortiseringer og nedskrivninger. ....	77
Tabell 15: Fremtidig EBIT og NOPLAT for perioden 2015-2024 og TV (Steady state). ...	78
Tabell 16: Fremtidig balanseoppstilling for perioden 2010-2024 og TV (steady state)..	84
Tabell 17: Investeringsrate for perioden 2010-2024 og TV (Steady state). ....	85
Tabell 18: Return On Invested Capital (ROIC). ....	86
Tabell 19: Prognostisert fremtidig Residual Income (RI). ....	86
Tabell 20: Prognostisert Free Cash Flow (FCF).....	87
Tabell 21: Verdi per aksje etter RI-metoden. ....	89
Tabell 22: Verdi per aksje etter DCF-metoden.....	89
Tabell 23: Sekvensiell verdi og Current Value 2015-2024 ved RI-metoden.....	90
Tabell 24: Sekvensiell verdi og Current Value 2015-2024 ved DCF-metoden.....	91
Tabell 25: Relativ prising ved P/E metoden. ....	92
Tabell 26: Relativ prising ved P/B metoden. ....	92
Tabell 27: Endring i NOPLAT og dets virkning på aksjeverdien.....	95
Tabell 28: Endring i WACC og dets virkning på aksjeverdien.....	95
Tabell 29: Endring i inntektsskatten og dets virkning på aksjeverdien.' ....	96

## Figur

Figur 1: The Five Forces that shape industry competition (M. E. Porter, 2008).....	27
Figur 2: Prislister (AIRBUS, 2014, 2015b; BOEING, 2015a) .....	28
Figur 3: Investor returns below cost of capital (IATA, 2015) .....	29
Figur 4: Utvikling oljepris 2008-2014 (DN, 2014) .....	40
Figur 5: Omgruppering av balanseposter .....	52
Figur 6: Regresjonsanalyse .....	66
Figur 7: Kursutvikling NAS og OSEBX fra mars 2011 .....	67
Figur 8: Relativ utvikling kurs NAS mot OSEBX fra mars 2011 .....	67

## **1 Innledning.**

### ***1.1 Bakgrunn.***

Da jeg skulle velge å skrive om et fagfelt innenfor masteroppgaven, falt valget veldig lett på verdisetting av foretak. Grunnen for at jeg valgte dette faget er fordi dette er et interessant fagfelt og noe jeg kunne ha tenkt meg å jobbe med. Det som er det interessante med dette fagfeltet er å se hvordan markedsverdien varierer over tid og hvilke faktorer som påvirker verdien.

I masteroppgaven har jeg valgt Norwegian Air Shuttle ASA. Grunnen for at jeg valgte dette selskapet er fordi Norwegian er et selskap som fra å ha startet med å operere i det norske innenriksmarkedet har utviklet seg til å bli det tredje største lavprisselskapet i Europa og det syvende største i verden. Gjennom tiden har utviklingen av selskapet ført til at langdistanseflygninger er blitt et viktig marked for selskapet. Utgangspunktet for denne masteroppgaven var å foreta en verdsettelse av datterselskapet «Arctic Aviation Asset». I tillegg ville jeg finne ut av hvor mye av Norwegian's markedsverdi ville tilfalle datterselskapet. Datterselskapets formål er å drive organiseringen av flyflåten og flyeierskap i tillegg til å lease ut fly til andre flyselskaper. Dette ble dessverre ikke mulig av flere grunner. Før det første ble overføringen av flyflåten ferdig i 2014. For det andre finnes det lite historisk regnskapsinformasjon og informasjon om fremtidige leaseavtaler. I tillegg ville det blitt altfor tidskrevende for denne masteroppgaven dersom jeg først skulle foretatt en fundamental verdsettelse av Norwegian og deretter datterselskapet. Dermed endte jeg opp med å foreta en verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA (NAS).

### ***1.2 Formål.***

Formålet med denne masteroppgaven innenfor verdivurdering av NAS er å kunne gi en handelsstrategi i forhold til gjeldende markedspris på Oslo Børs. Dette har medført til følgende problemstilling,

*«Hva er aksjeverdien for Norwegian Air Shuttle ASA per mai 2016? Hovedsakelig basert på regnskapsanalyse av inntjeningsbasert metode»*

På bakgrunn av svaret til denne problemstilling kan jeg gi en handelsanbefaling om kjøp, hold eller salg av Norwegian aksjer.

### ***1.3 Oppbygging av oppgaven.***

Oppgaven er strukturert etter fundamental verdsettelse.

I kapittel 2 gis det en bransjebeskrivelse, selskapsbeskrivelse og en redegjørelse av Ryanair og Easyjet som er Norwegians største konkurrenter.

I kapittel 3 presenteres det teoretiske fundamentet som består av rammeverk, verdidrivere, ulike verdsettelsesmetoder og en redegjørelse om leasing.

I kapittel 4 vil jeg foreta en strategisk analyse av bransjen og Norwegian ved hjelp av Porters five forces og PESTEL.

I kapittel 5 vil jeg foreta en regnskapsanalyse. Her vil jeg presentere rammeverk, analysenivå, Norwegians resultatregnskap, balanse, omgruppert resultatregnskap- og balanse og nøkkeltallsanalyse.

I kapittel 6 vil jeg redegjøre for avkastningskravet (WACC) og estimere WACC.

I kapittel 7 vil jeg foreta og redegjøre for fremtidsestimeringer av driftsinntekter, driftskostnader og balanseoppstilling.

I kapittel 8 presenteres blant annet Enterprise Value (EV) og relativ prising. Metodene som vil benyttes er Price/Earnings (P/E) og Price/Book (P/B).

I kapittel 9 vil jeg foreta sensitivitetsanalyse. Her vil jeg redegjøre for hvordan endringer innenfor NOPLAT, WACC og inntektsskatten vil påvirke verdiestimatet.

I kapittel 10 avsluttes oppgaven med en oppsummering og konklusjon om mine funn.

### ***1.4 Avgrensning.***

En verdsettelsesoppgave kan gjøres svært omfattende. Denne oppgaven er gitt en tidsfrist og dermed ble det nødvendig å foreta enkelte avgrensninger.

Som forklart tidligere måtte jeg avgrense oppgaven til kun verdsettelse av Norwegian og ikke datterselskapene. Dette førte til at jeg har benyttet de konsoliderte regnskapstallene. Min

fundamentale verdsettelse baserer seg kun på offentlig tilgjengelig informasjon. Hovedsakelig består det av årsrapportene til Norwegian i periode 2010-2014 og informasjon fra ulike nyhetsmedier. Det er ikke tatt hensyn til Norwegian sin årsrapport for 2015 i denne oppgaven. Når det gjelder konkurrenter valgte jeg å sammenligne Norwegian med Ryanair og Easyjet. Grunnen for dette er at Ryanair er det største lavprisselskapet i Europa og Easyjet er det neststørste. Når det gjelder konkurrentene til Norwegian, benytter de ulike regnskapsår. Norwegian sitt regnskapsår strekker seg fra 01.01-31.12 mens Ryanair og Easyjet har fra 01.04 til 31.03. Dette har jeg ikke hensyntatt og dermed utføres ikke eventuelle justeringer i regnskapstallene for å korrigere for effekten differansen i regnskapsåret måtte ha.

## **2. Bransje og selskapsbeskrivelse.**

I dette kapitlet skal jeg gi først gi en redegjørelse av flyselskaper, utvikling og Norwegians største konkurrenter.

### ***2.1 Bransjebeskrivelse.***

Flyselskapene opererer i et verdensomspennende marked, som deles inn i seks geografiske markeder; Sør-Amerika, Nord-Amerika, Europa, Afrika, Midtøsten og Asia-Pacific. I 2014 fraktet det globale markedet rundt 3,32 milliarder passasjerer og hadde en omsetning på rundt USD 746 milliarder, noe som tilsvarte rundt 1 % av verdens bruttoprodukt (IATA, 2014). Flyselskapene er i en kapitalkrevende bransje der marginene er lave. Nettoresultatet for verdens flyselskaper i 2014 havnet på USD 18 milliarder, resultatmarginen var 2,4 % og bransjen hadde en return on invested capital (ROIC) på 5,4 %.

Blant flyselskapene er det normalt sett to forskjellige forretningsmodeller. Den ene modellene er lavprisselskaper. Disse selskapene fjerner unødvendige kostnader for kundene som mat, seterreservasjon, bagasje og lignende. Dersom kundene ønsker disse tjenestene må de betale for det. I tillegg har lavprisselskapene en homogen flyflåte, som sørger for besparelser innenfor innkjøp, reservedeler, reparasjonskostnader og opplæring. Et fullserviceselskap er derimot det motsatte av et lavprisselskap. Fullserviceselskaper inkluderer det som en kan kjøpe i tillegg til billetten i lavprisselskapene. Det er også vanlig at fullservice flyselskapene opererer med høye driftskostnader som et resultat av at de er med i et flyselskapsnettverk. De har en normalt en variert flåte som er kostnadskreven ved at ulike flytyper krever ulik kompetanse og vedlikehold.

Jeg skal fokusere på det europeiske markedet. Blant de seks markedene er det europeiske markedet hardest å konkurrere i. Grunnen for det er fri konkurranse, økonomiske problemer i eurosone som fører til lavere driftsmarginer, høye skatter og avgifter, store regulatoriske krav og til dels ineffektivt infrastruktur (IATA, 2014).

## **2.2 Selskapsbeskrivelse.**

Norwegian ble etablert 22.januar 1993 av Bjørn Kjos. NAS er den tredje største lavprisselskapet i Europa og det syvende største lavprisselskapet i verden og har rundt 5.500 ansatte (Norwegian, 2016). Da Norwegian startet opp, tok de over en del av virksomhetene til Busy Bee of Norway A/S og selskapet bestod av en flyflåte på tre fokker F-50 og rundt 50 ansatte (Norwegian.no).

Bjørn Kjos har siden 2002 til i dag vært selskapets administrerende direktør og er selskapets største aksjonær med hans heleide selskap, HBK Invest AS med 25,02 % av aksjene (Proff.no, 2014). Selskapets markedsverdi per 23.03.16 var 11.371,57 millioner, prisen for en aksje var NOK 318 og det var utstedt 35.759.639 aksjer (Oslo Børs, 2016).

Norwegian har i dag et rutenettverk på over 400 ruter, fordelt på 130 destinasjoner i Europa, Midtøsten, Nord-Afrika, Thailand, Karibia og USA (Norwegian, 2016) I 2015 satte Norwegian en ny passasjerrekord med en oppgang på to millioner passasjerer fra 2014 til 25,7 millioner. Fyllingsgraden lå på 86 % noe som er en oppgang fra 2014-nivået på 81 % (Norwegian, 2016).

I løpet av årene har selskapet vunnet flere prestisjetunge priser. I luftfartsindustrien deles den prestisjetunge prisen Skytrax World Airline Awards, der passasjerer bedømmer over 200 flyselskaper fra hele verden. Norwegian har vunne hele fem priser siden 2012, herav tre av disse prisene som Europas beste lavprisselskap (2013-2015) og prisen verdens beste lavprisselskap for langdistanseflygninger i 2015. Norwegian har også vunnet en rekke priser av Passenger Choice Awards, der passasjerene gir tilbakemeldinger på en rekke områder. I tillegg vant selskapet i 2015 prisen for mest miljøvennlige transatlantiske flyselskap, The International Council on Clean Transportation (ICCT) (Norwegian.no).

### **2.2.1 Visjon og verdier.**

Norwegian har en filosofi som går ut på at de ønsker å gi alle en mulighet for å fly. Dette gjenspeiles i selskapets visjon, verdier, driftsprioriteringer og mål (Norwegian.no).

Norwegian har som visjon «Lave priser til alle». For å realisere denne visjonen vil selskapet tilby reiseopplevelser med høy kvalitet til konkurransedyktige lave priser kombinert med god og vennlig service. Virksomheten styres etter selskapets verdier (direkte, relevant og enkelt) og driftsprioriteringene (sikkerhet, service og enkelt).

Ut fra det overnevnte har selskapet som mål og være det foretrukne flyreiseleverandøren, skape høy lønnsomhet og høyt utbytte for aksjonærene. For å klare dette har selskapet blant annet hevdet at de skal,

- Rendyrke selskapets verdier.
- Opprettholde lave driftskostnader.
- Tiltrekke kunder med konkurransedyktige priser og gode reisemål.
- Tilby valgfrihet i form av tilleggstjenester og tjenester som passer den enkelte kunden.
- Sørge for et godt nettverk av populære ruter til hovedflyplasser for forretningsreisende og et attraktivt utvalg for ferierende.
- Ha en smal og flat organisasjon med raske beslutningsprosesser.
- Være nyskapende og utvikle kostnadseffektive produkter og tjenester av høy kvalitet.

### **2.2.2 Selskapsstruktur.**

I 2014 ble det besluttet at selskapet skulle reorganiseres for å sørge for internasjonal vekst og sikre seg nødvendige trafikkrettigheter. Målet med reorganiseringen var og bygge en struktur som ivaretar selskapets fleksibilitet og tilpasningsevne ettersom selskapet vokser og inntar nye markeder. Norwegian-gruppen består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA og dets heleide-datterselskaper (se nedenfor) og deleide Norwegian Finans Holding ASA der de eier 20 pst av aksjene. Datterselskapene er lokalisert i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Irland, Spania, Storbritannia og Singapore. (Norwegian.no),

Norwegian Air Shuttle ASA er morselskapet i konsernet og har hovedkontoret på Fornebu. Flyvirksomheten drives av morselskapet, sammen med de heleide datterselskapene Norwegian Air International Ltd (NAI) og Norwegian Air Norway AS (NAN). NAN er lokalisert på Fornebu og driver rutene fra de skandinaviske basene, mens NAI er lokalisert i Dublin. Det er morselskapet som driver flygningene fra følgende baser, London Gatwick, Helsinki, Madrid, Barcelona, Malaga, Alicante, Las Palmas, Tenerife, Bangkok, New York og Fort Lauderdale.

Norwegians datterselskap Arctic Aviation Asset Ltd (tidligere September Aviation Assets Ltd) med base i Dublin, er selskapets assetgruppe. Selskapet driver organiseringen av flyleieavtaler og flyeierskap.

Selskapet jobber med å opprette heleide ressurselskaper som har til hensikt å tilby faste lokale stillinger. I tillegg har selskapet Norwegian Brand Ltd (Dublin), som har som formål å



oppretholde selskapets varemerke og markedsføringsaktiviteter, Norwegian Holiday AS (Fornebu) som står for den delen av selskapet som driver med pakkereiser til kundene og Norwegian Finans Holding ASA, der selskapet gjennom søsterselskapet eier 20 % av aksjene i internettbanken Banknorwegian.no og herfra drives reward programmet til selskapet.

### **2.2.3 Selskapets flyflåte og destinasjoner.**

Ved slutten av 2014 opererte Norwegian med 402 ruter fordelt på 130 destinasjoner herav 47 av disse rutene ble til i løpet av 2014. Fra 2010 til 2014 har Norwegian økt rutenettverket fra 249 til 402 og antall destinasjoner har økt fra 97 til 130 (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

Norwegians flyflåte bestod ved utgangen av 2014 med 95 fly der gjennomsnittsalderen på flyene var 4,2 år. 18 av disse kom i løpet av 2014 og flyflåten bestod av 7 Dreamliner og 88 Boeing 737-800. I januar 2012 foretok Norwegian Europas største flyordre med Boeing og Airbus som bestod av en bestilling på 222 fly med levering fra 2016. Sammenlagt har selskapet 246 fly som er under levering (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

Jeg skal videre redegjøre for Norwegian sine lavpris-konkurrenter i det europeiske markedet, henholdsvis det største og neststørste selskapet.

### **2.2.4 Ryanair Ltd.**

Ryanair er Europas største lavprisselskap innenfor. Selskapet ble stiftet i Irland 1985 av familien Ryan, men ble børsnotert i Irland 23. August 1996. Selskapet har ruter til over 30 land, over 185 destinasjoner og 1600 avganger daglig. Selskapet har ruter til Europa og deler av Nord-Afrika. I 2015 utvidet selskapet rutenettverket med 143 nye ruter. Selskapet hadde en netto profitt etter skatt på €522,8 millioner i 2014 og i 2015 ble netto profitten €866,6 millioner, opp 66 pst. Selskapet hadde en passasjervekst på 11%, som tilsvarer 90,6 millioner passasjerer i 2015, en økning fra 81,7 millioner i 2014 og fyllingsgraden utgjorde i 2015 88%, opp 7% (Ryanair).

Flyflåten til Ryanair bestod i 2015 av 308 fly, opp fra 297 i 2014 og flyflåten består av flytypen Boeing 737-800. I 2014 la selskapet inn en bestilling på 180 nye Boeing 737-800 med levering fra 2014-2018. I 2015 la selskapet også inn en bestilling på 200 nye Boeing 700-Max 200 med levering fra 2019-2023. Dette vil si at selskapet har en rest på flybestillingen på godt over 250 i perioden 2016-2023. Snittalderen på flyflåten utgjorde i 2015 ca. 5,5 år (Ryanair).

Selskapets eiere består av private aksjonærer. Per 30.06.2015 var selskapet største aksjonær Capital Research and Management Company med 13,9% av aksjene. Markedsverdien på selskapet var per 24.03.16 €21,99 milliarder (YAHOO! FINANCE, 2016b). Dette utgjør ca. 206 milliarder NOK, når 1€= 9,35 NOK.

### **2.2.5 EasyJet PLC.**

EasyJet er Europas nest største lavprisselskap i flybransjen, og det største flyselskapet i Storbritannia. Selskapet ble stiftet i 1995, men ble børsnotert 22.november 2000. Selskapet har avganger til 31 land og til 735 ruter i Europa, Nord-Afrika og Vest-Asia. Selskapet utvidet med 95 ruter i 2015 og i 2016 skal de etablere over 90 nye ruter. EasyJet hadde i 2014 netto profitt på £450 millioner og i 2015 økte netto profitt med 21,78% til £548 millioner. Selskapet hadde en passasjervekst på 6,0% opp fra 64,8 millioner i 2014 til 68,6 millioner i 2015 og kabinfaktoren utgjorde 91,5% i 2015, opp 0,9% fra 2014 (Easyjet, 2015).

Flyflåten til EasyJet bestod i 2015 av 241 fly, opp med 15 fra 2014. Flyflåten består av 148 A319, 93 A320. Gjennomsnittsalderen til flyflåten var i 2015 6,2 år, opp fra 5,8 år i 2014. Selskapet opererte tidligere med Boeing-flytyper, men for å kutte kostnader skal de satse på flytyper av Airbus. I årene fremover planlegger selskapet å øke flyflåten sin med 56 A320 og 130 A320neo (Easyjet, 2015).

Selskapet eies av private aksjonærer og de to største aksjonærene er easyGroup Holdings Limited og Polys Holding Limited (Easyjet, 2015). Disse to aksjonærene eier 33,73% av aksjene. Markedsverdien til EasyJet er per 24.03.16 £5,94 milliarder (YAHOO! Finance, 2016a). Dette utgjør ca. 70 milliarder NOK, når 1£= 11,80 NOK.

### **3. Teoretisk fundament.**

Innledningsvis i dette kapitlet skal jeg presentere et rammeverk for den metodiske verdivurderingen. Deretter skal jeg gi et innblikk i hvilke drivere som skaper verdien i et selskap. Videre vil jeg kort gi en redegjørelse for de ulike verdsettelsesmetodene. Jeg vil kun gå i dybden på de metodene som er relevant for min verdivurdering i forhold til min problemstilling. Til sist avslutter jeg dette kapitlet med begrunnelse for valg av verdsettelsesmetode.

#### ***3.1 Rammeverk.***

Jeg vil bruke en modell som heter fundamental verdsettelsesmodell. Denne modellen går ut på å analysere data, deretter basere denne dataen på prognostisert fremtidig fortjeneste for deretter å finne en verdi (Boye & Meyer, 2008; Penman, 2010). Den fundamentale verdsettelsesmodellen kan gjennomføres ved trinnene nedenfor

##### *Kjenne bedriften.*

Dette trinnet handler om å få kunnskap om bedriften for å kunne verdsette et selskap. Med dette så dreier det seg om å få kjennskap til bedriftens produkter/tjenester, konkurranse situasjonen, lovmessige betingelser og innblikk i selskapets ledelse (Penman, 2010).

##### *Analysere informasjon.*

Dette steget dreier seg å gå i dybden av den analyserte informasjonen. En viktig kilde er årsregnskapet til et selskap. Det som også er av betydning er informasjonen som en kan finne utenfor årsregnskapet (Penman, 2010)

##### *Utvikle prognoser.*

I følge Penman (2010) er dette hoved-trinnet i en slik analyse. Dette argumenterer han ved at verdien i et selskap er påvirket av den framtidige fortjenesten selskapet regner med å ha. Det som er viktig her da, er valg av parametere som skal måle avkastningen.

### *Konvertere prognosene til en verdivurdering.*

Når man har gjennomført overstående trinn, er det neste å redusere tallmaterialet til en verdi som gjenspeiler selskapet. Et sentralt trekk i dette trinnet er å diskontere fortjenesten til nåverdi og justere verdien i forhold til risikoen.

### *Investeringsbeslutningen.*

I dette trinne skal den beregnede verdien sammenlignes med markedsverdien selskapet har. Markedsprisen er prisen på aksjen til selskapet. Den beregnede verdien kan være mindre, høyere eller lik markedsverdien. I det tilfellet der den beregnede verdien er mindre, er anbefalingen om å selge aksjer og er den beregnede verdien høyere bør man kjøpe aksjer. Dersom den beregnede verdien er lik markedsverdien vil det si at markedet er effektivt og man bør beholde investeringen (Penman, 2010).

## **3.2 Verdidrivere.**

Koller et al. (2010) påpeker at et selskap skaper verdi i framtiden ved å investere kapital (IC) i nåtiden for på sikt og genererer en kontantstrøm i fremtiden som vil gi en avkastning på den investerte kapitalen (ROIC) og som er større enn den veide gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). Det som også vil være av betydning for verdien på selskapet er veksten i selskapet. I forhold til Norwegian kan pris på billetter, utnyttelsesgraden av passasjerkapasitet og antall passasjerer ses på som nøkkeldrivere for selskapets inntjening, videre vekst og avkastning på IC.

### **3.2.1 Weighted average cost of capital (WACC).**

Den veide kapitalkostnaden er den avkastningen investorene forventer å få på investeringen i selskapet. For å finne nåverdien av fremtidig inntjening må man neddiskontere den frie kontantstrømmen med WACC. WACC kan utledes av følgende formel

$$WACC = \frac{Gjeld}{EK + Gjeld} * R_g (1 - s) + \frac{EK}{EK + Gjeld} * R_{ek}$$

Gjeld og egenkapitalgraden regnes i denne formelen ut ifra markedsverdi for gjeld og egenkapital.  $R_g$  er rente på gjeld,  $R_{ek}$  er egenkapitalens kostnad og  $s$  er skattesatsen. WACC

formelen bygger på spesielle forutsetninger. Det er at gjelden er konstant i forhold til egenkapitalen. Boye and Meyer (2008) anbefaler dersom selskapet har varierende forhold mellom egenkapital og gjeld om å bruke egenkapitalmetoden, mens Koller et al. (2010) anbefaler å bruke Adjusted Present Value (APV). Denne metoden vil bli redegjort for senere i dette kapitlet.

### 3.2.2 Kapitalverdimodellen (CAPM).

CAPM står for Capital Asset Pricing Model. Denne modellen benyttes ved utregning av egenkapitalkostnaden, men det finnes andre modeller som APT (Arbitrage Pricing Theory) og Fama-French sin trefaktormodell. Utgangspunktet for denne formelen er hentet fra (Koller et al., 2010:238) og er etter skatt.

$$R_{ek} = R_f (1 - s) + \beta * [R_m - r_f (1 - s)]$$

$R_f$  er den risikofrie renten og  $R_m$  er markedets avkastning.  $\beta$  er en risikojustering som reflekterer selskapets volatilitet, bedre kjent som beta og er et mål på markedsrelatert risiko. Beta verdien ligger som regel mellom 0,5-2,0.  $(R_m - R_f)$  er markedets risikopremie.  $1 - s$  er skatten på avkastningen eller skatten på aksjeutbyttet.

### 3.2.3 Avkastning på den investerte kapitalen (ROIC) og avkastning på sysselsatt kapital (ROCE).

ROIC (Return On Invested Capital) er viktig for verdiskapningen i et selskap. Koller et al. (2010:81) definerer formelen for ROIC på følgende måte

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

NOPLAT betyr for Net Operating Profit Less Adjusted Taxes og er overskuddet som genereres fra selskapets kjerneaktiviteter etter at beregnet skatt relatert til kjerneaktivitetene er fratrukket. IC er som beskrevet tidligere den investerte kapitalen og som tilsvarer den kumulerte investeringen for selskapet. Eksempler på den investerte kapitalen kan være arbeidskapital, anleggsmidler og driftsrelaterte omløpsmidler.

Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE) benyttes for å kartlegge om selskapet klarer å levere superprofitt. Med andre ord om selskapet leverer et resultat som overgår avkastningskravet til selskapet. Sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld og representerer den kapitalen som skal ha sin andel av verdiskapning (Gjesdal, 2007). Formelen er som følge,

$$\text{Sysselsatt kapital} = \text{Egenkapital} + \text{rentebærende gjeld}.$$

### 3.2.4 Vekst.

Som nevnt innledningsvis er vekst en viktig faktor verdiskapning samt at den er en viktig verdidriver. Koller et al. (2010:81) hevder at det som skaper mest mulig verdi for et selskap, er en balanse mellom vekstraten og avkastningen. Det som også er verdt å bemerke seg er at vekst kun skaper verdi når ROIC er større enn WACC. Et selskap som har en  $WACC > ROIC$  vil medføre til at selskapet taper penger, istedenfor å tjene. Dersom dette er et tilfelle for et selskap der ROIC er lav eller negativ, bør fokuset rettes mot å øke ROIC istedenfor å fokusere på vekst. Motsatt er det for selskaper som har en tilfredsstillende eller god ROIC, der fokuset bør rettes mot å øke veksten i selskapet. Vekst defineres som,

$$g = \frac{NOPLAT_t - NOPLAT_{t-1}}{NOPLAT_{t-1}}$$

### 3.3 Verdsettelsesmetoder.

Boye and Meyer (2008) hevder at man kan klassifisere verdsettelsesmetodene inn i fire grupper; balansebaserte, Inntjeningsbaserte, relativ prising og opsjonsprisingmodeller. De inntjeningsbaserte modellene kan videre grupperes inni kontantstrømbaserte modeller, dividende modeller og resultatbaserte modeller som er de mest vanligste metodene.

1. *Balansebaserte (aktivabaserte) metoder* der hovedideen er å finne verdien til hver enkelt aktivapost. En antar da at verdien til selskapet er summen av verdiene til de enkelte eiendelene.
2. *Inntjeningsbaserte metoder* der forventet inntjening danner grunnlaget for beregning av egenkapital verdien. Hovedideen er å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer.
3. *Markedsbaserte metoder* der hovedideen er å sammenligne et selskap med andre selskaper.

4. *Opsjonsprisinde modeller* der man ser hvordan fleksibiliteten til et selskap, dvs hvordan selskapet har mulighet til å tilpasse seg endrede markedsforhold.

Videre i dette kapitlet vil jeg gi en kort innføring i de ulike metodene som har til felles å beregne verdien på selskapet. Verdien vil være avhengig av hvilken metode man legger til grunn for beregningen. Den metoden som hevdes å være den beste er kontantstrømbaserte metoder. Denne metoden vil jeg gå litt mer i dybden på enn de andre metodene og presentere disse nedenfor.

### **3.2.1 Balansebaserte metoder.**

De vanligste metodene innenfor denne metoden er matematiskverdi, substansverdi og likvidasjonsverdi. Balansebaserte metoder tar utgangspunktet i regnskapsbalansen. Denne metoden bør kunne anvendes når det foreligger markedsverdier for eiendelene i et selskap. Når man verdsetter selskaper basert på balansebaserte metoder bruker man egenkapitalen som er differansen av eiendelene og gjelden (Boye & Meyer, 2008).

Boyer og Meyer (2008) påpeker at substansverdimetoden er best egnet når den reelle markedsverdien for eiendelene gjenspeiler den prognostiserte inntjeningen eiendelene forventer å ha. Når det gjelder likvidasjonsverdi er den kun aktuell når selskapet likvideres/avvikles. Denne metoden viser likvidasjonsverdien som eierne av selskapet sitter igjen med. Den matematiske-verdi metoden bygger på den regnskapsmessige verdien av virksomhetens egenkapital under forutsetningene til aksje og regnskapslovgivningen. Denne metoden kan avvike mye fra den bokførte egenkapitalen (Boye & Meyer, 2008).

### **3.2.2 Inntjeningsbaserte metoder.**

Inntjeningsbaserte metoder baserer verdivurderingen på forventet inntjening, uavhengig av reelle verdier. De inntjeningsbaserte kan splittes videre i flere modellkategorier. De vanligste er resultatbaserte modeller, utbyttmodellen og kontantstrømbaserte modeller.

#### *Resultatbaserte metoder.*

Boye and Meyer (2008) hevder at resultatbaserte metoder er mindre nøyaktige modeller. Dette er fordi resultatbaserte modeller baserer seg på det resultatet man har i dag,

representerer en tilnærming til fremtidig netto kontantstrøm. Et eksempel på resultatbasert metode er kort forklart nedenfor.

#### Normalresultatbaserte metoder.

Normalresultatbaserte metoder hevdes av Boye and Meyer (2008) å være mye brukt. Metoden går ut på at man beregner et antatt resultat i framtiden basert på de eiendelene man besitter i dag og resultatpotensialet ved at man analyserer historiske budsjetter og resultater. Denne metoden forutsetter at man må estimere antatt normalresultat i framtiden og realvekst, avkastningskrav, tidshorisont for kapitalisering og en eventuell restverdi ved slutten av tidshorisonten (Boye & Dahl, 1997).

#### Utbyttmodellen.

Det som skiller en utbyttmodell fra analysemetoden er at en trekker inn finansposter samt nedbetaling og opptak av gjeld inn i analysemodellen. Netto kontantstrøm er kontantstrøm til aksjonærene. I praksis kan dette bety at kontantstrømmen kan bli negativ i perioder med finansieringsbehov. Kaldestad and Møller (2011:37) definere dette som

*«Verdien av egenkapital er nåverdien av fremtidige dividender. Etter denne metoden må vi lage estimer på dividender fremover og diskontere disse med egenkapitalkostnaden»*

Denne modellen er svært ofte brukt i USA der selskapene betaler mer ut i utbytte (utdelingsforhold) enn hva det gjøres i Norge.

Norwegian har enda ikke den dag i dag besluttet å dele ut utbytte til sine aksjonærer. Dette kan komme av at selskapet er inne i en stor investeringsfase for tiden. Utbetaling av utbytte vil komme en gang i framtiden, muligens om 5-10 år. Denne metoden regnes for å være en av de beste å benytte i praksis, men i dette tilfellet er det lite hensiktsmessig å benytte denne metoden. Utbyttmodellen viser verdien av egenkapitalen, men jeg vil benytte metoder som viser totalverdien av selskapet og foretar en vurdering av eiendelene i selskapet.



### *Kontantstrømbaserte metoder.*

Som nevnt tidligere er det de kontantstrømbaserte metodene som er de mest vanlige og benyttede. Boye and Meyer (2008) forteller at de kontantstrømbaserte metodene, er metoder der verdien av egenkapitalen blir beregnet på grunnlag av estimert framtidig inntjening. Det finnes flere ulike kontantstrømbaserte modeller. De tre mest utbredte er Discounted Cash Flow (DCF), Diskontert økonomisk profitt (Residual income) og Adjusted Present Value (APV). Disse modellene vil jeg gi en redegjørelse av nedenfor.

#### Diskontert FCF

I et selskap finnes det eiere som har investert kapital i selskapet og som deretter forventer framtidige avkastninger fra selskapet. Disse økonomiske tilførselene fra selskapet kommer hovedsakelig gjennom utbytte til aksjonærene eller ved at aksjonærene selger aksjen ved en høyere kurs enn på oppkjøpstidspunktet. Selskapet på sin side må sørge for disse økonomiske tilførselene til selskapets eiere, og tilførselene kommer fra selskapets verdi som generes fra de framtidige kontantoverskuddene (Boye & Meyer, 2008; Koller et al., 2010).

Diskontert FCF-metoden går ut på at man diskonterer den frie kontantstrømmen med den totale kostnaden for investorkapital (WACC), dette gir «enterprise value». Noe av denne verdien tilhører kreditorene. For å finne verdien til aksjonærene må derfor kreditorenes andel trekkes fra «enterprise value». Denne metoden kan betegnes som totalkapitalmetoden. Den andre metoden er egenkapitalmetoden. Den eneste forskjellen mellom disse metodene er at totalkapitalmetoden tar utgangspunkt i resultatet etter skatt samt ser bort fra endringene i rentebærende gjeld, mens egenkapitalmetoden bruker resultat etter skatt for estimere overskuddet til egenkapitalen. Resultatet av disse metodene skal bli lik, men det forutsetter at man bruker samme faktor på avkastningskravet til begge metodene. Dette kan illustreres slik

<b>Egenkapitalmetoden</b>	<b>Totalkapitalmetoden.</b>
NOPLAT	NOPLAT
$\Delta$ Netto investeringer	$\Delta$ Netto investeringer
$-\Delta$ Arbeidskapital	$\Delta$ Omsetningsavhengige omløpsmidler
$\Delta$ Rentebærende gjeld	$\Delta$ Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	= Fri kontantstrøm til total kapitalen

Tabell 1: Egenkapital og total kapitalmetoden gjengitt etter (Boye & Meyer, 2008)

Kritikken mot å bruke egenkapitalmetoden framfor total kapitalmetoden ifølge Koller et al. (2010) er at det er vanskeligere å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapitalen og at man ikke har kartlagt den finansielle risikoen. Boyer og Meyer støtter kritikken til Koller. De anbefaler heller å bruke total kapitalmetoden i de fleste tilfeller. (Boye & Meyer, 2008).

Palepu and Healy (2008) mener at en normal fremgangsmåte for DCF-modellen består av tre trinn. Det første trinnet består i å lage prognoser i en bestemt periode for den frie kontantstrømmen. Titman and Martin (2011) beskriver dette som en planleggingsperiode. Boye and Meyer (2008) anbefaler at denne perioden strekker seg fra alt 5-15 år framover i tid og at man tar utgangspunkt i historiske regnskaper, gjerne de par siste års. Før en kan starte med framtidsbudsjetteringen må en ha foretatt en god regnskapsanalyse der man omgrupperer historiske regnskaper. Omgrupperingen består av å skille mellom drift og ikke drifts relaterte poster samt kapitalstruktur for å finne ROIC og FCF. Etter denne omgrupperingen er det mulig å finne NOPLAT og IC. Balansen omorganiseres for å finne den investerte kapitalen som er netto eiendeler summert sammen med selskapets arbeidskapital.

Etter at man har estimert forventede kontantstrømmer må man diskontere disse estimatene til dagens verdi ved hjelp av en diskonteringsfaktor. Denne faktoren er som ofte avkastningskravet. Ved egenkapitalmetoden finner man denne ved å bruke CAPM og ved total kapitalmetoden er det vanlig å benytte WACC. Det siste trinnet er kontantstrømmene etter planleggingsperioden. Titman and Martin (2011) kaller denne verdien for terminalverdi (TV) og denne kan utgjøre over 50 % av verdien i en verdsettelse. Når man bruker DFC-metoden i verdsettelse er verdien summen av fremtidige kontantstrømmer. Dette kan for eksempel illustreres ut fra følgende formel Koller et al. (2010)

$$TV_T = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g}$$

Det er vanlig å bruke Gordons formel, denne forutsetter konstant vekst. Formelen defineres som følgende av (Koller et al., 2010:113)

$$V_0 = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^t}$$

NOPLAT t+1 Er driftsresultat etter skatt etter planleggingsperioden. ROIC er Return On Invested Capital, RONIC er Return On New Invested Capital, som er forventet avkastning på framtidige investeringer. FCF er den frie kontantstrømmen. WACC er kapitalkostnaden og g er forventet vekst I NOPLAT, etter planleggingsperioden og selskapet går inn i en «Steady State» med stabil vekst.

#### Diskontert økonomisk profitt (Residual income)

Residual Income (RI) metoden skal gi samme resultat som diskontert frikontantstrøm-metoden. Dette vil da si at verdien kommer fra den diskonterte kontantstrømmen. Det som skiller DCF-metoden fra RI-metoden er at RI tar hensyn til den alternative kostnaden ved den investerte kapitalen, pluss/minus nåverdien av mer/mindreavkastningen som kapitalen skaper. Økonomisk profitt måler verdien av det selskapet genererer i en gitt periode. Dette kan defineres i følgende formel av (Koller et al., 2010:117)

$$RI_T = IC_{t-1} * (ROIC - WACC) \text{ eller } RI_T = NOPLAT_t - (WACC * IC_{t-1})$$

Som nevnt ovenfor bygger denne metoden på utgangspunktet i DCF-metoden. For å vise hvordan økonomisk profitt kan brukes i verdsettelse kan man starte med formelen for DCF-metoden.

Som det vises ovenfor, viser denne modellen hvordan verdsettelsen av et selskap stammer fra den summerte verdien av bokført verdi av investert kapital og nåverdien av all fremtidig verdiskapning. Det modellen også illustrerer er dersom avkastningen på den investerte kapitalen er lik avkastningskravet vil den bokførte verdien av investert kapital være lik verdien på selskapet (Koller et al., 2010).

### Adjusted Present Value (APV).

Når man verdsetter selskaper basert på DCF-metoden eller RI-metoden diskonterer man som regel fremtidige kontantstrømmer med en konstant WACC. Denne metoden er korrekt å bruke dersom selskapet har en stabil kapitalstruktur over tid. APV metoden er fornuftig å bruke dersom selskapet har en varierende kapitalstruktur Titman and Martin (2011). Et selskap med høy gjeldsgrad har større rentekostnader desto større skattebesparelser. Dersom man verdsetter et selskap som over tid vil endre sin gjeldsgrad mye og med en konstant WACC, vil man feilvurdere verdiøkningen forbundet med rentekostnaden og dermed skattelettelse forbundet med disse. For å løse dette kan man anvende to metoder, enten ved en årlig justering av WACC eller justert nåverdi-modellen. For å beregne APV kan følgende formel benyttes av (Koller et al., 2010:121)

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

Poenget med denne metoden er at man bruker to nye rentestørrelser som ikke kan observeres. Den ene er  $R_U$  (dersom 100% egenkapital finansiert) og den andre er  $R_{TXS}$  som er rente på skattekreditt.

### 3.2.3 Markedsbaserte metoder.

Som nevnt innledningsvis er hovedideen med markedsbaserte metoder å sammenligne et selskap med andre selskaper. Jeg vil kort fortelle om noen markedsbaserte metoder nedenfor.

#### *Relativ prising.*

Relativ prising er der man ser på sammenlignbare selskaper og hvordan disse er priset i markedet for deretter å bestemme verdien på eget selskap. Man må selvfølgelig korrigere for forskjeller i inntekspotensialet. Markedsprisen for slike selskaper er ofte lett å finne enten for aksjene omsettes på børsen eller ved at selskaper har nylig vært omsatt (Boye & Meyer, 2008). Denne metoden er en forholdsvis enkel metode å bruke siden den ikke krever flerårige prognosere for parametere som WACC, vekst og lønnsomhet. Denne metoden er mye brukt av analytikere på grunn av dens enkelhet (Palepu & Healy, 2008).

### *Price/Earnings (P/E).*

Denne metoden er den mest vanlige multiplikator metodene. P står for verdien av markedsprisen (aksjekursen) eller verdien av egenkapitalen, E står for ordinær resultat/ordinært resultat per aksje (Boye & Meyer, 2008:157) Dette gir da følgende formel

$$P/E = \text{Verdien av EK} / \text{Ordinært resultat} \Rightarrow \text{Aksjekurs} / \text{Resultat per aksje.}$$

### *Price/Book*

Price/Book er også en populær multiplikator-metode. Denne metoden ser på markedsverdien i forhold til bokført egenkapital. Formelen for denne metoden er som følge,

$$P/B = \text{Markedsverdi} / \text{Bokført egenkapital.}$$

### **3.2.4 Opsjonsprisbaserte metoder.**

Koller et al. (2010) hevder at kritikken mot kontantstrømbaserte metoder er deres evne til å inkorporere verdien av fleksibilitet og dermed undervurderer verdien av selskapets muligheter. Fleksibilitet i denne forstand dreier seg om å utnytte muligheter og endrede markedsførhold. De vanligste verdsettelsesmetoder tar sjeldent i betraktning fleksibilitet. For å kunne analysere fleksibilitet nøyaktig må man kunne beskrive et sett av valg ledere kan ta som et svar på fremtidige hendelser (Koller et al., 2010). Opsjonsprisbaserte metoder kan gjøre det mulig å verdsette et selskaps, hvor fleksibilitet står sentralt. En metode for verddivurdering av fleksibilitet er realopsjoner.

Opsjon defineres som,

*« A real option is the right, but not the obligation, to take an action (e.g., deferring, expanding, contracting, or abandoning) at a predetermined cost called the exercise price, for a predetermined period of time – the life of the option.»*

Flyelskaper har egentlig realopsjoner ettersom de kan kvitte seg med aktiva (flyene) siden det eksisterer et annenhåndsmarked for aktiva. Mun (2006) hevder at realopsjoner ikke er bare nyttige ved verdsettelse av et selskap gjennom dets strategiske valgmuligheter, men også som

et verktøy ved kapitalinvesteringer. Realopsjoner prissetter fleksibilitet. Det kan tenke seg at i et prosjekt er det bygd inn en opsjon. Denne opsjonen (valgmuligheten) skaper en fordel for ledelsen til å utøve skjønn enten før prosjektet eller i prosjektets levetid. Disse kan kalles for realopsjoner siden de ikke er av finansiell art (Bredesen, 2015)

Realopsjoner er en opsjon på en reell eiendelen. Det kan være vanskelig å verdsette en realopsjon med for eksempel diskontert FCF-metoden. Som en løsning på dette kan en bruke realopsjonspristeori. Kaldestad and Møller (2011) forteller at finansiell opsjon gir eier rettigheten men, ikke plikten til å kjøpe eller selge aksje til en bestemt pris. For et selskap kan en ha tilsvarende rett, men ingen plikt til å gjøre en bestemt investering. I en tradisjonell diskontert frikontantstrøm analyse, spesielt i situasjoner med stor usikkerhet kan verdien av fleksibiliteten undervurderes. Realopsjoner finnes i de fleste selskaper. Realopsjoner kan deles inn i tre hovedkategorier. Muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt og muligheten til å avhende et prosjekt. Realopsjoner må ha et underliggende aktiva som de priser i forhold til, og vis det finnes kun et prosjekt er der vanskelig å finne ut om den underliggende aktiva har riktig pris.

Mun (2006) hevder at i bransjer og industrier der fleksibiliteten er høy, egner det seg å bruke realopsjoner, eksempel i oljebransjen og luftfartsnæringen. Hvorvidt opsjonsprisbaserte metoder egner seg for Norwegian er heller lite tvilsomt. For Airbus og Boeing er realopsjoner mer relevant siden de driver med produksjon av fly som krever større ressurser, enn for kommersielle flyselskaper som Norwegian.

### ***3.4 Fasene i livssyklusen for et selskap.***

Når man skal verdsette selskaper, hevder Damodaran (2010) at man må finne ut hvor selskapet befinner seg i livssyklusen, siden dette har betydning for verdivurderingen. Han deler livssyklusen for et selskap inn i fire faser.

1. Unge selskaper.
2. Selskaper under vekst.
3. Modne selskaper.
4. Nedgående marked/selskaper.

Jeg vil kort redegjøre for disse stadiene i livssyklusen for å kunne identifisere hvor Norwegian Air Shuttle ASA og Arctic Aviation Assets befinner seg.

### 3.4.1 Unge og nyetablerte selskaper.

Eksempler på det som karakteriserer unge selskaper er ifølge Damodaran (2010),

- Ingen historikk: Unge selskaper har begrenset historie. De fleste av unge selskaper har kun historikk av driften for par år og den økonomiske historikken utgjør kun en liten andel.
- Liten eller ingen inntekt eventuelt driftstap: Som følge av at selskapene er unge, er inntektene små eller ikke eksisterende.
- Avhengig av egenkapital fra investorer: Unge selskaper er som regel avhengige av egenkapital fra private aktører (grunnleggeren av selskapet, venner/familie). Når selskapet vokser og trenger mer kapital går man til finansinstitusjoner.

Egenverdi (DCF) verdivurdering beskriver fire deler som skal løse egenverdi vurdering dilemmaet. Den normale fremgangsmåten, som er den første delen er å verdsette eksisterende eiendeler er ved å bruke regnskapet og regnskapshistorikk til å estimere kontantstrømmer og verdien av disse. Unge selskaper har lite eller ingen regnskapshistorikk og fraværet vil gjøre det vanskelig å vurdere hvordan inntektene fra eksisterende eiendeler vil forholde seg, dersom de makroøkonomiske forholdene endrer seg (Damodaran, 2010).

Den andre delen som er hovedtyngden for unge selskaper er å vurdere verdiene som kommer fra vekst. Her vil det også oppstå vanskeligheter, i første omgang om vi i det hele tatt kan verdsette selskapet på grunn av fravær av inntekter og mangelen på historisk tallmateriale. Dette vil si at vi ikke kan bruke vekst i inntektene som en input for å estimere framtidige inntekter (Damodaran, 2010).

Den tredje delen handler om diskonteringsrenten. Den normale fremgangsmåten for å vurdere risikoen knyttet til et selskap og diskonteringsrenten avhengig av tilgjengeligheten av markedsprisen på aksjer utstedt av selskapet. Dermed regner en beta for EK med tilbakegang på aksjens avkastning mot avkastningen på en markeds indeks, samt kostnaden av gjeld på gjeldene markedspris for offentlige handlede aksjer.

Unge selskaper gir noen utfordringer. For det første har ikke unge selskaper allmenn handlede aksjer. Dermed kan en ikke kjøre en regresjon av tidligere avkastninger for å få en EK-beta, eller bruke markedsrenten på gjeld. I tillegg er EK i et ungt selskap ofte holdt av investorer som enten er fullstendig involvert eller bare delvis involvert i selskapet. Dette vil medføre at

de vil ha en kompensasjon for en spesifikk risiko. Til slutt så er det svært ofte at EK i unge selskaper kan komme fra få kilder (Damodaran, 2010).

Den siste delen omhandler terminalverdien. Terminalverdien står for en stor del av den totale verdien i et vanlig selskap, og i unge selskaper er dette av enda større betydning. Damodaran (2010) hevder at terminalverdien kan stå for 90-100% eller mer enn 100% av nåverdien av et ungt selskap. Følgelig er det forutsetninger om når et firma vil nå stabil vekst for å kunne estimere terminal verdien og dens egenskaper i stabil vekst noe som har en betydelig innvirkning på verdien av et ungt selskap (Damodaran, 2010).

De karakteristikkene som er redegjort ovenfor, vil gi en større utfordring når man skal gi en vurdering av verdien av et ungt-selskap. Damodaran (2010) viser til følgende metoder en kan benytte for å verdivurdere unge selskaper fra et venturefond-tilnærming.

1. En starter med å estimere forventet inntjening i fremtiden. Det er vanlig å estimere inntjeningen i en tidsperiode for 2-5 år. Dette er i samsvar med når et venturefond planlegger å selge selskapet eller å børsnotere det.
2. Verdien på slutten av prognoseperioden vurderes ved å multipliserer inntjeningen i prognose perioden med PE-rate som offentlige omsatte selskaper i bransjen benytter. Dette kan illustreres ved følgende formel

$$\begin{aligned} & \textit{Verdi på EK på slutten av prognoseperioden} \\ & = \textit{Forventet inntjening}_t * \textit{prognosisert PE} \end{aligned}$$

Alternativt kan en bruke inntekten på slutten av prognoseperioden og multipliserer med inntekt multiplum som et børsnotert selskap handler med for å komme til en estimert totalverdi av selskapet (Enterprise Value).

$$\begin{aligned} & \textit{EV på slutten av prognose perioden} \\ & = \textit{Forventet inntjening}_t * \textit{Prognosisert EV/salg} \end{aligned}$$

3. Den estimerte verdien ved slutten av prognoseperioden diskonteres tilbake til  $t=0$  med WACC. Som regel er dette satt høyt nok til å dekke risikoen knyttet til virksomheten og risikoen for konkurs. Dette kan illustreres ved følgende formel



$$EK - \text{verdi idag} = \frac{EK \text{ verdi på slutten av prognoseperiode}_t}{(1 + \text{avkastningskrav})^t}$$

### 3.4.2 Vekst-selskaper.

Selskaper som er under vekst skiller seg ved størrelse, vekstutsikter og kan være spredt blant ulike bransjer. De har samtidig felles karakteristikk som gjør at vi kan foreta en verdsetting av selskaper som er under vekst. Damodaran (2010) hevder at selskaper som er under vekst har følgende likhetsstrekk,

- Dynamisk økonomi: Mesteparten av informasjonen som en trenger for å verdivurdere selskapet kommer fra deres finansielle rapporter (blant annet årsregnskapet, årsrapporter og kvartalsrapporter.) Felles for selskaper som er undervekst er at selskapene, gjennom de finansielle rapportene viser til at de er under forandring.
- Vekstfasen kjennetegnes av hurtigvoksende driftsinntekter samtidig som driftsresultatet «henger etter»
- Frakobling av størrelse: Markedsverdien på voksende selskaper, dersom de er åpent omsatt er som regel mye høyere enn den bokførte verdien.
- Gjeldsfinansiering: Voksende selskaper uansett bransje bruker å ta mindre gjeld i henhold til selskapets verdi eller markedsverdien. Dette er på grunn av at selskapene ikke har store nok kontantstrømmer som kan stå for mer gjeld eller de har ikke sikkerhet for høyere gjeld.

Jeg vil ikke gå igjennom mer av stadiene i livssyklusen fordi Norwegian air Shuttle ASA vil passe inn i fase 2: Voksende selskaper, mens Arctic Aviation Assets vil gå inn under fase 1: Unge selskaper. Etersom AAA er nytt for NAS men dette er en gammel selskaps modell i etablerte leasing-markeder. Grunnen for at det ble en kortredegjørelse for fase 2, er fordi vi kan bruke de vanlige verdsettelsesmetodene når vi skal vurdere selskaper som faller inn under fase 2.

### **3.5 Leasing.**

Det finnes hovedsakelig to former for leasing og det er finansiell- og operasjonell leasing. Det som hovedsakelig skiller disse to formene er hvem som har det finansielle ansvaret og risikoen knyttet til leasing eiendelen.

Operasjonell leasing også kalt Wet-leasing er når det følger med en person som bemanner det leasede anleggsmidlet (Olsen, 1997). Leasing tiden for denne formen kan variere fra timer til år, avhengig av hva anleggsmidlet skal brukes til, men er i utgangspunktet for et kortvarig forhold. Det som kjennetegner operasjonell leasing er at det er utleier (lessor) har ansvaret for blant annet vedlikehold, oppgradering og forsikring av anleggsmidlet (Olsen, 1997). Drury (1989) påpeker at det er noen momenter som må oppfylles for at en avtale kan klassifiseres som operasjonell leasing. Det første momentet er at det er knyttet vesentlig økonomisk risiko og kontroll som ligger på den som leier ut, altså utleier (lessor). Et annet moment er at eiendomsretten og bruksretten av anleggsmidlet foreligger hos utleieren og det er bruksretten som leases ut til leietakeren (lessee). Når det gjelder balansen skal ikke det leasede driftsmidlet føres i balansen, men kostnader forbundet med leasingen skal føres som en vanlig kostnad i regnskapet (Wainman, 1991). Et tredje moment er at nåverdien av kontantstrømmene som går fra leietaker til utleier, er mindre enn markedsverdien på det leasede driftsmidlet og heller ikke at leietakeren kan kjøpe det leasede driftsmidlet til en pris som er vesentlig under markedsverdien. Et siste moment er at det leasede driftsmidlet ikke må være så tilpasset leietakeren slik at de kan leie den videre ut til andre som har lignende formål.

Finansiell leasing av et driftsmiddel er en avtale der brukeren av driftsmidlet kommer til å overta eiendelen på et tidspunkt, eller har en opsjon til å kjøpe eiendelen til en gitt gunstig pris. Leietakeren er økonomisk forpliktet gjennom en avtale som regulerer leietiden, rentesats, innbetalinger og summen av innbetalingene. Verdien av en finansiell leasingavtale skal amortiseres og tas med i selskapets balanse som nåverdi av de fremtidige betalingene (Koller et al., 2010). Vider er det en annen metode i tillegg, men som ikke oppfyller kravene til finansiell leasing. Denne metoden kalles for operasjonell leasing der avtalens varighet er kort i forhold til eiendelens varighet. En av forutsetningene ved denne metoden er at leietakeren skal overlevere eiendelen etter avtalen utløper og dermed ikke overta eiendelen. Den regnskapsmessige behandlingen er at kostnaden ved leasing føres som en vanlig driftskostnad og eiendelen vises ikke i balansen, men bør stå i notene ved årsregnskapet.

Olsen (1997) forteller at det er tre metoder innenfor finansiell leasing. Den første er direkte leasing der leasingselskapet kjøper driftsmiddelet som leietakeren ønsker og det er utleier som har eierretten på driftsmidlet. Den andre er diskontert leasing der leietaker inngår en avtale med leverandøren, men det er leasingselskapet som betaler leverandøren for driftsmidlet. Denne formen kan være gunstig ved at dette gir en billigere avtale siden leietakeren gjør det meste av jobben selv (undersøkelser, kvalitetssikring og avtaleinngåelse). Den siste metoden er restverdileasing der leieperioden er forholdsvis kort og det foreligger en restverdi. Da kan leietakeren kjøpe driftsmidlet for en redusert pris som ligger under markedsverdien og dermed overtar eiendomsretten. Et annet utfall er at leietakeren fortsetter å leie driftsmidlet videre for en redusert pris.

Når et selskap låner penger til å kjøpe en eiendel, blir eiendelen og gjeld bokført i balansen. Driftskostnader, inkludert avskrivninger inngår i driftsresultatet for å bestemme netto driftsresultat. Kostnader forbundet med finansiering, dvs rente på gjeld som tilhører eiendelen, inngår ikke i driftskostnader, men er en del av finanskostnader. Dersom man derimot leaser den samme eiendelen, posterer man etter vanlige regnskapsregler periodens leiekostnader som driftskostnader. Som en del av leiekostnadene er da også finansieringskostnader. Som et resultat av dette vil selskaper som leaser eiendeler, få et lavere driftsresultat enn et foretak som selv eier den samme eiendelen. Dette kommer av at leiekostnaden inkluderer en implisitt rentekostnad. I tillegg vil eiendelene ikke vises i balansen. Ved beregning av ROIC kan det se ut som effekten av disse to regnskapseffektene vil motvirke hverandre, men effekten over og under brøkstreken av å korrigere fore en eiendel som er leaset, er ikke like stor. Et foretak som leaser eiendeler vil ha høyere ROIC før en korrigerer for leasing enn etter en korrigerer. Utgangspunktet er at foretaket leaser driftsaktive, og det er dette forholdet en skal korrigere for i en tenkt situasjon der samme selskap har aktiva og tilhørende finansiering. Dette kommer av at reduksjonen i driftsresultatet med leiekostnaden er normalt lavere enn reduksjonen i investert kapital på grunn av at en utelater eiendeler

En må justere på regnskapet og gjøre avkastningen på kapital og frikontantstrøm uavhengig kapitalstruktur der ROIC og leverage ratio vil endres etter justeringen. ROIC vil bli ledsaget av en tilsvarende nedgang i kapitalkostnaden og øke i gjeldsekvivalenter. Nettoeffekten er at verdivurderingen av egenkapitalen blir uendret. Justering av regnskapet og verdsettelsen av operasjonell leasing kan ifølge Koller et al. (2010) gjøres i tre trinn,

1. Omorganisere regnskapet til å reflektere operasjonell leasing på en korrekt måte. En må kapitalisere verdien av den leasede eiendelen i balansen, og gjøre likens justering av langsiktig gjeld.
2. Bygge en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad som reflektere justert gjeld til enterprice value. For å gjøre dette justerer man gjeld til belåningsgrad som inkluderer operasjonelle lease-avtaler.
3. Deretter beregner man verdien på selskapet ved diskontert frikontantstrøm på den justerte kapitalkostnaden. Deretter trekker en vekk den tradisjonelle nåverdien av operasjonell lease-avtaler fra enterprice value for å bestemme verdien på egenkapitalen.

Verdien for leasingsobjektet kan ifølge Koller et al. (2010) regnes etter følgende formel

$$Asset\ value_{t-1} = \frac{Leasingbetaling_t}{Kd + 1/levetid}$$

Betalt leasingkostnader omfatter både en rentedel og en avskrivningsdel (og gevinst til utleieselskapet). Rentedelen må tas bort fra NOPLAT, fordi den er en finansiell post. Asset value (AV) er verdien på objektet vi leaser og kd er lånerenten.

### **3.6 Valg av verdsettelsesmetode.**

Av de overnevnte metodene finnes det ingen fasit på hvilken metode man bør benytte ved verdsettelse. Jeg har valgt å benytte meg av diskontert økonomisk profitt metoden. Grunnen for at jeg valgte denne metoden er fordi det hevdes at denne har større troverdighet ettersom metoden er mer forankret i kjente tall. For å kontrollere resultatet vil jeg benytte diskontert frikontantstrøm siden disse metodene vil gi relativt like svar. Jeg vil også benytte relativ prising ved P/E og P/B metoden for å kontrollere funnene.

#### 4. Strategisk analyse.

I dette kapitlet vil jeg foreta en strategisk analyse av flybransjen. Grunnen for å foreta en strategisk analyse er fordi denne type analyse er en sentral del i en verdsettelsesprosess, siden selskapets strategiske posisjon har stor betydning for selskapets verdi. Hensikten med en slik analyse er å identifisere mikro og makroøkonomiske faktorer som påvirker Norwegian Air Shuttle ASA. Analysen skal se på hvordan interne og eksterne forhold påvirker selskapets strategiske posisjon i markedet og eventuelle konkurransefortrinn selskapet har.

Informasjonen som er ervervet gjennom strategisk analyse skal supplere tallmaterialet for å gi større bredde og dybde til verdsettelsen av selskapet, samt gi en mer relevant og nøyaktig verdivurdering. I tillegg er den strategiske analysen sammen med regnskapsanalysen en viktig grunnpilar for framtidsbudsjetteringen og ikke minst selve verdsettelsen av selskapet.

##### 4.1 Porter`s five forces.

Modellen «Porter`s five forces» er utarbeidet av Michael E. Porter og var publisert første gang i en artikkel fra 1979. Porter (2008) forteller at ved å analysere fem grunnleggende kreftene, vil man kunne måle konkurranseintensiteten i selskapets bransje og dermed kunne si noe om den strategiske posisjonen selskapet har i det aktuelle markedet. De fem grunnleggende krefter er trussel fra nye inntrengere, rivalisering blant eksisterende aktører, forhandlingsmakten til kunder, forhandlingsmakten til leverandører og trusler fra substitutter. Porters velkjente modell presenteres i figur 1.



Figur 1: The Five Forces that shape industry competition (M. E. Porter, 2008)

Jeg vil nå kort presentere de fem grunnleggende drivkreftene før jeg oppsummerer hvordan disse drivkreftene påvirker Norwegian Air Shuttle sin konkurransesituasjon innenfor luftfartsbransjen

#### 4.1.1 Trussel fra potensielle inntrengere «Threat of new entrants».

Ifølge Porter (2008) vil trusselen for nye etableringer og dermed nye inntrengere i markedet avhenge av hvor høy inngangsbarrierene er og hvordan de eksisterende aktørene i bransjen vil reagere på de nye aktørene. Barrierer mot potensielle inntrengere kan være stordriftsfordeler, byttekostnader, kapitalbehov, adgang til distribusjonskanaler og størrelse på eksisterende selskaper (Michael E. Porter, 2008). Det som vil påvirke intensiteten av konkurransen, kommer an på hvor lett det er for nye aktører å etablere seg i markedet (Johnson, Scholes, og Whittington, 2012).

Det som kjennetegner flybransjen er at det er en kapitalkrevende bransje, intensiv konkurranse, lave marginer, ledig flyplass kapasitet og regulatoriske krav på kommersiell flyvirksomhet, noe som vil medvirke til at denne bransjen kan være vanskelig å lykkes i.

Flybransjen er en kapitalkrevende bransje. Dette kommer av kostnadene ved å anskaffe seg en flyflåte som er tilstrekkelig for selskapets drift. Den gjennomsnittlige listepreisen for ulike flytyper er i USD millioner og er utarbeidet basert på Norwegian sin nåværende flyflåte og innfasing av andre flytyper.

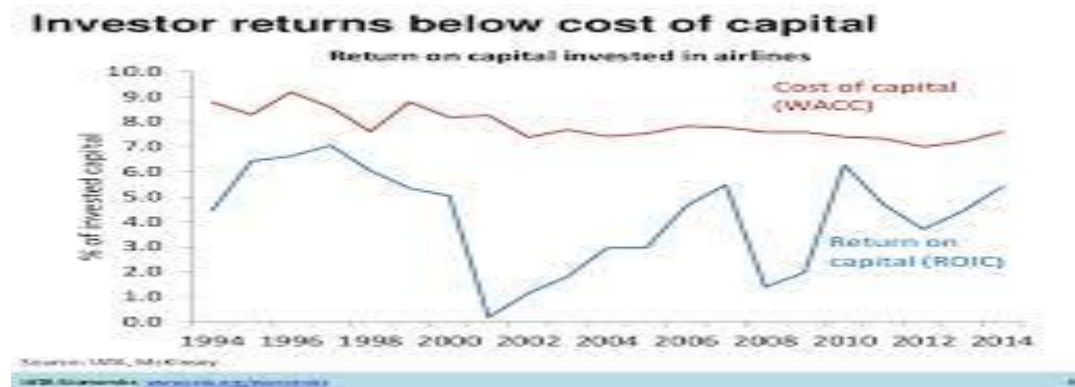
Flytyper	2014	2015
Boeing 737-800	93,3	96
Boeing 737 MAX 8	106,9	110
Boeing 787-8 Dreamliner	218,3	224,6
Airbus A320Neo	102,8	106,2

Figur 2: Prisliste (AIRBUS, 2014, 2015b; BOEING, 2015a)

Størrelsen på eksisterende aktører og intensiteten på konkurransen i markedet blant de store selskapene vil være av betydning for potensielle nyetableringer. De etablerte aktørene i markedet kan føle seg truet av eventuelle nye aktører og dermed intensivere konkurransen i markedet betraktelig. En vanlig forklaring på dette er at flyselskapene ønsker å beholde markedsandelene i de ulike markedssegmentene.

OBS, finn kilder!! I en rapport utgitt av International Air Transport Association IATA (2015) hevdes det at finansinstitusjoner som har stått for kapital til selskapene i flybransjen har fått bra igjen for risikoen, mens investorene derimot ikke har sett mye til avkastning på den

investerte kapitalen. Dette kommer på grunn av konkurranseintensiviteten, kostnadsnivået og andre utfordringer i bransjen. Investorene har måtte sett på at verdien av den investerte kapitalen har sunket gjennom tiden. I 2015 var det forventet at ROIC ville bli større enn WACC og dermed sørge for at investorene fikk tilstrekkelig tilbake for den investerte kapitalen. Forholdet mellom WACC og ROIC fra 1994-2014 kan illustreres i følgende figur,



Figur 3: Investor returns below cost of capital (IATA, 2015)

Det som menes med ledig flyplasskapasitet er tilgjengelig avgangstider, kalt slots. Dette er blitt et stadig økende problem da kapasiteten allerede er sprengt på grunn av den økende flytrafikken. I 2011 lanserte EU kommisjonen en lufthavnpakke for å møte den kommende utfordringen i lufttrafikken og kapasitetsutfordringen på flyplasser (Luftfartstilsynet, 2014). I denne pakken foreligger det tre regelendringer, en støyforordning, en forordning om lufthavnrelaterte tjenester og en forordning om tildeling av slots. Meningen med disse regelendringene er å få til en optimal utnyttelse av eksisterende og framtidig kapasitet på flyplasser og sikre en rettferdig konkurranse mellom flyselskaper og leverandører av tjenester på flyplassene.

Det siste jeg vil trekke inn som en inngangsbarriere er regulatoriske krav. For å kunne drifte et kommersielt flyselskap kreves det en godkjenning kalt Air Operator Certificate (AOC). Denne godkjenningen utstedes av tilsynsorganet for lufttransport i det gjeldende landet. For EØS og Europa gjelder samme godkjenning, utstedt av EU parlamentet. Tidligere var luftfartsbransjen preget av strenge regulatoriske krav og offentlige reguleringer. De siste årene har det skjedd en deregulering av lovverk som var til hinder for nye aktører. Dermed er det blitt større konkurranse i markedet. Dette gjenspeiles spesielt i andelen av lavprisselskapene som har tatt markedsandeler.

Siden flybransjen kjennetegnes av det overstående vil jeg si at trusselen for nyetableringer er moderat. Når det gjelder punktet om at flybransjen er en kapital krevende bransje vil jeg nevne at finansieringen for anskaffelse av fly gjøres stadig mer ved hjelp av leasing. Dette kan være med å bidra til å gjøre flybransjen mer attraktivt ettersom behovet for kapital er mindre samtidig som det er mindre regulatoriske krav som hemmer konkurransen. Etter min mening er det som trekker trusselen for nyetableringer opp, flyplasskapasiteten (slots). Som det kommer fram av EU kommisjonen, er kapasiteten sprenget ved europeiske flyplasser. På bakgrunn av dette konkluderer jeg at trusselen for nyetableringer moderat, men trusselen for økende konkurranse blant eksisterende selskaper er høy.

#### **4.1.2 Brukernes forhandlingsmakt «Bargaining power of buyers»**

Roos et al. (1996) Hevder at kunder er som regel interessert i å oppta produktet/tjenesten til en redusert pris, oppnå bedre kvalitet eller bedre/mer service. Dette kan ha store innvirkninger på lønnsomheten. Derfor vil kundenes forhandlingsmakt spille en sentral rolle. Eksempelvis kan følgende forhold bidra med å øke forhandlingsmakten til kundene (Johnson et al., 2012; Roos et al., 1996),

- Produktene er standardiserte eller udifferensierte.
- Kundegruppene er små i markedet eller at kundene kjøper i store kvanta.
- Det finnes god tilgang på informasjon for kundene.
- Kostnadene forbundet med produktet er av betydning for kunden.

Jeg vil forklare kundenes forhandlingsmakt ved de forholdene som er nevnt ovenfor. Når det gjelder primærtjenesten som leveres av flybransjen, som er selve flyreisen, er den standardisert og udifferensiert. Brukerne av primærtjenesten har som mål å komme seg fra en destinasjon til en annen destinasjon, men formålet med reisen kan variere avhengig av kundegruppen.

Når det gjelder kundegruppene til et flyselskap kan man dele kundegruppene mellom forretningsreiser og fritidsreiser. Både forretningsreisende og fritids-reisende har som mål å komme seg til en destinasjon i sammenheng med enten jobb eller private formål. Selskaper som er store kunder av flyselskapene kan ha en viss grad av forhandlingsmakt. Dette er fordi selskaper som kjøper i store kvanta har en viss forhandlingsmakt ovenfor selskapene ved forhandlinger om pris på reiser. Når det gjelder fritidsreiser er har kundene en grad av forhandlingsmakt gjennom valg av selskap basert på priser, ekstra tjenester, sikkerhet,



punktlighet, komfort, omdømme o.l. O'Connell and Williams (2005) hevder at det er så marginale forskjeller mellom flyselskaper og derfor er pris en vesentlig faktor. Kundene til et flyselskap har også forhandlingsmakt gjennom tilgang på informasjon.

Ved hjelp av internett, er det blitt lettere for kunder å innhente informasjon fra ulike kilder om tjenestene som de etterspør. Kundene får lettere informasjon om selskaper gjennom ulike søkemotorer på internett som Expedia, Momondo, Supersaver o.l. Her får kundene nærmest perfekt informasjon om de beste tilbudene til det ønskelige reisemålet og kan dermed velge det tilbudet. Dette vil også bidra til at kundene får større forhandlingsmakt ved at de velger det tilbudet som passer best. Det siste forholdet jeg vil se på er byttekostnadene for å bytte flyselskap.

Byttekostnadene for kundene ved å velge flyselskap er svært lave. De fleste flyselskapene tilbyr lojalitetsprogrammer som skal bidra til å øke byttekostnadene. For Norwegian sin del er det det Norwegian Reward som er deres lojalitetsprogram. Lojalitetsprogrammene er ingen hindring for kundene ved å velge det selskapet som tilfredsstiller kundens behov. Dette er fordi kundene kan ha medlemskap i samtlige av selskapenes lojalitetsprogrammer.

På bakgrunn av disse forholdene vil jeg konkludere med at kundenes forhandlingsmakt er høy. Dette er fordi tilgangen på informasjon er lett, byttekostnadene er lave og produktet som tilbys er standardisert og udifferensierte. I tillegg vil jeg nevne at kundene kan ha forhandlingsmakt ved at de ønsker destinasjoner som ikke et selskap har, som kan føre til at selskapet taper markedsandeler. Dette kan føre til at et selskap velger å opprette ruter til destinasjoner som selskapet ikke nåværende betjener.

#### **4.1.3 Trusler fra substitutter «Threat of substitute products or services»**

Roos et al. (1996) hevder at det er viktig å identifisere forhold knyttet til mulige substitutter som kan dekke de samme funksjonene som selskapet tilbyr. Grunnen for dette er, at selskapet kan lage en strategi som tar hensyn til disse substituttene. Porter (2008) har en lignende mening om substitutter. I tillegg mener han at nære substitutter vil legge begrensninger på selskapets prisnivå på produktene og som vil da ha konsekvenser for lønnsomheten.

Ved kommersielle flyselskaper vil transport av mennesker være primærtjenesten. Det som kan regnes som de nærmeste substituttene for kommersielle flyselskaper er bil, buss, tog og båt. Når det gjelder bil og buss anser jeg disse fremkomstmidlene som ikke relevante substitutter for fly på grunn av transporttiden disse vil medføre. Trusselen for at båt kan ta

passasjerer fra kommersielle flyselskaper vil være avhengig om det er forretningsreisende eller fritids-reisende. Når det gjelder forretningsreisende vil båt ikke utgjøre noen trussel for flyselskaper. Grunnen er at forretningsreisende har et yrkesmessig formål med reisen og at selskapene de representerer må stå for kostnadene. Trussel fra båt kan være til stede når det gjelder fritidsreiser men dette vil også være avhengig med formålet med reisen for denne kundegruppen. Dersom formålet med denne reisen er opplevelser kan cruiseskip gi en helt annen opplevelse enn en flyreise. Cruiseskip har som regel flere destinasjoner de går innom under en tur og dermed får kundene flere opplevelser og inntrykk enn ved en flyreise til en bestemt destinasjon. Når dette er sagt så vil kostnadene ved å reise med et cruiseskip som regel være betydelig større enn å reise til en destinasjon med fly så jeg anser da trussel fra båt som lav.

Det som kan utgjøre en reell trussel for kommersielle flyselskaper er tog, nærmere sagt hurtigtog. Selv om høyhastighetstog er mer langsom enn fly, vil dette utgjøre en trussel for flyselskapene (Pearce, 2013). Her vil graden av trusselen være avhengig om det er kort, mellomlang eller langdistanse mellom destinasjonene. Ved langdistanser vil trusselen være liten for at hurtigtog skal overta markedsandelene på grunn av reisetiden. Når det gjelder kort og mellomlang distanser vil trusselen være større. Dette er av flere årsaker, blant annet avgangssted, ventetid, sikkerhet, komfort og forbedret kommunikasjonsteknologi.

Hurtigtogene har som regel avgangssted fra bysentrum noe som vil bespare kundene for reisetid siden de slipper å komme seg til en flyplass. Ventetiden vil også være mindre ved bruk av hurtigtog siden tidsbruken på en togstasjon er mindre kontra tidsbruken på en flyplass. Sikkerheten på en flyplass er krevende enn sikkerheten på togstasjoner og for kunder som finner sikkerhetsprosedyrene på flyplasser krevende og til dels krenkende kan alternativet heller å benytte seg av hurtigtog.

Til slutt vil jeg trekke fram komfort og kommunikasjonsteknologi. Komforten ved å benytte hurtigtog kan være en avgjørende faktor for de som reiser gjennom bedre sittekomfort, mulighet til å handle fra en kiosk evt en restaurant, mulighet for «Stille» lugarer samt at det kan finnes mulighet for å sove i en seng. Kommunikasjonsteknologien utgjør også en betydelig trussel faktor spesielt for forretningsreisende. Etersom kommunikasjonsteknologien forbedres kan det være mer aktuelt for selskapene å sende sine ansatte med tog. For det første er tog kostnadsbesparende, for det andre er det mer

miljøvennlig og de ansatte kan være tilgjengelig via mobil/internett i større grad enn hva de kan være om bord på et fly.

På bakgrunn av dette vil jeg konkludere med at trusselen for substitutter er moderat, men samtidig stigende. Dette gjelder selvfølgelig spesielt for kundegruppen forretningsreisende. Et eksempel for at moderne tog kan være en trussel for NAS, er togstrekningen mellom Oslo og Stockholm.

#### **4.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt «Bargaining power of suppliers»**

Leverandørenes forhandlingsmakt kan ses på som et speilbilde av kundenes forhandlingsmakt. Leverandørene kan komme med betingelser som fører til lavere lønnsomhet i bransjen. Leverandørenes forhandlingsmakt i praksis kommer ofte frem gjennom økte priser eller å redusere kvaliteten på det selskapet kjøper fra leverandøren (Johnson et al., 2012; Roos et al., 1996). Jeg vil trekke inn forhold som flyprodusenter, flyplass og fagforeninger som kan forklare leverandørenes forhandlingsmakt.

Det første jeg vil se på er flyprodusenter. Det er hovedsakelig to produsenter som preger det globale flyprodusentmarkedet. Det europeiske selskapet Airbus og det amerikanske selskapet Boeing. Disse to selskapene har duopol når det kommer til produksjon av flytyper som brukes i kommersielle flygninger (Harrison, 2011). Etersom at det hovedsakelig er kun to flyprodusenter som forsyner de kommersielle flymarkedet vil det påvirke prisene på flytypene. Dette kommer av at konkurranseintensiteten blant disse to produsentene er høy og dermed har disse produsentene forhandlingsmakt mot flyselskapene (Olienyk & Carbaugh, 2011). Et eksempel kan være at NAS får gode tilbud både fra Airbus og Boeing og velger det beste om ikke de velger begge tilbudene. Når NAS har valgt leverandør har du bundet seg til det selskapet som leverer flyene

Det neste forholdet som kan bidra til å styrke leverandørenes forhandlingsmakt er leverandører av flyplasser. Det har vært en økning av alternative flyplassstilbydere rundt de europeiske hub-flyplassene de siste årene, men normalt sett har flyplasser vært drevet av monopolister. Monopolkonsensjoner er utstedt av lokale eller statlige myndigheter, og dette er fortsatt normalen. Siden leverandørene har monopol vil de ha en stor forhandlingsmakt ovenfor flyselskapene, noe som igjen kan føre til høyere kostnader og lavere fortjeneste (The Economist, 2014).

Det siste forholdet som kan påvirke leverandørens forhandlingsmakt er fagforeninger. Fagforeningene har stor makt gjennom deres medlemmer grunnet den sterke posisjonen de har i norsk arbeidsliv. Fagforeningene kan påvirke selskapenes fortjeneste gjennom lønnsforhandlinger og i verst mulig utfall streik. Et eksempel på fagforeningenes makt er streiken Parat og Den skandinaviske pilotforeningen startet i 2015. Dette medførte at 2000 flygninger i Skandinavia ble kansellerte og Norwegian satt igjen med et tap på kr 350 millioner (DN, 2015).

#### **4.1.5 Rivalisering blant eksisterende aktører «Rivalry among existing competitors»**

Rivalisering blant eksisterende aktører er selskaper som kan tilby de samme produktene/tjenestene til samme kundegruppe. Så vel som de fire tidligere nevnte drivkreftene finnes det andre forhold som direkte påvirker graden av rivalisering blant eksisterende aktører. Det kan være forhold som, der konkurrentene er lik i størrelse, kan føre til rivaliserende atferd der den ene forsøker å få dominans over andre, bransjens vekstrate der selskapet prøver å vokse med markedet, høye utgangsbarrierer som øker rivaliseringen og lav differensiering av produktene/tjenestene (Johnson et al., 2012).

Rivalisering blant etablerte konkurrenter skjer via mange former. Det kan være pris-krig, lansering av nye produkter, reklamekampanjer og service forbedringer. Rivalisering blant eksisterende aktører avhenger først og fremst av intensiteten selskapene konkurrerer med og på hvilket grunnlag de konkurrerer på. Konkurransen på andre faktorer enn pris kan være på produktegenskaper, støttetjenester, leveringstid etc. Dersom rivaliseringen er fokusert på disse faktorene kan det forbedre verdien for kundene og dermed heve barrieren mot nye aktører (Michael E. Porter, 2008).

Som nevnt tidligere i dette kapitlet preges flybransjen av høy konkurranseintensitet på grunn av flere forhold som bidrar til å øke rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter. Den største faktoren som kan øke rivaliseringen blant eksisterende aktører er at primærtjenesten er standardisert og udifferensiert. For kundene er en flyreise kun en flyreise der den utslagsgjørende faktoren er prisen. Kunder som er prissensitive og som har lett tilgang på informasjon vil velge det billigste alternativet. Pearce (2013) forteller at flybransjen sitter på økonomiske forhold som er gunstige for priskrig. Gjennom de siste årene har flyselskapene klart å senke kostnadene per fly samtidig som marginalkostnaden for å frakte en ekstra

passasjer er ubetydelig. Dermed har flyselskapene gode insentiver på å selge de gjenværende ledige setene til redusertpris.

Sett i lys av at flybransjen selger en primærtjeneste som er standardisert, udifferensiert, prissensitive og de økonomiske forholdene som ligger til rette i flybransjen vil jeg si at graden av rivalisering blant eksisterende kunder er høy.

#### **4.2.6 Oppsummering Porters five forces.**

Det er høy konkurranseintensitet i flybransjen. Årsaken for økt konkurranseintensitet er fordi det er blitt lavere adgangsbarrierer gjennom enklere tilgang til distribusjonskanaler og markedet gjennom dereguleringer av regulatoriske krav innenfor flybransjen. I tillegg er det lettere å finansiere en flyflåte som møter markedets behovet gjennom leaseavtaler. Kundernes forhandlingsmakt er høy når det gjelder den kommersielle virksomheten innenfor lufttrafikk. Dette er fordi gjennom online søkeportaler finner kundene det alternativet til den prisen de ønsker. Prisen for kundene er en viktig faktor når de skal velge hvilket selskap de ønsker å benytte. Årsaken til at prisen spiller en sentral rolle er fordi produktene flyselskapene leverer er homogene produkter som er standardisert og skiller seg lite ut i forhold til konkurrentenes.

Forhandlingsmakten blant leverandørene er også høy i flybransjen. Dette er fordi det hovedsakelig er to flyprodusenter som produserer flytypene som brukes i markedet for lufttrafikk. I tillegg fungerer flyplassene som et monopol og bak de ansatte står det sterke fagforeninger som forhandler arbeidsvilkår på deres vegne. Når det gjelder trusselen fra substitutter, fant jeg ut at den var medium. Grunnen for det er at utviklingen av høyhastighetstog og bygging av høyhastighetsnett er økende. I tillegg er det store teknologiske utviklinger på kommunikasjonsfronten. I en presset økonomi må selskapene kontinuerlig føre god kostnadskontroll for å overleve og dermed kan høyhastighetstog være et alternativ for reisende. I tillegg kan de som er på forretningsreiser benytte en større del av reisetiden deres på arbeid gjennom bedre arbeidsplass og tilgang på å bruke internett/telefon. Det siste jeg så på var graden av rivalisering blant eksisterende aktører og som jeg vurderte til høy. Grunnen for dette var at det ligger økonomiske forhold til rette for en tøffere konkurranse blant de eksisterende aktørene.

### **4.3 Bransjeanalyse – PESTEL.**

PESTEL er et rammeverk som har som formål å kartlegge makroøkonomiske forhold som politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige. Ved å bruke en slik analyse får en omfattende oversikt over faktorer som påvirker selskapets suksess eller fiasko (Johnson et al., 2012). Roos et al. (1996) hevder at PESTEL kan brukes som et grunnlag for å stille seg spørsmål som er relevant for selskapet både i nåtid og i framtiden. Videre sier de at en slik analyse kan være et nyttig hjelpemiddel for å kartlegge kritiske nøkkelfaktorer i omgivelsene og avdekke hvordan ulike eksterne faktorer har innvirkninger på selskapet. I PESTEL analysen har jeg valgt å slå sammen politiske og juridiske faktorer fordi jeg mener disse vil omhandle de samme faktorene.

#### **4.3.1 Politiske og juridiske faktorer.**

Kommersielle flyselskaper som opererer i flere land vil være underlagt tverrpolitiske reguleringer som medfører påvirkninger for selskapene. Gjennom de siste tiårene har flyindustrien blitt deregulert og liberalisert. Dette medførte at flaggbærerene innenfor flybransjen som ofte var statlig eid enten ble privatisert eller delprivatisert, som igjen førte til at monopolene i bransjen ble oppløst samt at adgangsbarrierene ble redusert. Gjennom «Open Skies Agreement» og EUs prinsipp om frimarkedskonkurranse ga dette muligheten for europeiske flyselskaper til å ekspandere til USA (U.S. Department of State, 2007/2010) til EU og EØS stater. Jeg vil videre gi eksempler på hvordan politiske faktorer er av betydning for flyselskaper.

For Norwegian sin del har deregulering og liberalisering av flybransjen medført til at selskapet har opprettet baser blant annet i Storbritannia, Spania, Finland, Thailand og USA (Norwegian.no). Gjennom nyetableringer verden rundt vil Norwegian være i stand til å inntre i nye markeder samtidig som selskapet får konkurrere med de mest kostnadseffektive flyselskapene på global basis (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014). I årsrapporten for 2014 er det politiske faktorer som hindrer Norwegian til å inntre det amerikanske markedet helt og som Norwegian hevder er i strid med EU-USA sin «Open Skies Agreement». I dag har Norwegian full rett til å operer med fly og besetning fra Norwegian Air Shuttle ASA (NAS) med AOC utstedt av Norge, men ikke med Norwegian Air International Ltd (NAI) med AOC utstedt av Irland. I en artikkel fra E24 (2015a) kommer det frem at denne saken er svært betent og at USA er delt i to. På den ene siden som er imot at NAI skal få tilgang til markedet er politikere, fagforeninger og amerikanske flyselskaper. Disse motpartene argumenterer for at

Norwegian driver med sosial dumping, utnyttelse av asiatisk besetning og har en feil forretningsmodell. Kjos på sin side hevder at motpartene er redd for konkurranse som støttes av den andre delen. Denne delen består av resterende politikere, flyprodusenten Boeing og en samlet amerikansk reiselivsbransje. Kjos underbygger påstanden med at Norwegian var det første selskapet til å bryte det transatlantiske oligopol bestående av de tre største alliansene som kontrollerte 87 % av markedet og som vil tilby det amerikanske folk non-stop flights til en lavpris (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

Kjos forteller videre at denne søknaden trolig ikke vil bli behandlet før etter kongressvalget siden denne saken er svært betent. Samtidig understreker han at dersom ikke NAI skulle få denne tillatelsen, vil de da bruke NAS for rutene til USA (E24, 2015a).

I 2015 besluttet stortinget å innføre en flyseteavgift. Denne avgiften vil få store konsekvenser for det norske markedet. Flyplassjefen ved Rygge hevder at denne avgiften kan bety kroken på døren for flyplassen. Grunnen for dette er, dersom avgiften på 80kr pluss moms innføres vil de ikke være konkurransedyktige ovenfor Ryanair og Ryanair vil da flytte flyene sine fra Rygge (Dagbladet, 2015). I en artikkel av itromso (2015) skrives det at dersom avgiften vil bli innført vil dette kunne medføre rutekutt på kommersielle ruter som ikke er beskyttet av staten.

#### **4.3.2 Økonomiske faktorer.**

For flyindustrien er det spesielt par viktige makroøkonomiske faktorer som økonomisk vekst, rentenivå, valuta og oljepris.

I flybransjen er økonomisk vekst den viktigste driveren for etterspørsel av flyselskapenes produkter. Grunnen for at dette er den viktigste driveren er at etterspørselsveksten i flybransjen har gjennom historien vært en multiplikator for den økonomiske veksten. Etterspørselsveksten i flybransjen har siden 1970 mer enn tidoblet seg, mens verdens bruttoprodukt har økt tre-fire ganger (Pearce, 2013). Airbus og Boeing hevder at multiplikatoren er høyere i de fremvoksende økonomiene, mens den er lavere i de utviklede. Multiplikatoren for Europa gjennom de neste 20 årene er forventet å være på cirka 2,1 av Airbus, mens Boeing har forventet at multiplikatoren vil ligge på 3,1 (Airbus, 2015a; Boeing, 2015b).

Som nevnt ovenfor er utviklingen av verdensøkonomien viktig for flybransjen. I DNBs økonomiske utsikter fra januar 2016 viser det til hvordan situasjonen er for verdensøkonomien (DNB, 2016).

## **Verdensøkonomien.**

Til tross for store og små utfordringer i året som gikk var fortsatt veksten i verdensøkonomien brukbar (DNB, 2016). BNP steg med 3 pst mot 3,6 pst i forgående år. Verdensøkonomien stod for  $\frac{3}{4}$  mens Kina sto ene og alene for halvparten av det resterende. Derfor er Kina svært viktig for verdensøkonomien. Videre kommer det frem at det er vekst og forventet vekst i industrilandene men moderat vekst. Veksten var størst i USA og Storbritannia med henholdsvis  $2\frac{1}{2}$  pst og  $1\frac{1}{2}$  pst mens i Eurosonen vokste kun økonomien med 0,70 pst. Anslaget for den økonomiske veksten i verdensøkonomien er forventet til å ligge rundt 1,75 pst de kommende årene.

Ca. syv år etter finanskrisen har eurosonen enda ikke kommet seg helt. BNP ligger under sitt potensiale, arbeidsledigheten er enda høy samtidig som aktivitetsveksten er beskjeden og inflasjonen er fraværende. På bakgrunn av dette vil det si lav inflasjon, lave renter og fortsettende pengetrykking i årene som kommer.

Derimot har den amerikanske økonomien kommet seg bra etter finanskrisen. USA er for tiden inne i en lang ekspansjonsfase som har pågått i  $6\frac{1}{2}$  år hittil. Den viktigste driveren i amerikansk økonomi har vært privat forbruk, men løftes også opp av sterk jobbvekst og reallønninger. Imidlertid svekkes den økonomiske veksten av den sterke dollaren som trekker ned netto eksport og industrien (DNB, 2016). Videre i DNB sin rapport om økonomiske utsikter trekker de blant annet fem følgende,

Norwegian møter på mange finansielle risikoer og usikkerheter i det globalmarkedet. Selskapet er kontinuerlig utsatt for risiko for motpartens mislighold. Selskapene i konsernet rapporterte resultater og gjeld i utenlandsk valuta som er påvirket av utviklingen i valutaveksling. Selskapets hovedstrategi for å dempe risiko knyttet til svingninger i kontantstrøm er å opprettholde en solid finansiell stilling og god kredittverdighet (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

## **Renter.**

Rentepolitikken som føres i de største industrilandene viser hvor ulikt landene er kommet i gjeninnhenting etter finanskrisen. Den amerikanske sentralbanken har begynt sin rentehevingssyklus og den britiske sentralbanken vil trolig starte med hevingen august 2016. De europeiske sentralbankene vil nok trolig ikke starte med sin rentehevingssyklus før om mange år og det samme gjelder for den norske sentralbanken. De europeiske sentralbankene



vil fortsatt ha sin styringsrente nærmere mot null i årene som kommer. Når det gjelder rentehevingssyklusen vil den trolig foregå saktere enn ved tidligere rentehevingssykluser (DNB, 2016).

I årsrapporten for 2014 kommer det frem at Norwegian er sterkt utsatt for endringer i rentenivået ettersom selskapet har en betydelig mengde rentebærende gjeld. Risikoen på rente oppstår gjennom kontanter og kontantekvivalenter samt flytende rente på lån. Flytende rente på lån består av usikrede obligasjonslån, fly og forhåndsbetaling lånefasiliteter og finansielle leieavtaler. Fast rente på lån sikrer selskapet en virkelig verdi på lån og dets risiko. Norwegian benytter fast rentelån til finansiering av flyflåten og finansieringen av er garantert av Ex-Im bank av USA. Lånene til Norwegian består av gjeld i USD og NOK (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

### **Valuta.**

Når det gjelder valutaen så har pengepolitikken vært i førersetet for utviklingen i av de store valutaene (DNB, 2016). Dette har blant annet ført til at dollaren har forsterket seg mot euroen og yen. Euroen og yen vil trolig svekke seg videre i årene som kommer på grunn av at styringsrenten vil ligge nærmere null. Lavere oljepris og rentekutt har gitt en rekord svak krone. Per dags dato er kronen betydeligere svakere enn hva fundamentale forhold skulle tilsi. Det forventes at oljeprisen vil stige i tiden som kommer, noe som vil styrke kronen i årene som kommer. Det vil uansett ta tid før enn ser normale verdier på kronen.

I Norwegian sin årsrapporten fra 2014 fortelles det at en stor del av selskapets utgifter består av utenlandsk valuta. Selskapets leasingavtaler, lån til finansiering av fly, vedlikehold, drivstoffutgifter og relaterte utgifter er i USD, mens selskapets kostnader til flyaktivitetene er oppgitt i EUR. Risikoen knyttet til utenlandsk valuta øker ved handelstransaksjoner, balanseførte eiendeler, forpliktelser og netto investeringer i utenlandske aktiviteter. Norwegian sin strategi for å redusere valutarisiko er at konsernet har mulighet til å sikre seg opp til 100 pst av sin valutaeksponering for en periode på tolv måneder. Denne sikringen består av valutaterminkontrakter og fleksible kontrakter (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

### **Oljepris.**

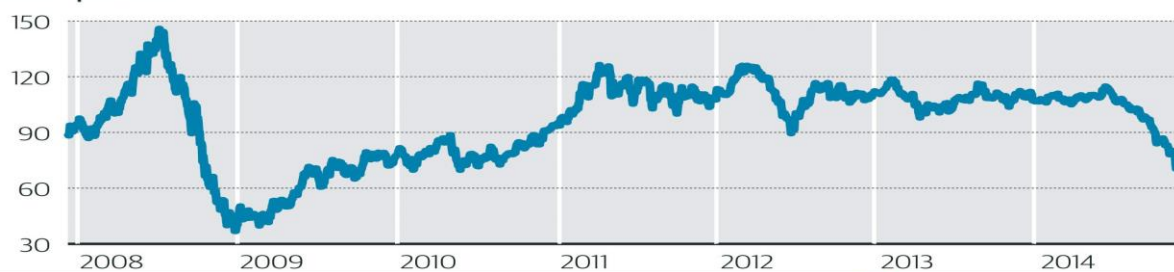
Drivstoffprisen for et flyselskapet utgjør en stor del av driftskostnadene. Gjennom årene har oljeprisen vært på godt over 100 USD per fat noe som førte til høye drivstoffpriser og lavere driftsresultat for flyselskapene. I 2014 ble situasjonen forandret, synkende oljepriser gav

utslag i lavere drivstoffpriser. Norwegian har tidligere ikke sikret drivstoffprisene, men handlet de til en flytende såkalt spotpris. I en artikkel fra 2014 forteller Kjos at selskapet har tjent på at selskapet har tjent på synkende oljepris og levering av drivstoff til spotpris. Selskapet hadde i 2014 sikret seg leveringer av drivstoff som skulle dekke 30 pst av forbruket frem i tid. Videre fortalte Kjos at de vurderte da å sikre mer av drivstoffprisene (noe som de gjorde), fordi han mente at oljeprisen ville ikke falle under 90 dollar. Norwegian var et av få selskaper i Europa som hadde handlet drivstoff til en spotpris. Konkurrenten SAS derimot har hatt som en normal å sikre 60-80 pst av drivstoffprisen (E24, 2014).

## Oljeprisen

### Utvikling siste syv år. Råolje, Brent.

Dollar per fat.



2014 DN grafikk/Kilde: Macrobond

Figur 4:Utvikling oljepris 2008-2014 (DN, 2014)

Ettersom oljeprisen fortsatte å falle inn i 2015 slo dette også ut for Norwegian. Ettersom selskapet valgte å sikre drivstoffprisen for 2016 kombinert med svekket kronkurs påførte de seg selv et stort tap (E24, 2015b).

I DNB sin rapport om økonomiske utsikter hevder de at oljeprisen vil stige til 65 dollar i 2017 og videre til 70-80 dollar i 2018-2019. Uansett må det presiseres at det finns momenter som kan sørge for en fortsatt lav oljepris. En av momentene er at de store oljeproduiserende landene foretar ikke produksjonskutt, men velger å produsere på dagens nivå. Uansett er det stor sannsynlighet for at de store oljeproduiserende nasjonen vil kutte i produksjonen. Dette av den grunn fordi den pengepolitiske handlingsrommet til mange av de store oljenasjonene er borte eller nær ved å forsvinne. Samtidig styrkes troverdigheten om at oljeprisen skal opp ved at det er kommet meldinger i den siste tiden om at de store oljenasjonene skal kutte oljeproduksjonen for å øke oljeprisen (DNB, 2016).

### **4.3.3 Sosiokulturelle faktorer.**

De sosiokulturelle faktorene vil nødvendigvis ikke påvirke flybransjen og flyselskapene på kortsikt, men fra et mellomlang til langsikt vil dette få mer betydning. Dette er fordi at den sosiokulturelle faktoren påvirkes av mennesker og deres utvikling samt hvordan de sosiale forholdene endres. Den kanskje mest viktigste sosiokulturelle faktoren er hvordan generasjon Ys holdninger er til merkevarelojalitet og hva dette har å si for flybransjen. Det hevdes at generasjon Y har mindre merkevarelojalitet til flyselskapene enn hva generasjonene før de hadde. Dette er et resultat av at de tjenestene flyselskapene leveres regnes som standardiserte og et homogent produkt. Som også tidligere nevnt benytter stadig flere seg av online søkeportaler og generasjon Y benytter disse tjenestene mer enn generasjonen før (Barton, Haywood, Jhunjhunwala, & Bhatia, 2013).

Andre viktige sosiokulturelle faktorer er globalisering, økt levealder, god økonomi og økende turisme. Globalisering er viktig i siden dette har stor effekt på den kommersielle delen av flybransjen. Det reises stadig mer og mer både når det gjelder fritidsreiser og forretningsreiser. Økende levealder og bedre personligøkonomi er også viktige faktorer til at stadig flere velger å reise med fly.

### **4.3.4 Teknologiske faktorer.**

Flyselskapene driver lite med teknologisk utvikling foruten om egne nettsider, betalingstjenester o.l. Det er derimot flyprodusentene som står for de teknologiske faktorene. På et generelt grunnlag kan man si at flybransjen appell til deres kunder er ved å benytte nye moderne fly som både er billigere i drift samtidig som de er mer komfortable for reisende. I tillegg så er det knyttet miljømessige gevinster ved å benytte nye og moderne fly. For NAS sin del kan man si at selskapet har satset på gode systemprogramvarer (hjemmesider, betalingsløsninger osv). Som det fremkommer i balansen har NAS investert store summer på programvaresystemer.

### **4.3.5 Miljømessige faktorer.**

Flyselskapene og flybransjen er pålagt en rekke miljømessige lover og forskrifter. Dette har ført til et press på hele luftfartsbransjen ved at de skal kutte utslippene og dermed unngå ekstra kostnader. Flybransjen stor for rundt 2 pst av verdens globale klimautslipp, men regner man med kondensstripene som medfølger er utslippene nærmere 4 pst (Dagsavisen, 2015). Som et resultat av flybransjen store utslipp av klimagasser valgte EU i 2012 å innlemme

flybransjen i kvotehandelssystemet. Formålet med denne var å begrense utslipp av klimagasser (Varhaug & Torgersen, 2015). Passasjerveksten i flybransjen har hatt en gjennomsnittlig vekst på 5 pst årlig, samtidig som veksten på utslippene kun har vært 3 pst årlig. Grunnen for at den årlige veksten i utslippene er lavere enn passasjerveksten er fordi investeringer i ny teknologi og flytyper reduserer utslippene samtidig som flyselskapene stadig får en grønnere flyflåte.

Norwegian har forpliktet seg til et aktivt engasjement og støtter en bærekraftig miljøpolitikk og vil fortsette å bidra til å redusere utslippene fra luftfart. Dette gjør de ved å fornye flyflåten som bidrar til å redusere klimautslippene. Norwegian har også et av Europas mest moderne og miljøvennlige flyflåte og de var også et av de første selskapene til å bruke biodrivstoff på sine flyvninger. I tillegg til dette har selskapet også en forretningsmodell som fremmer en høybelastningsfaktor og høyrer kapasitet per avgang. Dette bidrar til å gjøre Norwegians operasjoner mer miljømessig bærekraftig ettersom utslippene per passasjerer lavere. Selskapet hadde i 2014 mindre utslipp per passasjerkilometer enn gjennomsnittet for luftfarten (Norwegian Air Shuttle ASA, 2014).

Som nevnt i selskapsbeskrivelsen vant selskapet i 2015 prisen for mest miljøvennlige transatlantiske flyselskap, av The International Council on Clean Transportation (ICCT).

#### **4.3.6 Oppsummering av PESTEL analysen.**

Det første analysen visste gjennom politisk liberalisering og deregulering av krav har ført til at konkurranse intensiteten i flybransjen har økt. Dette har ført til at flere lavprisselskaper har oppstått og som selger flybilletter til lave priser. Samtidig som det har blitt en liberalisering av flybransjen har det kommet flere regulatoriske krav innenfor sikkerheten. I kjølevannet av terrorangrepet i USA ble det mindre attraktivt å reise med fly, men etter strengere sikkerhetstiltak har passasjerveksten i lufttrafikken tatt seg opp igjen.

Når det gjelder den økonomiske situasjonen i verden preges den av flere faktorer. Det første er at verdensøkonomien har enda ikke klart å innhente seg etter finanskrisen. Lav vekst BNP, høy arbeidsledighet, lav aktivitetsvekst og fravær av inflasjon. I tillegg til dette oppstod det en krise i oljebransjen. Siden 2014 har oljeprisen falt kraftig fra over 100 dollar fatet til overkant av 30 dollar fatet i dag. Dette har ført til økt konkurser og oppsigelser i petroleumsrelaterte industrier og deres underleverandører. De som kommer seg best ut av dette er den amerikanske og britiske økonomien. De har klart å forbedre seg på mange områder innenfor

økonomien og har varslet rentehevinger. For økonomien i eurosone, Kina og Norge er det enda mange år før renten blir hevet igjen. Flybransjen er sterkt påvirket av den økonomiske veksten, men bransjen har ikke tatt like mye skade av dette. Flyselskapene melder om stadig flere reisende samtidig som de klarer å kutte kostnader. I kjølevannet av oljekrisen har flyselskapene tjent på dette som følge av lavere oljepriser og dermed lavere drivstoff utgifter. Dette gjelder spesielt for de som ikke har sikret drivstoff til en fastpris. For flybransjen er det også fordeler og ulemper ved at renten settes ned. Fordelen for flyselskapene er at rentekostnadene på lånene deres blir billigere, mens ulempen er at de får mindre i renter på det de har i banken. Ettersom økonomien går dårlig i et land, vil den slå negativt ut på landets valuta. Ettersom det går bedre med den britiske og amerikanske økonomien, mens den norske går dårlig har kronen svekket seg mye i forhold til pund, dollar og Euro.

Når det gjelder de sosiokulturelle faktorene er det generasjon Ys holdning til merkevarelojalitet, globalisering økt levealder og personlig økonomi som vil påvirke flybransjen. Merkevarelojaliteten til flyselskapene vil trolig ikke være like sterk som før. Dette er fordi produktene er homogene og skiller seg lite ut samtidig som priser fra de ulike selskapene blir lettere å innhente. Globalisering, økt levealder og personlig økonomi har mye å si for flybransjen. Stadig flere og flere ønsker å reise og opplever verdenen. Mennesker lever lengere og har en økonomi som gjør det de kan ta seg råd til en lang weekend i en annen by enten i eget land eller i et annet.

De teknologiske utviklingen, spesielt innenfor kommunikasjonsteknologi kan utgjøre en trussel for flybransjen. Gjennom forbedret kommunikasjonsteknologi kan det være vanskelig for selskaper å forsvare fly som transportmiddel istedenfor der det finnes høyhastighetstog grunnet kostnader. Ellers vil den teknologiske utviklingen for flybransjen fører til at det utvikles nye og moderne fly. Dette er gode nyheter for flyselskapene siden de nye flyene har bedre komfort, sitteplass, er kostnadsbesparende og ikke minst er miljøvennlige.

Den siste faktoren er de miljømessige. Utslippene av klimagasser som kommer fra flybransjen er store og vil i fremtiden føre til at flyselskapene stadig må bruke mer på forskning og utvikling innenfor miljøvennlig utstyr. Flybransjen kan i fremtiden redusere sine utslipp ved en nyere og mer miljøvennlig flyflåte, men de kan ikke sammenlignes med nære substitutter som kan drives av elektrisk kraft. Det forventes at når verdensøkonomien begynner å ta seg mer opp igjen vil miljøspørsmålet bli satt på dagsorden igjen og dermed kan flybransjen i framtiden bli pålagt nye miljøavgifter.

#### **4.3.7 Finnes det strategiske fordeler i flybransjen?**

Gjennom Porters five forces og PESTEL analysen har jeg forsøkt å finne ut om det finnes strategiske fordeler for å operere i den kommersielle delen av flybransjen. Blant hovedpunktene fra den strategiske analysen kan man nevne; Liberaliseringen av flybransjen, lettere tilgang til markedene, fordelene ved bruk høyhastighetstog, mindre merkevarelojalitet blant generasjon Y hos flyselskapene, miljømessige utfordringer i fremtiden, høy konkurranseintensitet i bransjen, høy grad av forhandlingsmakt blant kundene og leverandørene og lav økonomisk vekst.

Disse hovedpunktene danner grunnlaget for å si at det ikke eksisterer noen strategisk fordel ved å operere i flybransjen. Dette fører til at flyselskapene selv må finne strategier som skal gi deres selskap strategiske fordeler.

## **5. Regnskapsanalyse**

Regnskapsinformasjonen gir historisk-overblikk over den økonomiske situasjonen i et selskap gjennom analyseperioden. Regnskapsanalysen må gjøres grundig og systematisk. Analysen har som oppgave at den skal forklare sammenhengen mellom de ulike regnskapstallene og forklare nøkkel/forholdstall (Hoff, Pedersen, & Sanne, 2015). Koller et al. (2010) hevder at det som er viktig med regnskapsanalyse er å kunne finne ut om selskapet har generert verdi. I tillegg evaluere tidligere perioder for å kunne prognostisere selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Kaldestad and Møller (2011) hevder på sin side at regnskapsanalyse kan ses på som en historisk plattform. Analysen gir en framstilling av selskapets eiendeler, gjeld, forpliktelser, utviklingen av kontantstrømmer og sammenhengen mellom investeringer/aktivitet i anleggsmidler og arbeidskapital.

### **5.1 Rammeverk.**

Regnskapsanalysen kan ifølge (Hansen, Ottesen, & Øyen, 2005; Hoff et al., 2015) fremstilles gjennom tre trinn.

1. Reallokering av regnskapsinformasjon for analyseformål.
2. Vurdere og, dersom nødvendig, korrigere tallmaterialet i regnskapet.
3. Utføre nøkketallsanalyser og sammenstillinger.

Det første trinnet går ut på å tilpasse regnskapsinformasjon til mitt behov for analysen, med andre ord så må jeg omgruppere regnskapsmaterialet slik at det dekker mitt behov. Det jeg har behov for er blant annet å finne IC, ROIC, NOPLAT, FCF etc. Det tradisjonelle regnskapet har som regel blandet sammen elementer som tilhører drift, ikke drift og kapitalstruktur. Dette fører til at man ikke kan kalkulere blant annet IC, ROIC rett fra balansen og resultatregnskapet. Derfor er det nødvendig å omgruppere på regnskapet slik at vi får separert ut disse elementene og dermed kan beregne disse. Grunnen for at dette er viktig er for å unngå dobbel beregninger av regnskapsposter, skjuling av lån og utelatelse av kontantstrømmer (Koller et al., 2010).

Det tradisjonelle regnskapet er ført etter regnskapsreglene og regnskapsstandarder. Disse elementene vil påvirke fremstillingen av regnskapet (Hansen et al., 2005). I det neste trinnet skal jeg foreta korrigeringer, for å gi et mest mulig rettvise innblikk av den økonomiske

helheten. Kinserdal (2005) hevder at en forutsetning ved regnskapsanalyse er å «komme bak regnskapstallene» slik som de er presentert i regnskapet.

I det tredje og siste trinnet skal jeg gjennomføre en nøkketallsanalyse. Denne analysen skal være med å bidra til å danne interne sammenligninger (år til år) og eksternt grunnlag for sammenligninger ovenfor konkurrerende selskaper.

## ***5.2 Forutsetninger.***

### **5.2.1 Fokus i analysen.**

Når man skal foreta en regnskapsanalyse, er det nødvendig å ta hensyn til brukerne av denne analysen. Selskapets interessenter har ulikt behov for informasjon. Årsregnskapet er laget for ulike interessentgrupper som har ulike interesser. Eierne bruker regnskapet som eierstyring og potensielle eiere (investorer) bruker regnskapet til å rangere aktuelle investeringer.

Kreditorer/långivere bruker regnskapene for å vurdere risiko. Det er hovedsakelig disse som er brukere av regnskapene. Fellesinteressen for aktørene er å undersøke hvordan utviklingen av kontantstrømmer har vært og hva størrelsen på resultatet er, samt hva de forventer av inntjening og resultat (Gjesdal, 2007; Hoff et al., 2015; Pedersen, 2015). Formålet med regnskapsanalysen er å få et grunnlag for verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA. I regnskapsanalysen vil jeg fokusere på lønnsomhet og risiko, dermed vil analysen være eierfokusert, både for nåværende eiere og fremtidige eiere. Damodaran (2010) påpeker når man skal verdsette selskaper må en finne ut hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg. I kapittel 3 skrev jeg at Norwegian går inn under kategorien vekst-selskaper, mens asset selskapet Arctic Aviation Assets faller inn under unge og nyetablerte selskaper.

### ***5.2.2 Analysenivå.***

Felles for selskapene som inngår i et konsern er at det skal lages et felles årsregnskap for konsernet ifølge regnskapslovens § 3-6 siden konsernet skal vises som en økonomisk enhet. Dette gjøres ved at alle selskapene i konsernet utarbeider eget regnskap for sitt selskap, deretter konsolideres disse regnskapene til ett enkelt konsernregnskap. Det som også skjer når man konsoliderer selskapsregnskapene til ett konsernregnskap er at interne fordringer, gjeld og transaksjoner elimineres (Pedersen, 2015).

Når jeg skal analysere selskapet må jeg ta stilling til om jeg vil vurdere enkelt-selskapene i konsernet eller om jeg vil analysere selskapene per forretningsenhet. Koller et al. (2010)



hevder at en bør analysere på laveste regnskapsnivå. Grunnen for dette kommer av at de ulike forretningsenhetene operer med ulike markeder, utviklingsfaser og har ulike økonomiske karakteristika.

Min regnskapsanalyse er basert på konsernets konsoliderte regnskapstall. Grunnen for at jeg velger å bruke konsernets konsoliderte regnskapstall er at tilgjengeligheten på regnskapstall for de ulike datterselskapene er begrenset i tidsperioden jeg har til rådighet.

### **5.2.3 Analyseperiode.**

Norwegian ble børsnotert i desember 2003 så den potensielle analyseperioden er tolv år. Selskapet har vært igjennom mange endringer gjennom disse årene og på grunn av disse endringene har konsernet ikke vært stabilt over tid. Jeg har valgt en analyseperiode på fem år som strekker seg fra 2010-2014.

### 5.3 Presentasjon av rapporterte tall.

Tabell 2 viser Norwegian sitt konsoliderte resultatregnskap. Regnskapsåret følger kalenderåret. Tallene er oppgitt i NOK 1000. Tabellen nedenfor viser resultatregnskapet for 2010-2014 (Norwegian Air Shuttle ASA, 2010-2014).

År	2010	2011	2012	2013	2014
Passasjerinntekt	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622
Tilleggsinntekt	1 034 006	1 224 744	1 405 495	1 757 887	2 727 439
Andre inntekter	162 172	206 688	234 624	371 871	557 978
Annen inntekt	191 328	3 471	17 851	68 326	-
Resultatandel tilknyttede selskaper	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631
<b>Sum inntekter</b>	<b>8 603 995</b>	<b>10 551 709</b>	<b>12 891 882</b>	<b>15 626 141</b>	<b>19 597 670</b>
Salg og distribusjon	167 859	198 930	274 954	339 376	469 111
Drivstoff	2 092 859	3 093 514	3 740 508	4 707 203	6 321 053
Flyleasing	778 411	829 667	1 032 915	1 284 395	1 845 940
Flyplassavgifter	1 295 913	1 561 369	1 730 217	2 182 645	2 723 910
Håndtering	863 551	982 191	1 077 334	1 339 417	1 854 844
Teknisk vedlikehold	697 196	711 597	792 565	927 820	1 290 035
Andre flykostnader	405 787	441 657	482 932	589 742	855 231
Lønnskostnader	1 531 211	1 836 194	2 068 202	2 478 295	3 208 987
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	186 707	293 950	385 244	529 825	748 134
Andre kostnader	397 735	472 908	534 335	733 319	1 049 577
Andre tap/gevinster netto	-29 732	-305 720	336 385	-502 148	583 751
<b>Sum kostnader</b>	<b>8 387 497</b>	<b>10 116 257</b>	<b>12 455 591</b>	<b>14 609 889</b>	<b>20 950 573</b>
<b>EBIT</b>	<b>216 498</b>	<b>435 452</b>	<b>436 291</b>	<b>1 016 252</b>	<b>-1 352 903</b>
Renteinntekter	40 292	35 665	47 534	149 658	196 269
Rentekostnader	40 159	70 246	118 845	256 702	447 241
Valuta gevinst (tap)	24 793	228 470	273 353	472 938	36 948
Andre Inntekt/(kostnader)	1 675	-5 861	-15 163	1 108	-13 781
<b>Sum finansposter</b>	<b>26 601</b>	<b>-268 912</b>	<b>186 879</b>	<b>-578 874</b>	<b>- 301 701</b>
<b>EBT</b>	<b>243 099</b>	<b>166 540</b>	<b>623 170</b>	<b>437 378</b>	<b>- 1 654 604</b>
Skattekostnad	72 214	44 416	166 535	115 817	-557 284
<b>Årsresultat</b>	<b>170 885</b>	<b>122 124</b>	<b>456 635</b>	<b>321 561</b>	<b>-1 097 320</b>

Tabell 2: Resultat regnskap for Norwegian i perioden 2014-2010 i NOK (Norwegian Air Shuttle ASA, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014).

Som en ser av tabell 2 har Norwegian hatt en god utvikling i perioden. Driftsresultatet har vært positiv i alle år, unntatt 2014. Driftsinntekter består av billettinntekter, tilleggsinntekter og andre inntekter. Tilleggsinntektene er bagasje, matservering, seterreservasjon o.l, Andre inntekter er inntekter fra frakt- og cargotjenester og annen inntekt er inntekter fra salg av driftseiendeler.

Norwegians konsoliderte balanseregnskap for analyseperioden er presentert i tabell 3.

Talldata er hentet fra årsrapportene fra perioden 2010-2014 og er i NOK 1000. (Norwegian 2010-2014),

År	2010	2011	2012	2013	2014
Immaterielle eiendeler	210 293	236 216	237 774	225 270	206 826
Utsatt skattefordel	270	2 069	4 293	28 517	518 915
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	2 092 136	3 869 159	5 579 757	7 526 707	12 527 932
Utstyr og Inventar	26 175	31 991	58 476	72 972	83 687
Bygninger	9 525	9 525	9 525	14 966	252 236
Finansiell lease eiendel	31 203	27 882	24 562	21 242	19 234
Finansielle eiendeler for salg	2 689	2 689	2 689	82 689	82 689
Investering i tilknyttet selskap	62 272	82 091	116 050	164 575	223 594
Forskuddsbetaling flyprodusenter	2 002 600	2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664
Andre fordringer	53 242	113 061	135 562	199 036	421 060
<b>Sum Anleggsmidler</b>	<b>4 490 405</b>	<b>6 501 637</b>	<b>9 013 047</b>	<b>10 850 856</b>	<b>18 438 837</b>
Inventar	66 191	81 994	68 385	74 135	82 851
Kundefordringer og andre fordringer	842 143	1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 522
Derivater	43 395	242 790	-	37 389	-
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	-	-	10 172	11 158	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 178 416	1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139
<b>Sum omløpsmiddel</b>	<b>2 130 145</b>	<b>2 502 227</b>	<b>2 906 010</b>	<b>3 911 887</b>	<b>4 267 512</b>
<b>Sum Eiendeler</b>	<b>6 620 550</b>	<b>9 003 864</b>	<b>11 919 057</b>	<b>14 762 743</b>	<b>22 706 349</b>
Aksjekapital	3 457	3 488	3 516	3 516	3 516
Overkurs	1 055 083	1 075 463	1 093 549	1 093 549	1 093 549
Annen innskutt EK	54 521	63 365	63 365	72 744	87 221
Andre reserver	-7 944	- 9 638	- 9 335	-11 102	455 099
Opptjent EK	690 785	812 910	1 269 556	1 591 121	468 866
<b>Sum EK</b>	<b>1 795 902</b>	<b>1 945 588</b>	<b>2 420 651</b>	<b>2 749 828</b>	<b>2 108 251</b>
Netto pensjonsforpliktelse	121 672	151 187	-	127 821	201 883
Avsetning periodisk vedlikehold	94 961	81 865	175 306	412 737	835 480
Utsatt skatt	89 483	134 646	301 042	443 991	169 851
Lån	1 943 903	2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228
Finansiell lease forpliktelse	20 007	15 485	10 853	6 860	3 227
<b>Sum Langsiktig gjeld</b>	<b>2 270 026</b>	<b>3 066 071</b>	<b>4 654 055</b>	<b>6 728 305</b>	<b>11 160 669</b>
Lån med forfall 1 år	520 972	1 551 918	1 349 359	768 401	3 330 387
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 063 436	1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, men ikke reiste billetter	954 232	1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427
Derivater	15 003	539	190 356	-	-458 958
Betalbar skatt	976	488	-	-	2 211
<b>Sum Kortsiktig gjeld</b>	<b>2 554 619</b>	<b>3 992 206</b>	<b>4 844 351</b>	<b>5 284 611</b>	<b>9 437 428</b>
<b>Sum Gjeld</b>	<b>4 824 645</b>	<b>7 058 277</b>	<b>9 498 406</b>	<b>12 012 916</b>	<b>20 598 097</b>
<b>Sum EK og Gjeld</b>	<b>6 620 547</b>	<b>9 003 865</b>	<b>11 919 057</b>	<b>14 762 744</b>	<b>22 706 348</b>

Tabell 3: Balanse 2014-2010(Norwegian Air Shuttle ASA, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014).

Som en kan se av tabell 3 har Norwegian opplevd stor vekst i sum eiendeler. De totale eiendelene består hovedsakelig av kundefordringer, kontanter, forskuddsbetaling på fly og fly. Fra 2013 til 2014 har aktiva siden vokst mye, noe som skyldes investeringer i flyflåten. Det som utgjør egenkapital- og gjelds siden i balansen er finansielle lån, leverandørgjeld, solgte billetter som ikke er benyttet og egenkapital. Som en kan se har gjelden økt mye, noe som skyldes flyfinansiering. Det som også er verdt å bemerke seg er Norwegians bokførte egenkapital i perioden. Egenkapitalen har vokst saktere enn balansesummen, dermed har egenkapitalandelen falt i perioden. Veksten i egenkapitalen skyldes hovedsakelig årsresultatene i perioden.

#### **5.4 Omgruppering av regnskapet for investororientert analyse.**

Ettersom aksjene i Norwegian er handlet på Oslo børs er de pliktig til å rapportere sine årsrapporter i henhold til International Financial Reporting Standards (IFRS). Grunnen for at vi må foreta en omgruppering av regnskapstallene til et investororientert oppsett er fordi IFRS er en kredittorientert standard (Pedersen, 2015). I tillegg må vi foreta en omgruppering siden resultatregnskapet eller balansen ikke har en hensiktsmessig oppstilling ettersom formålet med analysen er verdsettelse (Gjesdal, 2007).

Koller et al. (2010) påpeker at for å tilpasse regnskapet til verdsettelse må en skille mellom driftsrelaterte, ikke driftsrelaterte og finansielle aktiviteter. Gjesdal (2007) har et lignende skille på omgruppering av regnskap og det kan gjøres gjennom fire steg. Skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, rentebærende og rentefri gjeld, normale og unormale poster og håndtering av brudd på kongruensprinsippet. I tillegg hevder Penman (2010) at det er viktig å analysere egenkapitalen for å omgruppere avsatt utbytte. Ettersom Norwegian ikke har gitt ut utbytte i analyseperioden vil jeg ikke gå nærmere inn på dette. I tabell 4 vises omgruppert resultatregnskapet for Norwegian i perioden 2010-2014. Tall er i NOK 1000.

År	2010	2011	2012	2013	2014
Passasjerinntekt	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622
Tilleggsinntekt	1 034 006	1 224 744	1 405 495	1 757 887	2 727 439
Andre inntekter	162 172	206 688	234 624	371 871	557 978
Annen inntekt	191 328	3 471	17 851	68 326	-
Resultatandel tilknyttede selskaper	6 328	19 518	32 840	46 597	57 631
<b>Sum inntekter</b>	<b>8 603 995</b>	<b>10 551 709</b>	<b>12 891 882</b>	<b>15 626 141</b>	<b>19 597 670</b>
Salg og distribusjon	167 859	198 930	274 954	339 376	469 111
Drivstoff	2 092 859	3 093 514	3 740 508	4 707 203	6 321 053
Flyleasing	778 411	829 667	1 032 915	1 284 395	1 845 940
Flyplassavgifter	1 295 913	1 561 369	1 730 217	2 182 645	2 723 910
Håndtering	863 551	982 191	1 077 334	1 339 417	1 854 844
Teknisk vedlikehold	697 196	711 597	792 565	927 820	1 290 035
Andre flykostnader	405 787	441 657	482 932	589 742	855 231
Lønnskostnader	1 409 539	1 685 007	2 068 202	2 350 474	3 007 104
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	186 707	293 950	385 244	529 825	748 134
Andre kostnader	397 735	472 908	534 335	733 319	1 049 577
Andre tap/(gevinster) netto	-29 732	-305 720	336 385	-502 148	583 751
<b>Sum kostnader</b>	<b>8 265 825</b>	<b>9 965 070</b>	<b>12 455 591</b>	<b>14 482 068</b>	<b>20 748 690</b>
<b>EBIT</b>	<b>338 170</b>	<b>586 639</b>	<b>436 291</b>	<b>1 144 073</b>	<b>-1 151 020</b>
Renteinntekter	40 292	35 665	47 534	149 658	196 269
Rentekostnader	-40 159	-70 246	-118 845	-256 702	-447 241
Valuta gevinst (tap)	24 793	-228 470	273 353	-472 938	-36 948
Andre inntekt/(kostnader)	1 675	-5 861	-15 163	1 108	-13 781
Netto pensjonsforpliktelse	-121 672	-151 187	-	-127 821	-201 883
<b>Sum finansposter</b>	<b>-95 071</b>	<b>-420 099</b>	<b>186 879</b>	<b>-706 695</b>	<b>-503 584</b>
<b>EBT</b>	<b>243 099</b>	<b>166 540</b>	<b>623 170</b>	<b>437 378</b>	<b>-1 654 604</b>
Skattekostnad	72 214	44 416	166 535	115 817	-557 284
<b>Årsresultat</b>	<b>170 885</b>	<b>122 124</b>	<b>456 635</b>	<b>321 561</b>	<b>-1 097 320</b>
<b>Estimert NOPLAT</b>	<b>237 715</b>	<b>430 183</b>	<b>319 697</b>	<b>842 124</b>	<b>-763 347</b>

Tabell 4: Omgruppert resultatregnskap for perioden 2010-2014. Tall er i NOK 1000

#### 5.4.1 Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler.

Det som regnes for driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som er nødvendige for selskapets drift og driftsfremmede eiendeler kan regnes som finansielle eiendeler som ikke er nødvendige for selskapets drift. Koller et al. (2010:134) forteller at driftsrelaterte eiendeler kan blant annet være fordringer, maskiner, utstyr, bygninger mens de finansielle eiendelene kan være verdipapirer, forskuddsbetalt pensjon, ikke konsoliderte datterselskaper og andre langsiktige plasseringer uten strategiske formål (Koller et al., 2010).

Det som er spesielt i flybransjen er den store andelen av operasjonell leasing. Grunnen for at flyselskaper velger å lease istedenfor å eie er for å redusere kapitalbindingen og øke fleksibiliteten. Leasing vil kunne gi store innvirkninger på budsjetterte framtidige kontantstrømmer, balansen, WACC og enterprise value (EV) fordi leasekontrakter som betraktes som operasjonelle vil ha en «skjult gearing» (Kaldestad & Møller, 2011).

I figur 5 har jeg valgt omgruppere postene i balansen til Norwegian som følge. Jeg vil også gi en kort redegjørelse for de postene som jeg mener trenger en forklaring.

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

Figur 5: Omgruppering av balanseposter.

## **Driftsrelaterte eiendeler og gjeld.**

*Immaterielle eiendeler* for Norwegian består av systemprogramvarer som selskapet benytter til blant annet hjemmesiden, betalingssystemet og salg. Derfor har jeg valgt å klassifisere den som driftsrelaterte eiendeler. I tillegg er denne posten relativ høy i balansen, noe som vil påvirke beslutningen om å klassifisere den som eiendel.

*Finansiell lease eiendel* består av leasekontrakter på de-icing utstyr og elektronisk «flight-bag» som er elektroniske utstyr. Formålet med elektroniske «flight-bag» er å effektivisere arbeidet til pilotene samt redusere papirmengden til pilotene.

*Investering i tilknyttet selskap* består av investeringer som er gjort i datterselskapene som er en del av selskapets drift.

*Kontanter og kontantekvivalenter* består av bankinnskudd og omsettelige investeringsinstrumenter. Alt av kontanter og kontantekvivalenter er ikke nødvendig for driften og bør derfor beregnes som overskuddslikviditet, men det er normalt at selskaper har noe kapital tilgjengelig. Hvor stor kapitalbeholdning selskapet trenger er vanskelig å fastslå og det anbefales at kapitalbeholdningen bør ligge mellom 0,5 og 3 pst av salgsinntekten. Penman (2010:298) anslår i sine beregninger at 0,5 pst av salgsinntektene mens Koller et al. (2010:145) anbefaler 2 pst av salgsinntektene. Kontanter og kontantekvivalenter har jeg valgt å splitte i driftsbetinget likvider og finansielle likvider. Jeg har valgt å fastsette driftsbetinget likvider til 2 pst av salgsinntektene. Resterende av kontanter og kontantekvivalenter har jeg satt som finansielle likvider. Utrekningen er vist i vedlegg nr.1

## **Finansielle eiendeler og gjeld.**

*Utsatt skattefordel* bør ifølge Koller et al. (2010:146) klassifiseres som langsiktige finansielle eiendeler. Utsatte skattefordeler henger sammen med hvordan selskapet beregner skatten og hvordan skattemyndigheten har beregnet skatten. Enten oppstår det en skattefordel eller en skatteforpliktelse.

*Netto pensjonsforpliktelse* bør ifølge Koller et al. (2010:146) klassifiseres som en finansiell eiendel ettersom dette er mest hensiktsmessig. Normalt ville en klassifisere pensjon som finansiell eiendel og driftsrelatert gjeld, men ved omgruppering av postene i balansen vil dette ikke gi likt resultat på eiendelssiden og gjeldssiden. Dette kommer av at det finnes flere

elementer i netto pensjonsforpliktelse som blant annet avkastning og renter. Derfor velger jeg å forenkle omgrupperingen ved å følge anbefalingen til Koller.

*Avsetning til periodisk vedlikehold* for Norwegian er vedlikehold som må foretas på leasede fly før de tilbakeleveres produsentene. Derfor velger jeg å klassifisere dette som en mellomgruppe «avsetning til periodisk vedlikehold»

*Finansiell lease forpliktelse* er en sikkerhet for at leaseforpliktelsene oppfylles i henhold til leaseavtalene. Derfor klassifisere jeg dette som finansiell gjeld.

*Rentebærende gjeld og rentefri gjeld* for Norwegian består av lån (rentebærende) og lån med forfall 1 år (rentefri). Rentebærende gjeld er lån til finansinstitusjoner mens rentefri gjeld er gjeld til leverandører. Rentefri gjeld har jeg klassifisert som driftsrelatert gjeld, mens rentebærende har jeg klassifisert som finansiell gjeld.

### **Operasjonell leasing.**

Som beskrevet i kapittel 3.5 er operasjonell leasing langsiktige leieavtaler og ved de finansielle forholdstallene vil operasjonell leasing skape en del skjevheter. Det normale er å korrigere for dette ved å bruke en formel som beregner verdien av aktiva. De operasjonelle leasede aktivaene for Norwegian er hovedsakelig fly, men de leaser også bygninger og biler. I balansen til Norwegian utgjør dette en betydelig del av driftsrelaterte eiendeler. Som nevnt er det normalt å korrigere for operasjonell leasing, men det vil jeg ikke gjøre i denne oppgaven av flere grunner. For det første vil formelen for å beregne verdien av aktiva, benytte levetiden til aktiva. Normalt settes levetiden på fly til 20 år, men Norwegian har en gjennomsnittsalder på flyflåten på 4,2 år i 2014. Dette tilsier at Norwegian ikke har flyene i 20 år før de skiftes ut og dermed mener jeg at dette vil gi feil verdi. Jeg kunne ha valgt å benytte en litt høyere gjennomsnittsalder, men det vil heller ikke gi en optimal verdi. For det andre har Norwegian svært mange fly som skal leveres de kommende årene. Å beregne verdien på hver enkelt aktiva for å finne en samlet verdi vil bli krevende. For det tredje startet selskapet i 2013 å overføre flyene til aktiva selskapet i Dublin som skal stå for driften av fly og leasing av fly. Overføringen av fly var fullført ved utgangen av 2014. Dermed finnes det lite regnskapsinformasjon fra dette datterselskapet som jeg vil trenge for å beregne hva som er verdien av operasjonell og finansiell leasing. Det som også vil skape utfordringer er at man ikke vet hvor mange av flyene de vil bruke selv og hvor mange de vil lease til andre flyselskap. I tillegg finner man heller ikke noen informasjon om hva lease avtalene



Norwegian har inngått med andre er verdt. For analyseperioden ville det ha vært mulig, men svært krevende å beregne verdien. Det ville det blitt svært komplisert å lage en prognose for fremtiden. På bakgrunn av dette vil jeg ikke foreta noen justering for leasing.

I tabell 5 vil den omgrupperte konsoliderte balansen for perioden 2010-2014 se slik ut. Tall i NOK 1000.

År	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Eiendeler</b>					
Immaterielle eiendeler	210 293	236 216	237 774	225 270	206 826
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>					
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	2 092 136	869 159	5 579 757	7 526 707	12 527 932
Utstyr og Inventar	26 175	31 991	58 476	72 972	83 687
Bygninger	9 525	9 525	9 525	14 966	252 236
Finansiell lease eiendel	31 203	27 882	24 562	21 242	19 234
Investering i tilknyttet selskap	62 272	82 091	116 050	164 575	223 594
Forskuddsbetaling flyprodusenter	2 002 600	2 126 954	2 844 359	2 514 882	4 102 664
Andre langsiktige fordringer	53 242	113 061	135 562	199 036	421 060
<b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler inkl imm</b>	<b>4 487 446</b>	<b>6 496 879</b>	<b>9 006 065</b>	<b>10 739 650</b>	<b>17 837 233</b>
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>					
Inventar	66 191	81 994	68 385	74 135	82 851
Kundefordringer og andre fordringer	842 143	1 072 497	1 096 558	1 623 079	2 173 552
Driftsbetinget likvider	168 127	210 974	256 821	310 224	390 801
<b>Sum driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>1 076 461</b>	<b>1 365 465</b>	<b>1 421 764</b>	<b>2 007 438</b>	<b>2 647 204</b>
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>5 563 907</b>	<b>7 862 344</b>	<b>10 427 829</b>	<b>12 747 088</b>	<b>20 484 437</b>
<b>Driftsmessig gjeld</b>					
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	1 063 436	1 230 935	1 564 955	1 949 691	2 680 445
Trafikkavregningsgjeld: Solgte, ikke reiste billetter	954 232	1 208 326	1 739 681	2 566 519	2 965 427
Betalbar skatt	976	488	-	-	2 211
<b>Sum driftsmessig gjeld</b>	<b>2 018 644</b>	<b>2 439 749</b>	<b>3 304 636</b>	<b>4 516 210</b>	<b>5 648 083</b>
<b>Netto driftsmessige eiendeler (IC)</b>	<b>3 545 263</b>	<b>5 422 595</b>	<b>7 123 193</b>	<b>8 230 878</b>	<b>14 836 354</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>					
Utsatt skattefordel	270	2 069	4 293	28 517	518 915
Derivater	43 395	242 790	-	37 390	-
Finansielle eiendeler for salg	2 689	2 689	2 689	82 689	82 689
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	-	-	10 172	11 158	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 010 289	893 972	1 474 074	1 855 902	1 620 338
<b>Sum finansielle eiendeler</b>	<b>1 056 643</b>	<b>1 141 520</b>	<b>1 491 228</b>	<b>2 015 656</b>	<b>2 221 942</b>
<b>Sum totale eiendeler (IC + Finansielle aktiva)</b>	<b>4 601 906</b>	<b>6 564 115</b>	<b>8 614 421</b>	<b>10 246 534</b>	<b>17 058 296</b>
<b>Langsiktig finansiell gjeld</b>					
Netto pensjonsforpliktelse	121 672	151 187	-	127 821	201 883
Utsatt skatt	89 483	134 646	301 042	443 991	169 851
Lån	1 943 903	2 682 888	4 166 854	5 736 896	9 950 228
Finansiell lease forpliktelse	20 007	15 485	10 853	6 860	3 227
<b>Sum langsiktig finansiell gjeld</b>	<b>2 175 065</b>	<b>2 984 206</b>	<b>4 478 749</b>	<b>6 315 568</b>	<b>10 325 189</b>
<b>Kortsiktig finansiell gjeld</b>					
Lån med forfall 1 år	520 972	1 551 918	1 349 359	768 401	3 330 387
Derivater	15 003	539	190 356	-	458 958
Sum kortsiktig finansiell gjeld	535 975	1 552 457	1 539 715	768 401	3 789 345
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>2 711 040</b>	<b>4 536 663</b>	<b>6 018 464</b>	<b>7 083 969</b>	<b>14 114 534</b>
<b>Egenkapital</b>					

Aksjekapital	3 457	3 488	3 516	3 516	3 516
Overkurs	1 055 083	1 075 463	1 093 549	1 093 549	1 093 549
Annen innskutt EK	54 521	63 365	63 365	72 744	87 221
Andre reserver	- 7 944	- 9 638	- 9 335	- 11 102	455 099
Opptjent EK	690 785	812 910	1 269 556	1 591 121	468 866
<b>Sum EK</b>	<b>1 795 902</b>	<b>1 945 588</b>	<b>2 420 651</b>	<b>2 749 828</b>	<b>2 108 251</b>
<b>Mellomgruppe</b>					
Avsetning periodisk vedlikehold	94 961	81 865	175 306	412 737	835 480
<b>Sum mellomgruppe</b>	<b>94 961</b>	<b>81 865</b>	<b>175 306</b>	<b>412 737</b>	<b>835 480</b>
<b>Sum egenkapital og finansiell gjeld</b>	<b>4 601 903</b>	<b>6 564 116</b>	<b>8 614 421</b>	<b>10 246 534</b>	<b>17 058 265</b>

Tabell 5: Omgruppert Balanse for perioden 2010-2014.

#### 5.4.2 Skille mellom normale og unormale driftsposter.

Ved en regnskapsanalyse der formålet er verdsettelse må en korrigere for uvanlige og uregelmessige resultatposter. Gjesdal (2007:14) påpeker at det er vanlig å skille mellom ordinær og ekstra ordinære inntekter. Årsaken for at en må skille mellom driftspostene er for å finne et normalt driftsresultat som er bedre egnet for å bruke ved framtidige prognostiseringer. Jeg har registrert følgende unormale og ekstraordinære driftsposter for Norwegian.

Unormale inntekter som er fra salg av eiendeler. Dette må trekkes fra inntektene som vil redusere årsresultatet med NOK 68,326 mill. (2013), NOK 17,851 mill. (2012), NOK 3,471 mill. (2011). I 2010 var det både salg av eiendeler på NOK 16,328 mill. og Norwegian ble tildelt en erstatning gjennom en rettsak med sas på NOK 175 mill. Totalt utgjorde de unormale inntektene for 2010 NOK 191,328 mill. I tillegg må skattekostnaden reduseres som følge av mindre inntekter i de respektive årene. Skattesatsen er for årene 2010-2013 28 pst og 27 pst i 2014.

#### 5.4.3 Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet «dirty surplus».

Gjesdal (2007) forteller at endringer i egenkapitalen skal bare skje ved egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Endringer i balanseposter som ikke skyldes transaksjoner med eierne, skal ha sin motpost i resultatet. Penman (2010) forteller at dersom slike endringer rapporteres som en del av egenkapitalen kalles dette for «dirty surplus». Det som kan inngå i dirty surplus er normalt urealisert tap/gevinster av derivater, valutatransaksjoner og sikringsinstrumenter.

For Norwegian finnes dirty surplus i årsregnskapene under «other comprehensive income». For Norwegian utgjør dette finansielle resultatelementer som finansielle eiendeler for salg, estimatavvik, valutatransaksjoner og finansielt dirty surplus som er emisjonskostnader. I løpet av analyseperioden fant jeg at årene 2010 og 2011 hadde finansielt dirty surplus med henholdsvis 7,1 millioner og 8,8 millioner. Ettersom dette er relativt lave beløp vil jeg ikke ta

hensyn til finansielt dirty surplus videre. I tillegg vil jeg heller ikke ta hensyn til andre finansielle resultatelementer ettersom mye av salgsinntektene kommer i andre valuta enn NOK.

#### 5.4.4 Normalisert og justert EBIT og NOPLAT.

Tabell 6 viser normalisert og justert EBIT samt NOPLAT for perioden 2010-2014. Tall er oppgitt i NOK 1000.

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Historisk EBIT fra omgruppert resultat	338 170	586 639	436 291	1 144 073	-1 151 020
Netto pensjonsforpliktelse	201 883	127 821	-	151 187	121 672
<i>Unormale poster</i>					
Salg av eiendeler	- 16 328	- 3 471	- 17 851	- 68 326	-
Innbetalt erstatning	- 175 000	-	-	-	-
<i>Sum unormale poster</i>	<i>- 191 328</i>	<i>- 3 471</i>	<i>- 17 851</i>	<i>- 68 326</i>	<i>-</i>
<b>Normalisert og justert EBIT</b>	<b>348 725</b>	<b>710 989</b>	<b>418 440</b>	<b>1 226 934</b>	<b>- 1 029 348</b>
Skatt	111 010	280 806	98 743	385 810	- 266 001
<b>NOPLAT</b>	<b>237 715</b>	<b>430 183</b>	<b>319 697</b>	<b>841 124</b>	<b>- 763 347</b>

Tabell 6: Normalisert og justert EBIT og NOPLAT for perioden 2010-2014.

#### 5.5 Nøkkeltallanalyse.

En nøkkeltallsanalyse er en vesentlig del av regnskapsanalysen. Denne analysen skal gi en vurdering av selskapets lønnsomhet og finansielle posisjon (Hansen et al., 2005). En nøkkeltallsanalyse vil gi et overblikk over selskapets økonomiske stilling, utvikling og presentasjoner. Nøkkeltallsanalyse er viktig for investorer da den er med på å danne grunnlaget for avkastningskravet som brukes ved verdivurdering av selskaper. I tillegg skal nøkkeltallsanalysen avdekke risikoen for konkurs og evnen for verdiskapning.

Normalt vil man i en nøkkeltallsanalyse vise beregninger av selskapets likviditet, finansiering, soliditet og lønnsomhet. Jeg vil se på relevante forholdstall som soliditet (egenkapitalandel og gjeldsandel) og lønnsomhet (egenkapitalrentabilitet).

Flyselskapene blir sammenlignet med egne forholdstall som de anser som viktige indikatorer. Jeg vil redegjøre for passasjerinntekt per kilometer (RPK) og kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK). Beregningene for disse forholdstallene er gjort av flyselskapene selv.

I beregningene vil jeg benytte de opprinnelige tallene som er presentert i selskapets resultatregnskap og balanse.

### 5.5.1 Soliditet.

Soliditet sier noe om selskapets evne til å tåle tap. Soliditet er knyttet til selskapets størrelse på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen (Kristoffersen, 2012). Soliditet består av egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

Egenkapitalandel sier noe om hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med selskapets egne midler samtidig som den viser hvor stor andel som er finansiert med gjeld. Det generelle kravet til egenkapitalandelen ligger mellom 30-35 pst, men jo større andelen er jo bedre, for bedriftene. Egenkapitalandelen kan beregnes ved følgende formel,

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

Gjeldsandel viser forholdet mellom kapital finansiert av kreditorer og kapital som er finansiert av eiere (Kristoffersen, 2012). Gjeldsandelen vil variere i forhold til hvor selskapet befinner seg i livssyklusen og hvilken bransjen selskapet operer i. Dermed finnes det ingen eksakt krav til hva gjeldsandelen bør være, men jo lavere, jo bedre samtidig som synkende gjeldsandel viser lavere risiko knyttet til selskapet. Når man skal beregne gjeldsandelen der formålet er verdsettelse tar man kun med den rentebærende gjelden (Koller et al., 2010). Gjeldsandelen kan beregnes ved følgende formel,

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{\text{Gjeld} * 100\%}{\text{Totalkapital}} = 1 - \text{egenkapitalandel}$$

Tabell 6 viser hvor stor egenkapitalandel og gjeldsandel Norwegian, Ryanair og Easyjet har for perioden 2010-2014 (Easyjet, 2010, 2012, 2014; Norwegian Air Shuttle ASA, 2010, 2012, 2014; Ryanair, 2011, 2014). Utregningen som er gjort kan ses i vedlegg 2.

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Norwegian</b>					
Egenkapitalandel	42 %	31 %	30 %	27 %	17 %
Gjeldsandel	58 %	69 %	70 %	73 %	83 %
<b>Ryanair</b>					
Egenkapitalandel	49 %	45 %	48 %	48 %	52 %
Gjeldsandel	51 %	55 %	52 %	52 %	48 %
<b>Easyjet</b>					
Egenkapitalandel	55 %	57 %	65 %	78 %	80 %
Gjeldsandel	45 %	43 %	35 %	22 %	20 %

Tabell 7: Egenkapital og gjeldsandel for perioden 2010-2014.

Som vi ser av tabell 7 har Norwegian betraktelig dårligere egenkapitalandel enn konkurrentene og oppfyller for årene 2013 og 2014 ikke det generelle kravet på 30-35 pst. Mulige årsaker for at Norwegian ikke oppfyller det generelle kravet kan være at selskapet er i vekst og investerer mye ved hjelp av langsiktige lån og leaseavtaler. Utviklingen for Easyjet skyldes at selskapet i 2011 innførte en strategi der de skulle redusere gjeldsandelen og øke egenkapitalandelen samtidig som de ville finansiere mer ved hjelp av egenkapital. Ryanair har en stabil fordeling mellom egenkapital og gjeldsfinansiering gjennom de disse årene. Ryanair og Easyjet oppfyller det generelle kravet for alle årene.

### 5.5.2 Lønnsomhet.

Lønnsomhet dreier seg om å skape et overskudd til selskapet, og for å kunne gjøre det må kostnadene være lavere enn inntektene. Et selskap må være lønnsomt for at eiere og investorer vil beholde egenkapitalen eller skyte inn frisk kapital i selskapet. Jeg vil benytte meg av to metoder for å evaluere lønnsomheten til Norwegian, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

Totalkapitalrentabilitet sier noe om selskapets avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i selskapet, samtidig som den reflekterer hvor godt selskapet drives og nivået på inntjeningen uavhengig av finansiering. Det finnes ingen eksakt krav til totalkapitalrentabiliteten, men en tommelfingerregel tilsier at den bør være lik gjennomsnittlig lånerente + et påslag for investors risiko og utgjør minst 5%. Når formålet med beregning av rentabiliteter er verdsettelse må finansinntekter tas vekk fra den generelle formelen (Koller et al., 2010). Totalkapitalrentabiliteten kan beregnes ved følgende formel,

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Eiendeler}}$$

Egenkapitalrentabiliteten er den som er mest interessant for eiere og investorer da den viser avkastning på investert kapital (Kristoffersen, 2012). Heller ikke her er det et generelt krav til hva egenkapitalrentabiliteten bør være. Dette avhenger av hvilke investeringsalternativer investorene har tilgjengelige og må vurderes mot risikoen i selskapet. Formelen for egenkapitalrentabiliteten før skatt er og etter skatt er,

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

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

Jeg vil kun vise egenkapitalrentabiliteten før skatt siden dette er mest interessant for investorene. Beregningene vises i vedlegg 3.

<b>Rentabilitet</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Norwegian</b>					
Egenkapitalrentabilitet før skatt	13,5 %	8,6 %	25,7 %	15,9%	-78,5 %
<b>Ryanair</b>					
Egenkapitalrentabilitet før skatt	12,0 %	14,2 %	19,1 %	19,9 %	18,0 %
<b>Easyjet</b>					
Egenkapitalrentabilitet før skatt	10,3 %	14,5 %	17,7 %	20,0 %	25,2 %

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet for perioden 2010-2014.

Som en kan se av tabell 8 har Norwegian og konkurrentenes egenkapitalrentabilitet steget de siste årene, unntatt i 2014 for Norwegian ettersom selskapet hadde et negativt årsresultat. Dette viser at selskapene er blitt bedre til å utnytte ressursene sine. Norwegian ligger litt etter Ryanair og Easyjet, men har vist en positiv utvikling. Når det gjelder egenkapitalrentabiliteten har selskapene hatt økende avkastning på egenkapitalen. Norwegian har hatt bedre avkastning enn konkurrentene i 2010 og 2012. I 2013 og 2014 hadde Easyjet den beste avkastningen på egenkapitalen, fulgt av Ryanair og Norwegian. Som nevnt tidligere kan en mulig årsak for at Norwegian hadde dårligere egenkapitalrentabilitet i 2013 være den økte investeringen. I 2014 er grunnen trolig det negative årsresultatet som selskapet leverte.

### 5.5.3 Sektorspesifikke nøkkeltall.

Blant flyselskapene brukes det i tillegg sektorspesifikk nøkkeltall som Cost per Available Seat Kilometers (CASK), Available Seat Kilometers (ASK), Revenue Passenger Kilometers (RPK) og Load factor.

CASK er en industriell kostindikator som representerer driftskostnader før avskrivninger og amortiseringer (EBITDA) over produserte setekilometere. CASK inkluderer ikke tap/inntekter fra andre tap/inntekter for å gi mer nøyaktig syn på kostnadsutviklingen.

ASK er tilgjengelig setekilometere. Dette får man ved å beregne antall okkuperte seter ganget med den flydde distansen.

*RPK* er passasjerinntekter per kilometere. Dette får man ved å beregne antall okkuperte seter ganget den flydde distansen.

*Load factor* beskriver utnyttelsen av tilgjengelig sete. Denne kan man beregne ved å dele *RPK* med *ASK*.

Som vi ser av tabell 9 nedenfor har Norwegian redusert *CASK* gradvis fra 2010-2014. Tabellen viser også hvordan påvirkningen av kostanden forbundet med drivstoff har å si for dette tallet. Sammenligner vi Norwegian sine *CASK* tall med Easyjet sine (forutsetter at 1£=11,8 NOK) ser en at Norwegian har en bedre utvikling med å redusere kostnadene enn hva Easyjet gjør. *CASK* tallene for Ryanair er ikke oppgitt ettersom jeg ikke fant disse i årsberetningene. Tallene videre viser at Norwegian gjør det relativt bra når det kommer til *RPK* og *ASK*. Passasjerinntektene per kilometer (*RPK*) vokser i takt med tilgjengelig setekilometer, noe som også gjelder for Ryanair og Easyjet. Når det gjelder *load factor* ser vi av tabellen at Easyjet er klart best på å utnyttelsen av kapasiteten. Ryanair havner etter Easyjet og Norwegian gjør det litt mindre bra enn konkurrentene. Selv om Norwegian ikke gjør det like bra på utnyttelsesgraden vil jeg si at de gjør det svært godt. Som fortalt har de lavere *CASK* enn Easyjet som kan skyldes at Norwegian har den yngste og mest moderne flyflåten noe som bidrar til kostnadsbesparelser. I tillegg ser vi at Norwegian er relativt lite selskap i forhold til konkurrentene. I 2014 fraktet Norwegian 24 millioner passasjerer mot Ryanair sin 82 millioner og Easyjet sine 65 millioner. Ut fra disse tallene vil jeg si at Norwegian er en betydelig konkurrent for Ryanair og Easyjet.

Sektorspesifikke nøkkeltall	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Norwegian</b>					
CASK m/drivstoff i MNOK	0,46	0,46	0,45	0,42	0,42
CASK u/drivstoff i MNOK	0,34	0,32	0,31	0,29	0,29
ASK millioner	17 804	21 958	25 920	34 138	44 479
RPK millioner	13 774	17 421	20 353	26 881	37 615
Kabin factor	77,40 %	79,30 %	78,80 %	78,30 %	80,90 %
Passasjerer i millioner	13	15,7	17,7	20,7	24
<b>Ryanair</b>					
CASK m/drivstoff					
CASK u/drivstoff					
ASK millioner	49 841	53 257	58 584	59 865	64 470
RPK millioner	53 570	63 358	71 139	72 916	77 916
Kabin factor	82 %	83 %	82 %	82 %	83 %
Passasjerer i millioner	66,5	72,1	75,8	79,3	81,7

<b>Easyjet</b>					
CASK m/drivstoff i MNOK	0,46	0,44	0,49	0,51	0,49
CASK u/drivstoff i MNOK	0,33	0,33	0,31	0,31	0,34
ASK millioner	62 945	69 318	72 182	74 223	79 525
RPK millioner	56 128	61 347	65 227	67 573	72 933
Kabin factor	87,00 %	87,30 %	88,70 %	89,30 %	90,60 %
Passasjerer i millioner	48,8	54,5	58,4	60,8	64,8

*Tabell 9: Sektorspesifikke nøkkeltall for perioden 2010-2014.*



## 6. Avkastningskrav (WACC)

Som nevnt i kapittel 3.2.1 er den veide kapitalkostnaden den avkastningen investorene forventer å få på investeringen de har gjort. Avkastningskravet benyttes for å diskontere selskapets frie kontantstrøm og har en signifikant effekt på det verdiestimatet en kommer fram til. I kapittel 3.2.2 gjennomgikk jeg at det finnes flere modeller man kan benytte for å fastsette avkastningskravet. Jeg vil benytte meg av CAPM for å beregne kostnaden av selskapets egenkapital.. Videre i dette kapitelet vil jeg redegjøre for å estimere de parameterne som inngår i CAPM. Til slutt vil jeg estimere WACC. Formelen for WACC er som følge,

$$WACC = \frac{Gjeld}{EK + Gjeld} * R_g (1 - s) + \frac{EK}{EK + Gjeld} * R_{ek}$$

I slutten av kapittel 5 estimerte jeg gjeld og egenkapitalandelen. Det som står igjen er å finne renten på gjeld og kapitalkostnaden. Boye and Meyer (2008:106) hevder at avkastningskravet for gjeld er reflektert i lånerenten. Dermed kan den gjennomsnittlige lånerenten benyttes som avkastningskravet for långiveren. En annen tilnærming er å benytte den risikofri renten pluss et risikotillegg som på grunnlag av kredittratingen selskapet har. Jeg har valgt å renten på den rentebærende gjelden Norwegian hadde i 2014 som var 4,5 pst (4,8 pst i 2013).

Den siste parameteren som mangler er  $R_{ek}$ , der

$$R_{ek} = R_f (1 - s) + \beta [R_m - r_f (1 - s)]$$

Forutsetter ingen skatt på aksjeavkastninge  $R_m$ .

### 6.1 Risikofri rente.

Risikofri rente ( $R_f$ ) er den avkastningen man oppnår på sikre verdipapirer. Koller et al. (2010) hevder at det mest hensiktsmessige er å bruke statsobligasjoner med en lang periode på ti år, mens både Boye and Meyer (2008); Gjesdal and Johnsen (1999) anbefaler å benytte en mellomlang periode på tre år. Boye and Meyer (2008:99) anbefaler denne perioden ettersom langtids obligasjoner inneholder en høyere kursrisikopremie som følge av renteendringer, som deretter fører til svingninger i kursen ved korttids obligasjoner.

Norges bank opererer med tre forskjellige statsobligasjoner, tiårig, femårig og treårig. Årsgjennomsnittet for statsobligasjoner for perioden 2015-2010 er som følge,

	<b>3 År</b>	<b>5 ÅR</b>	<b>10 År</b>
<b>2015</b>	0,76 pst.	0,99 pst.	1,57 pst.
<b>2014</b>	1,52 pst.	1,82 pst.	2,52 pst.
<b>2013</b>	1,63 pst.	1,93 pst.	2,38 pst.
<b>2012</b>	1,44 pst.	1,59 pst.	2,10 pst.
<b>2011</b>	2,24 pst.	2,56 pst.	3,12 pst.
<b>2010</b>	2,46 pst.	2,83 pst.	3,32 pst.

Tabell 10: Statsobligasjoner årsgjennomsnitt i perioden 2015-2010 (NORGES BANK, 2016).

Som vi ser av tabellen er gjennomsnittlige renter på statsobligasjonene historisk lave. Som jeg beskrev i den strategiske analysen vil rentenivået trolig bli lavere i framtiden. På bakgrunn av den økonomiske situasjonen Norge står ovenfor velger jeg å sette den risikofrie renten til 1,57 pst som var renten på tiårig statsobligasjon i 2015.

## 6.2 Markedspremie.

Markedspremien er differansen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. Koller et al. (2010:242) hevder at den forventede avkastningen i markedet ikke er observerbar og dermed er det ingen allmenn akseptert modell for å estimere risikopremien. Koller et al. (2010) skiller mellom tre generelle metoder.

1. Beregne framtidig risikopremie ved å måle og justere historiskavkastning.
2. Benytte regresjonsanalyse for å koble sammen nåværende markedsvARIABLER.
3. Utrekne markedets risikopremie ved hjelp av framtidsrettede modeller.

Å beregne markedets risikopremie er svært komplisert ettersom det finnes mange utregningsmetoder. I tillegg vil det bli komplisert å regne ut markedets risikopremie ettersom risikopremien påvirkes av risikonivået ved børsene i Skandinavia og investorenes risikoholdning (Gjesdal & Johnsen, 1999). Det normale intervallet som brukes på markedets risikopremie ligger mellom 4,5 og 5,5 pst (Koller et al., 2010), mens Kaldestad and Møller (2011:122) hevder at markedspremien ligger mellom 4-5 pst. Jeg vil ikke foreta noen beregninger og dermed jeg vil benytte en markeds risikopremie på 5 pst. Dette vil medføre at markedets meravkastning er  $1,57 + 5,0 = 6,57$  pst.

## 6.3 Beta.

Beta er et mål på forholdet mellom en aksje og aksjemarkedet og er et mål på aksjens systematiske risiko. En investor vil kreve kompensasjon for investeringens risiko og dermed er kompensasjonen en funksjon av aksjens beta. Systematisk risiko er volatiliteten i en avkastning som investorer ikke kan diversifisere seg bort fra (Gjesdal & Johnsen, 1999:20).

Betaverdien viser risikoen forbundet med å investere i en aksje sammenlignet med en investering i markedsporteføljen. I tillegg sier beta noe om aksjens verdi målt mot en valgt indeks. Dersom betaverdien er mellom 0-1 vil svingningene i aksjens verdi være mindre enn indeksen. Dersom betaverdien er 1 er svingningen lik indeksen og en betaverdi på større enn 1 vil svingningen være større enn indeksen.

Koller et al. (2010:210) anbefaler at det bør brukes minst 60 observasjoner når man skal estimere betaverdien til et selskap og estimeringen av betaverdien bør baseres på månedlige data ettersom daglige og ukentlige vil medføre til systematiske feil.

Jeg vil beregne Norwegian Air Shuttle ASA sin betaverdi opp mot OSEBX (Oslo Børs Benchmark Index) etter anbefalingen til Koller et al. (2010) over fem år med månedlige observasjoner som utgjør 60 observasjoner. Dette gir følgende regresjonsuttrykk;

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

Hvor

$R_i =$  Månedlig avkastning på NAS – Aksjen

$\alpha_i =$  Skjæringspunktet.

$\beta_i =$  Betaverdien

$R_m =$  Månedlig avkastning OSEBX

$e_i =$  Feilledd

Jeg starter med den daglige sluttkursen for NAS og OSEBX fra Oslo børs. Kursene er fra 17.03.16 og fem år bakover. Dette kalles  $Pt^{NAS}$  og  $pt^{OSEBX}$ . Av disse fem årene har jeg basert betaverdien på aritmetrisk gjennomsnitt fra månedstall som resulterte i 60 observasjoner. Fra disse 60 observasjonene regnet jeg avkastningen fra måned til måned og ved hjelp av regresjonsanalysen, utført i Microsoft Excel 2013 gav analysen følgende resultater,

SAMMENDRAG (UTDATA)

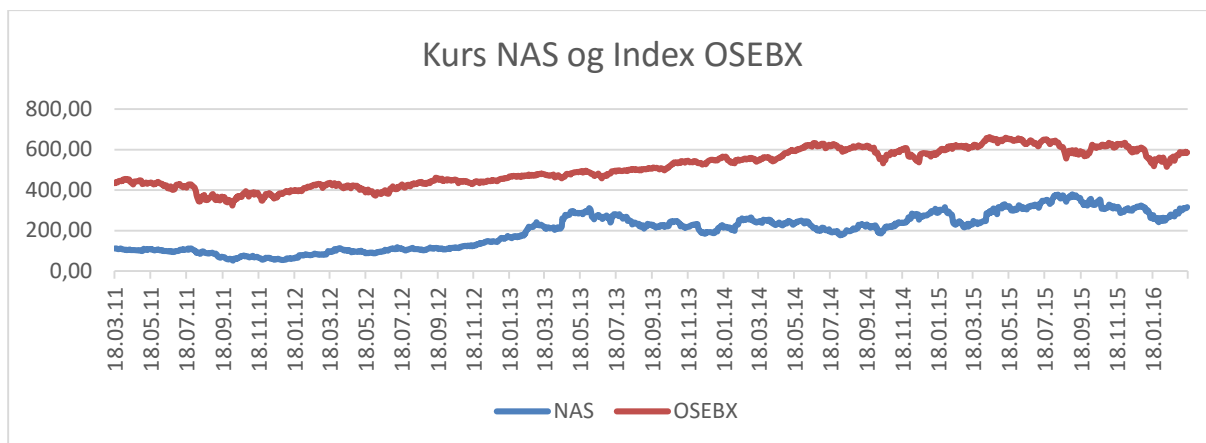
<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multipel R	0,315
R-kvadrat	0,099
Justert R-kvadrat	0,083
Standardfeil	0,005
Observasjoner	59

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt Aritm Gj.	0,000589991	0,000768015	0,768202109	0,445538168	-0,000947933	0,002127915
OSEBX	0,841130764	0,335678044	2,5057664	0,015098454	0,168947075	1,513314453

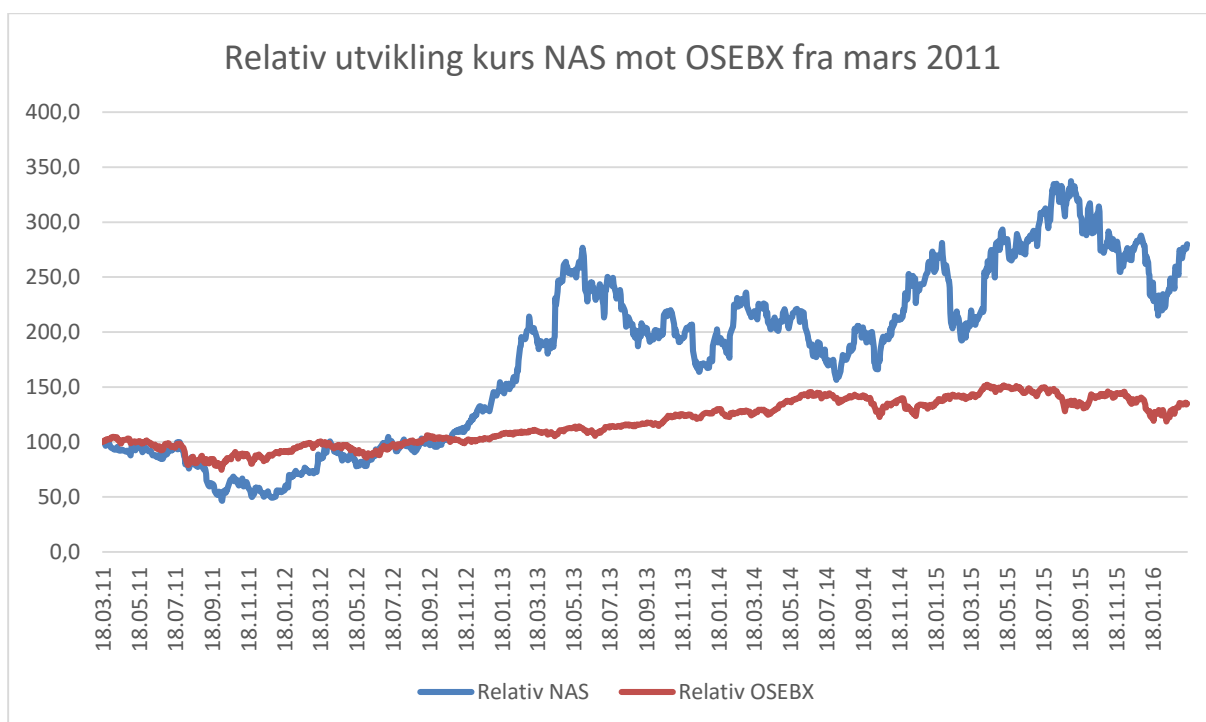
*Figur 6: Regresjonsanalyse*

Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning er vist i vedlegg 4. Formålet med regresjonsanalysen var å komme fram til betaverdien som er et av parameterne i CAPM modellen for å kunne estimere avkastningskravet til Norwegian. Som vi ser av regresjonsanalysen er estimert betaverdi beregnet til 0,84. En  $R^2$  på 0,099 pst forteller oss at variasjonen i Norwegians kurs er lite forklart av markedsindeksen. De resterende 91,01 pst kan forklares av variasjonen i feilledet som er et mål på den usystematiske risikoen. Fra tabellen kan man se at betaverdien ligger i intervallet mellom 0,17-1,51. Fra tabellen ser vi at standardfeilen er 0,335 samtidig som t-verdi er større enn kritisk verdi på 95% nivå. I tillegg ser vi at P-verdien er noe lavere enn 0,05 noe som indikerer at betaverdien er signifikant forskjellig fra 0. På bakgrunn av dette kan man si at den virkelige betaverdien ligger mellom 0,169-1,51 med 95 pst sikkerhet.

Koller et al. (2010:254) hevder at over tid vil betaverdien bevege seg mot 1 som er markedets gjennomsnittlige avkastning. På bakgrunn av dette vil det være nødvendig med en justering. Dette er for å fjerne under eller overestimeringer av individuelle betaer. Denne justeringen kalles for Bloomberg-justering der man vektlegger den estimerte betaen med 2/3 og markedsbetaen med 1/3. Dette gir en justert betaverdi for Norwegian på  $0,667 \cdot 0,841 + 1/3 \cdot 1$ . Den justerte betaverdien er da 0,894. I de to påfølgende grafene vil graf en vise kursutviklingen til NAS og OSEBX, mens graf to vil vise den relative utviklingen av kursen til NAS mot OSEBX.



Figur 7: Kursutvikling NAS og OSEBX fra mars 2011.



Figur 8: Relativ utvikling kurs NAS mot OSEBX fra mars 2011.

## 6.4 Rente på gjeld.

I 2014 var den effektive renten på lånene til Norwegian 4,5 pst (4,8 pst i 2013). Jeg har valgt å benytte den samme renten som i 2014 som nevnt tidligere og dermed er  $R_g = 4,5$  pst.

## 6.5 Estimering av WACC.

Nå som alle variablene er funnet i  $R_{EK}$  og WACC får vi følgende verdier.

$$R_{EK} = 1,57 (1 - 0,25) + 0,894 * [6,57 - 1,57(1 - 0,25)]$$

$$R_{EK} = 5,99 \% \Rightarrow 6 \%$$

$$WACC = \frac{Gjeld}{EK + Gjeld} * R_g (1 - s) + \frac{EK}{EK + Gjeld} * R_{ek}$$

Den virkelige markedsverdien kan enn finne ved å multiplisere aksjekursen med antall utstedte aksjer. Dermed blir markedsverdien  $349 * 35\,759\,639 = 12\,480.114.000$ . Markedsverdi egenkapital i NOK 1000 = 12.480.114 og gjeld i NOK 1000 = 14.114.539

Når det gjelder gjeld, benytter jeg den rentebærende gjelden fra 2014 som grunnlag. Setter tallene inn i formelen å får følgende resultat,

$$WACC = \frac{14.114.539}{(12.480.114+14.114.539)} * 0,045(1 - 0,27) + \frac{12.480.114}{(12.480.114+14.114.539)} * 0,06$$

$$\underline{WACC = 4,56 \Rightarrow 4,6 \%}$$

## 7. Fremtidsbudsjettering.

I påfølgende kapittel vil jeg estimere et fremtidsbudsjett av de forhold som er redegjort for i den strategiske analysen, regnskapsanalysen og subjektive antakelser om sannsynlig utvikling for selskapet. Etter at jeg har estimert fremtidsbudsjettet vil jeg ha et grunnlag for å beregne fremtidige kontantoverskudd for prognoseperioden.

Det som er sentralt når man skal estimere framtidbudsjetter er lengden på prognoseperioden. Det er en fordel å ha en tilstrekkelig lang prognoseperiode til at selskapet kommer i en «steady state» for at en skal kunne beregne mest mulig korrekt terminalverdi (Koller et al., 2010). «Steady state» er en situasjon der selskapets vekst og investeringsrate er konstant og selskapet har konstant avkastning på den investerte kapitalen og nyinvesteringer. Dette medfører at NOPLAT vil vokse med en fast pst i all fremtid.

Normalt benyttes en prognoselengde på 7-15 år for utarbeidelse av budsjetter, men Koller et al. (2010:188) anbefaler at man benytter en prognoselengde på 5-15 år. Jeg vil benytte en 10-årig analyseperioden og det siste året er for å beregne terminalverdien. Dermed ligger prognoseperioden innenfor det som er anbefalt.

Koller et al. (2010:190-191) anbefaler at en bruker følgende fremgangsmåte for prognostiseringen.

1. Utarbeide og analysere historiske regnskapstall (Dette er gjort i kapittel 5).
2. Utarbeide en inntektsprognose.
3. Estimere drivere i resultatregnskapet
  - Undersøke hva som påvirker den enkelte driveren,
  - Estimere vekstrater for drivere,
  - Bestemme hvilke vekstrater som tilhører de enkelte drivere.
4. Prognostisere drivere i balansen som investert kapital, driftsrelaterte og driftsfremmende eiendeler. Overskuddslikviditet og finansieringsposter skal ikke gjøres på denne måten.
5. Lage prognoser for finansieringsposter i balanse. Her forutsetter jeg clean surplus.
6. Kalkulere ROIC og FCF for årene i prognoseperioden.

## 7.1 Driftsinntekter.

Driftsinntektene til Norwegian består av passasjerinntekter (flybillett), tilleggsinntekter (bagasje, mat, seterreservasjoner o.l.), andre inntekter (cargo/frakt), annen inntekt (salg av eiendeler) og inntekter fra tilknyttede selskaper. Hovedinntektene til Norwegian består av passasjerinntekter. I 2014 utgjorde passasjerinntektene ca. 83 pst og tilleggsinntektene ca. 14 pst av driftsinntektene. Som nevnt i den strategiske analysen er verdensøkonomien en viktig driver for veksten. Boeing og Airbus anslo en multiplikator på passasjervekst med henholdsvis 2,1 og 3,1 i Europa de neste 20 årene. Fra 2013 til 2014 økte Norwegian driftsinntektene med 21 pst. Konkurrentene Ryanair hadde en vekst på driftsinntektene med 3,13 pst fra 2013 til 2014, mens Easyjet hadde en vekst på driftsinntektene med 6,32 pst fra 2013 til 2014. For å beregne fremtidige driftsinntekter kan man benytte tre ulike metoder (Damodaran, 2010). Den første metoden går ut på å estimere fremtidig vekst på bakgrunn av historiske vekstrater. Den andre metoden går ut på å estimere fremtidige vekst basert på indikatorer på profesjonelle analytikere. Den siste metoden går ut på å estimere fremtidige vekstrater basert på et fundamentalt perspektiv. Jeg vil baserer Norwegian's fremtidige driftsinntekter med en blanding av metode 1 og 3. Årsaken for valget er ettersom Norwegian er inne i en vekstfase. Dersom jeg hadde valgt å benytte kun metode en, ville det kunne gitt for høye vekstrater i prognostiserte driftsinntekter. For fullstendig oversikt over de ulike vekstratio beregningene se vedlegg 5.

### 7.1.1 Passasjerinntekter og tilleggsinntekter.

For å beregne passasjerinntektene benyttet jeg en metode som går på å regne Average Revenue per Users. ARPU beregnes ved å dele driftsinntekter/antall passasjerer. Tabell 11 gir et historisk overblikk.

Historisk	2010	2011	2012	2013	2014	Snitt
Antall fly ved årsslutt	57	62	68	85	95	
Passasjerer	13 000 000	15 700 000	17 700 000	20 700 000	24 000 000	
<b>Passasjer per fly</b>	<b>228 070</b>	<b>253 226</b>	<b>260 294</b>	<b>243 529</b>	<b>252 632</b>	<b>247 550</b>
Drifts-inntekter	8 603 995	10 551 709	12 891 882	15 626 141	19 597 670	
<b>ARPU</b>	<b>0,66</b>	<b>0,67</b>	<b>0,73</b>	<b>0,75</b>	<b>0,83</b>	<b>0,73</b>

Tabell 11: Historisk oversikt for perioden 2010-2014



I tabell 11 har jeg estimert hvor mange passasjerer det er per fly og gjennomsnittet for analyseperioden. I tabell 12 har jeg prognostisert hvor mange fly Norwegian vil ha ved slutten på året og hvor mange passasjerer de vil frakte.

<b>Prognostisert</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ant fly ved årsslutt	95	103	124	141	156	171
Ant passasjer per fly	247 500	247 550	247 550	247 550	247 550	247 550
Passasjerer	24 000 000	25 497 650	30 696 200	34 904 550	38 617 800	42 331 050
<b>ARPU</b>	0,83	0,84	0,85	0,86	0,87	0,88

<b>Prognostisert</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>TV</b>
Ant fly ved årsslutt	180	193	205	215	230	250
Ant passasjer per fly	247 550	247 550	247 550	247 550	247 550	247 550
Passasjerer	44 559 000	47 777 150	50 747 750	53 223 250	56 936 500	61 887 500
<b>ARPU</b>	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88

*Tabell 12: Prognostiserte fly ved slutten av året og antall passasjerer.*

Siden det er litt svingninger i perioden benytter jeg snittet for beregningen av passasjerinntektene. Som vi ser av tabell 11 har ARPU økt gjennom perioden. I fremtidsprognostiseringen forutsetter jeg at Norwegians ARPU vil øke med 1 pst de første seks årene, for så å stabiliserer seg med en ARPU lik 0,88 i all evighet. Dette medfører at vekstraten for driftsinntekter øker med 7 pst fra 2014-2015. Fra 2015-2016 vil den gjøre et større hopp i vekstraten til 22 pst for deretter å reduseres frem til 2025. Evig vekstrate er forutsatt til 2 pst. Som nevnt ovenfor er passasjerinntektene hovedinntekten til Norwegian og utgjorde nesten 83 pst av driftsinntektene i 2014. Dette tilsvarer en vekst på nesten 21,5 pst fra året før. Konkurrentenes vekst var ikke like høy som Norwegian sin i perioden 2013-2014. Ryanair hadde ca. 0,01 pst nedgang i passasjerinntektene, mens Easyjet hadde en oppgang på nesten 6,4 pst

Tilleggsinntektene for Norwegian utgjorde i 2014 nesten 14 pst av driftsinntektene. Dette er en vekst på 55,15 pst fra 2013. Konkurrentene Ryanair og Easyjet har kun to inntektsposter i sitt resultatregnskap og klassifiseres som andre inntekter. Ryanair hadde en vekst på andre inntekter som utgjorde ca. 17 pst fra 2013-2014, mens Easyjet hadde en vekst på 1,6 pst. Ettersom tilleggsinntekter er en del av flyreisen forutsetter jeg at denne inntekten vokser med relativ lik vekstrate.

### **7.1.2 Andre inntekter.**

Andre inntekter er som nevnt ovenfor cargo og frakt inntekter. Denne inntektsposten utgjorde kun 2,8 pst av driftsinntektene i 2014. Veksten på denne inntektsposten var ca. 50 pst fra 2013-2014. Selv om veksten fra 2013-2014 og den gjennomsnittlige veksten for hele perioden er relativt høy, velger jeg å bruke en stabil vekstfaktor på 3pst frem til 2024. Etter 2024 er den evige veksten 2 pst. Grunnen for at jeg velger denne vekstratioen er for ikke å blåse opp denne inntektsposten, da det kan påvirke verdien.

### **7.1.3 Annen inntekt.**

Som fortalt tidligere er annen inntekt salg av eiendeler, hovedsakelig fly. I 2014 solgte Norwegian ingen eiendeler, men fra 2012-2013 var den en vekst på denne inntektsposten med 0,44 pst. Denne inntektsposten har igjennom perioden 2011-2014 vært relativ liten. I 2010 var denne posten mye større enn de andre årene på grunn av erstatningen som Norwegian mottok i fra SAS. Jeg velger å ikke benytte noe verdi på denne inntektsposten for beregning av driftsinntekter. Hovedsakelig siden disse inntektene er ekstraordinære samtidig som dette er små verdier som ikke vil gi noe utslag i beregninger. Det finnes heller ikke nok informasjonen i årsregnskapene til å estimere fremtidige inntekter ved denne inntektsposten.

### **7.1.4 Resultatandel fra tilknyttede selskaper.**

Denne inntektsposten har jeg vurdert som inntekter fra datterselskapene. Inntektsposten utgjorde i 2014 0,3 pst av driftsinntektene og hadde en vekst på nesten 23,7 pst fra 2013. Den gjennomsnittlige veksten på denne inntektsposten i perioden 2010-2014 var i underkant av 86 pst. Her forutsetter jeg at inntektene vil øke med 5 pst frem til 2024. Fra 2025 vil denne posten ha en evig vekstrate på 2 pst.

### **7.1.5 Oppsummering.**

I prognostiseringen av driftsinntekter er det gjort en del forutsetninger om de enkelte inntektspostene. Disse er basert på subjektive antakelser og informasjon fra årsrapporter. Dette har da medført til følgende prognostiserte driftsinntekter for Norwegian i prognoseperioden som kan ses i tabell 13. Tall i NOK 1000. I vedlegg 5 finnes en oversikt over forholdstallene for estimering av driftsinntekter.

<b>Prognostisert</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
----------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Passasjer- inntekt	19 920 000	21 418 026	26 091 770	30 017 913	33 597 486	37 251 324
Tilleggs- inntekt	2 727 439	2 891 085	3 469 302	3 920 312	4 312 343	4 700 454
Andre inntekter	557 978	574 717	591 959	609 718	628 009	646 849
Annen inntekt						
Resultat fra tilknyttede selskap	57 631	60 513	63 538	66 715	70 051	73 553
<b>Sum Drifts- inntekter</b>	<b>23 263 048</b>	<b>24 944 341</b>	<b>30 216 569</b>	<b>34 614 657</b>	<b>38 607 889</b>	<b>42 672 181</b>
<b>Prognostisert</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>TV</b>
Passasjer- inntekt	39 211 920	42 043 892	44 658 020	46 836 460	50 104 120	51 106 202
Tilleggs- inntekt	4 841 467	5 083 541	5 286 882	5 445 489	5 717 763	5 832 119
Andre inntekter	666 255	686 243	706 830	728 035	749 876	764 873
Annen inntekt						
Resultat fra tilknyttede selskap	77 231	81 093	85 147	89 405	93 875	95 752
<b>Sum Drifts- inntekter</b>	<b>44 796 873</b>	<b>47 894 768</b>	<b>50 736 879</b>	<b>53 099 388</b>	<b>56 665 634</b>	<b>57 798 947</b>

Tabell 13: Prognostiserte driftsinntekter for perioden 2015-2024 og TV (Steady state).

## 7.2 Driftskostnader.

Norwegian har som mål å kutte kostnader ved å fortsette å investere i en mer moderne, kostnadseffektive og miljøvennlig flyflåte. Dette målet har ført til at Norwegian har reduserte CASK gradvis gjennomårene. I 2014 var CASK 0,42 en nedgang fra 0,46 i 2010. Som det fremkommer av resultatregnskapet til Norwegian utgjør driftskostnadene salg og distribusjon, drivstoff, flyleasing, flyplassavgifter, håndtering, teknisk vedlikehold, andre flykostnader, lønnskostnader, avskrivning, andre kostnader og andre tap/(gevinster). For Norwegian var de største kostnadene i 2014 drivstoff, lønnskostnader og flyplassavgifter. Fra 2013 til 2014 økte driftskostnadene med nesten 43,4 pst. Den store økningene i driftskostnadene skyldes blant annet, problemer med langdistansereiser med flytypene Dreamliner (spesielt i USA), drivstoffutgifter (levering av drivstoff til sikret pris) og forsinket godkjennelse for å fly med de irsk-registrerte flyene til USA. I tillegg ble driftskostnadene sterkt påvirket av fallet i den norske kronen. For 2014 medførte valutaeffektene en kostnad på ca. 600 millioner NOK.

Når man skal beregne fremtidig forholdstall på kostnadspostene i resultatregnskapet anbefaler Koller et al. (2010:196) å basere forholdstallene på driftsinntektene. Jeg vil ta til etterretning denne anbefalingen for å estimere ratioene på driftskostnadene. I tillegg vil jeg ta hensyn til

informasjon som er kommet fram i årsrapportene, regnskapsanalysen, den strategiske analyse og subjektive antakelser om markedsutsikter. I årsrapporten for 2014 forteller administrerende direktør Bjørn Kjos at Norwegian i tiden fremover vil stadig fokusere på å oppgradere og modernisere flyflåten. Dette vil ha påvirkninger blant annet for kostnadsposten drivstoff.

I estimeringen av driftskostnader benytter jeg hovedsakelig forholdstallene for 2014, med justeringer. Justeringene vil bli nevnt under respektive kostnadsposter. I tillegg vil jeg ta hensyn til følgende momenter for beregningene,

- Markedsprisen for drivstoff er lavere grunnet fall i oljeprisen.
- Kontroll på langdistanse flyvningene med Airbus maskinene (færre kanselleringer av ordinær rutetid som reduserer kostnader knyttet til dette).
- Norwegian vil i fremtiden få større eiendeler på aktiva (fly) som vil øke avskrivningsposten.

### **7.2.1 Salg og distribusjon.**

Denne kostnadsposten er den minste kostnadsposten. I 2014 stod denne kostnadsposten for 2,4 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet for perioden var 2,1 pst. Utviklingen i perioden har holdt seg stabil til tross for økte driftsinntekter. Etersom Norwegian er i en vekstfase legger øker jeg denne satsen til 2,4 pst av driftsinntektene gjennom hele prognoseperioden.

### **7.2.2 Drivstoff.**

Som en kan lese av resultatregnskapet er denne kostnadsposten den største. I 2014 utgjorde denne kostnadsposten 32,2 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet var rundt 29 pst. Utviklingen på denne kostnadsposten har vært økende som følge av økende oljepriser og flere flydde kilometere. Jeg forutsetter at drivstoffkostnader vil utgjøre 27 pst av driftsinntektene til 2019 for deretter å stabilisere seg på 27,5 pst i resten av prognoseperioden. Grunnen for at jeg forutsetter forholdstallet slikt er på grunn av markedsutviklingen på oljepris og investeringsaktiviteten (modernisering av flyflåten).

### **7.2.3 Flyleasing.**

I 2014 utgjorde denne kostnadsposten 9,4 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet lå på 8,5 pst. Utviklingen på denne kostnadsposten har vært relativt stabil gjennom perioden med

svingninger fra 0,1 pst til 1 pst. I årene som kommer vil flere fly bli tatt i bruk, men det finnes ikke nok informasjon i årsrapportene om hvilken finansieringsalternativ (lease eller kjøpe ved hjelp av lån) de vil benytte til å kunne gi et eksakt tall. Derfor forutsetter jeg at flyleasing vil utgjøre 8 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

#### **7.2.4 Flyplassavgifter.**

Denne posten utgjorde 13,9 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet for perioden var 14,2 pst. Utviklingen i forhold til driftsinntektene har vært nedgående. I 2010 utgjorde flyplassavgifter 15 pst av driftsinntektene mens den var i 2014 13,9 pst av driftsinntektene. Jeg forutsetter at forholdstallet vil være 14 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

#### **7.2.5 Håndtering.**

Denne kostnadsposten er ikke beskrevet i årsregnskapene, men tror at det er i forbindelse med innsjekk, på og av lossing av bagasje. I 2014 utgjorde denne kostnadsposten 9,5 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet for perioden lå på 9,1 pst. Utviklingen har vært nedgående fra 10 pst av driftsinntektene i 2010 til 8,5 pst i 2013 og fra 2013 til 2014 gikk den opp til ca. 9,5 pst. Jeg forutsetter at håndtering vil utgjøre 9 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

#### **7.2.6 Teknisk vedlikehold.**

Teknisk vedlikehold utgjorde 6,6 pst av driftsinntektene i 2014 og gjennomsnittet for perioden var 6,7 pst. i 2010 stod teknisk vedlikehold for 8,1 pst av driftsinntektene mens den i 2014 stod for 6,6 pst av driftsinntektene. I løpet av perioden er dette en nedgang på 1,5 pst. Som utviklingen viser er dette en nedgående kostnadspost med unntak i 2014 da den gikk litt opp (fra 5,9 til 6,6 pst). Jeg forutsetter at en mer moderne og kostnadseffektiv flyflåte vil være med på å redusere kostander knyttet til teknisk vedlikehold. Jeg forutsetter at teknisk vedlikehold vil utgjøre 6,6 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

#### **7.2.7 Andre flykostnader.**

Andre flykostnader utgjorde i 2014 4,4 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet for perioden va ca. 4,1 pst. Gjennom perioden fra 2010 til 2013 har det vært en nedgang i denne posten fra 4,7 pst av driftsinntektene til ca. 3,8 pst. i 2014 gikk den opp igjen til ca. 4,4 pst. Hva som

inngår i denne posten har jeg ikke funnet ut av. Jeg forutsetter at denne posten vil utgjøre 3,4 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

### **7.2.8 Lønnskostnader.**

Lønnskostnader er den nest høyeste posten i resultatregnskapet og utgjorde i 2014 16,4 pst av driftsinntektene mens gjennomsnittet for perioden var 16,7 pst. Til tross for økte driftsinntekter, flere ruter- og avganger samt flere ansatte reduserte Norwegian prosentandelen fra 2010 til 2013 med nesten 2 pst fra 17,8 pst til 15,6 pst. I 2014 økte derimot satsen til 16,4 pst. Denne satsen vil jeg bruke til 2020 og i resten av prognoseperioden forutsetter jeg at lønnskostnader vil utgjøre 17 pst av driftsinntektene.

### **7.2.9 Avskrivninger, amortiseringer og nedskrivning.**

I 2014 utgjorde denne kostnadsposten 3,82 pst av driftsinntektene mens gjennomsnittet for perioden var 3 pst. Utviklingen for denne kostnadsposten øker i takt med anleggsmidlene. Koller et al. (2010:196) forteller at det ulike metoder for å beregne denne kostnadsposten. Den metoden jeg har valgt å benytte meg av, er en prosentsats av Netto PP&E (Property, Plant and Equipment). For å estimere denne kostnaden i framtidsprognosen vil jeg benytte en ratio på 3,5 pst de første seks årene og 3 pst i resten av prognoseperioden

### **7.2.10 Andre kostnader.**

Andre kostnader består av drift av systemer, markedsføring, back office, innleide konsulenter etc. Kostnadsposten utgjorde i 2014 5,4 pst av driftsinntektene og gjennomsnittet for perioden var 4,6 pst. Utviklingen ved denne kostnadsposten har vært avtagende da den gikk opp igjen i 2013 og 2014. Jeg forutsetter at denne vil utgjøre 3,5 pst frem til 2020 og i resten av prognoseperioden vil denne kostnadsposten utgjøre 3,0 pst av driftsinntektene.

### **7.2.11 Andre tap/(gevinster)**

Andre tap/(gevinster) er kostnader forbundet med virkelig på eiendeler (tap/(gevinst)) og tap/(gevinst) på valutatransaksjoner. Denne kostnadsposten utgjorde 3 pst av driftsinntektene mens gjennomsnittet for perioden var -0,1 pst. Som en kan se av analyseperioden varierer denne posten fra år til år. Noen av årene er denne posten en kostnad mens enkelte år er den en gevinst som reduserer driftskostnadene. Ettersom denne kostnaden varierer mye og

gjennomsnittet viser en negativ sats velger jeg å sette satsen for denne kostnadsposten lik 1 pst av driftsinntektene gjennom prognoseperioden

### 7.2.13 Oppsummering.

Det må presiseres at det er blitt gjort subjektive antakelser om satsene i de ulike kostnadspostene. For historiske og prognostiserte vekstratioer se vedlegg 6. Etter 2024 antar jeg at Norwegian er inne i en steady state situasjon der driftsinntektene og driftskostnadene øker i takt. Tallene er i NOK 1000.

<b>Driftskostnader</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>
Salg og distribusjon	598 664	725 198	830 752	926 589	1 024 132	1 075 125
Drivstoff	6 734 972	8 158 474	9 345 958	10 424 130	11 521 489	12 319 140
Flyleasing	1 995 547	2 417 326	2 769 173	3 088 631	3 413 774	3 583 750
Flyplassavgifter	3 492 208	4 230 320	4 846 052	5 405 104	5 974 105	6 271 562
Håndtering	2 244 991	2 719 491	3 115 319	3 474 710	3 840 496	4 031 719
Teknisk vedlikehold	1 646 327	1 994 294	2 284 567	2 548 121	2 816 364	2 956 594
Andre flykostnader	873 052	1 057 580	1 211 513	1 351 276	1 493 526	1 567 891
Lønnskostnader	4 090 872	4 955 517	5 676 804	6 331 694	6 998 238	7 615 468
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	590 070	725 500	862 597	966 162	1 078 326	1 132 017
Andre kostnader	873 052	1 057 580	1 211 513	1 351 276	1 493 526	1 343 906
Andre tap/(gevinster) netto	249 443	302 166	346 147	386 079	426 722	447 969
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>23 389 198</b>	<b>28 343 444</b>	<b>32 500 394</b>	<b>36 253 773</b>	<b>40 080 699</b>	<b>42 345 140</b>

<b>Driftskostnader</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>	<b>TV</b>
Salg og distribusjon	1 149 474	1 217 685	1 274 385	1 359 975	1 387 175
Drivstoff	13 171 061	13 952 642	14 602 332	15 583 049	15 894 710
Flyleasing	3 831 581	4 058 950	4 247 951	4 533 251	4 623 916
Flyplassavgifter	6 705 268	7 103 163	7 433 914	7 933 189	8 091 853
Håndtering	4 310 529	4 566 319	4 778 945	5 099 907	5 201 905
Teknisk vedlikehold	3 161 055	3 348 634	3 504 560	3 739 932	3 814 730
Andre flykostnader	1 676 317	1 775 791	1 858 479	1 983 297	2 022 963
Lønnskostnader	8 142 111	8 625 270	9 026 896	9 633 158	9 825 821
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	1 037 401	1 098 961	1 150 133	1 227 378	1 264 199
Andre kostnader	1 436 843	1 522 106	1 592 982	1 699 969	1 733 968
Andre tap/(gevinster) netto	478 948	507 369	530 994	566 656	577 989
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>45 100 587</b>	<b>47 776 890</b>	<b>50 001 570</b>	<b>53 359 761</b>	<b>54 439 230</b>

Tabell 14: Prognostiserte driftskostnader for perioden 2015-2024 og TV (Steady state) AAN= Avskrivning, amortiseringer og nedskrivninger.

### 7.3 Netto finansposter.

Koller et al. (2010:198) anbefaler at finansinntekter og finanskostnader bør linkes mot eiendeler eller gjelden som genererer den aktuelle kostanden eller inntekten. Hvordan man velger å estimere fremtidig rentekostnader har ikke noen effekt på verdsettelsen av selskapet ettersom rentekostnader/inntekter ikke inngår i frikontantstrøm, men vil slå ut på netto finansposter. Jeg finner heller ikke noen informasjon i tidligere årsrapporter vedrørende

gjeldsstrategien til Norwegian. Derfor velger jeg å benytte gjennomsnittlige netto finansposter i perioden for videre beregninger. Netto finansposter utgjorde i perioden -1.535.970. Dette gir gjennomsnittlige netto finansposter lik -307.174 (finanskostnad).

#### 7.4 EBIT og NOPLAT.

For å komme fram til EBIT, benytter man sum driftsinntekter minus driftskostnadene og for å finne NOPLAT trekker man fra skatten på EBIT. Den normale bedriftsskatten i Norge var fra 2014 til 2015 27 pst, men fra 2016 endres den til 25 pst. Dersom jeg skulle ha beregnet den marginale inntektsskatten ville det ha medført til flere problemer ettersom Norwegian skatter til flere land. Å beregne den marginale bedriftsskatten ville også være for omfattende for denne oppgaven. På bakgrunn av dette velger jeg å benytte den normale bedriftsskatten som da er 27 pst i 2015 og 25 pst fra 2016 og utover. Jeg vil i sensitivitetsanalysen redegjøre for hvordan endringer i bedriftsskatten påvirker resultatet. Tabell 14 viser hvordan den prognostiserte EBIT og NOPLAT vil være i prognoseperioden. Tallene er i NOK 1000. Fullstendig fremtidig resultatregnskap finnes i vedlegg 7.

EBIT og NOPLAT	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Driftsinntekter	24 944 341	30 216 569	34 614 657	38 607 889	42 672 181	44 796 873
Driftskostnader	23 389 198	28 343 444	32 500 394	36 253 773	40 080 699	42 345 140
<b>EBIT</b>	<b>1 555 143</b>	<b>1 873 125</b>	<b>2 114 263</b>	<b>2 354 116</b>	<b>2 591 482</b>	<b>2 451 733</b>
Skatt	419 889	468 281	528 566	588 529	647 870	612 933
<b>NOPLAT</b>	<b>1 135 254</b>	<b>1 404 844</b>	<b>1 585 697</b>	<b>1 765 587</b>	<b>1 943 611</b>	<b>1 838 800</b>
<b>Vekst EBIT</b>		<b>20 %</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-5 %</b>
<b>Vekst NOPLAT</b>		<b>24 %</b>	<b>13 %</b>	<b>11 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-5 %</b>
		<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>	<b>TV</b>
Driftsinntekter		47 894 768	50 736 879	53 099 388	56 665 634	57 798 947
Driftskostnader		45 100 587	47 776 890	50 001 570	53 359 761	54 439 230
<b>EBIT</b>		<b>2 794 181</b>	<b>2 959 990</b>	<b>3 097 818</b>	<b>3 305 873</b>	<b>3 359 717</b>
Skatt		698 545	739 997	774 455	826 468	839 929
<b>NOPLAT</b>		<b>2 095 636</b>	<b>2 219 992</b>	<b>2 323 364</b>	<b>2 479 405</b>	<b>2 519 788</b>
<b>Vekst EBIT</b>		<b>14 %</b>	<b>6 %</b>	<b>5 %</b>	<b>7 %</b>	<b>2 %</b>
<b>Vekst NOPLAT</b>		<b>14 %</b>	<b>6 %</b>	<b>5 %</b>	<b>7 %</b>	<b>2 %</b>

Tabell 15: Fremtidig EBIT og NOPLAT for perioden 2015-2024 og TV (Steady state).

#### 7.5 Fremtidsbudsjettert balanseoppstilling.

Ifølge Koller et al. (2010:201) er det første en må ta hensyn til ved fremtidsbudsjettering av balanseoppstillingen er om man vil prognostisere de ulike postene med en direkte eller indirekte metode. Den direkte metoden er en funksjon av eksempelvis inntekt som prognosedriver mens den indirekte metoden innebærer at endringen i postene er en funksjon av veksten i inntekten.



Norwegians eiendeler er hovedsakelig knyttet til driften innenfor passasjertrafikk. Jeg har valgt å benytte meg av den indirekte metoden der driftsinntekter er prognosedriveren. Årsaken for at jeg valgte den indirekte metoden er ettersom denne metoden anses som å være den mest stabile. Når jeg skal foreta framtidsbudsjettering vil jeg utarbeide forholdstall for de driftsrelaterte balansepostene mot driftsinntekter. Utgangspunktet for framtidsbudsjetteringen tas fra den omgrupperte balansen i regnskapsanalysen. Etter presentasjon av forholdstallene for balansepostene vil jeg presentere omgruppert balanseoppstillingen, investeringsrate, ROIC, økonomisk profitt (RI) og fri kontantstrøm. I vedlegg 8 presenteres de historiske forholdstallene og for den prognostiserte balansen.

### **7.5.1 Driftsrelaterte anleggsmidler.**

Driftsrelaterte anleggsmidler utgjorde i 2014 91 pst av driftsinntektene mens gjennomsnittet for perioden var 69 pst. Den største balanseposten er fly, deler og installasjoner på leasede fly etterfulgt av forskuddsbetalinger til flyprodusentene.

*Immaterielle eiendeler* er som fortalt tidligere systemvare-programmer. Denne posten utgjorde 1 pst av driftsinntektene i 2014. Utviklingen har vært nedgående, derfor forutsetter jeg 1 pst av driftsinntekter videre som forholdstall under prognoseperioden.

### **Property, Plant and Equipment (PP&E).**

*Fly, deler og installasjoner på leasede fly* utgjorde i 2014 64 pst av driftsinntektene og har vært økende fra 2010-2014 og er den største posten for driftsrelaterte anleggsmidler. Som fortalt tidligere har Norwegian store fly-ordre inne hos flyprodusentene. Det forventes at i 2016 skal Norwegian få levert 21 fabrikk nye fly. Jeg forutsetter at denne posten vil øke mot 2019 og deretter utgjøre 70,5 pst av driftsinntekter gjennom prognoseperioden.

*Utstyr og inventar* utgjorde i 2014 0,5 pst av driftsinntektene. Denne posten har vært stabil gjennom analyseperioden. Jeg forutsetter at denne vil utgjøre 0,4 pst i prognoseperioden.

*Bygninger* består av leiligheter som Norwegian bruker til sine ansatte i Europa og USA. Fra 2010 til 2013 utgjorde bygninger 0,1 pst av driftsinntektene mens den i 2014 økte til 1,3 pst. Årsaken for økningen skyldes at selskapet kjøpte hangar på Gardermoen. Forutsetter at denne posten holder seg stabil på 0,3 pst i prognoseperioden.

### ***Andre driftsrelaterte anleggsmidler.***

*Finansiell lease eiendel* er som nevnt tidligere avtaler knyttet til de-icing utstyr og elektronisk utstyr. I 2014 utgjorde denne posten 0,1 pst av driftsinntektene og utviklingen fra 2010-2014 har vært nedgående.

*Investering i tilknyttet selskap* er investering i det deleide datterselskapet Norwegian Finans Holdnings ASA. I 2014 utgjorde investering i tilknyttet selskap 1,1 pst av driftsinntektene. Utviklingen for denne posten har vært stigende. Verdien av dette datterselskapet har økt gjennom tiden, men hvor mye den vil fortsette å øke er vanskelig å si.

*Andre fordringer* har gjennom analyseperioden har vært økende. I 2014 utgjorde den 2,1 pst av driftsinntektene opp fra 1,3 i 2013. Jeg forutsetter at andre driftsrelaterte anleggsmidler vil utgjøre 3,4 pst i prognoseperioden.

*Forskuddsbetaling til flyprodusenter* er den nest største posten. I 2014 stod denne posten for 20,9 pst av driftsinntekter. Denne posten følger omtrentlig lik utvikling som på fly, varelager og installasjoner på leasede fly. Hvor mye denne posten blir å utgjøre i prognose perioden er vanskelig å forutse. Jeg forutsetter et forholdstall lik 22 pst til 2020 og 21 pst videre i prognoseperioden.

### **7.5.2 Driftsrelaterte omløpsmidler.**

Driftsrelaterte omløpsmidler består av inventar (utskiftede flydeler og varer), kundefordringer- og andre fordringer og kontanter og kontantekvivalenter (driftsbetinget likvider). I 2014 utgjorde driftsrelaterte omløpsmidler ca. 14 pst av driftsinntektene mens gjennomsnittet for perioden er 13 pst. Den største posten innen driftsrelaterte omløpsmidler er kundefordringer og andre fordringer etterfulgt av driftsbetinget likvider og kontant- og kontantekvivalenter. Jeg forutsetter at driftsrelaterte omløpsmidler vil ligge stabil på 15,5 pst av driftsinntektene i analyseperioden.

### **7.5.3 Driftsrelatert gjeld.**

Driftsrelatert gjeld består av trafikkavregningsgjeld: solgte, men ikke benyttede billetter (største post med ca.15 pst av driftsinntekter i 2014), leverandørgjeld- og annenkortsiktig gjeld (neststørste post med ca. 14 pst av driftsinntekter i 2014) og betalbar skatt (utgjorde meget lite av driftsinntektene i 2014). I 2014 utgjorde driftsrelatert gjeld 29 pst av

driftsinntektene mens snittet for analyseperioden var 26 pst og utviklingen i analyseperioden har forholdt seg stabilt. Jeg forutsetter at driftsrelatert gjeld vil utgjøre 28 pst av driftsinntektene i prognoseperioden.

#### **7.5.4 Finansielle eiendeler.**

De finansielle eiendelene består av utsattskattefordel, derivater, finansielle eiendeler for salg, finansielle eiendeler tilgjengelig for salg og kontant- og kontantekvivalenter. I 2014 utgjorde finansielle eiendeler 11,3 pst av driftsinntektene mens snittet for perioden 2010-2014 var 12 pst. Den største posten under finansielle eiendeler er kontanter og kontantekvivalenter. Denne utgjorde 8,3 pst av driftsinntektene i 2014. Den neststørste posten er utsattskattefordel. Posten utgjorde i 2014 2,6 pst av driftsinntektene. Finansielle eiendeler er den tredje største posten og utgjorde ca. 0,5 pst av driftsinntektene. I 2014 var det ingen verdi på derivater og finansielle eiendeler tilgjengelig for salg. Forholdstallet for 2014 er som fortalt 11 pst, mens snittet er 12 pst. Jeg forutsetter at finansielle eiendeler vil utgjøre 11,3 pst videre.

#### **7.5.5 Finansiell gjeld.**

Finansiell gjeld er delt i kortsiktig og langsiktig gjeld og utgjorde 72 pst av driftsinntektene i 2014 mens snittet for analyseperioden var 48 pst. Langsiktig gjeld stod for 53 pst av driftsinntekter i 2014 mens snittet for perioden var 36 pst. Den største posten under langsiktig finansiell gjeld er langsiktig lån og stod for 51 pst av driftsinntektene. Den neststørste posten er netto pensjonsforpliktelse. Denne utgjorde 1 pst av driftsinntektene i 2014. Utsatt skatt er neste post som utgjorde i underkant av 2 pst av driftsinntektene. Finansiell lease forpliktelse utgjør en svært liten andel av langsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld stod for 19 pst av driftsinntekter i 2014 mens snittet for perioden var 8 pst. Kortsiktig gjeld består av lån med forfall innen et år og derivater. Lån er den største posten under kortsiktig gjeld og utgjorde 17 pst av driftsinntektene i 2014 og derivater stod for 2 pst.

Når det gjelder finansiell gjeld vokste den fra 2013 til 2014 var med en økning på nesten 100 pst. Årsaken for den store økningen skyldes investeringer i fly som Norwegian foretar, derfor er det rimelig videre å forutsette at denne vil øke mye under prognoseperioden.

Fremtidsbudsjettering av finansiell gjeld er komplisert ettersom det ikke finnes informasjon i årsrapportene som sier noe om både finansieringsstrategi og gjeldsstrategi. Derfor velger jeg

å benytte forholdstallene for 2014. Da forutsetter jeg at langsiktig finansiell gjeld utgjør 52,7 pst og kortsiktig finansiell gjeld utgjør 19,3 pst av driftsinntekter.

### **7.5.6 Egenkapital.**

Egenkapital består av postene aksjekapital, overkurs, annen innskutt egenkapital, andre reserver og opptjent egenkapital. Egenkapital utgjorde 10,7 pst av driftsinntektene i 2014. Den største egenkapitalposten i 2014 var (5,5 pst av driftsinntekter), etterfulgt av opptjent egenkapital (2,4 pst) og andre reserver (2,4 pst). Aksjekapital og annen innskutt egenkapital utgjorde svært lite av driftsinntektene i 2014. Utviklingen for egenkapitalpostene, foruten opptjent egenkapital har holdt seg stabilt fra 2010 til 2014. I 2014 ble opptjent egenkapital redusert med 29,5 pst grunnet negativt årsresultat. 2014 var det første året Norwegian hadde et negativt resultat. I tillegg finner en i den ordinære balanseoppstillingen en post som heter avsetning periodisk vedlikehold. Denne posten er som tidligere nevnt en avsetning til vedlikehold på leasede fly som skal leveres tilbake etter endt leaseavtale. Denne posten utgjorde i 2014 4 pst av driftsinntektene og snittet for perioden var det 2 pst. Utviklingen har vært stabil fra 2010-2012 for dermed å øke i 2013 og 2014. Jeg velger å holde postene aksjekapital, overkurs, annen innskutt egenkapital og andre reserver lik verdiene for 2014 i prognoseperioden. Opptjent egenkapital vil øke med samme verdi som årsresultatet.

For å beregne opptjent egenkapital anbefaler Koller et al. (2010:205) å benytte følgende formel,

$$\text{Opptjent egenkapital}_t = \text{Opptjent egenkapital}_{t-1} + \text{Netto årsresultat}_t - \text{Utbytte}_t$$

Norwegian har som nevnt ikke betalt ut utbytte og det foreligger heller ikke informasjon om det. Derfor vil jeg ikke budsjettere utbytte for prognoseperioden. De resterende postene under egenkapital har holdt seg relativt stabilt og vil derfor anses som stabile under prognoseperioden. Benytter 2014-verdien for de andre egenkapitalpostene i prognostiseringen. I vedlegg 9 finnes beregningen for egenkapital for prognoseperioden.

### **7.5.7 Balansere balanseoppstillingen.**

Koller et al. (2010:205) forklarer at, dersomt balansen skal balanseres, må en post benyttes som en «plug in». Det anbefales at poster i balansen som kontant og bankinnskudd, kortsiktig gjeld, langsiktig gjeld eller ny utstedt gjeld benyttes som «plug in» for å balansere balansen.

Jeg har valgt post residual «kontant/bankinnskudd» og residual «nyutstedt gjeld» som min «plug in». Årsaken for at jeg har to «plug-in» er ettersom den prognostiserte balanseoppstillingen vil i enkelte år ha større aktiva verdi enn gjeld og egenkapital, mens i noen år vil gjeld og egenkapital være større enn aktiva. Tabell 16 viser den fremtidige balanseoppstillingen. Tall i NOK 1000.

<b>Prognostisert</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>
Immaterielle eiendeler	206 826	249 443	302 166	346 147	386 079	426 722
PP&E						
Fly, deler og installasjoner på fly	12 527 932	16 188 877	20 214 885	24 057 187	26 948 306	30 083 887
Utstyr og inventar	83 687	99 777	120 866	138 459	154 432	170 689
Bygninger	252 236	321 051	90 650	103 844	115 824	128 017
Finansiell lease eiendeler	19 234					
Investering i tilknyttede selskaper	223 594					
<b>Netto PP&amp;E</b>	<b>13 106 683</b>	<b>16 859 150</b>	<b>20 728 567</b>	<b>24 645 636</b>	<b>27 604 641</b>	<b>30 809 314</b>
Forskuddsbetaling leasede fly	4 102 664	5 487 755	6 647 645	7 615 225	8 493 736	9 387 880
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	421 060	845 011	1 027 363	1 176 898	1 312 668	1 450 854
<b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>17 837 233</b>	<b>23 191 916</b>	<b>28 403 575</b>	<b>33 437 759</b>	<b>37 411 044</b>	<b>41 648 048</b>
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	2 647 204	3 866 373	4 683 568	5 365 272	5 984 223	6 614 188
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>20 484 437</b>	<b>27 058 289</b>	<b>33 087 144</b>	<b>38 803 031</b>	<b>43 395 267</b>	<b>48 262 236</b>
Sum driftsmessig gjeld	5 648 083	6 984 416	8 460 639	9 692 104	10 810 209	11 948 211
Netto driftsmessige eiendeler (IC) inkl IMM	14 836 354	20 073 873	24 626 504	29 110 927	32 585 058	36 314 026
Sum finansielle eiendeler	2 221 942	2 828 136	3 414 472	3 911 456	4 362 691	4 821 956
Residual «kontant/bankinnskudd»	-	-	-	-	-	218 363
<b>Sum totale eiendeler (EV)</b>	<b>17 058 296</b>	<b>22 902 009</b>	<b>28 040 976</b>	<b>33 022 383</b>	<b>36 947 750</b>	<b>41 354 345</b>
<b>Sum EK</b>	<b>2 108 251</b>	<b>3 018 874</b>	<b>4 192 933</b>	<b>5 547 845</b>	<b>7 082 646</b>	<b>8 795 472</b>
Sum langsiktig finansiell gjeld	10 325 189	13 145 668	15 924 132	18 241 924	20 346 357	22 488 239
Sum kortsiktig finansiell gjeld	3 789 345	4 814 258	5 831 798	6 680 629	7 451 323	8 235 731
Residual «nyutstedt gjeld»	-	850 603	792 801	1 063 555	407 284	-
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>14 114 534</b>	<b>17 959 926</b>	<b>21 755 930</b>	<b>24 922 553</b>	<b>27 797 680</b>	<b>30 723 970</b>
Sum mellomgruppe	835 480	1 072 607	1 299 312	1 488 430	1 660 139	1 834 904
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>17 058 265</b>	<b>22 902 009</b>	<b>28 040 976</b>	<b>33 022 383</b>	<b>36 947 750</b>	<b>41 354 345</b>
<b>Prognostisert</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>	<b>TV</b>
Immaterielle eiendeler	447 969	478 948	507 369	530 994	566 656	577 989
PP&E						
Fly, deler og installasjoner på fly	31 581 796	33 765 811	35 769 500	37 435 069	39 949 272	40 748 257
Utstyr og inventar	179 187	191 579	202 948	212 398	226 663	231 196
Bygninger	134 391	143 684	152 211	159 298	169 997	173 397
Finansiell lease eiendeler						
Investering i tilknyttede selskaper						
<b>Netto PP&amp;E</b>	<b>32 343 343</b>	<b>34 580 022</b>	<b>36 632 027</b>	<b>38 337 758</b>	<b>40 912 588</b>	<b>41 730 839</b>
Forskuddsbetaling leasede fly	9 407 343	10 057 901	10 654 745	11 150 872	11 899 783	12 137 779
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	1 523 094	1 628 422	1 725 054	1 805 379	1 926 632	1 965 164
<b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>43 273 780</b>	<b>46 266 346</b>	<b>49 011 826</b>	<b>51 294 009</b>	<b>54 739 002</b>	<b>55 833 782</b>
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	6 943 515	7 423 689	7 864 216	8 230 405	8 783 173	8 958 837
<b>Sum driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>50 217 295</b>	<b>53 690 035</b>	<b>56 876 042</b>	<b>59 524 414</b>	<b>63 522 176</b>	<b>64 792 619</b>
Sum driftsmessig gjeld	12 543 125	13 410 535	14 206 326	14 867 829	15 866 377	16 183 705
Netto driftsmessige eiendeler (IC) inkl IMM	37 674 170	40 279 500	42 669 716	44 656 585	47 655 798	48 608 914
Sum finansielle eiendeler	5 062 047	5 412 109	5 733 267	6 000 231	6 403 217	6 531 281
Residual «kontant/bankinnskudd»	134 457	1 407 610	2 853 973	4 495 312	6 062 778	8 135 318
<b>Sum totale eiendeler (EV)</b>	<b>42 870 675</b>	<b>47 099 218</b>	<b>51 256 956</b>	<b>55 152 128</b>	<b>60 121 793</b>	<b>63 275 513</b>
<b>Sum EK</b>	<b>8 690 660</b>	<b>10 555 510</b>	<b>12 544 717</b>	<b>14 637 295</b>	<b>16 885 915</b>	<b>19 174 917</b>
Sum langsiktig finansiell gjeld	23 607 952	25 240 543	26 738 335	27 983 378	29 862 789	30 460 045
Sum kortsiktig finansiell gjeld	8 645 797	9 243 690	9 792 218	10 248 182	10 936 467	11 155 197
Residual «nyutstedt gjeld»	-	-	-	-	-	-
<b>Sum finansiell gjeld</b>	<b>32 253 749</b>	<b>34 484 233</b>	<b>36 530 553</b>	<b>38 231 559</b>	<b>40 799 256</b>	<b>41 615 242</b>
Sum mellomgruppe	1 926 266	2 059 475	2 181 686	2 283 274	2 436 622	2 485 355
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>42 870 675</b>	<b>47 099 218</b>	<b>51 256 956</b>	<b>55 152 128</b>	<b>60 121 793</b>	<b>63 275 513</b>

Tabell 16: Fremtidig balanseoppstilling for perioden 2010-2024 og TV (steady state).

## 7.6 Investeringsrate.

Investeringsrate er den andelen av NOPLAT som blir reinvestert i selskapet. Formelen for å beregne netto investeringer er

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

Arbeidskapitalen beregnes ved følgende formel,

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

Tabell 15 viser den budsjetterte og den fremtidige investeringsraten for Norwegian.

Investe ringsrat e	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	TV
Netto endring AM	5 354 683	5 211 659	5 034 184	3 973 285	4 237 004	1 625 731	2 992 566	2 745 480	2 282 183	3 444 993	1 094 780
Netto endring AK	117 164	659 029	549 761	499 154	508 036	265 587	387 237	355 264	295 314	445 781	141 664
Netto investeri ng	5 237 519	4 552 631	4 484 423	3 474 131	3 728 967	1 360 145	2 605 329	2 390 216	1 986 870	2 999 213	953 116
NOPLA T	1 135 254	1 404 844	1 585 697	1 765 587	1 943 611	1 838 800	2 095 636	2 219 992	2 323 364	2 479 405	2 519 788
Vekst NOPLA T	-251 %	24 %	13 %	11 %	10 %	-5 %	14 %	6 %	5 %	7 %	2 %
<b>IR</b>	<b>461,35 %</b>	<b>324,07 %</b>	<b>282,80 %</b>	<b>196,77 %</b>	<b>191,86 %</b>	<b>73,97 %</b>	<b>124,32 %</b>	<b>107,67 %</b>	<b>85,52 %</b>	<b>120,97 %</b>	<b>37,83 %</b>

Tabell 17: Investeringsrate for perioden 2010-2024 og TV (Steady state).

Som vi ser av tabell 17 vil Norwegian bruke mer enn det NOPLAT, på reinvesteringer unntatt enkelte år. Dette kommer av at selskapet er inne i en vekstfase der de investerer i mange nye fly.

## 7.7 ROIC.

Som beskrevet i kapitel 3.2 er ROIC avkastningen på den investerte kapitalen. For å beregne ROIC benytter jeg følgende formel og den årlige ROIC er vist i tabell 18.

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

ROIC	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NOPLAT	1 135 254	1 404 844	1 585 697	1 765 587	1 943 611	1 838 800
IC t-1	14 836 354	20 073 873	24 626 504	29 110 927	32 585 058	36 314 026
ROIC	7,65 %	7,00 %	6,44 %	6,07 %	5,96 %	5,06 %

ROIC	2021	2022	2023	2024	TV
NOPLAT	2 095 636	2 219 992	2 323 364	2 479 405	2 519 788
IC t-1	37 674 170	40 279 500	42 669 716	44 656 585	47 655 798
ROIC	5,56 %	5,51 %	5,44 %	5,55 %	5,29 %

Tabell 18: Return On Invested Capital (ROIC).

Som vi ser av tabell 18 vil ROIC bli lavere ved slutten av prognoseperioden. Dette skyldes blant annet økte investeringer og høyere driftskostnader.

### 7.8 Residual Income (RI).

Som nevnt i kapittel 3.2.2 bygger RI-metoden på DCF-metoden. Det som skiller disse metodene er at RI-metoden tar hensyn til den alternative kostnaden ved den investerte kapitalen, pluss/minus nåverdien av mer/mindre avkastningen som kapitalen skaper. For å beregne økonomisk profitt bruker jeg følgende formel og estimatet vises i tabell 16.

$$RI = NOPLAT - (IC_{t-1} * WACC)$$

ROIC	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	TV
NOPLAT	1 135 254	1 404 844	1 585 697	1 765 587	1 943 611	1 838 800	2 095 636	2 219 992	2 323 364	2 479 405	2 519 788
IC t-1	14 836 354	20 073 873	24 626 504	29 110 927	32 585 058	36 314 026	37 674 170	40 279 500	42 669 716	44 656 585	47 655 798
ROIC	7,65 %	7,00 %	6,44 %	6,07 %	5,96 %	5,06 %	5,56 %	5,51 %	5,44 %	5,55 %	5,29 %
WACC	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %
RI	452 782	481 446	452 878	426 484	444 698	168 354	362 624	367 135	360 557	425 202	327 621
Disk-faktor	0,956023	0,913980	0,873786	0,835359	0,798623	0,763501	0,729925	0,697825	0,667137	0,637798	
NV RI	432 870	440 032	395 719	356 268	355 146	128 539	264 688	256 196	240 541	271 193	

Tabell 19: Prognostisert fremtidig Residual Income (RI).

Som vi ser av tabell 19 skaper Norwegian merverdi for sine aksjonærer gjennom hele prognoseperioden. RI beregnes ved med utgangspunkt i inngående balanse til investert kapital (IC).



## 7.9 Diskontert frikontantstrøm (DCF).

Koller et al. (2010:40) forteller at fri kontantstrøm er kontantstrømmen som skapes av kjerneaktivitet, fratrukket netto investeringer i driftsrelaterte eiendeler. Med andre ord brutto kontantstrøm fratrukket investeringer i driftsrelaterte eiendeler og endringer i arbeidskapitalen.

FCF	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	TV
NOPLAT	1 135 254	1 404 844	1 585 697	1 765 587	1 943 611	1 838 800	2 095 636	2 219 992	2 323 364	2 479 405	2 519 788
- endring (IC) inkl IMM og endring AK	-5 237 519	-4 552 631	-4 484 423	-3 474 131	-3 728 967	-1 360 145	-2 605 329	-2 390 216	-1 986 870	-2 999 213	-953 116
FCF	-4 102 265	-3 147 787	-2 898 725	-1 708 544	-1 785 356	478 655	-509 694	-170 224	336 494	-519 808	1 566 672
NV FCF	-3 921 859	-2 877 014	-2 532 865	-1 427 248	-1 425 826	365 454	-372 038	-118 786	224 487	-331 532	
Disk.faktor	0,95602294	0,91397987	0,87378572	0,83535920	0,79862256	0,76350149	0,72992494	0,69782499	0,66713671	0,63779800	
WACC	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %

Tabell 20: Prognostisert Free Cash Flow (FCF).

## **8. Verdiberegning/Enterprise Value (EV).**

Hensikten med dette kapitlet er å estimere verdien av selskapet (Enterprise Value) gjennom bruk av økonomisk profitt metoden. Dersom metoden er korrekt gjennomført skal dette gi et verdiesimat som er tilnærmet lik verdien ved bruk av DCF-metoden (Koller et al., 2010). Derfor vil jeg kontrollere den estimerte verdien ved bruk av RI-metoden mot verdien som kommer fra DCF-metoden. Til slutt vil jeg benytte relativ prising for å ytterlig kvalitetssikre resultatet.

### **8.1 Økonomisk profitt (RI) og Diskontert Fri Kontantstrøm (DCF).**

Begge metodene har et tilnærmet likt oppsett. RI-metoden begynner med investert kapital, deretter legges nåverdien av RI fra analyseperioden, og til sist nåverdien av terminalverdien. DCF-metoden starter med nåverdien av analyseperiodens frie kontantstrøm og deretter neddiskontert terminalverdi. Det som skiller disse to metodene er hvordan man måler verdiene. Største delen av verdien ved bruk av RI-metoden stammer fra den investerte kapitalen, mens ved DCF-metoden vil terminalverdien stå for den største delen av verdien.

For å komme frem til Enterprise Value legger man til ikke driftsmessige eiendeler, deretter trekker man fra finansiell gjeld for å komme til egenkapitalverdien. Egenkapitalverdien deles deretter på antall utstedte aksjer og da kommer man frem til verdien per aksje.

### **8.2 Terminalverdi (TV).**

Terminalverdien er avhengig av framtidig vekst, avkastning på investert kapital og kapitalkravet. I forgående kapittel, framtidsprognostisering forutsetter jeg at Norwegian er i steady state i 2025 og som da er det aktuelle året for utregningen av TV. Veksten i dette året settes til 2 pst som da er den evige veksten (Gordons formel).

### **8.3 Presentasjon av Enterprise Value og verdi per aksje.**

Her vises presentasjonen av Norwegians EV og verdi per aksje ved begge metodene. I tillegg vil jeg presentere den sekvensielle verdien samt Current Value (som er Present Value ved et framtidig tidspunkt).

### Verdi per aksje ved RI-metoden.

<b>IC 0</b>	<b>14 836 354</b>	<b>57 %</b>
<b>NV RI 1-10</b>	<b>3 141 191</b>	12 %
NV TV	8 036 767	31 %
<b>Sum Verdi</b>	<b>26 014 312</b>	100 %
Finansielle eiendeler	2 221 942	
Finansiell gjeld	14 114 534	
<b>Verdi EK</b>	<b>14 121 720</b>	<b>I NOK 1000</b>
Antall aksjer	35 759 639	
<b>Verdi per aksje</b>	<b>395</b>	

Tabell 21: Verdi per aksje etter RI-metoden.

Som en kan se fra tabell 21 har jeg estimert verdien til Norwegians aksje til å være NOK 395. Som forklart ovenfor kommer den største verdien av den investerte kapitalen, noe som en kan se ut fra tabellen også. Den investerte kapitalen står for 57 pst av verdien, mens nåverdien av RI står for 12 pst og nåverdien av terminalverdien står for 31 pst.

### Verdi per aksje etter DCF-metoden.

<b>NV(TV 2024)</b>	<b>38 431 539</b>	<b>148 %</b>
NV FCF 2015 -24	-12 417 228	-48 %
Verdi	<b>26 014 312</b>	100 %
Finansielle eiendeler	2 221 942	
Finansiell gjeld	14 114 534	
<b>Verdi EK</b>	<b>14 121 720</b>	
Antall aksjer	35 759 639	
<b>Verdi per aksje</b>	<b>395</b>	

Tabell 22: Verdi per aksje etter DCF-metoden.

Som vi ser av tabell 22 er verdien per aksje NOK 395, den samme verdien som ved RI-metoden. Dette vil si, som fortalt tidligere at metodene er korrekt utført. Jeg nevnte også tidligere i dette kapitlet at ved DCF-metoden vil terminalverdien utgjøre meste parten av verdien. I dette tilfellet utgjør TV 148 pst, mens nåverdien av de frie kontantstrømmene utgjør -48 pst.

Tabell 21 og 22 tilsier at Norwegian sin aksje er underpriset i markedet. Per 11.05.2016 var Norwegian sin aksje verd NOK 350.

<b>Fremtidig verdi RI</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>
"Current Value" RI ved inngang av år 2015 - 2024	11 177 958	11 239 361	11 274 926	11 340 695	11 435 882
IC (t-1)	14 836 354	20 073 873	24 626 504	29 110 927	32 585 058
=> <b>Current value RI + IC (t-1) = Current Value</b>	<b>26 014 312</b>	<b>31 313 235</b>	<b>35 901 430</b>	<b>40 451 622</b>	<b>44 020 941</b>
Finansielle eiendeler	2 221 942	2 828 136	3 414 472	3 911 456	4 362 691
Finansiell gjeld	14 114 534	17 959 926	21 755 930	24 922 553	27 797 680
<b>Verdi EK</b>	<b>14 121 720</b>	<b>16 181 445</b>	<b>17 559 973</b>	<b>19 440 525</b>	<b>20 585 952</b>
Antall aksjer (antar uendret på 2014-nivå)	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639
<b>Verdi per aksje</b>	<b>395</b>	<b>453</b>	<b>491</b>	<b>544</b>	<b>576</b>
<b>Verdiøkning per aksje</b>		<b>14,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>5,9 %</b>
<b>Fremtidig verdi RI</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>
"Current Value" RI ved inngang av år 2015 - 2024	11 517 234	11 878 673	12 062 468	12 250 206	12 453 159
IC (t-1)	36 314 026	37 674 170	40 279 500	42 669 716	44 656 585
=> <b>Current value RI + IC (t-1) = Current Value</b>	<b>47 831 260</b>	<b>49 552 843</b>	<b>52 341 968</b>	<b>54 919 922</b>	<b>57 109 744</b>
Finansielle eiendeler	4 821 956	5 062 047	5 412 109	5 733 267	6 000 231
Finansiell gjeld	30 723 970	32 253 749	34 484 233	36 530 553	38 231 559
<b>Verdi EK</b>	<b>21 929 246</b>	<b>22 361 141</b>	<b>23 269 844</b>	<b>24 122 636</b>	<b>24 878 416</b>
Antall aksjer (antar uendret på 2014-nivå)	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639
<b>Verdi per aksje</b>	<b>613</b>	<b>625</b>	<b>651</b>	<b>675</b>	<b>696</b>
<b>Verdiøkning per aksje</b>	<b>6,5 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,1 %</b>

Tabell 23: Sekvensiell verdi og Current Value 2015-2024 ved RI-metoden.

<b>Verdi hvert år</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>
"Current Value" ved inngang av år 2015 - 2024	26 014 312	31 313 235	35 901 430	40 451 622	44 020 941
Finansielle eiendeler	2 221 942	2 828 136	3 414 472	3 911 456	4 362 691
Finansiell gjeld	14 114 534	17 959 926	21 755 930	24 922 553	27 797 680
Verdi EK	14 121 720	16 181 445	17 559 973	19 440 525	20 585 952
Antall aksjer (antar uendret på 2014-nivå)	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639
<b>Verdi per aksje</b>	<b>395</b>	<b>453</b>	<b>491</b>	<b>544</b>	<b>576</b>
<b>Verdiøkning pr aksje</b>		<b>14,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>5,9 %</b>

<b>Verdi hvert år</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>
"Current Value" ved inngang av år 2015 - 2024	47 831 260	49 552 843	52 341 968	54 919 922	57 109 744
Finansielle eiendeler	4 821 956	5 062 047	5 412 109	5 733 267	6 000 231
Finansiell gjeld	30 723 970	32 253 749	34 484 233	36 530 553	38 231 559
Verdi EK	21 929 246	22 361 141	23 269 844	24 122 636	24 878 416
Antall aksjer (antar uendret på 2014-nivå)	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639	35 759 639
<b>Verdi per aksje</b>	<b>613</b>	<b>625</b>	<b>651</b>	<b>675</b>	<b>696</b>
<b>Verdiøkning pr aksje</b>	<b>6,5 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,1 %</b>

Tabell 24: Sekvensiell verdi og Current Value 2015-2024 ved DCF-metoden.

Som en kan se av tabell 23 og 24 er verdien på Norwegians aksje jevnt stigende for hvert år men økningen for hvert år er avtagende. Fra mitt ståsted vil jeg si at dette er et rimelig fremtidig estimat.

## 8.4 Relativ prising.

Et viktig moment i verdsettelsesprosessen er å foreta en rimelighetsvurdering av verdien man har estimert. Optimalt burde jeg ha foretatt en fundamental verdsettelse av konkurrentene Ryanair og Easyjet for å få til en god sammenligning, men dette ville blitt for tidskrevende. For å kvalitetssikre resultatet velger jeg å benytte relativ prising med multiplikator metodene P/E og P/B. Jeg vil først starte med å se hvordan Norwegian er priset mot konkurrentene.

### 8.4.1 Price/Earnings (P/E).

Denne multiplikator metoden sier noe om hvor mange år markedet tror det går før selskapet tjener inn investeringen i en aksje. P/E måles som børsverdien av selskapet, P delt på selskapets årsresultat, E. P finnes ved å gange aksjeprisen med antall utstedte aksjer.

<b>P/E-ratio</b>	<b>Norwegian</b>	<b>Ryanair</b>	<b>Easyjet</b>
11.05.2016			
Markedsverdi ek	12 530 180 000	16 966 000 000	5 958 000 000
Årsresultat	246 152 000	866 700 000	548 000 000
<b>P/E</b>	<b>50,90</b>	<b>19,58</b>	<b>10,87</b>
Median	19,58		
Snitt	27,12		
Multiplikator	19,58	19,58	19,58
X Verdidriver: Årsresultat	246 152 000,00	866 700 000,00	548 000 000,00
Verdi egenkapital	4 819 656 160	16 969 986 000	10 735 320 000
Antall utstedte aksjer	35 759 639	1 377 661 859	397 251 000
Verdi Per aksje	135	12,32	27,02

Tabell 25: Relativ prising ved P/E metoden.

Fra tabell 25 ser en at Norwegian har større P/E enn konkurrentene. Markedet tror med andre ord at det vil ta ca. 51 år før Norwegian tjener inn aksjeinvesteringen, mens for Ryanair tar det ca. 20 år og for Easyjet ca. 11 år. Norwegians verdi per aksje som jeg kom frem til ved denne metoden er svært ulik verdien jeg kom frem til ved RI og DCF-metoden. I tillegg er verdien per aksje til både Ryanair og Easyjet ulik den faktiske markedsverdien per 11.05.2016. Ryanair sin aksje var verdt denne dagen €13,3 og Easyjet var verdt £15,0.

#### 8.4.2 Price/Book (P/B).

P/B multiplikatoren utregnes ved selskapets børsverdi, P delt på den bokførte egenkapitalen, B.

<b>P/B-ratio</b>	<b>Norwegian</b>	<b>Ryanair</b>	<b>Easyjet</b>
11.05.2016			
Markedsverdi ek	12 530 180 000	16 966 000 000	5 958 000 000
Bokførtverdi ek	2 965 312 000	4 035 100 000	2 249 000 000
<b>P/B</b>	<b>4,23</b>	<b>4,20</b>	<b>2,65</b>
Gjennomsnitt	3,69		
Median	4,20		
Multiplikator	4,2	4,2	4,2
Verdidriver: bokført verdi ek	2 965 312 000	4 035 100 000	2 249 000 000
<b>Verdi EK</b>	<b>12 454 310 400</b>	<b>16 947 420 000</b>	<b>9 445 800 000</b>
Antall aksjer	35 759 639	1 377 661 859	397 251 000
<b>Verdi per aksje</b>	<b>348,28</b>	<b>12,30</b>	<b>23,78</b>

Tabell 26: Relativ prising ved P/B metoden.

Fra tabell 26 ser en at verdiene per aksje til Norwegian og Ryanair er nærmest lik markedsverdien. For Easyjet er derimot P/B verdien langt høyere enn markedsverdien og dermed er aksjen underpriset i markedet. I vedlegg 10 kan tallmaterialet som er benyttet ved P/E og P/B metoden ses.

## 9. Sensitivitetsanalyse.

Hensikten med en sensitivitetsanalyse er å kartlegge de faktorer som i størst grad påvirker selskapets verdi. Koller et al. (2010) forteller at dette kan gjøres ved å endre en isolert variabel. Sensitivitetsanalyse handler om å endre de mest usikre faktorene både i positiv og negativ retning. Dette gjøres for å se hvilken effekt dette har på verdiestimatet.

Lønnsomheten til Norwegian er hovedsakelig avhengig av passasjervolum ettersom passasjerinntektene er hovedinntekten. Driftsinntekter er driveren for de prognostiserte driftskostnadene og endringer enten i driftsinntekter eller driftskostnader vil gi utslag i NOPLAT.

Norwegian har i tillegg flere usikre elementer som kan påvirke selskapets fremtidige driftskostnader. Som nevnt tidligere er drivstoff den største driftskostnaden for Norwegian og vil ha innvirkninger for resultatet til Norwegian. En høyere oljepris vil slå negativt ut, mens en lavere oljepris vil være positivt for Norwegian. Andre kritiske faktorer for Norwegian er økonomisk vekst, valutakursendringer og andre makroøkonomiske forhold. Disse nevnte faktorene ligger utenfor selskapets kontroll men vil påvirke verdiestimatet. Norwegian har noen sikringsinstrumenter for å motvirke store endringer i blant annet oljepris (sikrede leveringer til gitt pris) og valuta (sikrings derivater). Å foreta en sensitivitetsanalyse på faktorer som oljepris og valuta vil være svært vanskelig ettersom det ikke finnes informasjon om strategiene i årsrapportene.

Det jeg vil fokusere på i denne sensitivitetsanalysene er hvordan positive og negative endringer i NOPLAT, WACC og inntektsskatten vil påvirke verdiestimatet.



## 9.1 Endringer i NOPLAT.

Det første jeg vil se på er hvordan endringer i NOPLAT vil påvirke verdiestimatet.

Vekst i NOPLAT år 11	NOPLAT år 8	RI	Verdi per aksje RI
-3,00%	2 405 023	212 856	247
-2,50%	2 417 420	225 253	252
-2,00%	2 429 817	237 650	259
-1,50%	2 442 214	250 047	266
-1,00%	2 454 611	262 444	275
-0,05%	2 467 008	274 841	285
0,00%	2 479 405	287 238	297
+0,05%	2 491 802	299 635	313
+1,00%	2 504 199	312 032	332
+1,50%	2 516 596	324 429	359
<b>+2,00%</b>	<b>2 519 788</b>	<b>327 621</b>	<b>395</b>
+2,50%	2 541 390	349 223	448
+3,00%	2 553 787	361 620	535

Tabell 27: Endring i NOPLAT og dets virkning på aksjeverdien.

I beregningene har jeg forutsatt at det er proporsjonal vekst i driftsinntekter og driftskostnader. Det som er merket i fet-skrift er den prognostiserte NOPLAT i år 2025 med en evigvekstrate på 2 pst. Som en kan se fra tabell 27 har veksten i NOPLAT noe å si for Norwegian's aksjeverdi. Dersom Norwegian vokser med 3 pst istedenfor 2 pst vil aksjeverdien øke med NOK 40 og dersom veksten faller med 1 pst vil aksjeverdien reduseres med NOK 63. Med andre ord har veksten i NOPLAT store innvirkninger på aksjeverdien. Hadde jeg forutsatt en evig vekst i NOPLAT etter 2024 på 1,5 pst ville den estimerte aksjeverdien stemme godt overens med markedsverdien per 11.05.2016. Da hadde Norwegian sin aksje kun vært underpriset med NOK 9.

## 9.2 Endringer i WACC.

Det neste jeg vil gjøre er å se hvordan endringer i WACC vil påvirke verdiestimatet ettersom en endring her vil ha noe å si for selskapets verdi.

Endring i WACC år 11	NOPLAT år 11	RI år 11	Verdi per aksje ved RI
3,6	2 519 788	804 179	1067
4,1	2 519 788	565 900	651
<b>4,6</b>	<b>2 519 788</b>	<b>327 621</b>	<b>395</b>
5,1	2 519 788	89 342	222
5,6	2 519 788	- 148 937	96
6,1	2 519 788	- 387 216	2
6,6	2 519 788	- 625 495	-72

Tabell 28: Endring i WACC og dets virkning på aksjeverdien.

Det som er merket i fet-skrift er den prognostiserte WACC i prognoseperioden. Som vi ser av tabell 28 har endringer i WACC store konsekvenser for aksjeverdien når alle andre variabler holdes likt. En reduksjon i WACC fra 4,6 pst til 4,1 pst gir en verdiøkning på aksjen med NOK 264, mens en økning fra 4,6 pst til 5,1 pst reduserer aksjeverdien med NOK 173. WACC som jeg har estimert til å være 4,6 pst anser jeg som et rimelig estimat. Som man ser fra tabellen er det denne kapitalkostnads-satsen som gir prognostisert aksjeverdi tilnærmet lik markedsverdien på Norwegians aksje.

### 9.3 Endringer i skattesatsen.

Tidligere i oppgaven valgte jeg ikke å estimere en marginalsattesats og på bakgrunn av det er det nødvendig å se på hva eventuelle endringer i skattesatsen har å si for verdieresultatet. Grunnen for at det er viktig å se på dette, er at dette vil ha påvirkning på NOPLAT som igjen påvirker hva som er tilgjengelig for interessentene (kreditorer og investorer). Jeg har valgt å se på en endring innenfor +/- 5 pst.

Skattesats	EBIT	Skatt	NOPLAT	RI 2025	Verdi per aksje ved RI
20,00 %	3 359 717	671 943	2 687 773	495 607	510
21,00 %	3 359 717	705 541	2 654 176	462 010	487
22,00 %	3 359 717	739 138	2 620 579	428 412	464
23,00 %	3 359 717	772 735	2 586 982	394 815	441
24,00 %	3 359 717	806 332	2 553 385	361 218	418
<b>25,00 %</b>	<b>3 359 717</b>	<b>839 929</b>	<b>2 519 788</b>	<b>327 621</b>	<b>395</b>
26,00 %	3 359 717	873 526	2 486 190	294 024	372
27,00 %	3 359 717	907 124	2 452 593	260 427	349
28,00 %	3 359 717	940 721	2 418 996	226 829	326
29,00 %	3 359 717	974 318	2 385 399	193 232	303
30,00 %	3 359 717	1 007 915	2 351 802	159 635	280

Tabell 29: Endring i inntektsskatten og dets virkning på aksjeverdien.'

Det som er uthevet i fet-skrift er det jeg har prognostisert med. Fra tabell 29 ser vi at inntektsskatten vil ha noe å si for verdien på Norwegian sin aksje. En reduksjon fra 25 pst til 24 pst medfører en verdiøkning på NOK 23, mens en økning fra 25 pst til 26 pst reduserer verdien med NOK 23.

Som jeg har redegjort vil endringer i NOPLAT, WACC og inntektsskatten slå ut på aksjeverdien til Norwegian. Jeg burde i tillegg å vise endringer ved bruk av DCF-metoden på Norwegians aksjeverdi. RI og DCF metoden gav ulike verdier per aksjer. Det var kun ved vekst i NOPLAT på 2 pst som gav samme verdi. Jeg fikk dessverre ikke tid til å rette opp i dette. Det som jeg har klart å finne ut er at feilen ligger i kostnader forbundet med avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger. I kapittel 7.2 driftskostnader redegjorde jeg for hvordan jeg ville estimere kostnadspostene. Kostnadsposten avskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger vil være en prosentsats av netto PP&E i den prognostiserte balansen. Denne følger ikke en økning på 2 pst men er 3 pst. Dersom jeg skulle ha rettet opp i alle tabellene og utregningene ville jeg ikke klart å overholde tidsfristen for innleveringen.

## 10. Oppsummering og konklusjon.

Formålet med denne masteroppgaven var å utarbeide en handelsanbefaling for aksjen til Norwegian Air Shuttle ASA. Oppgaven skulle gjennom en fundamental verdsettelse finne ut om Norwegians aksjepris på NOK 350 per 11.05.2016 kunne rettferdiggjøres på bakgrunn av underliggende økonomiske forhold.

Ved verdiberegningen ble metodene økonomisk profitt (RI) og diskontert frikontantstrøm (DCF) brukt for å beregne verdien av NAS. Resultatet fra disse to metodene ble kvalitetssikret gjennom relativ prising ved metodene P/E og P/B.

For å kunne gjennomføre verdsettelsen foretok jeg først en strategisk analyse og en regnskapsanalyse.

Den strategiske analysen ble utført ved bruk av analysemetodene Porters five forces og PESTEL. I den strategiske analysen fant jeg blant annet ut at det er høy konkurranseintensitet blant flyselskapene, markedet er prissensitivt ettersom aktørene leverer et homogent produkt, høy forhandlingsmakt blant leverandører og lav merkevare forpliktelse. Dette medførte at jeg konkluderte med at det finnes ikke strategiske fordeler i den kommersielle lufttrafikken. Dersom flyselskapene vil ha strategiske fordeler må selskapene selv skape strategiske fordeler.

I regnskapsanalysen presenterte jeg blant annet Norwegians resultatregnskap og balanse for perioden 2010-2014. Jeg presenterte også de prognostiserte resultatregnskapene og balanseoppstillingen for 2015-2025 (2025 er året selskapet er i steady state) og en nøkkeltalls analyse samt en komparativ analyse. Det som også var sentralt i regnskapsanalysen var omgruppering av resultatregnskap og balansen for en investororientert analyse. Dette ble gjort ettersom viktige faktorer (ROIC, WACC, RI, FCF) i en verdisetting ikke kan beregnes direkte fra et ordinært resultatregnskap og fra en ordinær balanseoppstilling.

Etter regnskapsanalysen var gjort hadde jeg alle komponentene som behøves for å kunne beregne selskapets kapitalkostnad (WACC). De ulike komponentene som inngår er blant annet rente på rentebærende gjeld, beta og markedets risikofrie rente. I Kapittel 6 estimerte jeg Norwegians kapitalkostnad til å være 4,6 pst. Denne kapitalkostnaden ble benyttet ved utregninger av RI og FCF.

Det jeg måtte gjøre før jeg kunne estimere verdien av Norwegian var å prognostisere fremtidige driftsinntekter, driftskostnader og fremtidig balanseoppstilling. Beregningene ble utført på grunnlag av den strategiske analysen, regnskapsanalysen og ved hjelp av forholdstall gjennom analyseperioden (2010-2014). I tillegg presenterte jeg Norwegians investeringsrate. Investeringsrate er den andelen av NOPLAT som blir reinvestert i selskapet.

Etter at dette var gjort kunne jeg nå estimere økonomisk profitt og fri kontantstrøm. Norwegians aksjeverdi ble beregnet til å bli NOK 395 per aksje. For å kvalitetssikre verdiesimatet benyttet jeg relativ prising ved metodene P/E og P/B. metoden Price/Earnings gav en verdi per aksje lik NOK 135 og metoden Price/Book gav en verdi per aksje lik NOK 348. Disse to metodene gav svært ulik verdi for Norwegians aksje. Metoden P/B gav det resultatet som er mest likt markedsverdien.

Det siste jeg så på var hvordan endringer i veksten til NOPLAT, endringer WACC og endringer i inntektsskatten ville påvirke verdiesimatet. Det jeg kom frem til i kapittel 9 var at endringer i NOPLAT, WACC og inntektsskatten gav utslag i aksjeverdien til Norwegian. Endringer i NOPLAT på +1 pst vil øke aksjeverdien med NOK 40, mens en vekst på 1 pst vil redusere aksjeverdien med NOK 63. I tabell 27 kom det frem at den estimerte aksjeverdien ville vært mest lik markedsverdien dersom jeg hadde forutsett en evig vekstrate på 1,5 pst. Verdien per aksje ville da ha vært 359.

WACC er den mest sensitive variabelen. En reduksjon i WACC med 0,5 pst vil medføre en økning i aksjeverdien på NOK 256, mens en økning i WACC på 0,5 pst vil medføre en reduksjon i aksjeverdien på NOK 173.

Endringer på satsen til inntektsskatten på +1 pst og -1 pst vil ha minst effekt på aksjeverdien til Norwegian. Endringer i prosentsatsen vil ha samme effekt. Dersom skatten øker med 1 pst vil aksjeverdien reduseres med NOK 23 og dersom skatten reduseres med 1 pst vil aksjeverdien øke med NOK 23.

Etter den fundamentale verdsettelsen kan jeg nå svare på problemstillingen min som er,

*«Hva er aksjeverdien for Norwegian Air Shuttle ASA per mai 2016? Hovedsakelig basert på regnskapsanalyse av inntjeningsbasert metode»*

På bakgrunn av verdivurderingen jeg har gjort av Norwegian Air Shuttle ASA, kom jeg fram til en aksjeverdi lik NOK 395 per mai 2016. Handelsanbefalingen for aksjer i Norwegian Air Shuttle ASA er kjøp. Markedsverdien for Norwegian er NOK 350, noe som impliserer at markedet har underpriset aksjen ifølge min regnskapsanalyse basert på inntjeningsbasert metode.

## **11. Kildekritikk og svakheter ved oppgaven.**

### **Kildekritikk.**

Denne masteroppgaven bygger på hovedkilder som årsrapporter og årsregnskap til Norwegian Air Shuttle ASA. Informasjonskildene anses som reliable og pålitelige ettersom de er kontrollert av en ekstern revisor. I tillegg bygger masteroppgaven på informasjon som er kommet frem gjennom media, hovedsakelig fra nyhetsartikler. Kildene anses som reliable kilder. Jeg har også benyttet meg av internettreferanser, men de anses i utgangspunktet som ikke pålitelige kilder.

### **Svakheter ved oppgaven.**

Den første svakheten ved denne masteroppgaven er bruk av kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder. Ved de kontantstrømbaserte metodene bruker man antakelser om hvordan fremtiden vil bli. Ofte kommer det informasjon som endrer verdien på selskapet. Eksempler på dette er kvartalsrapporter og offentliggjøring av inngåtte avtaler, som kan bidra til å øke eller redusere verdien.

Den andre svakheten er ved utregningen av WACC. WACC inneholder flere variabler som er potensielle feilkilder. Blant annet rente på rentebærende gjeld, antakelse om korrekt risikofri rente og feil i estimering av betaverdien.

En tredje svakhet er at årsregnskapet for 2015 og den første kvartalsrapporten i 2016 ikke er hensyntatt i denne oppgaven. Resultatene som ble presentert i disse rapportene har påvirket Norwegians markedsverdi.

Den fjerde svakheten er ved kalkulering av investert kapital (IC). I beregningen av investert kapital har jeg benyttet nettotallene som kan inneholde driftsrelaterte og finansielle eiendeler fra årsregnskapene. Dette er potensielle feilkilder for beregningen av investert kapital.

En femte svakhet er estimering av skattesatsen og netto finansposter. I oppgaven benyttet jeg en skattesats på 25 pst for prognoseperioden. Som tidligere nevnt har jeg ikke tatt hensyn for den marginale skattesatsen. Endringer i inntektssatsen vil påvirke NOPLAT.

Når det gjelder nettofinansposter valgte jeg å bruke et gjennomsnitt. Dette resulterte i at nettofinansposter ble negativ under hele prognoseperioden. I tillegg har jeg ikke tatt hensyn for at finansiell gjeld vil øke mer enn det utviklingen har vist. Jeg har heller ikke beregnet fremtidig rentekostnader forbundet med investeringer i flyflåten.

En siste feil kilde er at jeg ikke har hensyntatt fremtidige utbetalinger av utbytte til aksjonærene. Norwegian har per i dag ikke foretatt utbetaling av utbytte, men det er rimelig å anta at det vil skje i fremtiden.



## 12. Referanseliste

### Litteratur

- Boye, K., & Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis : festskrift til Knut Boyes 60-årsdag*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* ([Rev. utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Bredesen, I. (2015). *Investering og finansiering* (5. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Damodaran, A. (2010). *The dark side of valuation : valuing young, distressed, and complex businesses* (2nd ed. ed.). Upper Saddle River, N.J: Financial Times Press.
- Drury, C. (1989). *Lease Financing* (Vol. 15): Barmarick Publications.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 24(02), 3-17.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Hansen, Ø., Ottesen, L., & Øyen, A. H. (2005). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Hoff, K. G., Pedersen, A. O., & Sanne, N. (2015). *Grunnleggende regnskap 2 : analyse av finansregnskapet* (2. utg. ed.). Oslo: Universitetsforl.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2012). *Fundamentals of strategy* (2nd ed. ed.). Harlow: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse = Financial reporting and analysis* (13. utg. ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M., Murrin, J., McKinsey, & Company. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (5th ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring* (3. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Mun, J. (2006). *Real options analysis : tools and techniques for valuing strategic investments and decisions* (2nd ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.

- O'Connell, J. F., & Williams, G. (2005). Passengers' perceptions of low cost airlines and full service carriers: A case study involving Ryanair, Aer Lingus, Air Asia and Malaysia Airlines. *Journal of Air Transport Management*, 11(4), 259-272.
- Olienyk, J., & Carbaugh, R. J. (2011). Boeing and Airbus: Duopoly in Jeopardy? *Global Economy Journal*, 11(1).
- Olsen, H. S. (1997). *Leasing av realkapital*. Oslo: Universitetsforl.
- Palepu, K. G., & Healy, P. M. (2008). *Business analysis & valuation : using financial statements : texts & cases* (4th ed. ed.). Mason, Ohio: Thomson South-Western.
- Pedersen, K. (2015). *Årsregnskapet i teori og praksis : 2014* (16. utg. ed.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (2008). *On competition* (Updated and expanded ed. ed.). Boston: Harvard Business School Publ. Corp.
- Porter, M. E. (2008). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 86(1), 79-93+137.
- Roos, G., Krogh, G. v., & Roos, J. (1996). *Innføring i strategi*. Bergen-Sandviken: Fagbokforl.
- Titman, S., & Martin, J. D. (2011). *Valuation : the art and science of corporate investment decisions* (2nd ed., international ed. ed.). Boston: Prentice Hall.
- Wainman, D. (1991). *Leasing*. London: Waterlow Publishers.

### **Årsrapporter og årsregnskap**

Easyjet. (2010). Annual report and accounts 2010. Hentet fra [https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjM55Oc74jMAhXLESwKHbzoCF4QFgggMAA&url=http%3A%2F%2Fcorporate.easyjet.com%2F~%2Fmedia%2FFiles%2FE%2FEasyjet-Plc-V2%2Fpdf%2Finvestors%2Fresult-center-investor%2FeasyJet\\_AR10\\_18\\_1\\_2011.pdf&usq=AFQjCNGMck0TaUEt4ckCVCUe-toScP3Yyw&bvm=bv.119028448,d.bGs](https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjM55Oc74jMAhXLESwKHbzoCF4QFgggMAA&url=http%3A%2F%2Fcorporate.easyjet.com%2F~%2Fmedia%2FFiles%2FE%2FEasyjet-Plc-V2%2Fpdf%2Finvestors%2Fresult-center-investor%2FeasyJet_AR10_18_1_2011.pdf&usq=AFQjCNGMck0TaUEt4ckCVCUe-toScP3Yyw&bvm=bv.119028448,d.bGs)

Easyjet. (2012). Annual report and accounts 2012. Hentet fra <https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiKmvCd8ojMAhXDQJoKHYaxBEoQFgggMAA&url=http%3A%2F%2Fcorporate.easyjet.com%2F~%2Fmedia%2FFiles%2FE%2FEasyjet-Plc->

V2%2Fpdf%2Finvestors%2Fresult-center-investor%2Fannual-report-2012.pdf&usg=AFQjCNG66MzbZkGrIX97EUB6Cayn3am9tw&bvm=bv.119028448,d.bGg

Easyjet. (2014). Annual report and accounts 2014. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet-Plc-V2/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2014.pdf>

Easyjet. (2015). Annual report and accounts 2015. Hentet fra

<http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet-Plc-V2/pdf/investors/result-center-investor/annual-report-2015.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2010). Annual Report 2010. Hentet fra

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2010.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (2011). Annual Report 2011. Hentet fra

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2011.pdf>

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

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2012.pdf>

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

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2013.pdf>

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

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-printer-friendly.pdf>

Ryanair. Annual Report 2015. Hentet fra <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2015/08/Annual-Report-FY15.pdf>

Ryanair. (2011). Annual report 2011. Hentet fra

<https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUK>

EwjT6fa864jMAhXHC5oKHftSBTQQFgggMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.ryanair.com%2Fdoc%2Finvestor%2F2011%2FAnnual\_Report\_2011\_Final.pdf&usg=AFQjCNEEpjNjZzS-ShjSVFegP37nn-3tPg&bvm=bv.119028448,d.bGs&cad=rja

Ryanair. (2014). Annual report 2014. Hentet fra

<https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwi2hqur7IjMAhXBO5oKHd3rADcQFgggMAA&url=http%3A%2F%2Finvestor.ryanair.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2015%2F04%2F2014-Annual-Reports-Annual-Report.pdf&usg=AFQjCNFh0ZwvTfGGKF9bB3Bej5Veu0u4yw&bvm=bv.119028448,d.bGs&cad=rja>

### **Internett kilder**

AIRBUS. (2014). New Airbus aircraft list prices for 2014. Hentet 05.02.2016 fra,

<http://www.airbus.com/presscentre/pressreleases/press-release-detail/detail/new-airbus-aircraft-list-prices-for-2014/>

Airbus. (2015a). Global Market Forecast 2015-2034. Hentet 05.02.2016 fra,

[http://www.airbus.com/company/market/forecast/?eID=maglisting\\_push&tx\\_maglisting\\_pi1%5BdocID%5D=89373](http://www.airbus.com/company/market/forecast/?eID=maglisting_push&tx_maglisting_pi1%5BdocID%5D=89373)

AIRBUS. (2015b). New Airbus aircraft list prices for 2015. Hentet 27.02.2016 fra,

<http://www.airbus.com/presscentre/pressreleases/press-release-detail/detail/new-airbus-aircraft-list-prices-for-2015/>

Barton, C., Haywood, J., Jhunjunwala, P., & Bhatia, V. (2013). Travelling with Millennials. *BCG perspectives*. Hentet 27.02.2016 fra,

[https://www.bcgperspectives.com/content/articles/transportation\\_travel\\_tourism\\_consumer\\_insight\\_traveling\\_with\\_millennials/](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/transportation_travel_tourism_consumer_insight_traveling_with_millennials/)

BOEING. (2015a). ABOUT BOEING COMMERCIAL AIRPLANES. Hentet 05.02.2016 fra,

<http://www.boeing.com/company/about-bca/>

Boeing. (2015b). Current Market Outlook 2015-2034. Hentet 27.02.2016 fra,

<http://www.boeing.com/commercial/market/long-term-market/traffic-and-market-outlook/>

Dagbladet. (2015). Stortinget vedtok flyseteavgiften. Hentet 24.02.2016 fra,

<http://www.dagbladet.no/2015/12/14/nyheter/luftfart/politikk/flyseteavgift/innenriks/42393565/>

- Dagsavisen. (2015). Så mye forurenses flyturene dine. Hentet 01.03.2016 fra,  
<http://www.dagsavisen.no/innenriks/s%C3%A5-mye-forurenses-flyturene-dine-1.434165>
- DN. (2014). Oljeprisen. Utvikling siste syv år. Brent, råolje. Hentet 01.03.2016 fra,  
<http://www.dn.no/dagensavis/article5266055.ece/BINARY/741615.jpg>
- DN. (2015). Norwegian: Streiken kostet til sammen 350 mill. Hentet 02.03.2016 fra,  
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/04/10/0805/Luftfart/norwegian-streiken-kostet-til-sammen-350-mill>
- DNB. (2016). Økonomiske utsikter. Hentet 27.02.2016 fra,  
<https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR160113.pdf>
- E24. (2014). Norwegian vurderer fastpris på drivstoff. Hentet 01.03.2016 fra,  
<http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-vurderer-fastpris-paa-drivstoff/23320410>
- E24. (2015a). De har ikke lov å nekte oss denne tillatelsen. Hentet 24.02.2016 fra,  
<http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/kjos-avviser-at-flyordre-er-et-press-mot-usa-det-er-det-absolutt-ikke/23547086>
- E24. (2015b). Sikrings- og valutasmell for Kjos. Hentet 02.03.2016 fra, <http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/svakere-krone-og-sikring-av-drivstoff-gir-smell-for-norwegian/23614311>
- Harrison, G. J. (2011). *Challenge to the Boeing-Airbus Duopoly in Civil Aircraft: Issues for Competitiveness*. Hentet 21.02.2016 fra,  
[https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUK EwjlmZ6D6O3MAhWINJoKHbYSB58QFgggMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.fas.org%2Fsgp%2Fcrs%2Fmisc%2FR41925.pdf&usg=AFQjCNFCnoTjh\\_ATALVNcA SISK5Y1WSXDg&bvm=bv.122448493,d.bGg&cad=rja](https://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUK EwjlmZ6D6O3MAhWINJoKHbYSB58QFgggMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.fas.org%2Fsgp%2Fcrs%2Fmisc%2FR41925.pdf&usg=AFQjCNFCnoTjh_ATALVNcA SISK5Y1WSXDg&bvm=bv.122448493,d.bGg&cad=rja)
- IATA. (2014). Industry Celebrates Its Centennial in The Black. Hentet 15.01.2016 fra,  
<http://www.iata.org/pressroom/pr/pages/2014-06-02-02.aspx>
- IATA. (2015). Airline Industry Economic Performance. Hentet 05.02.2016 fra,  
<http://www.iata.org/publications/economics/Pages/industry-performance.aspx>
- itromso. (2015). Ny flyseteavgift kan føre til omfattende rutekutt. Hentet 24.02.2016 fra,  
<http://www.dagbladet.no/2015/12/14/nyheter/luftfart/politikk/flyseteavgift/innenriks/42393565/>

Luftfartstilsynet. (2014, 08.05.2015). Må møte knapphet på flyplasskapasitet. Hentet 05.02.2016 fra, [http://www.luftfartstilsynet.no/avdelinger/Flyplass\\_og\\_flysikring/M%C3%A5\\_m%C3%B8te\\_knapphet\\_p%C3%A5\\_flyplasskapasitet](http://www.luftfartstilsynet.no/avdelinger/Flyplass_og_flysikring/M%C3%A5_m%C3%B8te_knapphet_p%C3%A5_flyplasskapasitet)

NORGES BANK. (2016). STATSOBLIGASJONER ÅRSGJENNOMSNIITT. Hentet 15.03.2016 fra, <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norwegian. (2016). Norwegian med rekordfulle fly - fløy nærmere 26 millioner passasjerer i 2015. Hentet 16.01.2016 fra, <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/norwegian-med-rekordfulle-fly-floey-naermere-26-millioner-passasjerer-i-2015-1288408>

Norwegian.no. Bedriftsstruktur. Hentet 18.01.2016 fra, <http://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/struktur/>

Norwegian.no. Priser og utmerkelser. Hentet 18.01.2016 fra, <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/priser-og-utmerkelser/>

Norwegian.no. Visjoner og Verdier. Hentet 16.01.2016 fra, <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/visjon-og-verdier/>

Norwegian.no. Vår historie. Hentet 16.01.2016 fra, <http://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/kort-overblikk/>

Oslo Børs. (2016). Norwegian Air Shuttle. Hentet 28.03.2016 fra, <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NAS.OSE/overview>

Pearce, B. (2013). Profitability and the air transport value chain. Hentet 03.02.2016 fra, [iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf](http://iata.org/whatwedo/Documents/economics/profitability-and-the-air-transport-value%20chain.pdf)

Proff.no. (2014). Norwegian Air Shuttle ASA. Hentet 16.01.2016 fra, <http://www.proff.no/selskap/norwegian-air-shuttle-asa/lysaker/flyselskaper/Z0I47XCF/>

Ryanair. Om oss. Hentet 20.01.2016 fra, <https://www.ryanair.com/no/no/nyttig-info/om-oss/om-oss>

The Economist. (2014). Why airlines make such meagre profits. Hentet 18.02.2016 fra, <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/02/economist-explains-5#>

U.S. Department of State. (2007/2010). Open Skies Agreements. Hentet 24.02.2016 fra, <http://www.state.gov/e/eb/tra/ata/>

YAHOO! FINANCE. (2016). Ryanair Holdings plc (RYAAY). Hentet 28.03.2016 fra,  
<http://finance.yahoo.com/q?s=RYAAY>

YAHOO! FINANCE. (2016). EasyJet PLC (EZJ.L). Hentet 28.03.2016 fra,  
<https://uk.finance.yahoo.com/q?s=EZJ.L>

## Vedlegg

### Vedlegg 1: Beregning av driftsbetinget likvider.

År	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Passasjerinntekt	7 210 161	9 097 288	11 201 072	13 381 460	16 254 622
Tilleggsinntekt	1 034 006	1 244 744	1 405 495	1 757 887	2 727 439
Andre inntekter	162 172	206 688	234 495	371 871	557 978
<b>Sum inntekter</b>	<b>8 406 339</b>	<b>10 548 720</b>	<b>12 841 062</b>	<b>15 511 218</b>	<b>19 540 039</b>
Driftsbetinget likvider	168 127	210 974	256 821	310 224	390 801
Driftsbetinget likvider	168 127	210 974	256 821	310 224	390 801
Finansielle likvider	1 010 289	893 972	1 474 074	1 855 902	1 620 338
<b>Sum likvider</b>	<b>1 178 416</b>	<b>1 104 946</b>	<b>1 730 895</b>	<b>2 166 126</b>	<b>2 011 139</b>
Likvider fra balansen	1 178 416	1 104 946	1 730 895	2 166 126	2 011 139
<b>Differanse</b>	-	-	-	-	-



**Vedlegg 2: Egenkapital- og gjeldsandel.**

<b>EK og gjeldsandel</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>Norwegian</i>					
Egenkapital i NOK 1000	1 795 902	1 945 588	2 420 651	2 749 828	2 108 251
Gjeld i NOK 1000	2 484 882	4 250 291	5 527 066	7 512 157	10 283 842
<b>Totalkapital i NOK 1000</b>	<b>4 280 784</b>	<b>6 195 879</b>	<b>7 947 717</b>	<b>10 261 985</b>	<b>12 392 093</b>
<b>Egenkapitalandel i pst</b>	<b>42%</b>	<b>31%</b>	<b>30%</b>	<b>27%</b>	<b>17%</b>
<b>Gjeldsandel i pst</b>	<b>58%</b>	<b>69%</b>	<b>70%</b>	<b>73%</b>	<b>83%</b>
<i>Ryanair</i>					
Egenkapital i € mill	2 849	2 954	3 307	3 273	3 286
Gjeld i € mill	2 956	3 649	3 625	3 498	3 084
<b>Totalkapital i € mill</b>	<b>5 805</b>	<b>6 603</b>	<b>6 932</b>	<b>6 771</b>	<b>6 369</b>
<b>Egenkapitalandel i pst</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>52</b>
<b>Gjeldsandel i pst</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>48</b>
<i>Easyjet</i>					
Egenkapital i £ mill	1 501	1 705	1 794	2 395	2 310
Gjeld i pund i £ mill	1 212	1 300	957	679	563
<b>Totalkapital i £ mill</b>	<b>2 713</b>	<b>3 005</b>	<b>2 751</b>	<b>3 074</b>	<b>2 873</b>
<b>Egenkapitalandel i pst</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>80</b>
<b>Gjeldsandel i pst</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>22</b>	<b>20</b>

**Vedlegg 3: Beregning av egenkapitalrentabilitet før skatt.**

<b>Rentabiliteter</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Norwegian</b>					
Resultat før skatt NOK 1000	243 099	166 540	623 170	437 378	-1 654 604
Egenkapital (UB) NOK 1000	1 795 902	1 945 588	2 420 651	2 749 828	2 108 251
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>13,5 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>25,7 %</b>	<b>15,9 %</b>	<b>-78,5 %</b>
<b>Ryanair</b>					
Resultat før skatt i € mill	341	420,9	633	650,9	591,4
Egenkapital €	2 849	2 954	3 307	3 273	3 286
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>12,0 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>19,9 %</b>	<b>18,0 %</b>
<b>Easyjet</b>					
Resultat før skatt £	154	248	317	478	581
Egenkapital £	1 501	1 705	1 794	2 395	2 310
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>10,3 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>17,7 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>25,2 %</b>

**Vedlegg 4: Estimering av 5-årig beta med månedlig avkastning.**

Dato	Aritm gj.snitt NAS	Geometrisk gj. NAS	Aritm Gj. OSEBX	Geometrisk gj. OSEBX
18.04.2011	-0,00397055	-0,00405017	-0,000695423	-0,000739085
23.05.2011	0,00022949	-4,2503E-05	-7,01041E-05	-0,000120518
23.06.2011	-0,00270836	-0,00279292	-0,002716327	-0,002794342
22.07.2011	0,003164052	0,00288118	0,00266619	0,002603703
22.08.2011	-0,00827555	-0,00896726	-0,009367108	-0,009672632
20.09.2011	-0,01171749	-0,01223271	0,002122002	0,001895007
19.10.2011	0,003170214	0,00202759	0,000258884	-4,32472E-05
17.11.2011	-0,00439352	-0,00492717	0,001202027	0,001026657
16.12.2011	-0,00583051	-0,00645904	-0,001447934	-0,00164581
17.01.2012	0,002342393	0,00199667	0,003805369	0,003749543
15.02.2012	0,011903819	0,01135102	0,002602552	0,002573391
15.03.2012	0,010238613	0,00978693	0,001346385	0,00129179
18.04.2012	0,000947674	0,0001968	-0,001152828	-0,001238293
21.05.2012	-0,00612464	-0,006786	-0,003104978	-0,003212421
20.06.2012	0,007738997	0,00755278	0,000552622	0,000439393
19.07.2012	0,001998295	0,00168398	0,003178548	0,003073049
17.08.2012	-0,00132284	-0,00148486	0,00137574	0,001318188
17.09.2012	0,003031326	0,0028447	0,002129793	0,002079906
16.10.2012	0,000831795	0,00068172	-0,000775839	-0,000815741
14.11.2012	0,004519836	0,00441142	-0,002013788	-0,002047042
13.12.2012	0,007607582	0,00745401	0,001309581	0,001271616
18.01.2013	0,005430834	0,0051146	0,002282163	0,002259834
18.02.2013	0,010864804	0,01052698	0,000328835	0,000311507
19.03.2013	0,000720832	0,00048752	0,000670886	0,000651619
22.04.2013	0,01068844	0,00976094	-0,001261157	-0,001292679
27.05.2013	0,004609973	0,00440494	0,002614981	0,002589226
25.06.2013	-0,00617139	-0,00655267	-0,00251984	-0,002569731
24.07.2013	0,003964646	0,003444	0,003171593	0,00314794
22.08.2013	-0,00841103	-0,0086314	0,000387571	0,000375572
20.09.2013	-0,00207072	-0,00244935	0,000864629	0,000852431
21.10.2013	0,004190994	0,00397995	0,001262759	0,001238399
19.11.2013	-0,00547807	-0,00565963	0,001611306	0,001587868
18.12.2013	-0,00626554	-0,00666324	-0,001350815	-0,001362051
23.01.2014	0,005365592	0,00504702	0,002529413	0,002511883
21.02.2014	0,007866239	0,00739918	-0,000235804	-0,000264355
24.03.2014	-0,00302445	-0,00317416	-0,000129114	-0,000150151
25.04.2014	-0,00198228	-0,00224698	0,001172328	0,001132045
27.05.2014	0,00363466	0,00346319	0,003072527	0,003059111
27.06.2014	-0,00989205	-0,01002409	0,001042621	0,001017265
28.07.2014	-0,00122941	-0,00147263	-3,16357E-05	-6,66355E-05
26.08.2014	0,003347199	0,00307952	-0,000132945	-0,000167884
24.09.2014	0,001169176	0,00091507	-0,000519088	-0,000530319
23.10.2014	0,000155219	-0,00049219	-0,002855548	-0,002990233
21.11.2014	0,004857506	0,00464935	0,002700361	0,002670183

22.12.2014	0,005595387	0,00506279	-0,002097663	-0,002215356
27.01.2015	0,006019711	0,00582875	0,001374663	0,001316418
25.02.2015	-0,01121694	-0,01178942	0,001571112	0,001528147
26.03.2015	-0,00155151	-0,00205446	-0,000473548	-0,000505777
29.04.2015	0,013775889	0,01285548	0,001593922	0,001529784
02.06.2015	0,000107233	-7,2696E-05	0,001366949	0,001342027
01.07.2015	0,00243106	0,0022916	-0,001544296	-0,001576013
30.07.2015	0,001685553	0,00148828	0,000895786	0,000853516
28.08.2015	0,003031141	0,00274448	-0,003732231	-0,003864845
28.09.2015	-0,004369	-0,00458909	-0,001871569	-0,001977345
27.10.2015	-0,00265649	-0,00306722	0,003655351	0,003590582
25.11.2015	-0,0040436	-0,00430514	0,000647961	0,000612619
28.12.2015	0,00495066	0,00484097	-0,001733911	-0,001810561
28.01.2016	-0,01300541	-0,01351293	-0,004114076	-0,004313269
26.02.2016	0,008943623	0,00837515	0,001193667	0,000942021

## Vedlegg 5: Forholdstall for prognostiserte driftsinntekter.

<b>Vekst</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>TV</b>
Passasjerinntekt	1,08	1,22	1,15	1,12	1,11	1,05	1,07	1,06	1,05	1,07	1,02
Tilleggsinntekt	1,06	1,20	1,13	1,10	1,09	1,03	1,05	1,04	1,03	1,05	1,02
Andre inntekter	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,02
Resultat fra tilknyttede selskap	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,02
<b>Sum vekst</b>	<b>1,07</b>	<b>1,21</b>	<b>1,15</b>	<b>1,12</b>	<b>1,11</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>1,06</b>	<b>1,05</b>	<b>1,07</b>	<b>1,02</b>

<b>Historisk vekstrate</b>	<b>2010-2011</b>	<b>2011-2012</b>	<b>2012-2013</b>	<b>2013-2014</b>
Vekst passasjerinntekter	1,2617	1,2313	1,1947	1,2147
Vekst tilleggsinntekter	1,1845	1,1476	1,2507	1,5515
Vekst andre inntekter	1,2745	1,1352	1,5850	1,5005
Vekst annen inntekt	0,0181	1,1352	3,8276	-
Vekst resultatandel tilknyttede selskaper	3,0844	1,6825	1,4189	1,2368
Vekst driftsinntekter	1,2264	1,2218	1,2121	1,2542

## Vedlegg 6: Forholdstall for historiske og prognostiserte driftskostnader.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Salg og distribusjon	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %	2,40 %
Drivstoff	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %	27,5 %
Flyleasing	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %	8,00 %
Flyplasavgifter	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
Håndtering	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %	9,00 %
Tekvedlikehold	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %	6,60 %
Andre flykostnader	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %
Lønnskostnader	16,4 %	16,4 %	16,4 %	16,4 %	16,4 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
AAN	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Andre kostnader	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,50 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
Andre tap/(gevinster)	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %

AAN = Avskrivning, amortiseringer og nedskrivninger.

## Vedlegg 7: Prognostisert fremtidig resultatregnskap.

Driftsinntekter	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Passasjerinntekter	21 418 026	26 091 770	30 017 913	33 597 486	37 251 324	39 211 920
Tilleggsinntekter	2 891 085	3 469 302	3 920 312	4 312 343	4 700 454	4 841 467
Andre inntekter	574 717	591 959	609 718	628 009	646 849	666 255
Annen inntekt	-	-	-	-	-	-
Resultatandel tilknyttet selskap	60 513	63 538	66 715	70 051	73 553	77 231
<b>Driftsinntekter</b>	<b>24 944 341</b>	<b>30 216 569</b>	<b>34 614 657</b>	<b>38 607 889</b>	<b>42 672 181</b>	<b>44 796 873</b>
<b>Driftskostnader</b>						
Salg og distribusjon	598 664	725 198	830 752	926 589	1 024 132	1 075 125
Drivstoff	6 734 972	8 158 474	9 345 958	10 424 130	11 521 489	12 319 140
Flyleasing	1 995 547	2 417 326	2 769 173	3 088 631	3 413 774	3 583 750
Flyplassavgifter	3 492 208	4 230 320	4 846 052	5 405 104	5 974 105	6 271 562
Håndtering	2 244 991	2 719 491	3 115 319	3 474 710	3 840 496	4 031 719
Teknisk vedlikehold	1 646 327	1 994 294	2 284 567	2 548 121	2 816 364	2 956 594
Andre flykostnader	873 052	1 057 580	1 211 513	1 351 276	1 493 526	1 567 891
Lønnskostnader	4 090 872	4 955 517	5 676 804	6 331 694	6 998 238	7 615 468
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	590 070	725 500	862 597	966 162	1 078 326	1 132 017
Andre kostnader	873 052	1 057 580	1 211 513	1 351 276	1 493 526	1 343 906
Andre tap/(gevinster) netto	249 443	302 166	346 147	386 079	426 722	447 969
<b>Driftskostnader</b>	<b>23 389 198</b>	<b>28 343 444</b>	<b>32 500 394</b>	<b>36 253 773</b>	<b>40 080 699</b>	<b>42 345 140</b>
<b>EBIT</b>	<b>1 555 143</b>	<b>1 873 125</b>	<b>2 114 263</b>	<b>2 354 116</b>	<b>2 591 482</b>	<b>2 451 733</b>
<b>Netto finansposter</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>
<b>EBT</b>	<b>1 247 429</b>	<b>1 565 411</b>	<b>1 806 549</b>	<b>2 046 402</b>	<b>2 283 768</b>	<b>2 144 019</b>
Skatt	336 806	391 353	451 637	511 601	570 942	536 005
<b>Årsresultat</b>	<b>910 623</b>	<b>1 174 058</b>	<b>1 354 912</b>	<b>1 534 802</b>	<b>1 712 826</b>	<b>1 608 014</b>

Driftsinntekter	2021	2022	2023	2024	TV
Passasjerinntekter	42 043 892	44 658 020	46 836 460	50 104 120	51 106 202
Tilleggsinntekter	5 083 541	5 286 882	5 445 489	5 717 763	5 832 119
Andre inntekter	686 243	706 830	728 035	749 876	764 873
Annen inntekt	-	-	-	-	-
Resultatandel tilknyttet selskap	81 093	85 147	89 405	93 875	95 752
<b>Driftsinntekter</b>	<b>47 894 768</b>	<b>50 736 879</b>	<b>53 099 388</b>	<b>56 665 634</b>	<b>57 798 947</b>
<b>Driftskotnader</b>					
Salg og distribusjon	1 149 474	1 217 685	1 274 385	1 359 975	1 387 175
Drivstoff	13 171 061	13 952 642	14 602 332	15 583 049	15 894 710
Flyleasing	3 831 581	4 058 950	4 247 951	4 533 251	4 623 916
Flyplassavgifter	6 705 268	7 103 163	7 433 914	7 933 189	8 091 853
Håndtering	4 310 529	4 566 319	4 778 945	5 099 907	5 201 905
Teknisk vedlikehold	3 161 055	3 348 634	3 504 560	3 739 932	3 814 730
Andre flykostnader	1 676 317	1 775 791	1 858 479	1 983 297	2 022 963
Lønnskostnader	8 142 111	8 625 270	9 026 896	9 633 158	9 825 821
Avskrivning, amortiseringer, nedskrivning	1 037 401	1 098 961	1 150 133	1 227 378	1 264 199
Andre kostnader	1 436 843	1 522 106	1 592 982	1 699 969	1 733 968

Andre tap/(gevinster) netto	478 948	507 369	530 994	566 656	577 989
<b>Driftskostnader</b>	<b>45 100 587</b>	<b>47 776 890</b>	<b>50 001 570</b>	<b>53 359 761</b>	<b>54 439 230</b>
<b>EBIT</b>	<b>2 794 181</b>	<b>2 959 990</b>	<b>3 097 818</b>	<b>3 305 873</b>	<b>3 359 717</b>
<b>Netto finansposter</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>	<b>- 307 714</b>
<b>EBT</b>	<b>2 486 467</b>	<b>2 652 276</b>	<b>2 790 104</b>	<b>2 998 159</b>	<b>3 052 003</b>
Skatt	621 617	663 069	697 526	749 540	763 001
<b>Årsresultat</b>	<b>1 864 850</b>	<b>1 989 207</b>	<b>2 092 578</b>	<b>2 248 619</b>	<b>2 289 002</b>



## Vedlegg 8: Forholdstall historisk og fremtidig balanseoppstilling.

<b>Historisk</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Immaterielle eiendeler	2,4 %	2,2 %	1,8 %	1,4 %	1,1 %
<b>PP&amp;E</b>					
Fly, deler og installasjoner på leasede fly	24,3 %	36,7 %	43,3 %	48,2 %	63,9 %
Utstyr og inventar	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Bygninger	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	1,3 %
<b>Sum PP&amp;E</b>	<b>24,7 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>43,8 %</b>	<b>48,7 %</b>	<b>72,1 %</b>
Forskuddsbetaling leasede fly	23,3 %	20,2 %	22,1 %	16,1 %	20,9 %
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	1,7 %	2,1 %	2,1 %	2,5 %	3,4 %
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>12,5 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>13,5 %</b>
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>64,7 %</b>	<b>74,5 %</b>	<b>80,9 %</b>	<b>81,6 %</b>	<b>104,5 %</b>
Driftsmessig gjeld	23,5 %	23,1 %	25,6 %	28,9 %	28,8 %
<b>Netto driftsmessige eiendeler (IC)</b>	<b>41,6 %</b>	<b>51,4 %</b>	<b>55,3 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>75,7 %</b>
Finansielle eiendeler	12,3 %	10,8 %	11,6 %	12,9 %	11,3 %
<b>Totale eiendeler</b>	<b>76,9 %</b>	<b>85,3 %</b>	<b>92,5 %</b>	<b>94,5 %</b>	<b>115,9 %</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>20,9 %</b>	<b>18,4 %</b>	<b>18,8 %</b>	<b>17,6 %</b>	<b>10,8 %</b>
Langsiktig finansiell gjeld	25,3 %	28,3 %	34,7 %	40,4 %	52,7 %
Kortsiktig finansiell gjeld	6,2 %	14,7 %	11,9 %	4,9 %	19,3 %
Mellomgruppe	1,1 %	0,8 %	1,4 %	2,6 %	4,3 %

<b>Forholdstall</b>	<b>2 015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>TV</b>
<b>Prognoseperiode</b>											
Immaterielle eiendeler	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
<b>PP&amp;E</b>											
Fly, deler og installasjoner på fly	64,9 %	66,9 %	69,5 %	69,8 %	70,5 %	70,5 %	70,5 %	70,5 %	70,5 %	70,5 %	70,5 %
Utstyr og inventar	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Bygninger	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>Netto PP&amp;E</b>	<b>66,6 %</b>	<b>68,6 %</b>	<b>71,2 %</b>	<b>71,5 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>	<b>72,2 %</b>
Forskuddsbetaling leaseede fly	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>107,5 %</b>	<b>109,5 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,4 %</b>	<b>113,1 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,1 %</b>	<b>112,1 %</b>
	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>
Driftsmessig gjeld	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
<b>Netto driftsmessige eiendeler (IC)</b>	<b>79,5 %</b>	<b>81,5 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,4 %</b>	<b>85,1 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,1 %</b>	<b>84,1 %</b>
Finansielle eiendeler	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %	11,3 %
<b>Totale eiendeler</b>	<b>118,8 %</b>	<b>120,8 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,7 %</b>	<b>124,4 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,4 %</b>	<b>123,4 %</b>
	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>
<b>Egenkapital</b>	12,1 %	13,9 %	16,0 %	18,3 %	20,6 %	19,4 %	22,0 %	24,7 %	27,6 %	29,8 %	33,2 %
Langsiktig finansiell gjeld	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %	52,7 %
Kortsiktig finansiell gjeld	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %
Mellomgruppe	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %

## Vedlegg 9: Prognostisert opptjent egenkapital.

<b>Egenkapital</b>	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>	<b>TV</b>
Aksjekapital	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516
Overkurs	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549	1 093 549
Annen innskutt EK	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221	87 221
Andre reserver	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099	455 099
Opptjent EK	1 379 489	2 553 548	3 908 460	5 443 261	7 156 087	7 051 275	8 916 125	10 905 332	12 997 910	15 246 530	17 535 532
<b>Sum EK</b>	<b>3 018 874</b>	<b>4 192 933</b>	<b>5 547 845</b>	<b>7 082 646</b>	<b>8 795 472</b>	<b>8 690 660</b>	<b>10 555 510</b>	<b>12 544 717</b>	<b>14 637 295</b>	<b>16 885 915</b>	<b>19 174 917</b>

	<b>2 015</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>	<b>2 023</b>	<b>2 024</b>	<b>TV</b>
Opptjent EK	468 866	1 379 489	2 553 548	3 908 460	5 443 261	5 443 261	7 051 275	8 916 125	10 905 332	12 997 910	15 246 530
Netto årsresultat	910 623	1 174 058	1 354 912	1 534 802	1 712 826	1 608 014	1 864 850	1 989 207	2 092 578	2 248 619	2 289 002
<b>Sum opptjent EK</b>	<b>1 379 489</b>	<b>2 553 548</b>	<b>3 908 460</b>	<b>5 443 261</b>	<b>7 156 087</b>	<b>7 051 275</b>	<b>8 916 125</b>	<b>10 905 332</b>	<b>12 997 910</b>	<b>15 246 530</b>	<b>17 535 532</b>

**Vedlegg 10: Tallmateriale for metodene P/E og P/B.**

	<b>Valuta</b>	<b>11.05.2016</b>
<i>Norwegian</i>		
Markedsverdi egenkapital		12 530 180 000
Bokførtverdi egenkapital	NOK 1000	2 965 312
Årsresultat NOK 2015	NOK 1000	246 152
Utstedte Aksjer		35 759 639
Aksjepris NOK	NOK	350,0
<i>Ryanair</i>		
Markedsverdi egenkapital	€	16 966 000 000
Bokførtverdi egenkapital	€ million	4 035,1
Årsresultat €	€ million	866,7
Utstedte aksjer		1 377 661 859
Aksjepris €	€	13,3
<i>Easyjet</i>		
Markedsverdi egenkapital	£	5 958 000 000
Bokførtverdi egenkapital	£ million	2 249,0
Årsresultat £	£ million	548,0
Utstedte Aksjer		397 251 000
Aksjepris £	£	15,0