



EK208E - Bacheloroppgave innen regnskap og økonomistyring

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

Av Vanja Johansen, Torfinn Reite og Asbjørn Bull-Gjertsen

Bodø  
20.05.2010

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Abstract

The purpose of this paper is to value Norwegian Air Shuttle ASA (Norwegian). The company is listed on the Oslo Stock exchange (Oslo Børs), and the market value of the company on the 1. January 2010, was NOK 115 per share. The price- to book- ratio at that time was 2,33. This ratio means that the market found the company worth more than twice the book value and equity.

The approach in the valuation performed in this thesis, is the discounted cash flow-model, DCF- model. We have also used the P/E- method in order to assess the estimates used in the valuation based on the DCF- model.

The cash flows estimated in this paper is based on financial and strategic analysis of the company and the industry. It also relies on the foresight of macroeconomic conditions that will influence on the company's ability to generate cash flows.

Norwegian Air Shuttle ASA is a company which main activity is to offer air transportation at low prices. They have managed to achieve the best result ever, despite the global financial crisis. We believe that a lot of the explanation of this success is that the management has been faithful to the low cost strategy, and that they have kept a good balance between growth and profit. They have also made success by developing an internal culture that contributes to customer value. This is essential to the company's ability to gain success and to generate future cash flows.

We found that the share price at 1.1.2010 was too low. We believe that a reasonable price at that time should be NOK 133. The P/E- method supported the DCF valuation. However, the deviation between the marked price and our estimated value is small, but we assume that the share price might increase in the future.

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Forord

Bacheloroppgaven utgjør halvparten av studiepoengene siste semester av bachelorutdannelsen i regnskap og økonomistyring ved Handelshøgskolen i Bodø. Valg av tema har ikke vært helt tilfeldig da emnet ble behandlet innledningsvis i profileringsfaget EK218E, Regnskap og økonomistyring. Verdsettelse av en virksomhet innebærer at man må anvende de aller fleste fagene vi har vært igjennom i økonomiutdannelsen, også de helt grunnleggende fagene. Dette gjør at verdsettelse av en virksomhet er både krevende og interessant.

I arbeidet med å finne en virksomhet som egnet seg til oppgaven og dens rammer, forsøkte vi først å finne en virksomhet med lokal forankring. De aller fleste selskaper i Norge er aksjeselskaper og ikke allmennaksjeselskaper, og man kan tenke at det av den grunn ville vært mest relevant å kunne verdsette et unotert selskap. Vi startet arbeidet med å finne en kandidat, og fant et konsern som bestod av åtte selskaper. Ettersom litteraturstudiet og analysene av selskapets lønnsomhet skred fram, ble det klarere for oss at det ble vanskelig å foreta en verdsettelse av konsernet innenfor rammen av denne oppgaven. Selskapet var for ungt til at man kunne basere et fremtidsestimert på historiske data, i tillegg til at de ulike selskapene hadde resultater som varierte med flere hundre prosent fra det ene til det andre året.

Vi ble anbefalt å verdsette et børsnotert selskap, og vi fant at Norwegian Air Shuttle ASA var en interessant kandidat. Årsaken til dette er at selskapet i sin tid ikke ble spådd gode fremtidsutsikter ettersom de kun skulle selge flyreiser til lave priser uten ekstra service. Til tross for dette opplevde selskapet tidenes beste resultat i 2009, midt i den globale finanskrisen. Til sammenligning måtte SAS gjennomføre en milliardemisjon for ikke å gå konkurs ([www.dn.no](http://www.dn.no)).

Vi retter en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis Frode Kjærland, som har vært en meget konstruktiv kritiker i vårt arbeid med oppgaven.

Handelshøgskolen i Bodø, 20. mai 2010

Vanja Johansen

Torfinn Reite

Asbjørn Bull-Gjertsen

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Sammendrag

Den 1. januar 2010 var aksjekursen til Norwegian Air Shuttle ASA (Norwegian) NOK 115. P/B- forholdet var 2,33 noe som indikerer at markedet verdsatte aksjen mer enn dobbelt så høyt som regnskaps- og aksjelovens bestemmelser tillater. Har markedet priset aksjen korrekt? Dette var utgangspunktet for problemstillingen vi har forsøkt å gi et svar på i denne bacheloroppgaven gjennomført ved Handelshøgskolen i Bodø.

Problemstillingen i vår oppgaver er som følger: "Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle den 1.1.10?"

I denne verdsettelsesprosessen har vi benyttet diskontert kontantstrømmetoden, DCF- metoden, for å gi et estimat på hva som er korrekt verdi av aksjen per 1.1.10. Metoden innebærer at vi estimerer fremtidige kontantstrømmer i en beregningsperiode, diskontert til nåverdi med en diskonteringsats som reflekterer avkastningskravet, og legger til nåverdien av terminalverdien. Terminalverdien er beregnet fra et normalisert resultat basert på evig vekst på 2,5 %. Dette tilsvarer inflasjonsmålet man styrer mot i Norge. Vi forutsetter derfor en realvekst på 0 % i terminalperioden.

Nåverdien av de summerte kontantstrømmene fratrekkes rentebærende gjeld. Vi får da kontantstrømmen til egenkapitalen. Dividerer man nevnte størrelse med antall utestående aksjer, får vi en aksjekurs som er basert på de forutsetninger og antagelser som vi har lagt til grunn for fremtidig verdiskapning. Vi også foretatt en verdsettelse etter P/E- metoden for bedre å kunne vurdere om vi har lagt rimelige antagelser og forutsetninger til grunn i verdsettelsen etter DCF- metoden.

Vi fant at aksjekursen den 1.1.10 lå noe lavere enn våre estimer. Vårt estimat tilsier en pris på 133 NOK. Dette er ikke mer enn 15 % over markedets vurdering, slik at vi kan ikke uten videre si at kursen vil bevege seg oppover. P/E- modellen gir allikevel støtte til at aksjen kanskje var lavt priset i markedet. Vi antar derfor at aksjekursen vil stige noe på lang sikt.

Verdsettelsesprosessen trekker veksler på de aller fleste fagområder innenfor bachelorstudiet i regnskap og økonomistyring. Årsaken er at estimatet av de fremtidige kontantstrømmene er forankret i en analyse av makroøkonomiske, bransjemessige og virksomhetsrelaterte forhold. Av den grunn må man benytte kunnskaper fra både økonomi- strategi og organisasjonsfag.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Vi har funnet at flybransjen er en kapitalintensiv bransje som gir relativt små driftsmarginer. Lavprisselskaper, som Norwegian, forsøker langt på vei å la ekstra fortjeneste komme kundene til gode gjennom å tilby lavere priser. Virksomheten er tro mot en kostnadslederstrategi, og det er trolig en av årsakene til at Norwegian har opplevd stor suksess i en bransje preget av hard konkurranse. Man har klart å bygge en virksomhetskultur som støtter opp under denne strategien og resultatet er økt verdi for kundene.

Norwegian har de senere årene startet med telefoni på sine fly, samt banktjenester. Det vi ser er sannsynligvis en dreining fra ren kostnadslederstrategi mot det Porter kaller differensiering med kostnadsfordel. Motivet er å gjøre det enklere å kjøpe billetter hos Norwegian samt at man skal kunne benytte flytiden konstruktivt - enten til jobb eller underholdning. Det kan tenkes at det er på slike tilleggstjenester at man i fremtiden vil tjene penger, men kjernevirksomheten er fremdeles persontrafikk i luften.

Vi oppfatter Norwegian som en effektiv og besluttsom organisasjon med fornuftig tilnærming til konkurransesituasjonen. Virksomheten vil kunne generere positive kontantstrømmer på sikt, men vi har funnet at de første fem årene gir netto utgående kontantstrømmer. Dette er et resultat av at virksomheten skal gjennomføre store investeringer i forbindelse med utvidelse av flyflåten. Det er store beløp som skal investeres, men historien viser at Norwegians ledelse har hatt en god balanse mellom vekst og lønnsomhet. Det gir oss et optimistisk syn på vegne av selskapet til tross for små marginer og en høy risikoeksponering mot spesielt valutakurser og oljepriser.

Opgaven bygger på bruk av både kvalitative og kvantitative metoder. De kvantitative metodene knytter seg til analyser av virksomhetens finansielle resultater i tillegg til statistiske beregninger av elementer som inngår i fastsettelsen av avkastningskravet. De kvalitative metodene er dokumentstudier av makroøkonomiske, bransjemessige og virksomhetsrelaterte forhold. Hensikten har vært å gi et best mulig bilde av hvilke forhold som vil påvirke lønnsomheten i fremtiden. Litteraturstudiene har gitt oss modeller og teorier som sikrer at verdsettelsen bygger på velprøvde og aksepterte metoder.

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Innhold

Abstract.....	I
Forord .....	II
Sammendrag .....	III
Figurer .....	IX
Tabeller.....	X
1 INNLEDNING .....	1
1.1 Formålet med oppgaven .....	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensninger .....	2
1.4 Oppgavens struktur og oppbygning.....	2
2 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN .....	4
2.1 Innledning.....	4
2.2 Selskapet.....	4
2.3 Aksjekursutvikling.....	6
3 VERDSETTELSESMODELLER .....	8
3.1 Innledning.....	8
3.2 Markeds- og regnskapsbasert verdi .....	8
3.2.1 Matematisk verdi/bokført egenkapital.....	9
3.2.2 Substansverdi/verdijustert egenkapital .....	9
3.2.3 Likvidasjonsverdi .....	9
3.3 Kontantstrøm-/ diskonteringsmodeller .....	10
3.3.1 Kontantstrøm til totalkapitalen og egenkapitalen.....	10
3.3.2 Dividendemodeller .....	12
3.3.3 Resultatmodeller.....	13
3.4 Multiplikatormodeller.....	15
3.4.1 P/E- metoden .....	15

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

3.4.2 P/B- metoden .....	16
3.4.3 P/S- metoden.....	16
3.5 Opsjonsbasert verdsetting.....	16
3.6 Valg av verdsettelsesmodell .....	17
4 METODE.....	18
4.1 Innledning.....	18
4.2 Forberedelse.....	18
4.3 Datainnsamling.....	21
4.4 Dataanalyse.....	22
4.5 Oppgavens kvalitet .....	23
5 AVKASTNINGSKRAV .....	24
5.1 Innledning.....	24
5.2 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	25
5.2.1 Risikofri rente.....	25
5.2.2 Risikopremie.....	27
5.2.3 Beta.....	28
5.2.4 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen .....	31
5.3 Avkastningskravet til total kapitalen .....	32
5.3.1 Weighted average capital cost.....	32
5.3.2 Egenkapital- og gjeldsandel.....	33
5.3.3 Egenkapitalkostnaden.....	35
5.3.4 Selskapets gjeldsrente.....	35
5.3.5 Selskapets skattesats .....	37
5.3.6 Beregning av avkastningskravet til total kapitalen.....	37
6 STRATEGISK ANALYSE .....	38
6.1 Innledning.....	38
6.2 Makroforhold.....	38

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

6.2.1 Teoretisk fundament.....	38
6.2.1 Økonomisk vekst.....	41
6.3 Bransjeanalyse.....	48
6.3.1 Potensielle inntrengere.....	49
6.3.2 Kunders forhandlingsstyrke.....	51
6.3.3 Leverandørers forhandlingsstyrke.....	52
6.3.4 Trussel fra substitutter.....	53
6.3.5 Dagens konkurransesituasjon.....	54
6.3.6 Oppsummering bransjeanalyse.....	55
6.4 Interne faktorer.....	57
6.4.1 Finansielle ressurser.....	57
6.4.2 Fysiske og teknologiske ressurser.....	59
6.4.3 Menneskelige ressurser.....	61
6.4.4 Renommé.....	62
6.4.5 Markedsføring.....	64
6.5 Oppsummering intern analyse.....	66
7 REGNSKAPSANALYSE.....	68
7.1 Innledning.....	68
7.2 Klargjøring av regnskapsanalysen.....	68
7.2.1 Analyseperiode.....	68
7.2.2 Analysenivå.....	68
7.2.3 Sammenligningsgrunnlag.....	69
7.3 Analyse av forholdstall.....	69
7.3.1 Lønnsomhet.....	69
7.3.2 Likviditet.....	74
7.3.3 Kapitalstruktur.....	76
7.4 Oppsummering av regnskapsanalysen.....	79



# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

8 FREMTIDSREGNSKAPET OG VERDSETTELSE.....	80
8.1 Innledning.....	80
8.2 Beregningsperiode og vekst.....	80
8.3 Beregning av fri kontantstrøm.....	82
8.3.1 Driftsresultat etter skatt .....	82
8.3.2 Avskrivinger .....	82
8.3.3 Investeringer .....	83
8.3.4 Endringer i arbeidskapitalen.....	83
8.3.5 Fri kontantstrøm til totalkapitalen .....	84
8.4 Verdsettelse ved bruk av DCF- metoden.....	84
8.5 Verdsettelse ved bruk av P/E- metoden.....	85
8.6 Oppsummering av verdsettelsen.....	87
9 SENSITIVITETSANALYSE.....	89
9.1 Innledning.....	89
9.2 Faktorer som påvirker verdsettelsen.....	89
10 OPPSUMMERING .....	92
10.1 Innledning.....	92
10.2 Grunnlaget .....	92
10.3 Vurderingspunkter og verdsettelse .....	92
10.4 Avsluttende kommentar.....	94
Litteraturliste .....	96
Bøker og artikler.....	96
Internettsteder.....	98
Appendiks 1 .....	100
Appendiks 2- Markedsdata Oslo børs, OSEBX .....	102
Appendiks 3- Markedsdata Norwegian Air Shuttle ASA .....	103
Appendiks 4- Konsernbalanse og -resultat, Norwegian 2004-2009.....	104

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Figurer

<i>Figur 1 Kursutvikling Norwegian Air Shuttle ASA (Kilde: Oslo børs)</i> .....	6
<i>Figur 2 Rente på statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank)</i> .....	26
<i>Figur 3 Karakteristisk linje for Norwegianaksjen (Kilde: Oslo børs og Børsprosjektet ved NHH)</i> .....	30
<i>Figur 4 Norwegians EK-andel, virkelig og bokført verdi (Kilde: Norwegian og Oslo Børs)</i> ..	33
<i>Figur 5 Top-down- analyse (Thoresen, 2006:39)</i> .....	38
<i>Figur 6 BNP for fastlands- Norge (Kilde: SSB)</i> .....	39
<i>Figur 7 Frisch' modell, makroøkonomiske hendelser (Steigum, 2007:251)</i> .....	40
<i>Figur 8 Fremtidig rente (Kilde: Norges Bank)</i> .....	43
<i>Figur 9 KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (Kilde: Norges Bank)</i> .....	46
<i>Figur 10 Porters five-forcesmodell (Roos et al, 2005:106)</i> .....	49
<i>Figur 11 Porters five-forcesmodell for flybransjen</i> .....	55
<i>Figur 12 Porters posisjoneringsmodell (Hoff, 2009:27)</i> .....	56
<i>Figur 13 Driftsinntekter og- kostnader (Kilde: Norwegian)</i> .....	58
<i>Figur 14 Norwegians fremtidige flyflåte (Kilde: Norwegian)</i> .....	60
<i>Figur 15 Antall passasjerer (Kilde: Norwegian)</i> .....	63
<i>Figur 16 Kommunikasjonssirkelen (Grönroos, 2000:270)</i> .....	63
<i>Figur 17 DuPont (Tellefsen og Langli, 2005:692)</i> .....	70
<i>Figur 18 Norwegians ROE etter skatt</i> .....	72
<i>Figur 19 EBIT- margin, Norwegian</i> .....	73
<i>Figur 20 Likviditetsgrad 1, Norwegian</i> .....	75
<i>Figur 21 Likviditetsgrad 1, sammenligning (Kilde: Proff forvalt)</i> .....	76

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Tabeller

<i>Tabell 1 Verdier som inngår i beregning av beta (Hentet fra Oslo børs og Børsprosjektet ved NHH)</i> .....	31
<i>Tabell 2 P/B- forholdet, Norwegian</i> .....	34
<i>Tabell 3 Fremtidig konsumvekst (Kilde: SSB)</i> .....	44
<i>Tabell 4 Fremtidig oljepris (Kilde: SSB)</i> .....	44
<i>Tabell 5 Sensitivitetsanalyse mht. oljepriser og valuta (Kilde: Norwegian)</i> .....	59
<i>Tabell 6 Faktorer som skaper konkurransefortrinn, oppsummering (Barney[1991] etter Roos et al., 2005:142)</i> .....	66
<i>Tabell 7 Finansieringsgrad 1</i> .....	77
<i>Tabell 8 Arbeidskapital</i> .....	77
<i>Tabell 9 Gjeldsgrad og egenkapitalandel</i> .....	78
<i>Tabell 10 fremtidig kapasitetsutvikling</i> .....	81
<i>Tabell 11 Fremtidig driftsresultat etter skatt</i> .....	82
<i>Tabell 12 Fremtidige avskrivninger</i> .....	83
<i>Tabell 13 Fremtidige investeringer</i> .....	83
<i>Tabell 14 Fremtidig endring i arbeidskapital</i> .....	84
<i>Tabell 15 Fri kontantstrøm til totalkapitalen</i> .....	84
<i>Tabell 16 Verdiestimer basert på P/E- metoden</i> .....	87
<i>Tabell 17 Sensitivitetsanalyse</i> .....	90

## 1 INNLEDNING

I innledningen gjør vi kort rede for formålet med oppgaven, nødvendige avgrensninger samt at vi presenterer den endelige problemstillingen. Vi vil også gjøre rede for oppgavens oppbygning.

### 1.1 Formålet med oppgaven

Dette er en avsluttende oppgave på bachelorstudiet ved Handelshøgskolen i Bodø. Formålet er å få erfaring med å gjennomføre verdsettelse av en virksomhet med de vurderingspunkter som bør ligge til grunn. Bakgrunnen for at vi valgte dette temaet i vår oppgave, er at man i de ulike fasene av oppgaven, fra informasjonsinnhenting til analyse og konklusjon, vil vi måtte trekke veksler på de fleste fagområder vi har hatt i løpet av studietiden. Verdsettelse er et meget relevant tema innenfor fagområdet økonomi og gjennomføres blant annet i forbindelse aksjehandel, aksjeemisjoner, oppkjøp, arv og løpende lønnsomhetsvurderinger. Vi ønsker å se på verdsettelsen av en virksomhet på Oslo børs, nærmere bestemt Norwegian Air Shuttle ASA. Bakgrunnen for dette er at virksomheten har stått oppreist til tross for en global lavkonjunkturperiode som også har rammet flybransjen generelt.

P/B- forholdet 31.12.09, dvs. forholdet mellom markedets vurdering av virksomhetens verdi i forhold til bokført egenkapital, var 2,33. Dette indikerer at markedet verdsatte egenkapitalen betydelig over det virksomhetens finansregnskaper gjorde. Det kan være et resultat av overprising, eller det kan være et resultat av en antagelse om at virksomheten i fremtiden vil generere økte kontantstrømmer til eierne.

### 1.2 Problemstilling

En problemstilling eller forskningsspørsmål, er "spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder" (Halvorsen [2003] etter Johannessen et al., 2008:60). Forskning er som oftest å finne svar på ett eller flere spørsmål. Vi har valgt å foreta en vurdering av hvor mye Norwegian ASA er verdt per 1.1.2010. Selve forskningsspørsmålet er:

*Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 1.1.2010?*

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## 1.3 Avgrensninger

Det er mange årsaker til at man foretar en verdivurdering av et selskap. Verdien vil avhenge av hvorvidt man inntar kjøper - eller selgerposisjon, hvorvidt det er enkeltaksjer, strategiske aksjeposter eller full overtagelse som skal legges til grunn, eller om man skal gjøre "synergi-" eller "stand alone-" vurderinger (Dahl et al., 1997:4).

I denne oppgaven velger vi å innta posisjon som ekstern investor, dvs. at vi ønsker å verdsette selskapet med tanke på å kunne avdekke om aksjen er over- eller underpriset. For å ha et fastpunkt å verdsette i forhold til, vil vi ta utgangspunkt i en verdsettelse av selskapet den 1.1.2010. Årsaken er at vi da vil kunne forholde oss til informasjon som er utarbeidet til og med utgangen av 2009. Ettersom oppgaven skal være ferdig 20. mai vil man kanskje kunne si at verdsettelsen er utdatert. Mange vesentlige hendelser kan finne sted i løpet av fem måneder slik at også verdien på selskapet endres. Vurderingspunktene vil i hovedsak være de samme - de får bare et annet innhold. Læreeffekten for oss vil ikke bli skadelidende til tross for dette.

## 1.4 Oppgavens struktur og oppbygning

Etter innledningskapittelet vil vi gi en presentasjon av Norwegian og hvordan aksjekursen har utviklet seg etter årtusenskiftet. Vi vil også gi en oversikt over bransjen for å se hvordan Norwegian er plassert i en konkurransemessig kontekst.

I kapittel 3 gir vi en presentasjon av det teoretiske rammeverket som kan benyttes i forbindelse med verdsettelse av selskaper, samt at vi skal komme frem til hvilken metodikk vil baserer vår verdsettelse på.

I kapittel 4 gjør vi rede for den vitenskapelige metoden vi har benyttet i vår oppgave og som ligger til grunn for å gi svar på forskningsspørsmålet.

Kapittel 5 er viet fastsettelse av avkastningskrav. Dette er det første temaet som konkret går inn på faktorer som ligger til grunn for verdsettelsen.

Vi foretar en strategisk analyse i kapittel 6 og en regnskapsanalyse i kapittel 7. Disse analysene danner grunnlaget for våre antagelser om hvordan virksomheten vil evne å skape verdier i fremtiden

I kapittel 8 gjennomfører vi selve verdsettelsen. Dette kapittelet gir svaret på selve problemformuleringen, og er utført med basis i det som omtalt i kapittel 3,5,6 og 7.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Kapittel 9 gir alternative betraktninger gjennom sensitivitetsanalyser. Dette kapittelet gir et innblikk i hvilke faktorer som i størst mulig grad påvirker verdien i Norwegian. Kapittelet gir bedre oversikt over hvilke svakheter som er knyttet til den verdsettelsesmodellen vi har benyttet i vår oppgave.

Kapittel 10 gir en kort oppsummering av de sentrale punktene som er fremkommet i de øvrige kapitlene.

## 2 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN

### 2.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi gi et innblikk i Norwegians historie og utvikling. Vi vil i tillegg presentere aksjekursutviklingen fra selskapet kom på børs i slutten av 2003.

### 2.2 Selskapet

Norwegian er et norskbasert flyselskap som tilbyr billige flyreiser innenriks i Norge og til utvalgte destinasjoner i Europa. Norwegiangruppen består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, det fulleide datterselskapet Norwegian Air Shuttle Polska sp.zo.o og Fly Nordic. I tillegg eier selskapet 100 % av Call Norwegian AS og 20 % av Bank Norwegian AS ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)).

Visjon og forretningsidé er å gjøre det mulig for alle å fly. De vil etablere seg som den foretrukne leverandør av flyreiser og tilleggstjenester på nøye utvalgte markeder.

En reduksjon i prisen på flyreiser forventes å forbedre menneskers økonomiske situasjon og sosiale mobilitet. Dette vil igjen føre til et mer konkurransedyktig forretningsmiljø og stimulere den generelle samfunnsutviklingen.

Forretningsmodellen gir høy utnyttelse av flyparken og høy produktivitet per ansatt. Informasjonsteknologi utnyttes strategisk til aktiv inntektsstyring og ressursplanlegging, og åpner for salg av tilleggstjenester naturlig knyttet til reisevirksomhet ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)).

Norwegian Air Shuttle ASA ble stiftet 22. januar 1993. Selskapet videreførte en del av virksomheten som tidligere ble drevet av Busy Bee of Norway A/S. Busy Bee var en del av Ludvig G. Braathens Rederi. Ved oppstarten i 1993 hadde selskapet en flyflåte bestående av tre Fokker F-50, samt 50 ansatte. Dette utgjorde ressursene ved oppstart. Ni år senere var antall fly økt til 6 og antall ansatte til 130. Dette var før oppstarten av Norwegians nye 737-operasjon med billige innenriks flygninger i 2002.

I slutten av 2001 fusjonerte SAS med Braathens, som var Norwegians eneste kunde. Norwegian hadde da kun kontrakt på flygninger på vestlandet på vegne av Braathens. Denne kontrakten utløp høsten 2002. Med fare for konkurs begynte Norwegian å betjene innenriksmarkedet i egen regi. Det var riktig tidspunkt å satse på, siden det var et sterkt ønske om økt konkurranse og lavere priser, grunnet økonomiske nedgangstider, og et monopollignende innenriksmarked ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)).

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Høsten 2002 tok Norwegian opp konkurransen med SAS og Braathens på innenriksflygninger i Norge. Norwegian hadde da anskaffet seks Boeing 737 -300 med 148 seter og omtrent 300 ansatte. Den 1. september startet selskapet flygninger mellom Oslo- Stavanger, Oslo- Bergen, Oslo- Trondheim og Oslo- Tromsø.

I dag er Norwegian Skandinavia's største lavprisselskap og det fjerde største i Europa. Hovedkontoret ligger på Fornebu, men har baser i Oslo, Stavanger, Bergen, Trondheim, Rygge, Warszawa i Polen og Arlanda i Stockholm.

Mer enn 10 millioner mennesker flyr med selskapet hvert år. Selskapet har i dag omtrent 1600 ansatte. I 2009 hadde selskapet en omsetning på 7,3 milliarder NOK og et årsresultat på 446 millioner NOK. I dag flyr Norwegian til 85 reisemål i 27 land.

I 2003 ble rutenettet utvidet til å gjelde flygninger til Faro, Malaga og Murcia. Samme året fulgte nye ruter både innenlands og utenlands, men den virkelige ekspansjonen skjedde ikke før i 2005 da selskapet utvidet sitt rutenett betraktelig.

18 desember 2003 ble Norwegian registrert på børs. Emisjonen ga selskapet ny kapital på 250 millioner NOK. Åpningskursen var på 34 NOK. De første månedene falt aksjen mye. I oktober 2004 nådde den en bunnotering, men på grunn av stor kontantbeholdning klarte selskapet seg gjennom den tunge perioden. Situasjonen bedret seg på slutten av 2004.

I dag har Norwegian i henhold til kvartalsrapporten for 2009, 46 fly i flåten, hhv. 18 Boeing 737-800 og 28 Boeing 737-300. Selskapet har valgt å modernisere flåten og skal i 2010 motta 13 topp moderne Boeing 737-800. Frem mot 2014 vil flåten øke til 75 fly hvorav 53 av dem skal eies av selskapet. Resten av flyflåten skal leases. Etter dette vil Norwegian ha en av Europas mest moderne og miljøvennlige flyflåte.

I april 2007 inngikk Norwegian en avtale om kjøp av Fly Nordic, et svensk lavprisselskap som hadde Stockholm som base. Oppkjøpet skjedde i løpet av april og mai. Selskapet ble slått sammen med Norwegian Air Shuttle ASA i april 2008.

Høsten 2007 lanserte selskapet internettbanken Bank Norwegian AS, hvor de sitter med 20 % eierskap. Privatreisende og forretningsreisende kan få et Reward medlemskap med Bank Norwegian. Som medlem kan du tjene cash- points (Norwegians egen valuta) når du flyr. Disse poengene kan brukes som hel eller del- betaling ved senere reiser.



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

I januar 2008 lanserte selskapet det heleide telefonselskapet Call Norwegian AS. Selskapet vil tilby internett om bord på de nye Boeing 737-800 flyene og på større flyplasser som inngår i Norwegians ruteportefølje.

### 2.3 Aksjekursutvikling

18 desember 2003 ble Norwegian, som tidligere nevnt, registrert på børs. Emisjonen ga selskapet ny kapital på 250 millioner NOK. Åpningskursen var på 34 kroner. De første månedene falt aksjen mye. I oktober 2004 nådde den bunnen på 6,80, men på grunn av stor kontantbeholdning klarte selskapet seg gjennom den tunge perioden. Situasjonen bedret seg på slutten av 2004.

Etter børsintroduksjonen har aksjen vandret fra nevnte bunnotering til en toppnotering på 149,61 den 28.12.07, før kursen gikk ned til 23.50 den 24.10.08 ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Laveste kurs i 2009 var 31,00 den 6. mars. Høyeste kursnotering noensinne, på hele 168,00 ble notert den 27.10.09. På verdsettelsesdagen den 1.1.10, hadde kursen falt til 115,00.



Figur 1 Kursutvikling Norwegian Air Shuttle ASA (Kilde: Oslo børs)

Kurven viser at aksjekursen steg kraftig i 2005. Dette sammenfaller med at Norwegian utvidet sitt rutenett betraktelig. Oppsvinget i 2007 relaterer seg trolig til oppkjøpet av Fly Nordic. Høsten 2007 fikk aksjen et nytt oppsving i tiden rundt etableringen av Bank Norwegian, og man kan se et oppsving i starten av 2008 da Call Norwegian ble etablert. Det store fallet i aksjekursen løpet av 2008 relaterer seg til at den amerikanske økonomien ble rammet av en katastrofe som fikk konsekvenser for hele verden. Dette nådde Norges økonomi for alvor i 2007 og påvirket de fleste aksjekurser negativt.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Aksjekurser er medsyklisk i forhold til konjunktursituasjonen (Steigum, 2004:247). Dette innebærer at kursendringer i hovedsak samsvarer med konjunkturutviklingen. Dette kommer til syne i figuren.

I perioden fram til 2007 var økonomien i Norge preget av vekst med BNP på 2,3 % og 2,7 % i hhv. 2006 og 2007 ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)). Da finanskrisen slo inn for fullt i 2008 var BNP på 1,8 % og -1,5 % i 2009.

Til tross for nedgangskonjunkturen klarte Norwegian i løpet av 2009 å overbevise investorene om at de var et godt investeringsalternativ. Selskapet la frem tidenes beste resultat ved utgangen av 2009 og aksjekursen nådde, som nevnt, en toppnotering i oktober.

## 3 VERDSETTELSESMODELLER

### 3.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi presentere ulike teoretiske modeller man kan bruke i forbindelse med verdsettelse av selskaper. Vi vil gjøre rede for hvilke modeller vi velger og begrunne våre valg.

Det finnes mye ulik litteratur som behandler temaet verdsettelse av virksomheter. Noen forfattere legger stor vekt på det teoretiske aspektet mens andre er mer praktisk anlagt. Vi har valgt å støtte oss til begge deler. Vi har brukt både norsk og utenlandsk (amerikansk) litteratur. Den utenlandske litteraturen tar ikke hensyn til forhold som er spesielle for Norge, men de norske fagbøkene dekker opp for dette.

Det finnes flere ulike verdsettelsesmodeller og tilnærminger. De metodene vi presenterer og benytter utgjør et utvalg, og er sannsynligvis av ganske tradisjonell karakter.

Verdsettelse er aktuelt i en rekke beslutningssituasjoner som oppkjøp, fusjoner, uttreden, arveoppgjør, kjøp og salg av aksjer eller ved løpende kontroll av ressursforvaltningen i foretaket (Kinserdal, 2005:289). Selv om det er fremtidige forventninger som er avgjørende for verdsettelse, legges historisk materiale til grunn for forventningene gjennom økonomisk analyse og vurdering. Begrunnelsen for dette er en antagelse om at historisk inntjening samvarierer med fremtidig inntjening.

Man kan skille mellom verdsettelsesmetoder som baserer seg på markeds- og regnskapsbasert verdi, kontantstrøm-/ diskonteringsmodeller, multiplikatormodeller og opsjonsbasert verdsettelse.

Vi presenterer de enkelte modellene, foretar et valg og avslutter kapitlet med en begrunnelse for valg av verdsettelsesmodell.

### 3.2 Markeds- og regnskapsbasert verdi

Dahl et al. (1997:12) omtaler disse metodene som balansebasert metoder. Disse metodene tar utgangspunkt i en verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og utsatt skatt. Vanlige metoder er matematisk verdi/ bokført egenkapital, substansverdi/ verdijustert egenkapital og likvidasjonsverdi.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

### 3.2.1 Matematisk verdi/bokført egenkapital

Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på vurderingsreglene i regnskapsloven og aksjeloven. Ettersom finansregnskapet er et transaksjonsbasert, historisk- kost- regnskap bygd på et forsiktighetsprinsipp, vil de reelle verdiene kunne avvike sterkt fra de bokførte verdiene. Når man skal verdsette et selskap ønsker man å vurdere fremtidige prestasjoner. Dette gjør at matematisk verdi/ bokført egenkapital ikke har særlig relevans ved verdsettelse av et selskap, slik vår case går ut på.

### 3.2.2 Substansverdi/verdijustert egenkapital

Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inklusive utsatt skatteplikt (Dahl et al., 1997:13). Verdsettelsen skjer under forutsetning om fortsatt drift og tar utgangspunkt i siste tilgjengelige balanse. Balanseførte verdier korrigeres for mer- og mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld. Metoden er relevant dersom det eksisterer et annenhåndsmarked for eiendelene uavhengig av virksomheten, at eiendelens verdi er uavhengig av virksomheten som drives, eller at kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

Det kan tenkes at metoden ville vært relevant i verdsettelse av et flyselskap ettersom fly sannsynligvis har en annenhåndsverdi. Vi har ingen forutsetninger for å kunne si noe om flymaskiners verdi i annenhåndsmarkedet. Dessuten vil vi tro at en virksomhets verdi er avhengig av faktorer som ligger utenfor verdien av anleggsmidlene. Vi tenker spesielt på humankapital, merkenavn og organisatoriske ressurser. Som anført i forrige avsnitt, vil vi se på hvordan virksomheten genererer verdi i fremtiden og vil derfor ikke anvende denne metoden i vår verdsettelse.

### 3.2.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdien reflekterer det teoretisk laveste beløp eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. Utgangspunktet er bokført egenkapital i følge siste balanse. Verdien korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. I motsetning til substansverdivurderinger som legger fortsatt drift som en forutsetning, innebærer likvidasjonsverdien at man forserer salget av eiendelene og dette gir ekstra rabatt til kjøper.

Denne modellen er ikke aktuell å bruke i vår case, da vi legger forutsetning om fortsatt drift til grunn for vår vurdering, i tillegg til det som er anført i avsnittet over om verdsettelse av aktiva.

### 3.3 Kontantstrøm-/ diskonteringsmodeller

De inntjeningsbaserte modellene tar utgangspunkt i virksomhetens fremtidige inntjeningspotensial og diskonterer summen til dagens verdi ved bruk av en diskonteringsatts. Diskonteringsattsen utgjør investorens avkastningskrav. Å eie aksjer er ensbetydende med å kjøpe (andeler av) selskapets fremtidige kontantstrømmer (Dahl et al., 1997:37) og modellene tar utgangspunkt i at eierne forventer netto kontanttilførsler i fremtiden.

#### 3.3.1 Kontantstrøm til totalkapitalen og egenkapitalen

Disse verdsettelsesmodellene har som mål å estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene diskontert med en diskonteringsfaktor (Kinserdal, 2005:305).

Den matematiske formelen er i følge Brealy et al. (s.103) slik:

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H} + \frac{PV_H}{(1+r)^H}$$

$FCF_t$  = fri kontantstrøm på tidspunkt  $t$ ,  $r$  = avkastningskravet,  $PV_H$  = fri kontantstrøm i terminalperioden

Fri kontantstrøm (FCF) er mye brukt av analytikere ved verdsettelse av selskaper (Kinserdal, 2005:304) og sentralt i arbeidet med å fastsette selskapets fremtidige kontantstrømmer, står analyse av virksomhetens regnskaper (Dahl et al., 1997:76). Det er normalt betydelig grad av kontinuitet i et foretaks utvikling, slik at en forståelse av virksomhetens historiske resultater har betydning for hva vi kan si om fremtidige resultater. Dette gjenspeiles ofte i aksjemarkedet ved at for eksempel høy historisk variabilitet, vanligvis gir høy variabilitet i fremtiden (Brealy et al., 2008:184).

Kontantstrømmene kan være åpne i form av utbytte og aksjesalg, eller de kan være skjult gjennom eksempelvis høye godtgjørelser eller frynsegoder til en eller flere eiere (Dahl et al., 1997:23).

Man kan beregne fri kontantstrøm til hhv. egenkapitalen og totalkapitalen. Dette er to ulike måter å beregne samme ting på, dvs. verdien av selskapet (Thoresen, 2006:56). Kontantstrøm til egenkapitalen representerer penger som utelukkende er tilgjengelig for aksjonærene. Kontantstrømmen til totalkapitalen er i tillegg til eierne, også tilgjengelig for banker og obligasjonseiere.

Fri kontantstrøm til *egenkapitalen* beregnes i følge Thoresen (2006:108) slik:

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

År	1	2	3	...	n
Driftsresultat					
- Netto finanskostnader					
- Skatt					
Driftsresultat etter skatt					
+ Avskrivninger					
+ Økning i netto rentebærende gjeld					
- Investeringer					
- Økning i arbeidskapital					
<b><i>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</i></b>					

Fri kontantstrøm til *totalkapitalen* beregnes slik:

År	1	2	3	...	n
Driftsresultat					
- Skatt					
Driftsresultat etter skatt					
+ Avskrivninger					
- Investeringer					
- Økning i arbeidskapital					
<b><i>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</i></b>					

Ved verdsettelse av egenkapitalen finner man kontantstrømmen etter finanskostnader. Finansinntekter tas med dersom de er en del av driftsaktiviteten. Ved vurdering av totalkapitalen holdes finanskostnader utenom (Kinserdal, 2005:304).

Når man har funnet fri kontantstrøm til totalkapitalen må man trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne kontantstrømmen til egenkapitalen.

Kontantstrøm til egenkapitalen er kun interessant ved verdsettelse av selskaper med likviditetsproblemer og banker (Thoresen, 2006:56). Det er således mest interessant å analysere kontantstrømmen til totalkapitalen ved verdsettelse av selskaper i en normal situasjon.

Man bør utarbeide kontantstrømanalyser i en full konjunktursyklus, dvs. 5-15 år, for deretter å normalisere estimatene (Thoresen, 2006:71). Begrunnelsen er at makroøkonomiske forhold påvirker en virksomhets muligheter til å skape verdier, og det hevdes at makroøkonomiske data har en tendens til å svinge rundt historiske snittverdier (Thoresen, 2006:42). Den makroøkonomiske utviklingen er vanligvis karakterisert av 3-10 år med jevn vekst som brytes av makroøkonomiske sjokk som reduserer veksten i 1-3 år (Thoresen, 2006:40). Ved å analysere kontantstrømmene i en full konjunktursyklus, vil man øke sannsynligheten for å

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

gjøre mest mulig realistiske estimater, ettersom man hensyntar makroøkonomiske forhold som vil kunne påvirke lønnsomheten i vesentlig grad.

Som nevnt, skal man også anslå verdien ved budsjettperiodens slutt (Dahl et al., 1997:28). Dette gjøres normalt sjablonmessig og det er ulike metoder man kan benytte, deriblant konstant-vekst- modellen (Gordons formel). Gordons formel beregner nåverdien av en uendelig vekstrekke (Boye og Koekebakker, 2006:43):

$$PV = \frac{CF_t}{i - g}$$

$CF_t$  = kontantoverskuddet på tidspunkt  $t$ ,  $i$  = avkastningskravet,  $g$  = vekstfaktoren

Innsatt i uttrykket nevnt i starten av avsnittet, blir nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer beregnet slik:

$$PV = \left( \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_H}{(1+r)^H} \right) + \left[ \frac{\left( \frac{CF_t}{r-g} \right)}{(1+r)^H} \right]$$

Dette er uttrykket for virksomhetsverdien fremkommet gjennom summen av fremtidige kontantstrømmer diskontert med avkastningskravet.

Av beskrivelsen over, fremgår det at det meste av verdien knytter seg til en periode som ligger langt frem i tid. Dette er i følge Gjesdal og Johnsen (1999:173) et velkjent problem og kanskje en av de største svakhetene ved kontantstrømbaserte modeller. Man gjennomfører en grundig analyse av den nære fremtid, og resten blir vurdert sjablonmessig. Metoden er i følge Kinserdal (2005:305) den mest ideelle modellen ettersom den fanger opp alle sider ved virksomheten som skaper kontantstrømmer.

### 3.3.2 Dividendemodeller

Dividendemodeller fastsetter selskapsverdien, dvs. aksjeverdien, ved å beregne nåverdien av alle fremtidige dividendebetalinger diskontert med et avkastningskrav som fastsettes av aksjonærene. Det matematiske uttrykket er i følge Dahl et al. (1997:20) slik:

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

$P_0$  = prisen på aksjen,  $D_t$  = dividendebetalingen på tidspunkt  $t$ ,  $k$  = avkastningskravet

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Dersom man legger inn forutsetning om evig veks, kan man benytte Gordons formel:

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

*P<sub>0</sub> = nåverdien av en aksje, D<sub>1</sub> = dividendebetalingen etter første år, r = avkastningskrav, g = årlig vekst i dividendebetalingene*

Når man tyr til dividendemodeller er det lite trolig at man vil estimere dividendebetalingene for all fremtid (Dahl et al., 1997:20). Dividendebetalingene vil ofte variere i forhold de strategiske valg virksomhetens ledelse tar. Et eksempel kan være at ledelsen beslutter at man må holde tilbake overskudd for å finansiere nødvendige investeringer. Dette kan skyldes et ønske om vekst i aktiviteten eller det kan dreie seg om nødvendige utskiftninger. Dette krever kapital og man må tilbakeføre overskudd til egenkapitalen for å muliggjøre nødvendig finansiering. Andre forhold kan være at ledelsen på et tidspunkt ønsker å påvirke aksjekursen ved at man beslutter en økning i dividendebetalingene. Det er en sammenheng mellom økninger/ reduksjoner i dividendebetalingene og verdien på et selskaps aksjer (Brealy et al., 2008:448). Hva som egentlig ligger til grunn for slike endringer kan være forhold som kun ledelsen i virksomheten kjenner, og denne informasjonsasymmetrien gjør det vanskelig å estimere dividendebetalingene til evig tid.

Det er heller ikke vanlig å nytte dividendemodeller ved beregning av virksomheters verdi i Norge (Dahl et al., 1997:20). Årsaken er at norske virksomheter ikke deler ut store deler av overskuddet som dividende sammenlignet med for eksempel USA. Norwegian's dividendepolitikk er offentliggjort på deres hjemmeside, og er som følger:

The Board has recommended not to distribute dividends but to retain funds for investment in expansion and other investment opportunities as stated in the articles of association, thereby enhancing profitability and returns to shareholders ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)).

Virksomheten er inne i en vekstfase og skal investere i nye fly. Dette er kapitalkrevende og derfor lite forenelig med å betale utbytte. Vi finner derfor at dividendebasert verdsettelsesmodell ikke er aktuell å bruke i vår oppgave.

### 3.3.3 Resultatmodeller

Resultatmodellene er mindre nøyaktige modeller der man forutsetter at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidige kontantstrømmer (Dahl et al., 1997:29). Det finnes ulike resultatmodeller, og vi beskriver noen av dem under.



### **3.3.3.1 Normalresultatmetoden**

Normalresultatmetoden går ut at man beregner antatt normalt resultat i fremtiden. Man baserer estimatene på de ressurser som selskapet besitter i dag og det resultatpotensialet man finner ved å analysere de siste års resultater og de nærmeste års budsjetter. I analysen av de historiske resultatene identifiserer man og korrigerer for alle hendelser som ikke kan betraktes som normale. Eksempler på dette kan være gevinst ved salg av anleggsmidler eller aksjer som ikke er markedsbasert. De fremtidige resultatene vurderes med hensyn til eventuell vekst og diskonteres med et avkastningskrav. Avkastningskravet skal reflektere avkastningen utover risikofri rente justert for inflasjon (Dahl et al., 1997:29). Normalresultatmetoden er mye brukt i praksis. En mulig årsak kan være at fremtidige estimer er tett knyttet til historiske verdier, noe som er i tråd med tanken om at fremtidige resultater har en tendens til å variere rundt historiske resultater.

### **3.3.3.2 Residual income/superprofittmetoden**

I følge superprofittmetoden er selskapets verdi lik bokført verdi pluss nåverdien av fremtidig superprofitt (Gjesdal og Johnsen, 1999:171). Metoden gir samme verdi som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, og utgjør således et alternativ til DCF- modellen.

Residualfortjeneste viser hvilken ekstra fortjeneste selskapet har skapt for eierne ut over det eierne kan oppnå ved å skyte kapitalen inn i andre prosjekter med samme risikojusterte kapitalkostnad (Hoff, 2009:411). Residualfortjenesten er det som blir til overs etter at skatt og kapitalleie er trukket fra driftsresultatet. Kapitalleie fremkommer ved å multiplisere sysselsatt kapital med kapitalkostnaden. Sysselsatt kapital er egenkapital pluss rentebærende gjeld eventuelt total kapital minus rentefri gjeld.

En av fordelene ved superprofittmodellen er at terminalverdien utgjør en mindre andel enn hva den gjør i en kontantstrømbasert modell (Gjesdal og Johnsen, 1999:173). Vi har tidligere nevnt at dette er en svakhet med kontantstrømmodellen. En annen fordel er at residualfortjenestemodellen er mer konsistent med metoder man kan benytte for å måle verdiskapningen i et selskap. Å anslå verdiskapningen er et sentralt element i en verdsettelse. En ulempe med metoden er at residualfortjeneste kan være vanskelig å fastslå fordi man må vite hva kapitalkostnaden i selskapet er. Et selskaps rentebærende gjeld kan bestå av mange ulike former for gjeld med ulike betingelser. Dette gjør at det kan være vanskelig å fastslå eksakt hva som er kapitalkostnaden i selskapet.

### 3.4 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodellene er ifølge Dyrnes, relative verdsettelsesmetoder hvor man benytter markedsverdiene til andre, sammenlignbare selskaper som basis for verdsettelsen (Dyrnes, 2004:43). Multiplikatoren er forholdstallet mellom prisen på aksjen i selskapet og en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller et mål på en kritisk ressurs. Bruk av multiplikatorer som P/E (pris per aksje dividert med resultat per aksje), P/B (pris per aksje dividert med bokført egenkapital), P/S (pris per aksje dividert med salgsinntekter per aksje) er eksempler på utbredte og populære metoder ved verdsettelse av selskaper. Metoden er populær fordi den er enkel og rask å benytte og den er intuitivt lett å forstå. Ukritisk bruk kan imidlertid lett føre til feilprising ettersom man må være nøyaktig med tanke på at innholdet i multiplikatoren må være fremkommet på samme måte og i samme tidsperiode i de sammenlignbare selskapene, samt at ekstraordinære hendelser må være korrigert for. Selve verdsettelse skjer ved å multiplisere en skaleringsfaktor, for eksempel resultat per aksje, med en multiplikator, eksempelvis P/E- tallet til et sammenlignbart selskap.

Vi vil i det følgende gi en kort presentasjon av P/E-, P/B- og P/S- metoden.

#### 3.4.1 P/E- metoden

P/E metoden er en resultatbasert metode hvor en benytter P/E- tallet (price- earnings) som multiplikator. P/E- tallet er et aksjeanalytisk nøkkeltall for børsnoterte selskaper, og viser forholdet mellom aksjens børsverdi og fortjeneste per aksje (Thoresen, 2006:111). Tallet er et relativt nøkkeltall og kan gi en indikasjon på om aksjen er dyr eller billig. Forholdstallet viser prisen som investorer er villig til å betale for hver resultatkrone (Brealy et al., 2008:798). En høy P/E- verdi kan indikere at investorene har forventning om gode vekst- og fortjenestemuligheter og derved verdsetter selskapet høyt. Høy P/E- verdi kan også innebære midlertidig reduksjon i resultat. Tallet kan betraktes som antall år med nåværende resultater som er nødvendig for å forsvare dagens aksjekurs.

Selve verdsettelsen av et selskap ved bruk av P/E- metoden, går i følge Dahl et al. (1997:34) ut på å multiplisere resultat før ekstraordinære hendelser fratrukket skatt, med P/E- faktoren, dvs.:

Verdi = (Resultat før ekstraordinære poster - skatt) · P/E- faktor

P/E- faktoren er P/E- tallet til sammenlignbare selskap. Dette er en svakhet ved modellen da P/E- tallet varierer sterkt fra bedrift til bedrift og bransje til bransje. Ettersom mange

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

virksomheter på børsen er diversifiserte, vil små endringer i bedriftsspesifikke forhold kunne påvirke P/E- tallet så sterkt at observert P/E- verdi i praksis er lite relevant (Dahl et al., 1997:34). Metoden er allikevel mye benyttet ettersom den enkelt kan gi en indikasjon på om aksjen er priset høyt eller lavt. Metoden er således egnet som et supplement til DCF- metoden.

### 3.4.2 P/B- metoden

P/B-forholdet viser markedets verdivurdering av egenkapitalen relativt til den bokførte verdien (Thoresen, 2005:123). P/B er en form for substansverdi da bokført verdi av egenkapitalen (B) er residualt bestemt av differansen mellom eiendeler og gjeld. Dersom markedet priser en aksje korrekt og alle verdier i selskapet var registrert i regnskapet, ville P/B- forholdet være lik 1. Ettersom regnskapet baserer seg på historisk kost og forsiktighetsprinsippet, vil eiendelene være undervurdert. Dette gjør at P/B- tallet stort sett vil være større enn 1. Tallet kan brukes til sammenligning av selskaper og hvorvidt et selskap er høyere priset enn et annet, eventuelt hvordan markedet over tid har vurdert et selskap. P/B sier ikke noe om et selskap er billig eller dyrt.

### 3.4.3 P/S- metoden

I denne metoden benyttes forholdet mellom aksjeprisen og salgsinntekter per aksje som multiplikator. Modellen er i følge Koller et al. (2005:375) lite anvendelig i verdsettelsen av virksomheter. Det er vanskelig å finne sammenlignbare selskaper ettersom ulike selskaper har ulik omsetning. Dahl et al. (1997:36) påpeker at modellen er svært unyansert og bør brukes med stor varsomhet.

## 3.5 Opsjonsbasert verdsetting

Det finnes alternative verdsettelsesmetoder, blant annet opsjonsbasert verdsettelse. En opsjon er en rett til å kjøpe eller selge et underliggende aktivum til avtalt pris på eller innen et avtalt tidspunkt i fremtiden (Brealy et al., 2008:565). Opsjonsbasert verdsettelse tar innover seg at faktorer som påvirker en virksomhet vil endre seg i fremtiden (Brealy et al., 2008:283). Slike forandringer i rammevilkårene krever en aktiv holdning fra ledelsen, slik at man styrker aktiviteten på områder som gir økonomisk gevinst, avviker på områder som gir tap eller venter med investeringsbeslutninger der usikkerheten er stor. Denne muligheten til aktivt å forholde seg til fremtidige endringer, dvs. fleksibiliteten, har en verdi. For å kunne verdsette denne fleksibiliteten benytter man opsjonsbasert verdsettelse.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Opsjonsbasert verdsettelse kan ikke erstatte tradisjonell kontantstrømbasert verdsettelse (Koller et al., 2005:544). Man kan således tolke det som om metoden eventuelt kommer i tillegg til tradisjonelle verdsettelsesmetoder.

### 3.6 Valg av verdsettelsesmodell

Som det fremgår over, er det flere ulike metoder man kan benytte i verdsettelsen av virksomheter. Eierskapet er ensbetydende med å kjøpe (andeler av) selskapets fremtidige kontantstrømmer (Dahl et al., 1997:37).

Kinserdal (2005:305) hevder at den kontantstrømbaserte modellen er den ideelle for verdsettelsen av fremtidige kontantstrømmer siden den fanger opp alle sider ved selskapet som skaper kontantstrømmer.

Koller et al. (2005:101) peker på det forhold at den kontantstrømbaserte modellen er mange praktikeres og akademikeres favoritt fordi "it relies solely on the flow of cash in and out of the company, rather than on accounting- based earnings (which can be misleading)".

Regnskapsreglene gir rom for ulik bruk av regnskapsprinsipper som igjen har stor betydning for hvordan resultatet fremkommer. Videre er det en fare for at regnskapsdata er manipulert. Eksempler på dette er Finance Credit-saken i Norge og Enron- saken i USA (Tellefsen og Langli, 2005:758).

Den korrekte metoden å benytte i forbindelse med verdsettelse av selskaper er den kontantstrømbaserte metoden (Dahl et al., 1997:37).

Det fremstår som om de ulike forfatterne vi har støttet oss til, mener at den kontantstrømbaserte modellen er den beste metoden å benytte i verdsettelse av virksomheter. På bakgrunn av ovenstående vil vi benytte den kontantstrømbaserte metoden, og beregne fri kontantstrøm til totalkapitalen. Vi vil i tillegg foreta en alternativ verdsettelse ved bruk av P/E- metoden for å kunne vurdere resultatet fremkommet ved DCF- metoden.

## 4 METODE

### 4.1 Innledning

I metodekapittelet gjør vi rede for hvilke faser som inngår i en forskningsprosess, selve problemstillingen og hvilken forskningsmetode vi har valgt for å finne svaret på forskningsspørsmålet.

Metode kommer av det greske ordet ”methodos”, og betyr å følge en bestemt vei mot et mål (Johannessen et al., 2004:32).

Man kan se på metode som en fremgangsmåte for å frembringe kunnskap eller etterprøve påstander som fremsettes med et krav om å være sanne, gyldige eller holdbare (Dalland, 2007:81).

Begrunnelse for å velge en bestemt metode er hensynet til at metoden gir best mulig informasjon som belyser spørsmålet på best mulig måte (Dalland, 2007:81).

Man skiller mellom kvantitative og kvalitative metoder. Førstnevnte anvender tall og benytter spesielle statistiske metoder (Johannessen et al., 2004:231). Kvalitative undersøkelser tar i større grad sikte på å fange opp opplevelse og mening som ikke lar seg tallfeste eller måle (Dalland, 2007:82).

Forskning er en prosess som vanligvis går over følgende fire faser (Johannessen et al., 2004:37):

- 1) Forberedelse
- 2) Datainnsamling
- 3) Dataanalyse
- 4) Rapportering

### 4.2 Forberedelse

Forberedelsesfasen starter med å finne det temaet man ønsker å finne mer kunnskap om, og utgangspunktet er nysgjerrighet (Johannessen et al., 2004:37).

I denne fasen hvor man skal bevege seg fra tema til forskningsspørsmål, må man ta stilling til en rekke forhold som er grunnleggende for hvor ”god” forskningen blir. Eksempler på dette er undersøkelsens epistemologiske perspektiv, dvs. hvilket kunnskapssyn man har og hvordan kunnskapen best kan frembringes (Johannessen et al., 2004:55). Vårt forankringspunkt i

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

denne sammenhengen er i det hermeneutiske perspektiv, dvs. det at ikke finnes lovmessigheter i det samfunnsvitenskapelige forskningsområdet (Johannessen et al., 2004:362). Dette kan best begrunnes ved å se på den hermeneutiske spiral, hvor utgangspunktet er at man har et sett med kunnskaper, erfaringer og antagelser. Gjennom datainnsamling (litteraturstudie, intervjuer, spørreundersøkelser etc.) og analyse vinner man ny kunnskap, erfaring og antagelser. Videre innsamling av data og analyse vil kontinuerlig sette kunnskap i et nytt lys. Denne endringsprosessen pågår (i en spiral) inntil man selv ”velger å hoppe av”. En sentral del av forberedelsesfasen er derfor å sette seg inn i relevant litteratur og ta stilling til undersøkelsens formål.

Konsekvensen av et slikt epistemologisk syn er at vi ikke vil hevde å kunne presentere en fasit. Det vil alltid være andre som vurderer annerledes og kommer frem til andre konklusjoner. Som det fremgår senere, er verdsettelse ingen eksakt vitenskap, men et resultat av en rekke rimelighetsbetraktninger og vurderinger som er farget av nettopp den kunnskapen, erfaringer og antagelsene man har på det tidspunktet som vurderingen tas.

Et annet spørsmål som knytter seg til forberedelsesfasen er å definere hvilket fagområde forskningen skal forankres i. Vår case knytter seg til fagområdene økonomi og strategi. For å kunne foreta et verdiestimat av en virksomhet, må en benytte økonomisk teori, både på makro- og mikronivå, samt vurderinger av virksomhetens strategi for å kunne vurdere sannsynligheten for fremtidig inntjening. Vi kommer selvsagt tilbake til detaljerte beskrivelser av modellene vi skal benytte.

Undersøkelsens formål dreier seg om hvorfor man ønsker å gjennomføre undersøkelsene (Johannessen et al., 2004:57). Man kan beskrive, forklare, forstå, forutsi, evaluere, gi underlag for beslutninger eller skape grunnlag for endring.

Dersom man i vår case tar utgangspunkt i at man er investor og skal vurdere hvorvidt en aksje er under- eller overpriset, kan man si at verdsettelse av selskapet har til formål å gi underlag for en eventuell kjøpsbeslutning, dvs. handlingsrettet forskning.

Forberedelsesfasen skal føre frem til et forskningsspørsmål eller problemstilling.

Forskningsspørsmål er spørsmål som undersøkelsen skal gi svar på, og er styrende for valg av teori og forskningsmetode (Johannessen et al., 2004:60). Det gjelder å finne teorier og fremgangsmåter som best kan gi svar på forskningsspørsmålet.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Gode forskningsspørsmål skal være formulert presist slik at det fremgår hvem og hva som skal undersøkes (Johannessen et al., 2004:60). En problemstilling bør oppfylle tre kriterier (Holme og Solvang [1996] etter Dalland, 2007:102). For det første bør den være spennende. Problemstillingen er arbeidsbestillingen man gir seg selv, og den bør være spennende ved at man ikke på forhånd kan forutsi utfallet eller resultatet. For det andre bør forskningsspørsmålet være fruktbart i den forstand at den må være relevant for utdannelsen og bør kunne utvide forståelsen av et fenomen. Til slutt bør det være enkelt slik at man har én retning og ett mål.

Proessen frem til en endelig problemformulering er en refleksjonsprosess. Man må stadig orientere seg i litteratur (forankret i forskning), slik at man blir i stand til å vurdere hvordan man best kan besvare forskningsspørsmålet. Det er i denne sammenhengen at det hermenautiske perspektivet blir tydelig ved at man kontinuerlig må revurdere ulike sider ved casen.

Vi har valgt følgende problemstilling:

### **Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 1.1.2010?**

Vi mener at dette oppfyller alle sider som er nevnt over. Vi har valgt temaet og forskningsspørsmålet fordi det er et tema vi synes er både spennende og relevant i forhold til emner i profileringsfaget "Regnskap og økonomistyring". Problemstillingen er også enkel og har ett mål, nemlig å finne ut om selskapet på verdsettelsesdagen er over- eller underpriset, nærmere bestemt aksjekursen, og om vurderingen kan resultere i en kjøpsanbefaling.

Forskningsdesign dreier seg om "alt" som knytter seg til en undersøkelse, dvs. hva og hvem som skal undersøkes og hvordan det skal gjøres (Johannessen et al., 2004:73). Som vi tidligere har nevnt, er formålet med undersøkelsen å gi grunnlag for en beslutning om eventuelt å kjøpe aksjer i Norwegian. Designet som velges må være egnet til å belyse den valgte problemstillingen. Johannessen et al. (2004:89) anbefaler casedesign eller tverrsnittundersøkelser i undersøkelser hvor formålet er å finne et beslutningsunderlag.

Tverrsnittundersøkelse er en undersøkelse som blir gjennomført på ett tidspunkt. Hensikten er å se på utbredelse av et fenomen på det bestemte tidspunktet. Vi synes ikke dette passer i forhold til problemstillingen eller formålet med undersøkelsen.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Case kommer av det latinske ordet "casus" som betyr "tilfelle", dvs. en inngående studie at et eller noen få tilfeller (Johannessen et al., 2004:83). En case kan være både studieobjekt og studiedesign. Førstnevnte innebærer at casen kan blant annet være et program, et individ, en aktivitet eller et system som en bedrift. Casedesign innebærer et studium av en eller flere caser (i vårt tilfelle Norwegian) over tid gjennom detaljert og omfattende datainnsamling. Det er to sentrale kjennetegn ved casedesign: Man samler inn så mye informasjon som mulig om et avgrenset fenomen (casen).

Robert K. Yin hevder at casedesign egner seg best for å gi svar på "hvordan-" og "hvorfor-" spørsmål (Johannessen et al., 2004:84).

Av ovenstående mener vi at den beste metoden for å kunne gi svar på verdsettelse av Norwegian, vil være casedesign. Årsaken er nettopp knyttet til at vi vil hente inn informasjon om et avgrenset fenomen og at vi ønsker å få svar på hvordan selskapets fremtidige kontantstrømutvikling vil se ut. Vi vil derved kunne ha en oppfatning om aksjen i Norwegian var korrekt priset ved årsskiftet.

### 4.3 Datainnsamling

Den andre fasen innebærer at man må samle inn dokumentasjon som gjenspeiler den virkeligheten som skal undersøkes. Man må velge den metoden som best egner seg til å gi dokumentasjon og svar på problemstillingen. I den sammenhengen skiller man mellom kvalitative og kvantitative data (Johannessen et al., 2004:38). Kvantitative data knytter seg til mengde og utbredelse - man teller opp for å kunne tolke data. Kvalitative data knytter seg til tekst og skal kunne gi forståelse for et fenomen.

Som det fremgår under kapittelet om verdsettelsesmodeller, vil man i stor grad måtte basere verdsettelsen på regnskapsmessige størrelser. Dette innebærer innsamling av tallmateriale i form av tidligere årsregnskap. Tall er i utgangspunktet kvantitative data - de forteller hva de ulike eiendelene i balansen er verdt og hvordan de er finansiert. Ved å analysere tallene, kan vi få et inntrykk av hvordan selskapet har forvaltet sine verdier.

I tillegg til regnskapsdata vil vi også samle inn informasjon som kan fortelle oss om selskapets strategier. Dette vedrører spørsmål om hvorvidt man skal fortsette i samme spor som før, om det er trusler som kan påvirke selskapets mulighet til å nå sine mål og derved dets evne til å skape verdier utover kapitalkostnaden, og om det er forhold ellers som kan påvirke selskapets verdi.



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Dette innebærer at vi kommer til å benytte oss av både kvantitative data (regnskapsdata) og kvalitative data (strategiske vurderinger) for å kunne si noe om selskapets verdi.

I datainnsamlingsfasen må en ta stilling til hvor eller fra hvem man skal hente inn data. I forbindelse med innsamling av kvalitative data, er det vanlig at man gjennomfører intervjuer eller foretar observasjoner av det forskningsobjektet man vil studere. Når vi skal samle dokumentasjon som er relevant for å verdsette selskaper, vil vi anta at intervju med selskapets ledelse rundt strategiske spørsmål kunne vært av stort verdi, men det er lite trolig at dette ville kunne gjennomføres. Den viktigste årsaken til dette er at det sannsynligvis vil være i strid med det generelle kravet til likebehandling av markedsaktørene (NUES, pkt 13). Vi har som tidligere nevnt, inntatt en posisjon som en ekstern investor. Vi vil derfor måtte benytte den informasjonen som alle andre brukere har tilgang til, dvs. sekundærdata i form av offentlig tilgjengelige dokumenter som omhandler selskapet. Dette er i praksis selskapets årsregnskaper, styrets årsberetninger og annet materiale som vedrører selskapets fremtidsutsikter, i tillegg til informasjon om konjunkturutsikter og vurderinger av virksomheten sett i lys av bransjen.

Utover dette vil vi benytte aktuell litteratur og relevante modeller for å kunne foreta nødvendige vurderinger og beregninger.

### 4.4 Dataanalyse

Når data er samlet inn, må de analyseres og tolkes (Johannessen et al., 2004:38). Sentralt i dette arbeidet er reduksjon av datamaterialet for å gjøre arbeidet håndterlig, gjøre det mulig å identifisere mønstre, samt lage et rammeverk for å formidle innholdet.

Verdsettelse er mer en blanding av teori og skjønn enn eksakt vitenskap (Dahl et al., 1997: 39). Dette innebærer at det er et sterkt analyseelement i verdsettelse av selskaper. Vi vil måtte analysere kvantitative data i form av regnskapsanalyse og kvalitative data knyttet til informasjon om selskapets egne vurderinger av fremtiden, en bransjeanalyse og en vurdering av makroforholdene som påvirker alle næringer.

Normalt vil det være betydelig grad av kontinuitet i et foretaks utvikling, slik at historiske tall vil være sentrale i verdsettelsen og dermed et estimat av fremtidig utvikling (Boye et al., 1997:76). Behovet for å identifisere mønstre vil derfor stå sentralt i analysearbeidet.

### 4.5 Oppgavens kvalitet

Ettersom Norwegian er et allmennaksjeselskap (ASA), er de pliktig til å offentliggjøre selskapets årsregnskap, jf. regnskapslovens § 8-1, jf. § 3-1. Uten å gå inn på regnskapslovens bestemmelser, legger vi til grunn at de offentliggjorte årsregnskapene er ført ihht. gjeldende lovverk, samt at de er etterkontrollert av revisor. Reliabiliteten, dvs. påliteligheten i regnskapsdataene, vil være derfor være gode og derved utgjøre en mest mulig riktig dokumentasjon.

Man kan hevde at regnskapslovens bestemmelser ikke gir et korrekt bilde av den finansielle situasjonen. Årsaken er at regnskapene i Norge er basert på historiske verdier og ikke på eiendelenes og gjeldens virkelige verdi (gjenanskaffelse og/eller prisnivåjustert). Vi legger til grunn at dette gjelder for alle regnskapsbrukerne, slik at vårt estimat vil sannsynligvis oppfylle kravene til validitet, dvs. at de kvalitetskrav som stilles til forskningsarbeidet, i rimelig grad er oppfylt (Johannessen et al., 2004:72).

Som tidligere nevnt og som vi i detalj kommer inn på senere, vil de estimatene man gjør ved verdsettelse av et selskap ikke være bedre enn de forutsetninger man legger inn i modellen (Brealy et al., 2008:94). Det påstås sågar at dersom verdsettelsen gir andre verdier enn det markedet har satt, er det mest sannsynlig at man har foretatt dårlige estimater av fremtidens inntjening (Brealy et al., 2008:97). Vi ser at dette er en viktig faktor å legge vekt på, men vi fremholder at ved å benytte seg av anerkjente metoder, vil våre estimater langt på vei være forankret i det samme datagrunnlaget som andre har tilgang til. Den enkeltfaktoren som i størst grad rokker ved våre beregninger, er manglende dybdekunnskaper om bransjen. Vi ser at slik kunnskap krever lengre tid å opparbeide enn vi har til rådighet for denne oppgaven.

Verdsettelse er som kjent ingen eksakt vitenskap. Vi mener at tilgangen vi har på informasjon og relevante modeller, vil sikre oppgavens reliabilitet og validitet. Det er derfor trolig at vår verdsettelse oppfyller rimelig krav til presisjon og grundighet.

## 5 AVKASTNINGSKRAV

### 5.1 Innledning

I dette kapittelet går vi gjennom de viktigste metodene for å fastsette avkastningskravet. Vi foretar også nødvendig beregning av det avkastningskravet som vi bruker som diskonteringsrate i verdsettelsesmodellen.

Et avkastningskrav er prisen på bruk av kapital, og reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer (Dahl et al., 1997:39). Gjesdal og Johnsen (1999:18) hevder at avkastningskravet for en virksomhet er den avkastning som over tid er nødvendig for å trekke kapital til virksomheten. Et avkastningskrav kan således defineres som "den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet". Fastsettelse av avkastningskrav er i følge Gjesdal og Johnsen (1999:17), ingen eksakt vitenskap. Det er en utstrakt bruk av fornuftig skjønn i kombinasjon med teori.

Det er særlig fire forhold som påvirker fastsettelsen av et avkastningskrav (Dahl et al., 1997:40). For det første dreier det seg om en forventning til fremtidig avkastning som er ukjent i dag. Det innebærer at man må gjøre seg opp en mening om virksomhetens fremtidige evne til verdiskapning.

For det andre må avkastningskravet reflektere alternativkostnaden. Avkastningen må kompensere for den avkastningen man ville oppnådd ved alternative investeringer. At man tilfredsstiller avkastningskravet er rettferdig og er uansett nødvendig for å sikre kapitaltilførsler i fremtiden (Gjesdal og Johnsen, 1999:19).

Det tredje er at avkastningskravet må bestemmes av lønnsomheten for risikomessig sammenlignbare markedsplasseringer. Dette forutsetter i følge Gjesdal og Johnsen(1999:19) at markedet virkelig reflekterer investors alternativavkastning, som igjen er avhengig av et åpent, integrert og effektivt kapitalmarked.

Det siste forholdet innebærer at avkastningskravet avhenger av selskapets risiko, dvs. muligheten for avvik fra forventet avkastning. En investor antas å være risikoavers og vil kreve en høyere forventet avkastning for å ta større risiko. En investor vil kun kreve kompensasjon for den risiko som også preger andre plasseringer, dvs. markedsrisikoen. Bøhren og Michalsen (2001:45) omtaler dette som systematisk eller ikke-diversifiserbar risiko. Systematisk risiko er et resultat av makroøkonomiske forhold, dvs. hendelser som

---

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

påvirker alle selskaper og bransjer, og som den enkelte virksomhet ikke i særlig grad kan beskytte seg mot. Makroøkonomiske forhold vil bli behandlet i avsnitt 6.2.

Ussystematisk eller diversifiserbar risiko skyldes bedriftsspesifikke forhold, og vil ikke merkes i markedsporteføljens avkastningsvariasjon. En investor vil investere i en veldiversifisert portefølje som gjør at den bedriftsspesifikke risikoen utlignes og derved ikke blir avkrevd ekstra kompensasjon.

Man skiller på avkastningskrav til hhv. egenkapital og totalkapital. I førstnevnte tilfelle vurderer man avkastningskravet til eierne, mens i sistnevnte inngår også avkastning til rentebærende gjeld.

Vi vil i det følgende presentere metoden for beregning av avkastningskravet til hhv. egenkapitalen og totalkapitalen. De enkelte elementene i modellene vil bli nærmere beskrevet i de respektive avsnittene.

### 5.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen kan uttrykkes som summen av risikofri rente og et risikotillegg (Dahl et al., 1997:5). Risikotillegget er definert som differansen mellom markedsrisiko og risikofri rente multiplisert med en beta- verdi,  $\beta$ .

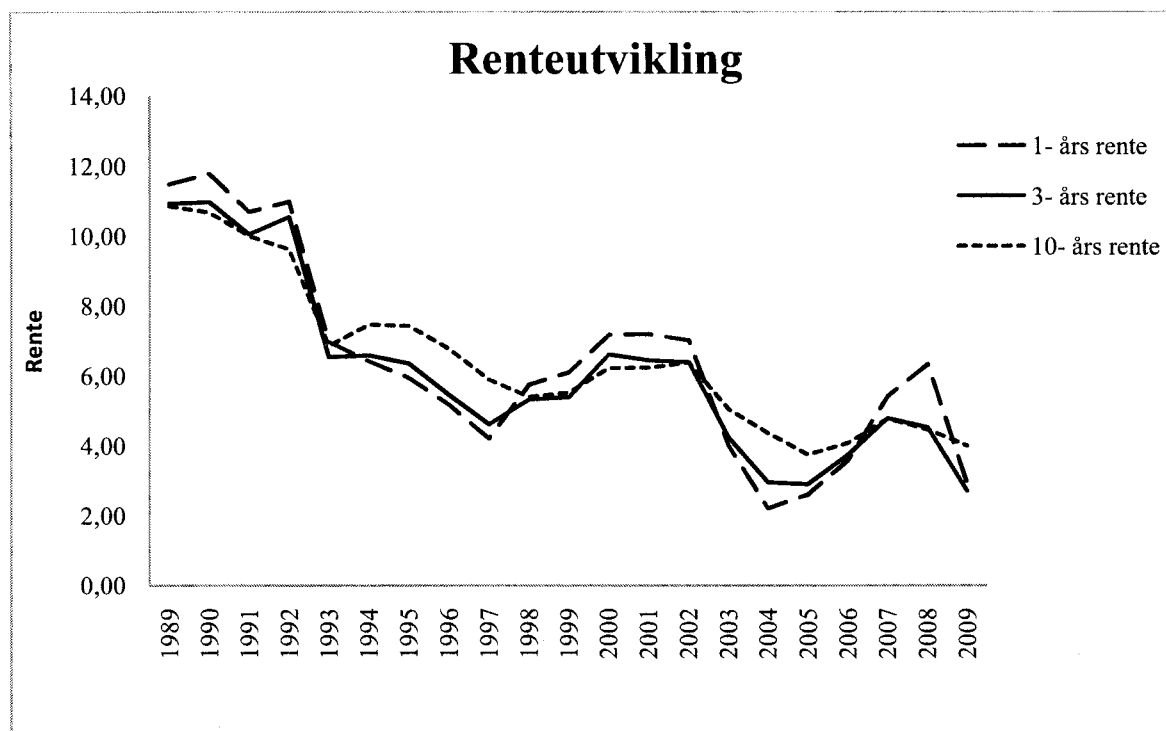
Dette kan i følge Boye og Koekebakker (2006:248) settes opp i kapitalverdimodellen, CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$E(r) = R_f \cdot (1-s) + [R_m - R_f \cdot (1-s)] \cdot \beta$$

*E(r) = Forventet avkastning, R<sub>f</sub> = Risikofri rente, R<sub>m</sub> = Markedsavkastningen, s = skattesats, β = Betaverdien, aksjens volatilitet i forhold til markedet*

#### 5.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente, R<sub>f</sub>, er som regel den samme som statsobligasjonsrenten. Dersom en legger ett års investeringshorisont til grunn, kan det være hensiktsmessig med ett års statsrente (Dahl et al., 1997:51). Dersom man legger til grunn et lengre investeringsperspektiv, kan det gi noen uheldige sideeffekter å legge en såpass kort rente til grunn i avkastningskravet. Årsaken er at lange renter gjennomgående er mer stabile enn korte statsrenter. Dette fremgår av figuren under, hvor utviklingen av ett-, tre- og tiårig statsrente er vist. Den lengste renten fluktuerer minst.



Figur 2 Rente på statsobligasjoner (Kilde: Norges Bank)

Hyppige endringer i avkastningskravet, som følge av endringer i rentenivået på kortsiktige renter, vil kunne forstyrre kommunikasjonen mellom selskap og eiere. For å oppnå mest mulig stabilitet i avkastningskravet, vil det være formålstjenelig å benytte en lengre rente enn ett års obligasjonsrente. Dahl et al. (1997:6) fremholder at investeringer i foretak normalt er langsiktige investeringer, og langsiktig statsobligasjonsrente bør derfor brukes som mål på risikofri rente. Koller et al. (2005:296) er mer konkret og anbefaler 10-årig rente.

Argumentasjonen bak dette er at man bør legge til grunn forventningen om fremtidig renteutvikling. Dersom man har forventning om renteendringer på lang sikt, vil man kunne få feil avkastningskrav dersom man bruker korte renter. Bruk av korte renter vil gjøre at man feilestimerer alternativkostnaden for en langsiktig investering (Koller et al., 2005:297).

Problemet med å benytte for lange renter, er at man kan overvurdere fremtidige renteendringer, dvs. overvurdere en renteoppgang når lang rente er høyest og et rentefall når den er lavest (Gjesdal og Johnsen, 1999:60). Sistnevnte forfattere anbefaler at man benytter treårs indeks-statsrente.

Nominell rente for tiårig statsobligasjoner per 31.12.09 var i følge Norges Bank 4,15 % før skatt. Tilsvarende for femårig obligasjonsrente var 3,59 %. En differanse på 0,56 % vil ha stor betydning når man skal beregne avkastningskrav til kontantstrømmer i et evig perspektiv. En

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

treårig obligasjon hadde en rente på 2,92 % den 31.12.09. Dette utgjør en forskjell på 0,67 % i forhold til femårsrenten og 1,23 % i forhold til tiårsrenten.

Gjennomsnittlig risikofri realrente i perioden 1900-2005 var på 1,2 % (Boye og Koekebakker, 2006:249). Dersom en legger til grunn dagens inflasjonsmål på 2,5 %, gir dette en gjennomsnittlig nominell risikofri rente på 3,7 %.

Vi antar at 10-års rente blir for langt perspektiv. Treårsrenten ligger under gjennomsnittlig historisk rente, mens femårsrenten ligger i nærheten av historisk risikofri rente. Vi antar at femårsrenten reflekterer et rimelig tidsperspektiv på investeringen. Vi legger derfor til grunn at nominell risikofri rente er 3,59 %.

### 5.2.2 Risikopremie

Risikopremien etter skatt beregnes som differansen mellom markedsavkastningen og risikofri rente fratrukket skatt. I CAPM er det uttrykt ved leddet  $[R_m - R_f \cdot (1-s)]$ .

Når det gjelder risikopremien kan man legge til grunn den historiske risikopremien (Dahl et al., 1997:6). Antagelsen er at investorene på børsen har realisert den risikopremien de har forventet, og at fremtidig risikopremie vil tilsvare historisk risikopremie. Kapitalmarkedene har i følge Boye og Koekebakker (2006:250) endret seg betraktelig de siste 20 årene ved at reguleringer er fjernet, skattereguleringer endret og norske børsnoterte selskaper har blitt langt mer solide. Dette kan ha endret risikoen. Det er således ikke sikkert at de historiske tallene er riktige å bygge dagens risikopremie på, men det finnes ikke alternativer.

Det er vanskelig å skulle foreta et estimat på historisk risikopremie; ingen vet hva som er "korrekt" (Gjesdal og Johnsen, 1999:63). Noe av årsaken er at man kan ikke være sikker på at dagens investorer priser risikoen likt som man gjorde for 50 eller 100 år siden (Brealy et al., 2008:177). For eksempel kan utviklingen av internasjonal verdipapirhandel ha medført at man har eliminert risiko ved å plassere penger i verdipapirer andre steder enn i eget land, hvor risikoen har vært lavere enn hjemme. Ettersom handel på tvers av nasjonale aksjemarkeder gjør det enklere for investorer å skifte portefølje uavhengig av landegrensler, kan ikke risikopremien i det norske markedet være spesielt annerledes enn i utlandet (Bøhren og Michalsen, 2001:78). Estimer fra britiske og amerikanske aksjemarkeder, tilsier risikopremier mellom 6 % og 8 % avhengig av tidsperiode. Dahl et al. (1997:7) fremholder at i et historisk perspektiv kan man anta at risikopremien er omtrent 6 % etter skatt. Det kan tenkes at dette er noe utdatert ettersom 13 år er gått siden denne beregningen ble lagt til

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

grunn. Thoresen mener at en risikopremie på 3- 5 % er et riktig nivå ettersom markedene er blitt mer likvide. Gjesdal og Johansen (1999: 65) antar at fremtidig normalnivå for markedspremien vil være lavere enn historisk premie på ca. 6 %. Begrunnelsen for dette er mindre variasjon i børsens likviditet og inflasjon og bedre kapitaliserte markeder. Investorene er mer diversifiserte og tåler risikoen bedre. Dette trekker i retning av at markedspremien skal ned, og at den bør ligge på omtrent 5 % før skatt, kanskje lavere. Justert for skatt på risikofri rente gir det en risikopremie etter skatt på 6 % ( $5\% + 0,28 \cdot 3,59\%$ ).

Det relevante avkastningskravet vi søker er etter skatt. Vi benytter derfor en risikopremie etter skatt på 6 % i våre beregninger av avkastningskravet til egenkapitalen.

### 5.2.3 Beta

Beta er et mål på den markedsrelaterte risikoen (Dahl et al., 1997:5). Beta måler i hvilken grad den enkelte aksje og markedet totalt svinger i forhold til hverandre (Koller et al., 2005:306). Markedet defineres i denne sammenheng som alle selskaper på børsen (Bøhren og Michalsen, 2001:45). Hvert selskap inngår i markedsporteføljen med sin verdiveide andel. Markedsporteføljen har en beta på 1 og en aksje som svinger mindre enn markedsporteføljen vil ha en beta mellom 0 og 1. Større relative svingninger gir en beta større enn 1 (Thoresen, 2006:81).

Når den markedsrelaterte risikoen overstiger markedets risiko ( $\beta > 1$ ), må kravet til risikokompensasjon overstige den kompensasjon som markedet totalt sett gir. Beta avhenger primært av selskapets udiversifiserbare driftsrisiko (forretningsrisiko) og finansielle risiko (Boye og Koekebakker, 2006:251). Høy driftsrisiko innebærer at variabiliteten i driftsresultatet er høy, mens lav driftsrisiko gir lav variabilitet i driftsresultatet. Det er ulike årsaker til variabiliteten i et driftsresultat. Dersom virksomheten er konjunkturutsatt, har store faste kostnader eller er eksponert for variasjoner i priser på innsatsfaktorene, vil driftsrisikoen være høy, og bidra til høy beta. Endring i driftsresultatet endrer nettoresultatet tilsvarende ettersom rentekostnader er et fast element mellom driftsresultatet og nettoresultatet. Endring i driftsresultatet påvirker dermed egenkapitalrentabiliteten mer enn total kapitalrentabiliteten. Jo lavere egenkapitalandelen er, desto større blir fluktuasjonene i egenkapitalrentabiliteten ved endret resultat. Dette er et uttrykk for den finansielle risikoen, og man kan slutte at den finansielle risikoen øker med økende gjeldsandel. Høy finansiell risiko gir høy betaverdi.

Betaverdien kan ikke leses direkte av markedet; den må estimeres (Koller et al., 2005:306).

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Den matematiske definisjonen er i følge Bøhren og Michalsen (2001:48), slik:

$$\beta = \frac{\text{Korr}_{im} \cdot \text{std}(r_i)}{\sigma_m^2},$$

$\text{Korr}_{im}$  = korrelasjonskoeffisienten,  $\text{std}(r_i)$  = standardavviket på aksjens avkastning,  $\sigma_m^2$  = variansen til aksjens forventede avkastning.

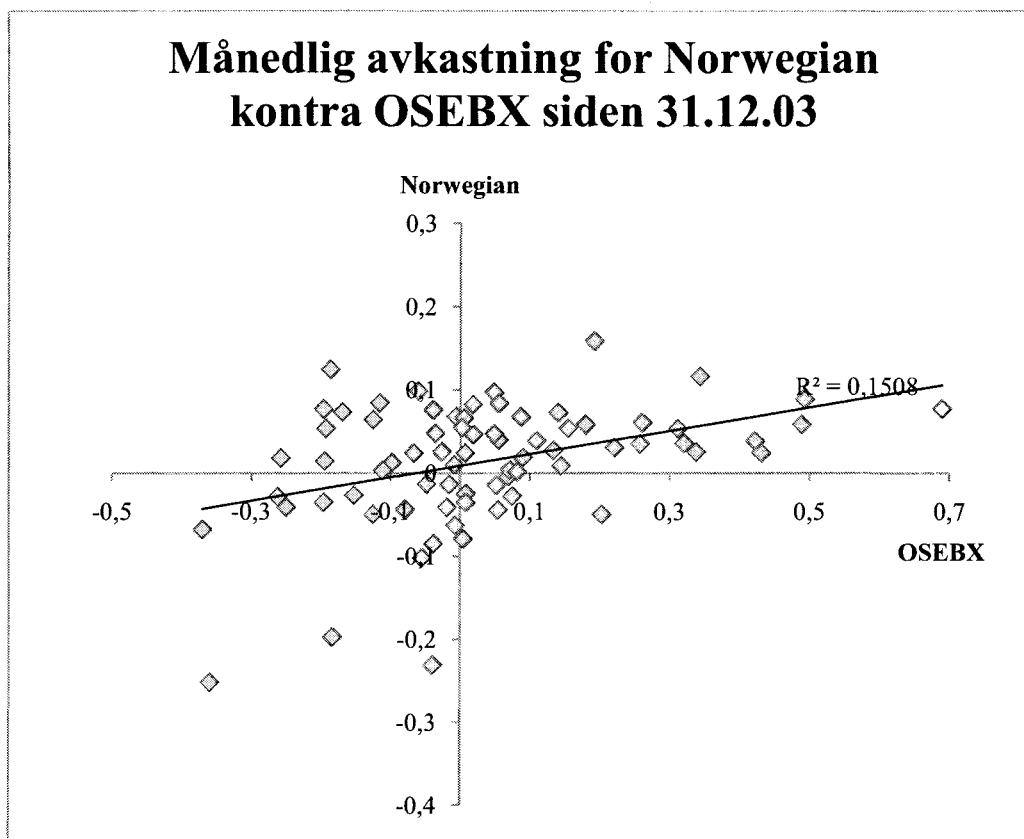
Forholdet over viser en aksjes bidrag til porteføljerisikoen (Brealy et al., 2008:196). Beta kan også estimeres ved å foreta en regresjonsanalyse av avkastningen til enkeltaksjen og markedets avkastning. Regresjonsanalysen beskriver den lineære sammenhengen mellom en uavhengig og en avhengig variabel (Johannessen et al., 2004:298). For å kunne foreta en pålitelig regresjonsanalyse, må en legge til grunn minst 60 månedlige målinger, hvor enkeltaksjens avkastning måles mot en veldiversifisert portefølje (Koller et al., 2005:308). En veldiversifisert portefølje kan være S&P 500 eller OSEBX. Regresjonslinjens stigningstall tilsvarer aksjens betaverdi.

Utrekningen av betaverdien, som er historisk basert, skal gi et estimat på fremtidig betaverdi. Ettersom det er fremtidige kontantstrømmer som skal estimeres, bør betaverdien også reflektere fremtidens risiko. For å gjøre estimatet enda bedre, råder Koller et al. (2005:311) å bruke bransjens betaverdi fremfor selskapets egen betaverdi. Begrunnelsen for dette er at virksomheter i samme bransje er eksponert for de samme operasjonelle risikofaktorene, og bør derfor ha samme operasjonelle betaverdi. En gjennomsnittlig (median) bransjebeta vil gi et bedre estimat på fremtidig betaverdi for den enkelte aksje.

Vi har innhentet markedsdata fra Oslo børs og børsprosjektet ved Norges Handelshøgskole v/Haakon Buer. Da vi søkte om tillatelse til å bruke markedsdataene rettet vi samtidig en forespørsel om å få tilgang til eventuelle bransjedata. I børsprosjektet hadde de kun notert markedsdata for SAS og Norwegian, slik at det ville ikke være mulig å beregne en bransjebeta for den norske flybransjen. Vi har derfor beregnet en selskapsspesifikk betaverdi.

Beregningen er basert på månedlige registreringer av markedsdata for Norwegian og OSEBX siden Norwegian ble notert på børsen; 73 registreringer i alt. Vi har benyttet markedsdata for Norwegian som er justert for kapitalhendelser og utbytte. Vi har anvedt Excel for å foreta en regresjonsanalyse. Figuren under viser alle registreringene i perioden, og regresjonslinjen har en stigning på 1,07. Dette viser at det er en positiv sammenheng mellom avkastning på Norwegianaksjen og markedet på Oslo børs; Norwegianaksjen er medsyklisk.





*Figur 3 Karakteristisk linje for Norwegianaksjen (Kilde: Oslo børs og Børsprosjektet ved NHH)*

Ved bruk av den matematiske definisjonen nevnt tidligere, finner man en betaverdi på 1,08 for nominell avkastning, og 1,07 for avkastningen justert for kapitalhendelser og utbytte. (tilsvarende stigningstallet til regresjonslinjen). Vi har benyttet aritmetisk gjennomsnitt ved beregning av gjennomsnittsverdier.

Betaverdien forteller oss at Norwegianaksjen er lite volatil relativt til markedet, dvs. at aksjekursen svinger omtrent i takt med markedet for øvrig. Aksjen bidrar med lav risiko i forhold til en veldiversifisert markedsportefølje.

Tabellen under viser delberegninger som ligger til grunn for beregningen av betaverdien.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

	<i>Norwegian</i>	<i>Justert for kapitalhendelser og utbytte</i>	<i>OSEBX</i>
	<i>Nominelle verdier</i>		
<i>Aritmetisk gjennomsnitt månedlig avkastning</i>	3,52 %	3,54 %	1,4 %
<i>Varians</i>	4,03 %	4,07 %	0,37
<i>Standardavvik</i>	20,07 %	20,17 %	0,6
<i>Pearsons r</i>	0,3916	0,3883	
<i>R<sup>2</sup></i>	0,1534	0,1508	
<i>Stigningstall til regresjonslinjen</i>	1,08	1,07	
<i>Beta-verdi</i>	1,08	1,07	1,00

Tabell 1 Verdier som inngår i beregning av beta (Hentet fra Oslo børs og Børsprosjektet ved NHH)

Som nevnt, anbefales det å benytte bransjebeta som beste estimat på fremtidig risiko. Ettersom vi selv ikke har kunnet beregne bransjebeta for lufttransportbransjen i Norge, har vi undersøkt en annen kilde. På internettsiden [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) er det lagt ut en rekke bransjeverdier, deriblant for flybransjen. Denne bransjebetaen er i følge forfatteren beregnet på basis av 44 flyselskaper. Det er uvisst om dette er amerikanske, asiatiske eller europeiske selskaper. Forfatteren hevder at det er foretatt 60 månedlige noteringer de siste fem årene frem til 2008. Deretter er det beregnet et snitt på hele bransjen. Dette har gitt en bransjebeta på 0,76. Vi er ikke sikre på hvorvidt dette er korrekt utført analyse, men det kan synes som om betaverdien gir mening. Bransjebetaen ligger lavere enn betaverdien vi har beregnet for Norwegian. Dette kan virke rimelig ettersom svingninger utlignes noe ved beregning av snittverdier.

Vi er usikre på om nevnte bransjebeta er relevant for den europeiske eller norske flybransjen. Dersom en støtter seg til det tidligere fremførte argumentet om at fremtiden har en tendens til å svinge rundt historiske data, kan en benytte selskapets beta- verdi. Vi antar derfor at en beta på 1,07 ikke vil utgjøre en stor feilkilde i verdiestimeringen av Norwegian.

### 5.2.4 Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Når en legger ovennevnte forutsetninger til grunn, blir avkastningskravet til egenkapitalen beregnet med CAPM, som følger:

$$r_E = 3,59 \% \cdot (1-0,28) + 6,00 \% \cdot 1,07 = 9,00 \%$$

Avkastningskravet til egenkapitalen på 9,00 % vil bli benyttet i forbindelse med beregning av avkastningskravet til totalkapitalen.

## 5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

### 5.3.1 Weighted average capital cost

Et totalavkastningskrav representerer den avkastningen hver investerte krone må gi over tid for å betjene kravet fra både kreditorer og eiere (Dahl et al., 1997:49). Kreditorer krever avkastning på gjeld gjennom renter og eierne gjennom avkastning til egenkapitalen.

Den prinsipielle måten å beregne avkastningen til totalkapitalen er som følger (Brealy et al., 2008:479):

$$WACC = \left( \frac{G}{G+EK} \right) \cdot r_G + \left( \frac{EK}{G+EK} \right) \cdot r_{EK}$$

$G$  = rentebærende gjeld,  $r_G$  = rente,  $EK$  = markedsverdi av egenkapitalen,  $r_{EK}$  = egenkapitalkostnaden

WACC representerer forventet avkastning på en alternativ investering med identisk risiko (Koller et al., 2005:322).

I følge Modigliani- Millerhypotesen (MM) er avkastningskravet til totalkapitalen uavhengig av hvordan bedriften er finansiert (Dahl et al., 1997:9). Lavere gjeldsgrad reduserer avkastningskravet for egenkapitalen på grunn av lavere finansiell risiko, i tillegg til at også lånekostnaden blir lavere på grunn av økt sikkerhet for långiverne. I tillegg endres vektene i WACC og slutteffekten blir at avkastningskravet til totalkapitalen ikke lar seg påvirke av finansieringsstrukturen.

En forutsetning i MM- hypotesen er perfekte kapitalmarkeder (Brealy et al., 2008:474). Et perfekt kapitalmarked er karakterisert av at alle investorer har full tilgang til all informasjon, alle kan låne til samme rente for samme risiko, det er ingen transaksjonskostnader og alle selskapers egenkapital er fritt omsettelige via aksjer og obligasjoner (Bøhren og Michalsen, 2001:239).

Det kan hevdes at dette er urealistiske forutsetninger, men Dahl et al. (1997:9) legger til grunn at de forutsetninger Modigliani og Miller tar ved utvikling av sin hypotese, tilnærmet gjelder i Norge. En innsigelse er at dersom gjeldsandelen blir høy, kan det tenkes at avkastningskravet til totalkapitalen stiger på grunn av økt konkursrisiko. Det samme gjelder ved høy egenkapitalandel på grunn av økte agentkostnader. Agentkostnader er ekstra kostnader som oppstår som et resultat av at det kan oppstå interessemotsetninger mellom eiere (prinsipal) og ledelsen (agent) i en virksomhet (Hoff, 2009:429). Agentkostnadene er avviskkostnader forbundet med at agenten opptrer i strid med prinsipalens ønsker, og systemkostnader som

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

prinsipalen pådrar seg for å redusere avvikskostnadene. Eksempler er kostnader knyttet til overvåkning, kontroll og lønn.

WACC brukes av mange i dag til å beregne avkastningskravet til fremtidige kontantstrømmer. Noe av problemet med dette er at man tar utgangspunkt i dagens risiko og ikke den risikoen som selskapet vil være eksponert mot i fremtiden (Brealy et al., 2008:530). Slik sett vil WACC kun være en tilnærmet riktig verdi på totalkapitalens avkastningskrav i fremtiden.

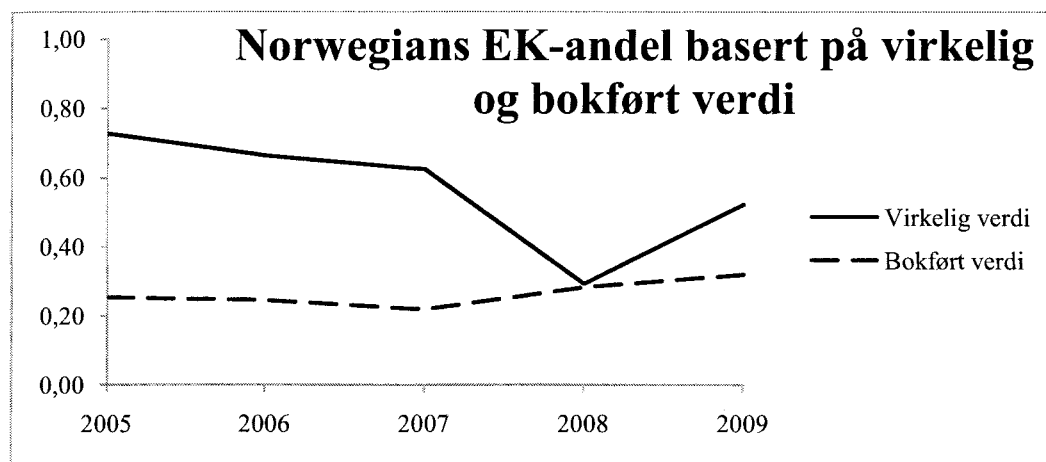
For finne WACC, er det tre komponenter som må vurderes. Det er egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt, samt selskapets kapitalstruktur (Koller et al., 2005:292). I det følgende ser vi nærmere på de tre nevnte komponentene og begynner med kapitalstrukturen, dvs. forholdet mellom gjeld og egenkapital.

### 5.3.2 Egenkapital- og gjeldsandel

Egenkapitalandelen er uttrykt ved  $\left(\frac{EK}{G+EK}\right)$ . EK er markedsverdien av egenkapitalen og G er rentebærende gjeld, dvs. den andelen av gjelden som er beheftet med et avkastningskrav som inngår i totalkapitalkostnaden. Dette innebærer at rentefri gjeld ikke skal medregnes i beregningen av totalavkastningskravet. Den rentefrie gjelden blir hensyntatt ved beregning av fri kontantstrøm.

Markedsverdien på egenkapitalen er bestemt av antall aksjer som eies av andre enn selskapet selv (utestående aksjer), multiplisert med aksjekursen på verdsettelsesdagen (Koller et al., 2005:324).

En slik verdivurdering gir ofte en annen egenkapitalandel enn bokførte verdier. Dette blir illustrert i figuren under.



Figur 4 Norwegians EK-andel, virkelig og bokført verdi (Kilde: Norwegian og Oslo Børs)

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Grafene i diagrammet inkluderer både rentebærende og rentefri gjeld. Som nevnt over, bør man ved bruk av WACC benytte kun rentebærende gjeld. Avstanden mellom kurvene endres noe i forhold til det som er vist, men figuren gir allikevel en god illustrasjon på forskjellen mellom bokført og virkelig verdi av egenkapitalen. Den bokførte verdien er basert på prinsippene i regnskapsloven, mens den virkelige verdien er basert på aksjekurs og antall aksjer som eies av andre enn selskapet selv. Tabellen under viser forholdstallet mellom virkelig og bokført verdi av egenkapitalen, P/B (Pris/bok):

	2009	2008	2007	2006	2005
P/B- tall	2,33	1,05	5,94	6,08	7,90

Tabell 2 P/B- forholdet, Norwegian

P/B-forholdet viser markedets verdivurdering av egenkapitalen relativt til den bokførte verdien (Thoresen, 2005:123). Markedet priset selskapet betydelig over bokført verdi i 2005-2007. 2008 vitner om en noe mer forsiktig verdivurdering og kan være et resultat av at investorene ble noe mer usikre på fremtidsutsiktene under lavkonjunkturen.

Gjeldsandelen beregnes av uttrykket  $\left(\frac{G}{G+EK}\right)$ . Som ved beregning av egenkapitalandelen, gjelder at man benytter rentebærende gjeld og markedsverdien av egenkapitalen.

Ovennevnte metode for å beregne hhv. egenkapital- og gjeldsandel, gir følgende størrelser (alle beløp er oppgitt i NOK):

Norwegian opplyser i kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2009 at selskapet hadde 34 209 858 utestående aksjer per 31.12.09. Data fra Oslo børs viser en aksjekurs på 115,00 den 30.12.09. Dette gir følgende markedsverdi av egenkapitalen:

$$34\,209\,858 \cdot 115,00 = \mathbf{3\,934\,133\,670}$$

Selskapet opplyser i nevnte kvartalsrapport at total rentebærende gjeld per 31.12.09 er **1 583 000 000**.

Egenkapitalandelen blir:

$$\frac{3\,934\,133\,670}{5\,517\,133\,670} = \mathbf{0,71}$$

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Gjeldsandelen blir:

$$\frac{1\,583\,000\,000}{5\,517\,133\,670} = 0,29$$

### 5.3.3 Egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden representerer avkastningskravet til egenkapitalen fremkommet ved bruk av CAPM. Vi fant at avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt er 9,00 %.

### 5.3.4 Selskapets gjeldsrente

Gjeldsrenten kan vurderes som markedsrenten på verdsettelsesdagen (Brealy et al., 2008:531). Gjelden verdsettes i så fall til bokført verdi og er en alminnelig måte å verdsette gjelden på. Dette er en forenklet verdivurdering, selv om markedsverdien av gjelden ofte ligger tett opp til bokført verdi (Bøhren og Michalsen, 2001:84). Det som gjør at markedsverdien av gjelden ikke nødvendigvis er lik bokført verdi, er at gjelden ikke uten videre kan betraktes som risikofri. I avsnittet om  $\beta$  til egenkapitalen, fremgikk det at et selskap er utsatt for systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko for hele selskapet, kan uttrykkes som:

$$\beta_T = \left(\frac{G}{G+EK}\right) \cdot \beta_G + \left(\frac{EK}{G+EK}\right) \cdot \beta_{EK}$$

Uttrykket sier at systematisk risiko for selskapet totalt, er et veid gjennomsnitt av systematisk risiko for gjeld og egenkapital (Bøhren og Michalsen, 2001:84). En antagelse om at gjelden kan verdsettes til bokført verdi, innebærer at man setter  $\beta_G = 0$ . Begrunnelsen for å sette gjeldsbeta lik null, er at siden gjelden ikke er børsnotert vil det være vanskelig å estimere gjeldens beta. Dette er et lite holdbart argument da man av samme grunn like gjerne kan hevde at gjeldsbetaen burde være 0,1 eller 0,2. Et annet argument er at fordi kreditorer har prioritet foran eierne, vil systematisk risiko for gjeld være mye lavere enn for egenkapitalen. En tredje faktor er at det er mest sannsynlig at virksomheten betaler en lånerente som ligger over risikofri rente. Dette taler for at gjelden ikke kan betraktes som risikofri. Forenklingen har i følge Bøhren og Michalsen (2001:85) små konsekvenser for beregningen av totalkapitalkostnaden. Innsatsen man må nedlegge for å finne korrekt gjeldsbeta sammenholdt med gevinsten man oppnår ved økt presisjon i vurdering av totalkapitalkostnaden, står sannsynligvis ikke i forhold til hverandre. Man kan derfor hevde at gjelden kan betraktes som risikofri, dvs.  $\beta_G = 0$ . Koller et al. (2005:323) sier også at gjeld som ikke er omsettelig på børs

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

og dermed ikke har en markedsverdi, kan vurderes til bokført verdi. Bokført verdi er tilnærmet lik markedsverdien.

Når det gjelder markedsrenten på verdsettelsesdagen, vil det være vanskelig å fastsette denne. Årsaken er at vi vet ikke noe om hvor mange ulike lån selskapet har, eller hvilken rente man operer med. I følge SSB var gjennomsnittlig utlånsrente fra alle finansinstitusjoner ved utgangen av 2009 på 4,29 %. Banker hadde en rente på 4,31 % og kredittinstitusjoner 3,97 %. Svakheten med å bruke disse tallene er at de sier noe om prisen på gjelden dersom den ble tatt opp på verdsettelsesdagen og ikke hva renten faktisk er.

Hvis en legger til grunn at verdsettelsen skal være et estimat på fremtidige kontantstrømmer, bør gjeldskostnaden reflektere fremtidens rentenivå. Det er ikke uproblematisk å predikere fremtidens rentenivå på virksomhetens fremtidige finansieringsavtaler. Dahl et al. (1997:8) mener at man kan benytte gjennomsnittlig lånerente ved beregning av avkastningskravet til gjelden. Som nevnt var gjennomsnittlig utlånsrente i fra alle finansinstitusjoner ved utgangen av 2009 på 4,29 %. Dersom en tar hensyn til fremtidig renteutvikling slik det fremkommer i analysen av makroforholdene, bør man legge til grunn at rentenivået skal opp. Det er vanskelig å si noe konkret om hvor høyt nivået skal i fremtiden. Et gjennomsnitt av årlig gjennomsnittlig utlånsrente i tiden 2002- 2009 gir i følge SSBs tall en gjennomsnittlig utlånsrente i Norge på 5,675 %. Statistikkbanken inneholdt ikke data for lengre tid tilbake. Det er sannsynligvis ikke relevant å benytte rentedata før den tid da man innførte inflasjonsmålstyring i pengepolitikken i Norge i 2001.

Nå er det ikke slik at det norske rentenivået nødvendigvis er representativt for resten av verden, og det er grunn til å anta at Norwegian like gjerne skaffer finansieringsbistand i andre land som i Norge. Vi hevder allikevel at siden Norge er en liten og åpen økonomi, slik det er gjort rede for i kapittelet om makroøkonomiske forhold, må pengepolitikken ta hensyn til den internasjonale konkurransen på valuta- og rentemarkedene. Det norske rentenivået kan derfor ikke avvike for mye fra internasjonalt nivå.

Norwegian selv opplyser at effektiv rente på langsiktig gjeld ved utgangen av 2008, var 8,60 %. Forfallstidspunktet er ukjent. For 2009 har vi ingen tall. Det som er typisk for 2008 var at pengemarkedsrentene var ekstremt høye som et resultat av den internasjonale finans- og likviditetskrisen. Det kan tenkes at dette har drevet rentene i virksomheten oppover i denne perioden og at nivået ikke er representativt for fremtiden.

---

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Selskapet har ulike finansieringsavtaler med ulike rentesatser knyttet til ulike investeringer. Karl Peter Gombrii i Norwegian investor relations, opplyste at lånebetingelsene var klassifisert informasjon og derved ikke offentlig tilgjengelig. Vi fikk opplyst at risikoen knyttet til lånene var å anse som lav. Ettersom det ikke synes å knytte seg ekstra risiko til finansieringen, antar vi at rentenivået ligger på et normalnivå.

Vi legger derfor til grunn at det gjennomsnittlige norske rentenivået er relevant, og vi mener at man kan basere seg på en rente som reflekterer et historisk gjennomsnitt, som nevnt over.

Vi legger derfor til grunn en nominell rentesats på 5,675 % før skatt.

### 5.3.5 Selskapets skattesats

Virksomhetsskattesatsen i Norge er 28 %.

### 5.3.6 Beregning av avkastningskravet til totalkapitalen

Det relevante avkastningskravet til totalkapitalen beregnes etter skatt. Det vil være konsistent med at vi beregner frie kontantstrømmer etter skatt.

I det ovenstående har vi presentert alle elementene som inngår i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt ved bruk av WACC. Det gjenstår å fylle inn i modellen. WACC vil når alle elementene er tatt med, se slik ut:

$$WACC = \left( \frac{G}{G+EK} \right) \cdot r_G \cdot (1-s) + \left( \frac{EK}{G+EK} \right) \cdot \{ R_f \cdot (1-s) + [R_m - R_f \cdot (1-s)] \cdot \beta \}$$

*G = bokført/markedsverdi av rentebærende gjeld, EK = markedsverdi av egenkapitalen (antall aksjer i markedet · aksjekursen), s = skattesats, R<sub>f</sub> = risikofri rente, R<sub>m</sub> = markedets avkastning, β = aksjens betaverdi*

Med de ulike tallstørrelsene innsatt i modellen, får vi følgende avkastningskrav til totalkapitalen:

$$r_{TK} = 0,29 \cdot 0,05675 \cdot (1-0,28) + 0,71 \cdot [0,0359 \cdot (1-0,28) + 0,06 \cdot 1,07] = 7,58 \%$$

Avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt på 7,58 % vil bli benyttet som diskonteringsrate ved diskonteringen av fremtidige kontantstrømmer. Fremtidsregnskapet og verdsettelsen vil vi behandle i kapittel 8.

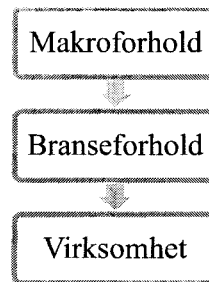


## 6 STRATEGISK ANALYSE

### 6.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi foreta en strategisk analyse av Norwegian. Vi starter med en analyse av eksterne forhold og avslutter med interne forhold. Analysene bidrar til å understøtte vurderingene vi gjør med tanke på å fastsette selskapets fremtidige kontantstrømmer.

Det finnes mange verdidrivere i et selskap. Verdidrivere er de faktorene i et selskap som påvirker en virksomhets evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden (Thoresen, 2006:39). For å avdekke de viktigste verdidriverne vil vi foreta en "top- down" analyse, dvs. vi starter med en analyse av makroforhold, for deretter å foreta en bransjeanalyse og til slutt en analyse av bedriftsspesifikke forhold.



*Figur 5 Top-down- analyse (Thoresen, 2006:39)*

Vurderingen av makroforholdene tar utgangspunkt i statistisk sentralbyrås vurdering av konjunkturutviklingen de nærmeste 3 årene. Avsnittet innledes med en gjennomgang av hvordan sammenhengene i makroøkonomien kan beskrives, og hvordan man kan møte uønsket økonomisk utvikling.

I bransjeanalysen legger vi til grunn en omgivelsesbasert analyse, dvs. vi ser på bransjens konkurransesituasjon. Vi vil benytte Michael Porters "Five forces"- analyse.

Den interne analysen bygger på selskapets økonomiske utvikling de seneste fem årene, årsberetninger, selskapets offentliggjorte strategi og andre offentlig tilgjengelige opplysninger.

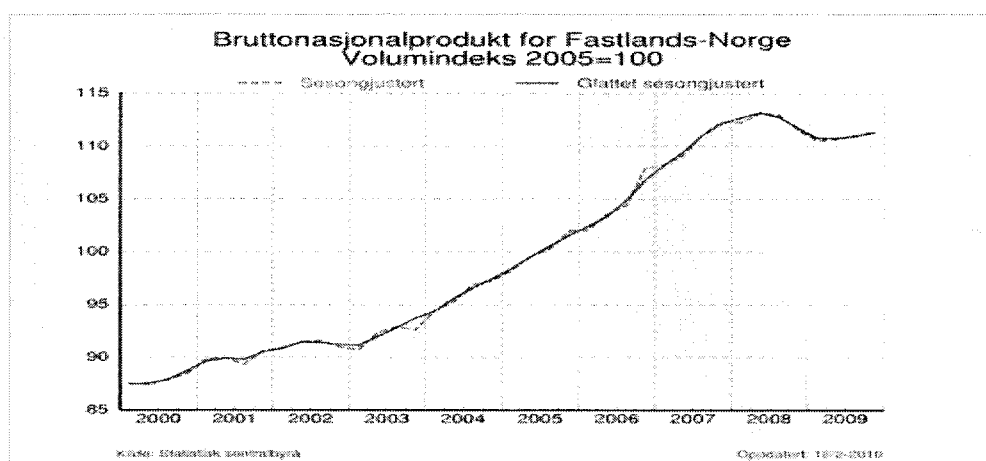
### 6.2 Makroforhold

#### 6.2.1 Teoretisk fundament

I dette avsnittet vil vi gjøre rede for de makroøkonomiske forhold vi mener i størst mulig grad vil påvirke virksomhetens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden. Vi har de siste

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

årene vært igjennom en internasjonal finans- og likviditetskrise som har rystet de fleste lands økonomiske situasjon. Kurven i figuren under viser veksten i norsk bruttonasjonalprodukt siden 2000. Det har vært en markert vekst siden da og frem til midten av 2008 (bortsett fra en nedgang i 2002- 2003). Den markerte nedgangen i 2008-2009 viser nedgangskonjunkturen i Norge som var et resultat av den internasjonale nedgangskonjunkturen ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)).



Figur 6 BNP for fastlands-Norge (Kilde: SSB)

Kurven i figur 6-2 kan tyde på at den negative utviklingen har snudd, men bildet er ikke entydig. Dette kommer vi tilbake til. Vi starter avsnittet med å se på et par modeller som enkelt forklarer hvordan de makroøkonomiske forholdene henger sammen, og hvordan man gjennom aktiv penge- og finanspolitikk kan snu eller dempe uønsket økonomisk utvikling. Mange land har i stor grad benyttet seg av slik motkonjunkturpolitikk, og dette er et viktig bakteppe i arbeidet med å forstå hvordan den fremtidige økonomiske utviklingen vil forløpe. Konjunktursituasjonen påvirker kontantstrømutviklingen i alle virksomheter, også Norwegian.

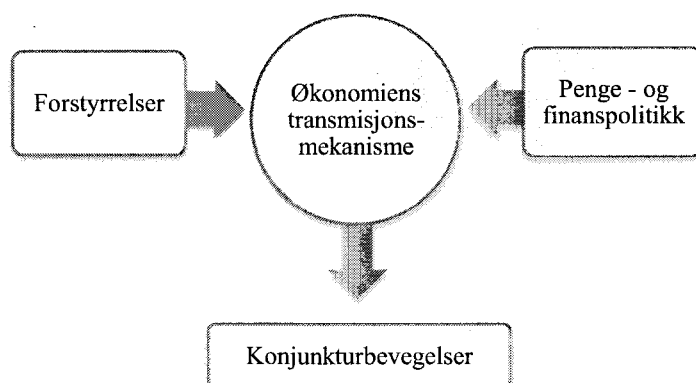
Før vi går konkret inn på analyse av de makroøkonomiske forholdene, vil vi gjøre rede for en modell som enkelt beskriver sammenhengene i makroøkonomien, samt en modell som er grunnleggende i forsøket på å styre konjunkturerne i ønsket retning.

Makroøkonomi er studie av et lands økonomi som helhet (Steigum, 2007:13). Sentrale forhold er økonomisk vekst, konjunkturer, finans- og pengepolitikken, arbeidsledighet, prisstigning og utenriksøkonomi.

Ragnar Frisch har satt opp et generelt forklarings skjema som mange konjunkturmodeller bygger på (Steigum, 2007:251). Den gir en oversikt på hvordan konjunkturbevegelser oppstår.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---



Figur 7 Frisch' modell, makroøkonomiske hendelser (Steigum, 2007:251)

Modellen forklarer at økonomien stadig blir utsatt for ulike forstyrrelser som setter i gang konjunktursvinginger. Disse sjokkene er variabler som ikke kan forutses, men registreres i ettertid. Eksempler kan være endringer i andre lands konjunktursituasjon som påvirker de internasjonale kapitalmarkedene. Økonomiens transmisjonsmekanisme er de strukturelle forholdene i økonomien som fører til at forstyrrelsene skaper konjunkturbevegelser. Et eksempel kan være internasjonal handel som innebærer at hendelser i en region påvirker andre regioner. Finans- og pengepolitikk får også innvirkning på konjunktorene avhengig av transmisjonsmekanismene.

En modell som mer spesifikt forklarer hvordan finans - og pengepolitikken kan brukes som verktøy for å styre veksten i økonomien i ønsket retning, er følgende relasjon (Steigum, 2007:362):

$$(1) \quad BNP = C + G + I + NX$$

*C = privat konsum, G = offentlig konsum, I = bruttoinvestering i realkapital, NX = netto eksport (eksport - import)*

Bruttonasjonalproduktet (BNP) kan defineres som "verdien av den samlede innenlandske produksjonen av ferdige varer og tjenester, verdsatt til markedspriser i en gitt periode som et år eller et kvartal" (Steigum, 2007:38), og relasjonen over kan sees på som et uttrykk for den økonomiske situasjonen som landet befinner seg i, dvs. konjunktursituasjonen. Bak de ulike elementene i (1), finnes en rekke konstanter og variabler. De viktigste variablene i denne modellen er offentlig konsum (G) og rente (r). Renten er en bakenforliggende variabel som påvirker utviklingen i C, I og NX.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

G korrelerer positivt med BNP, noe som innebærer at man kan oppnå økonomisk vekst gjennom å øke offentlig konsum. Innenlandsk rente, som inngår i de øvrige elementene, korrelerer negativt med veksten i BNP. Dette innebærer at en reduksjon i renta vil øke BNP. Årsaken er at rentekostnadene avtar og gir romsligere økonomi i husholdningene og bedriftene. Dette gir igjen økt konsum og investering i realkapital. Det bør nevnes at renta styres i forhold til et inflasjonsmål som i Norge ligger på 2,5 %. Rentefastsettelsen vurderes i lys av konjunktursituasjonen og inflasjonsutsiktene (Steigum, 2007:20).

Vi går ikke dypere inn i relasjonen (1) her, men viser til Appediks 1 - hvor den gjennomgås i sin helhet. En slik modell passer for den norske økonomien som er preget av stor grad av handel med utlandet, dvs. den er åpen, men likevel liten, dvs. at den norske konjunktursituasjonen ikke påvirker situasjonen i andre regioner i nevneverdig grad.

Poenget med (1) er at man gjennom en aktiv penge- og finanspolitikk kan begrense uønsket utvikling i konjunktursituasjonen (Steigum, 2007: 253), eller som det fremgår av den mer generelle modellen; penge- og finanspolitikken påvirker konjunktursituasjonen i tillegg til ulike konjunkturimpulser. Det som er uklart er i hvilken grad de ulike faktorene i økonomien henger sammen, men forholdene er av vesentlig betydning for å kunne danne seg et overordnet bilde av fremtidig økonomisk utvikling.

### 6.2.1 Økonomisk vekst

I dette avsnittet vil vi gi en beskrivelse av den økonomiske situasjonen og de makroforholdene vi mener er av størst betydning for å danne seg et inntrykk av hvordan makrobildet ser ut de nærmeste årene. Dette er viktig fordi hendelser i makroøkonomien påvirker nesten alle selskaper og deres evne til å generere kontantstrømmer (Thoresen, 2006:40). Som tidligere nevnt består totalrisikoen til et selskap av systematisk og ikke-systematisk risiko. Den systematiske risikoen som man ikke kan diversifisere bort, er et resultat av makroforhold (Bøhren og Michalsen, 2001:46). Dette har vi fått en klar bekreftelse på i forbindelse med at finanskrisen som oppstod i USA, forplantet seg til hele verden. Man har som et resultat av dette ført en offensiv penge- og finanspolitikk i de aller fleste landene som har vært berørt. Sentralbankene i de ulike regionene har satt styringsrenta ned til et minimum i et forsøk på å stimulere til aktivitet, jf. relasjon (1). De enkelte lands myndigheter har iverksatt finanspolitiske tiltak som har resultert i store underskudd i statsbudsjettene. Disse underskuddene skal dekkes inn fremtiden, og håpet er at de ulike tiltakene har vært tilstrekkelige til å skape et bærekraftig næringsliv som ikke er avhengig av ”kunstig

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

åndedrett" for å overleve. I debatten om finanskrisen hører man påstander fra ulike hold hvor noen hevder at pilene peker oppover, mens andre er redd for at man kun har hatt et oppsving som skyldes lagerjusteringer og motkonjunkturpolitikk gjennom økt offentlig forbruk (G). Sistnevnte gruppe er redd at situasjonen befinner seg i midten av en "W", hvor frykten er at man skal oppleve et nytt tilbakeslag. Media rapporterer at Hellas står i fare for en økonomisk kollaps ettersom forbruket i offentlig sektor har vært for stort, og det er fare for at krisen vil spre seg til resten av europa ([www.dn.no](http://www.dn.no)). Det er vanskelig å danne seg et entydig bilde av hvordan fremtiden skal se ut, men det er sider ved makroøkonomiske forhold som er vesentlige i verdsettelsesprosessen ettersom de påvirker virksomhetens evne til verdiskaping.

I det følgende vil vi trekke frem de sider ved makroforholdene vi mener er mest vesentlig for verdsettelsen av Norwegian. Vi baserer oss i hovedsak på Statistisk sentralbyrå sine prognoser for 2010 - 2012 hva gjelder konjunkturutviklingen, finanspolitikken, pengepolitikken, konsumveksten, investeringer i oljenæringen og fastlandsnæringen.

### **Konjunkturutviklingen**

Man antar at veksten internasjonalt tar seg noe opp framover, men i et mindre omfang enn det som tilsvarer en tradisjonell konjunkturoppgang. Selv en slik moderat oppgang gir positive impulser til eksportorientert næringsliv både i form av økt etterspørsel og høyere priser på verdensmarkedet. Fallet i industriproduksjonen stopper opp og aktiviteten i industrien øker etter 2010. Konkurransutsatt næring vil ikke få noen vesentlig vekst på grunn av svak investeringsutvikling og gradvis styrket krone som følge av renteøkning. Den økonomiske politikken bidrar til økende konsumvekst framover, noe som bidrar til at veksten i fastlandsøkonomien tar seg opp gjennom 2010. Fallet i boliginvesteringene vil stoppe opp neste år, og bidra til at nedgangen i byggenæringen flater ut. Veksten i BNP Fastlands-Norge anslås å komme opp på trendvekst i løpet av 2011. Vi antar at det vil skje en viss innstramning i den økonomiske politikken, særlig i 2011. Lavkonjunktoren vil vare ut 2012 (SSB, s.12).

### **Finanspolitikken**

Finanspolitikken vil strammes til i 2011 i tråd med at veksten i økonomien tar seg noe opp gjennom 2011 og inn i 2012. Offentlig konsum (G) skal være i tråd med handlingsregelen for finanspolitikken noe som gjør at politikken strammes noe inn. Dette er i tråd med de politiske signalene som kommer fra finansdepartementet v/ finansministeren. SSB antar at norsk

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

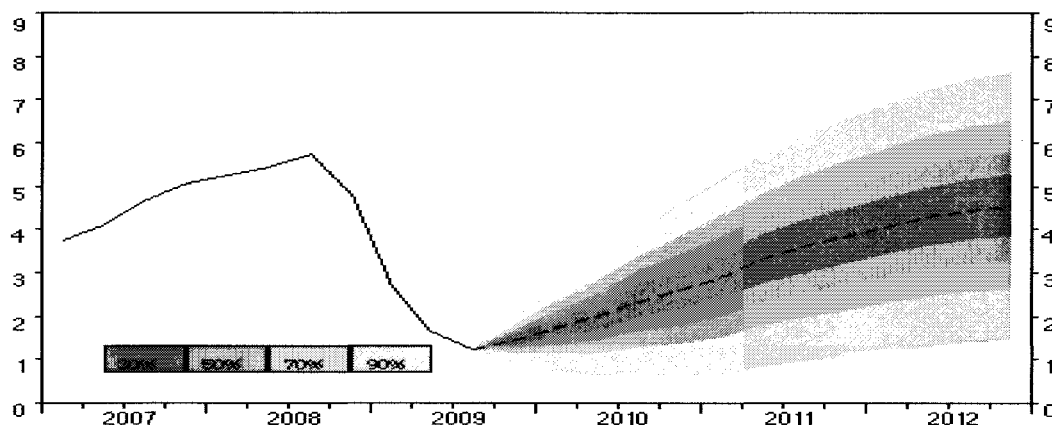
økonomi er nær en konjunkturnøytral situasjon ved slutten av vår prognoseperiode, noe som også tilsier en finanspolitikk som ikke avviker vesentlig fra handlingsregelen (SSB, s.13).

Innstramming i finanspolitikken vil medføre at en vekst i BNP gradvis må økes gjennom privat konsum og investering i realkapital, slik det fremgår av relasjon (1).

### Pengepolitikken

Når konjunktorene bedres, slår det ut i blant annet økte boligpriser og husholdningenes konsum. For å hindre at inflasjonen overstiger målet på 2,5 % kan man anta at styringsrenta settes opp framover. I følge Norges banks beregninger kan man anta pengemarkedsrenta vil øke til 2,7 % som gjennomsnitt for neste år, og gradvis bevege seg opp til 5,4 % mot slutten av 2012. Bankenes gjennomsnittlige utlånsrente vil da ligge på om lag 6,4 %. I følge prognosen vil norsk økonomi være ute av lavkonjunktoren tidlig i 2013 (SSB, s.14).

Norges banks estimat for utvikling av styringsrenta følger samme bane, dvs. det legges opp til en renteøkning de nærmest to årene, jf. figuren under.



Figur 8 Fremtidig rente (Kilde: Norges Bank)

Man regner med en lavere renteøkning i euroområdet enn i Norge. Dette vil kunne medføre en styrking av krona (SSB, s.14). Effekten av dette er at nettoeksporten (NX) avtar på grunn av at norske eksportvarer relativt sett blir dyrere. Det vil kunne påvirke veksten i den norske økonomien negativt slik det fremgår av relasjon (1) i forrige avsnitt.

### Konsumvekst

Neste år vil svært lav prisvekst bidra til en vekst i disponibel realinntekt på rundt 4,5 %. Samtidig vil boligformuen ta seg opp på grunn av stigende boligpriser og bidra til at konsumveksten i 2010 kan komme opp i 5,5 % som årgjennomsnitt. Gjennom 2011 og 2012 ventes en mer moderat vekst i disponibel realinntekt og dermed også i husholdningenes

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

konsum. Selv om utsiktene for husholdningene bedres etter 2009 innebærer SSBs anslag en svakere konsum- og inntektsvekst sammenliknet med siste høykonjunktur (SSB, s.15).

	2010	2011	2012	2013
Konsumvekst	5,5 %	4,7 %	3,8 %	3,2 %

Tabell 3 Fremtidig konsumvekst (Kilde: SSB)

Utsikter til bedre konjunkturer og ytterligere vekst i boligprisene tilsier økt bygging av nye boliger. Man kan anta at boliginvesteringene vil ta seg opp igjen gjennom neste år og ut prognoseperioden. Faremomentet i denne sammenhengen kan være at prisveksten på boliger er drevet frem av økt belåningsgrad i privathusholdningene med den kredittrisiko dette medfører. Dersom det viser seg at prisveksten på boligmarkedet er større enn den underliggende økonomien, kan det være fare for at man er på vei inn i en ny bobletilstand i boligmarkedet. Dette kan også medføre at økonomien i privathusholdningene blir dårligere.

I prognoseperioden 2010-2012 har SSB (s.16) lagt til grunn at boligprisene vil stige med en gjennomsnittlig årlig vekstrate på om lag 6 prosent.

### Investeringer i oljenæringen og oljepriser

Det har i løpet av 2009 blitt flere utsettelse i planlagte feltutbygginger. Byggingen av de to store prosjektene Gudrun og Goliat har blitt forsinket. Sammen med forsinkelser for flere mindre feltutbygginger og lavere boreaktivitet, fører dette til at de samlede petroleumsinvesteringene vil falle svakt i 2010 og 2011 fra det høye nivået i 2009 (SSB, s.16). Det legges til grunn en økning i oljeprisene de neste fire årene.

	2010	2011	2012	2013
Pris per fat, NOK	458	479	512	551
Økning	18 %	5 %	7 %	8 %

Tabell 4 Fremtidig oljepris (Kilde: SSB)

Dette vil gjøre de mindre og mer kompliserte prosjektene lønnsomme, noe som vil trekke investeringene i leting og feltutvikling opp. Dersom oljeselskapenes prisforventninger økes, vil oljeselskapene trolig forsere investeringene slik at petroleumsinvesteringene kan øke allerede fra 2011 (SSB, s.16). Økte investeringstakt vil øke produksjonen som igjen vil kunne virke stabiliserende på oljeprisene på sikt.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

### **Investeringer i fastlandsnæringene**

Bedrede konjunkturer og en normalisering av kredittmarkedene ventes å bidra til at industriinvesteringene tar seg opp igjen med rundt 5 prosent i både 2011 og 2012 (SSB, s.17).

SSB forventer et samlet investeringsfall for fastlandsnæringene på om lag 5 prosent i 2010. Nedgangen i investeringene i 2009 svarte til om lag 1½ prosent av BNP Fastlands-Norge, noe som innebærer et viktig element i konjunkturedgangen, jf. relasjon (1). I 2011 forventes at investeringene i fastlandsnæringene faller ytterligere 1 prosent i forhold til 2010, mens de vokser med rundt 2,5 prosent i 2012.

### **Eksport av tradisjonelle varer**

Framover vil bedringen i internasjonale konjunkturer føre til at eksporten på årsbasis stiger med mellom 3 og 4 prosent (SSB, s.17).

Fra 2010 og framover venter vi at krona styrker seg, slik at den kostnadmessige konkurranseevnen svekkes og trekker eksportveksten ned.

Fortsatt er verdensøkonomien inne i en lavkonjunktur og det vil trolig fortsette enda et par år. SSB antar at nedgangen i Norges eksportmarkeder i hovedsak er over, og fortsatt høye oljeinvesteringer vil bidra til å holde industriproduksjonen i Norge oppe (SSB, s.22).

### **Aktivitetsvekst**

Økningen i etterspørselen på norske eksportmarkeder vil trolig fortsette.

Petroleumsinvesteringene ventes på den andre siden ikke å gi positive etterspørselsimpulser de nærmeste årene. Utviklingen i norske kostnader med relativt høy lønnsvekst og styrket krone, vil dempe produksjonsutviklingen. Etter hvert som investeringsfallet i fastlandsøkonomien stopper opp og snur til oppgang litt ut i 2011, vil både industri og bygge- og anleggsnæringen stimuleres. Den samlede industriproduksjonen vil trolig øke fra 2011, men veksten blir neppe sterk (SSB, s.19).

I beregningene passerer produksjonen toppnivået fra 2008 først etter 2012.

Økningen i bruttoproduktet i offentlig forvaltning ventes å stå for en vesentlig mindre del av den samlede aktivitetsveksten i tiden framover etter hvert som aktiviteten i privat sektor tar seg opp. Den offentlige produksjonsveksten reduseres klart fra 2009 til 2010. I årene deretter vil en noe strammere finanspolitikk redusere den ytterligere.

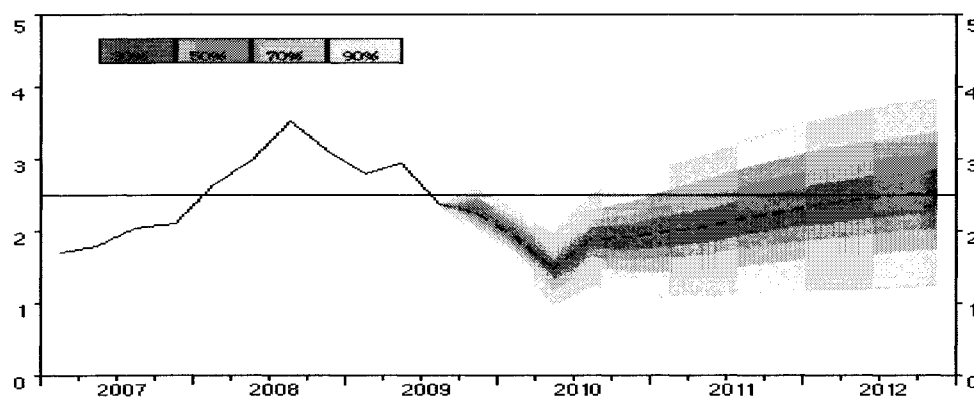


## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

Av ovenstående ser det ut til at man vil få en aktivitetsøkning som vil kunne virke positivt på reiseaktiviteten både innenfor forretnings- og privatreiser.

### 6.2.1.2 Inflasjon

Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge. Norges banks gjennomføring av pengepolitikken skal rettes inn mot lav og stabil inflasjon. Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 % ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). Figurens heltrukne linje viser inflasjonen målt i prosent, dvs. prosentvis økning i KPIXE i forhold til samme periode året før. Den stiplede linjen viser Norges Banks prognose for de nærmeste årene.



Figur 9 KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene (Kilde: Norges Bank)

Som en ser fluktuierer inflasjonen. Det vil være vanskelig i en åpen økonomi å holde inflasjonen konstant på 2,5 %. En slik streng inflasjonsmålstyring ville medført at Norges bank måtte ha ført en aggressiv rentepolitikk gjennom stadige endringer i rentenivået. Dette ville skapt mye uro for virksomhetene og gitt betydelige samfunnsøkonomiske ulemper gjennom store variasjoner i produksjonsgapet (Steigum, 2007:435). Produksjonsgapet måles som avviket i konjunktursituasjonen i forhold til en normalsituasjon, målt i prosent (Steigum, 2007:316). I Norge har man en fleksibel inflasjonsmålstyring, som sikrer glidende overganger mellom ulike rentenivåer. Rentnivået, som er det viktigste pengepolitiske verktøyet, vurderes i lys av konjunktursituasjonen og inflasjonsutsiktene. Norges bank har som hovedregel valgt to år som horisont for hvor raskt inflasjonen skal bringes tilbake til inflasjonsmålet dersom det oppstår avvik i en eller annen retning (Steigum, 2007:439). En effekt av dette er at rentejusteringene blir moderate og relativt forutsigbare fra gang til gang.

---

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

### 6.2.1.3 Valuta

Valutakurser uttrykker bytteforholdet mellom to pengeenheter og Norge har fleksibel valutakurs (Steigum, 2007:73). Dette innebærer at Norges bank ikke vil forsvare valutakursen dersom kronekursen skulle depreciere eller appresiere mot en annen valuta.

Valutakursen er påvirket av rentenivået som sentralbanken fastsetter i sin pengepolitikk. Dette kommer til uttrykk i sammenhengen mellom valutakursendring og renteparitet (Steigum, 2007:353):

$$i = E^e \left( \frac{1}{E} \right) + i^* - 1$$

$i$  = nominell rente innenlands,  $E^e$  = Forventet nominell valutakurs og  $\left( \frac{1}{E} \right)$  = Kronekursen

Norges bank fastsetter renten ( $i$ ), som nevnt i avsnittet om pengepolitikken. En økning i renten vil resultere i en økning i kronekursen  $\left( \frac{1}{E} \right)$ , alt annet likt. Man oppnår motsatt utfall dersom renten ( $i$ ) settes ned.

Når en legger Norges banks prognose for renteutviklingen i fremtiden til grunn, kan man ut fra ovenstående sammenheng anta at kronekursen vil øke forutsatt at fremmede valutakurser holder seg uendret. Man har i Norge vært noe tidligere ute med å justere opp renten. Årsaken er at man i Norge ikke har opplevd like stort tilbakeslag i økonomien som i andre deler av verden. Husholdningene har opprettholdt god kjøpekraft og man har opplevd press på prisene i boligmarkedet. For å møte faren for økt inflasjon har sentralbanken justert renten opp og har også signalisert en stigende rente frem mot 2012. Dette har påvirket kronekursen og vil gjøre det i fremtiden også dersom de øvrige landene ikke følger opp med tilsvarende renteøkninger. Vi mener derfor at det er grunn til tro at man vil oppleve appresiering av kronekursen med redusert konkurranseevne som resultat. Reduksjon i konkurranseevnene knytter seg til at norske varer og tjenester relativt sett blir dyrere enn i utlandet, og etterspørselen avtar. Isolert sett gir dette en negativ påvirkning av konjunktursituasjonen i Norge, jf. relasjon (1).

### 6.2.1.4 Konklusjon makroøkonomiske forhold

Som tidligere nevnt, er det ikke mulig å predikere fremtiden. SSBs prognoser tegner et ganske positivt bilde, men vi mener at det ligger noen skyer i horisonten som vi ikke helt vet rekkevidden av ennå. Som tidligere nevnt, har svært ekspansiv penge- og finanspolitikk vært viktig for det gryende omslaget, men skal den fortsette er det en forutsetning at husholdningenes konsum og næringslivsinvesteringene tar over som vekstmotorer. I mange

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

land øker statsgjelda så mye at det er tvilsomt om det er opprettholdbart, selv på kort sikt. Vi har allerede sett tegn på en slik utvikling i Hellas og det er frykt for at den kan forplante seg til Spania og Portugal.

Den makroøkonomiske utviklingen synes å være karakterisert av 3-10 år med jevn vekst som brytes av med sjokk/ forstyrrelser som reduserer veksten i 1-3 år (Thoresen, 2006:40). Dette tilsier relativt stor grad av uregelmessighet, noe som underbygges av Steigums påstand om at konjunktursykluser ikke er regelmessige (Steigum, 2007:246). Dette gir uansett grunnlag for å håpe at sjokket man har opplevd tar en ende og utviklingen vil snu. Vi velger derfor som et utgangspunkt, å støtte oss på SSBs prognoser om fremtidig konjunkturutvikling.

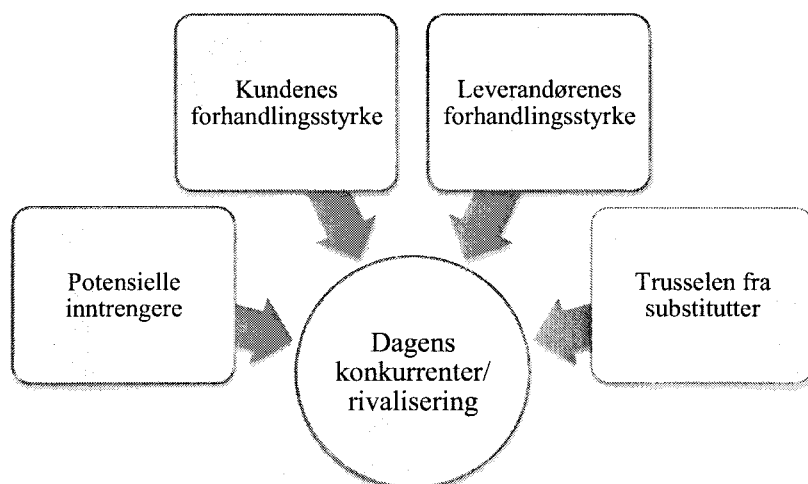
Man vil oppleve innstamminger både i penge- og finanspolitikken i årene som kommer, noe som vil ramme både virksomheter og husholdningenes økonomi. Dette sammen med fremdeles svak utvikling internasjonalt, vil kunne medføre nullvekst i 2010, svak vekst i 2011 og 2012. Etter 2012 tror vi at situasjonen vil normalisere seg både nasjonalt og internasjonalt.

Oljeprisen vil i følge prognosen, stige de neste fire årene. Dette vil kunne påvirke Norwegians kostnader ettersom flybransjen er eksponert for endringer i oljeprisen.

### 6.3 Bransjeanalyse

Bransjeanalysen skal hjelpe oss til å forstå hvordan situasjonen i bransjen er per i dag, og hvordan den vil utvikle seg fremover. Vi ønsker å finne svar på om det er det nye trusler eller muligheter som vil kunne påvirke driften av selskapet i fremtiden. For de fleste organisasjoner finnes det et sett av faktorer i de nære omgivelsene som innvirker på muligheten for å opparbeide og beholde et konkurransefortrinn (Roos et al., 2005:105).

I bransjeanalysen vil vi benytte Michael Porters "five forces"- analyse for å beskrive Norwegians posisjon i markedet. Fokuset i modellen er på de strukturelle kreftene i bransjen som alle aktørene er påvirket av (Hoff, 2009:26). Modellen hjelper en til å se hvor sterk posisjon bedriften har i forhold til leverandører, konkurrenter og kunder. Modellen er vist under:



Figur 10 Porters five-forcesmodell (Roos et al, 2005:106)

Vi vil i det følgende gå gjennom de ulike elementene i modellen for å gi en beskrivelse av hvordan flybransjen i Norge er i dag.

### 6.3.1 Potensielle inntrengere

Det finnes en rekke etableringshindre som gjør det vanskelig for andre aktører å etablere seg i en bransje (Roos et al., 2005:107). Etableringstrusselen i en bransje vil i stor grad avhenge av hvilke etableringshindre som finnes. Høye barrierer for nye aktører og skarpe reaksjoner fra etablerte aktører resulterer ofte i en etableringstrussel.

Stordriftsfordeler er et av etableringshindrene som eventuelle nye aktører møter. Skalafordeler er til stede når enhetskostnadene synker ettersom produksjonsvolumet stiger. Det dreier seg om produksjon av ett produkt eller tjeneste innenfor én bedrift. Dersom en legger til grunn at det å reise med fly i utgangspunktet er et standardprodukt, vil flyselskapet oppnå skalafordeler når alle aktiviteter knyttet til driften av selskapet er standardiserte. Norwegian oppnår skalafordeler ved at de har en forretningsmodell som gir høy utnyttelse av flyparken og høy produktivitet per ansatt. Som nevnt i presentasjonen av selskapet, skal Norwegian kjøpe inn en rekke fly av samme type. Effekten av dette er at man ikke vil ha behov for å utdanne piloter og kabinpersonal på ulike flytyper, samt at bakkemannskapene blir drillet i å utføre bakkefunksjonene effektivt ved at oppgavene blir de samme på hvert fly. Dette gjør at flytiden øker og bakketiden reduseres til et minimum. Man har også valgt å endre navnet på oppkjøpte selskaper til Norwegian slik at man sparer markedsføringskostnader og styrker merkenavnet ytterligere.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Bygging av merkenavn innebærer at en virksomhet innarbeider sine produkter og tjenester hos en trofast gruppe. Ved bruk av markedskommunikasjon bygger man opp en slags lojalitet i markedet. Eventuelle utfordrere vil ofte måtte bruke store ressurser for å overtale kundegruppen til å endre sine preferanser. Norwegian benytter merkenavnet "Norwegian" i alle de virksomheter de er tilknyttet. Bankvirksomheten kalles Bank Norwegian og mobiltelefoniselskapet heter Call Norwegian. Slike tilleggstjenester er etter hvert blitt et tilbud blant noen av Norwegians konkurrenter. Vi antar at utvidelsen av tilbudet er et ledd i å styrke merkenavnet til Norwegian ved at det blir mer attraktivt å velge Norwegian fremfor andre.

Alle nyetableringer krever kapital i større eller mindre grad, og visse etableringer krever omfattende investeringer med stor usikkerhet knyttet til fremtidig lønnsomhet. Kapitalintensiteten i bransjen er svært høy ved at det er kostbart å kjøpe og leie fly. Dette innebærer at kapitalbehovet utgjør et stort etableringshinder i flybransjen.

Kostnader forbundet med bytte av leverandør kan også være et etableringshinder. Nye aktører må enten bære byttekostnadene for kunden eller overbevise kunden om at de oppnår merverdi ved å bytte leverandør. Slik vi ser det, vil det være relativt enkelt å bytte leverandør av flyreiser dersom en er privatkunde. Dersom et flyselskap inngår avtaler med bedrifter om spesielle transportavtaler, vil kunden kunne påføres store kostnader dersom en fordelaktig avtale avvikes. Norwegian har i dag avtaler med Visma Advantage AS over en treårsperiode. Denne er verdt er verd 250 millioner kroner, og er en forlengelse av en tidligere inngått samarbeidsavtale ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)). Øvrige samarbeidspartnere er Forsvaret, NAV, Regjeringen og StatoilHydro. Slike samarbeidsavtaler er sannsynligvis bindende og vanskelige for partene å gå fra før utløpet av avtaleperioden. Dette gjør at det vil være vanskelig for en ny aktør å komme inn og overta avtalene, eller å gi mer attraktive tilbud enn det Norwegian har i dag.

Adgang til distribusjonskanaler er også nevnt som et etableringshinder. Dette er mest relevant i de tilfeller hvor det eksisterer et fåtall leverandører som har forpliktet seg til å levere til eksisterende kunder. Kundene vil i en slik situasjon ha en sterk forhandlingsmakt ved at de kan legge begrensninger på leverandører. Tidligere stod reisebyråene for salg av flybilletter. Flyselskapene hadde avtaler med de enkelte reisebyråer om salg av deres billetter og markedsføring. På denne måten fantes det distribusjonskanaler som kunne ha vært et etableringshinder for nye aktører. Etter at internett har blitt tilgjengelig for de fleste, har man

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

gjort det mulig for kundene selv å foreta kjøp av flybilletter; man har også i stor grad oppmuntret kundene til å gjøre det. I dag finnes det derfor ingen etableringshindre knyttet til distribusjon av flyreiser.

Myndighetenes politikk kan også være et hinder som nye aktører må forholde seg til. I det indre europeiske markedet skal det være fri flyt av varer, tjenester, kapital og arbeidskraft. Norge er en del av dette markedet, og det innebærer at et flyselskap som har løyve fra ett EØS-land, fritt kan operere flyruter i EØS-området ([www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no)). EU har utviklet et regelverk for luftfarten som harmoniserer krav til både utstyr, virksomheter og personell. Ettersom man i Norge har tilpasset seg europeiske regler for luftfart, innebærer det at det ikke er spesielle hindre knyttet til regulatoriske forhold som gjør det vanskelig å etablere flyselskap i Norge.

Av ovenstående gjennomgang virker det som om det største etableringshinderet i bransjen er å skaffe til veie kapital. Som det fremgår senere, viser det seg at fortjenestemarginene er små for eksisterende selskaper. I tillegg har eksisterende aktører innarbeidede merkenavn som gjør det vanskelig for andre å ta markedsandeler. Man kan tenke seg at de transportavtalene som eksisterer er inngått fordi man har erfart at Norwegian leverer i henhold til avtalen. Det vil ikke uten videre være enkelt å overta slike avtaler ettersom nye aktører kan ha begrenset tillit hos kundene.

Vi mener derfor at det er relativt høye etableringshindre i bransjen og trusselen fra nye aktører anses for lav.

### 6.3.2 Kunders forhandlingsstyrke

Kunders forhandlingsstyrke dreier seg om i hvilken grad kundene kan øve press på en leverandør til å etterkomme deres ønsker. Forhandlingsposisjonen til en kundegruppe er sterk blant annet under følgende forhold:

- Produktene er standardiserte eller udifferensierte.
- Produktet har liten betydning for kvaliteten for kundens varer eller tjenester videre.
- Kunden har full tilgang til informasjon.
- Kundene kjøper store volum (Roos et al., 2005:112).

Norwegians produkter er standardiserte slik at det er lite rom for å imøtekomme individuelle ønsker. Norwegian fokuserer på å ha flyene mest mulig i luften og kortest mulig tid på

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

bakken. Et resultat av dette er at man ikke gir spesialbehandling til kunder dersom det øker tiden på bakken. En reise har som regel ikke noe å bety for den videre turen, annet enn at man kan oppleve irritasjon dersom man ikke kommer frem til riktig tid eller lignende. Med dagens tilgang til informasjon på internett, har kundenes tilgang til informasjon forbedret seg betydelig ved at man selv kan sammenligne priser og andre forhold som er av betydning før man velger leverandør. Hver enkelt kunde kjøper ikke store volum med flyreiser, men den samlede kundemassen gjør det. Norwegian hadde i 2009 10,8 millioner antall passasjerer ([www.Norwegian.no](http://www.Norwegian.no)).

Privatreisende og forretningsreisende utgjør Norwegians to hovedkundegrupper. Kundenes forhandlingsstyrke påvirker blant annet prisen på reisen eller opprettholdelse av avganger. Man kan betrakte kundegruppen enten som en samling enkeltstående kunder eller som en samlet gruppe med like preferanser.

Som enkeltstående personer, vil de privatreisende ikke ha noen forhandlingsstyrke siden de er mange og uten innbyrdes kommunikasjon. Et annet moment er at de har ulike preferanser. Noen legger vekt på priskomponenten, andre synes avreisetidspunkt er viktig, og atter andre legger vekt på korresponderende ruter. Forretningsreisende kan tenkes å være mer opptatt av hyppige avganger som passer i forhold til tidsskjema på jobben, enn prisen på billetten. Det er mulig at dette kan ha endret seg noe i etterkant av finanskrisen, hvor det for mange virksomheter har vært nødvendig å fokusere mer på kostnader.

Dersom man ser kundene som en samlet gruppe, hevder vi at kundenes forhandlingsmakt er stor. Norwegian bruker pris som et vesentlig konkurransemiddel, og dette kan man betrakte som et svar på et udekket behov i markedet. Det fremkommer som en vesentlig del av virksomhetens fundamentale strategi gjennom at de selv hevder at "en reduksjon i prisen på flyreiser forventes å forbedre menneskers økonomiske situasjon og sosiale mobilitet" ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)).

Man kan derfor si at kundene som gruppe har relativt stor makt i forhold til å presse prisen, men liten makt som enkeltindivid.

### 6.3.3 Leverandørers forhandlingsstyrke

Leverandører kan på visse betingelser presse overskuddet ned i en bransje (Roos et al., 2005:113). I praksis skjer dette med trusler om å sette opp priser eller redusere kvaliteten på

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

det som skal leveres. Det er flere forhold som styrker leverandørenes forhandlingsmakt, blant annet:

- Leverandørgruppen er dominert av få bedrifter og er mer konsentrert enn bransjen den selger til.
- Leverandørene opplever ingen trussel fra substitutter.
- Leverandørens produkt er en viktig produksjonsfaktor i kundens virksomhet.

En særdeles viktig leverandør til Norwegian er flyleverandører.

Frem til i dag har Norwegian i hovedsak leaset sine fly. Norwegian har inngått operasjonelle leiekontrakter slik at de selv har påtatt seg ansvaret for flyflåtens risiko. Det er flere aktører som leaser ut fly i dag. Dette innebærer, som nevnt over, at leverandørene kan oppleve trusler fra substitutter. Dette svekker leverandørenes forhandlingsmakt.

I fremtiden skal Norwegian i hovedsak eie sin egen flyflåte. De tar sikte på å eie 70 % av flåten i 2014. Leverandørens forhandlingsmakt i denne situasjonen vil være sterk etter at en avtale om kjøp er inngått. Før avtaletidspunktet vil det være flere leverandører på banen, mens byttekostnadene for Norwegian vil være store etter avtaleinngåelsen.

### **6.3.4 Trussel fra substitutter**

Substitutter er produkter eller tjenester som tilnærmet kan erstatte samme funksjon (Roos et al., 2005:112). Substitutter reduserer den potensielle lønnsomheten ved at de setter begrensninger når det gjelder prisnivå. Bil, båt og tog er eksempler på substitutter som kan dekke transportbehovet på enkelte strekninger. I forbindelse med forretningslivets møtevirksomhet vil man kunne oppleve at videokonferanseutstyr også er et substitutt for flyreiser. Mange ganger kan det lønne seg både tids- og kostnadmessig. Det har vært en nedgang i forretningsreiser og en mulig forklaring kan være trussel fra substitutter. Vi tror at trusselen fra substitutter vil være økende i fremtiden. Mye av årsaken til dette er at vi antar at flyreiser vil bli dyrere og telekommunikasjonen bedre. Det henger spesielt sammen med fokus på global oppvarming og innføring av CO<sub>2</sub>-avgifter. Offentlige avgifter vil sannsynligvis legges til prisene ettersom fortjenestemarginene er så små i flybransjen at selskapene selv ikke kan påta seg denne ekstrakostnaden. Et forhold som demper trusselen fra substitutter er at Norwegian har mulighet til å avvikle eventuelle ulønnsomme ruter relativt raskt. Denne fleksibiliteten er noe av Norwegians og andre lavprisselskapers store styrke.



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Trussel fra substitutter synes å være tilstede, men ikke i stor grad.

### 6.3.5 Dagens konkurransesituasjon

Mer enn 10 millioner valgte å fly med Norwegian i 2009. Norsk kundebarometer gjennomførte dette året en undersøkelse som fokuserte på relasjonen mellom leverandører og kunder. Av de reisende med Norwegian er 67,5 % tilfredse og 82 % av kundemassen er lojale mot selskapet. Det er viktig med et godt forhold til kundene i arbeidet med å posisjonere seg i forhold til konkurrentene.

Resultater fra Avinors reiseundersøkelse viser at Norwegian har styrket sin posisjon i markedet siden 2007. Markedsandelen har økt fra 23 % til 34 % i innenriksmarkedet, og fra 18 % til 25 % i utenlandsmarkedet. Veksten har kommet både gjennom økt markedsandel og økt rutetilbud på allerede eksisterende ruter. Hver fjerde reisende mellom Norge og utlandet reiste med Norwegian. Samtidig som selskapet har økt sin markedsandel, har SAS' markedsandel gått ned fra 35 % til 32 %. Andre konkurrerende selskaper som Ryanair, KLM, og Lufthansa har konsolidert sine posisjoner. Andre som taper er Widerøe og British Airways, mens Lufthansa øker litt. I første tertial i 2009 hadde lavprisselskapene 36 % av trafikken. Dette er en økning på 3 % fra 2007.

Den største aktøren på markedet er SAS med 51 % av innlandsflygningene og 32 % av utenlandsflygningene.

Dagens reisevaner har endret seg fra tidligere år. Andelen av fritidsreisende har hatt en økning på 3 %, fra 55 % i 2007 til 58 % i 2009. Antall forretningsreisende er redusert med omtrent 100.000 i samme tidsperiode.

Antall passasjerer på innlandsflygninger er omtrent 7,9 millioner reisende. Dette er samme antall som i 2007, dvs. ingen økning i antall passasjerer. 56 % av de reisende var forretningsreisende og 44 % fritidsreisende. Innenlands har det også vært en endring i folks reisevaner ved at flere er fritidsreisende og færre forretningsreisende. Norwegian hevder seg også på innenlandsmarkedet. Virksomheten har en markedsandel på 34 %, mens Widerøe har en andel på 14 %. Norwegian har hatt en trafikkvekst på 49 %. Dette skyldes at SAS har hatt en nedgang på 17 % fra 2007 til 2009 (TØI-rapport 1028/2009).

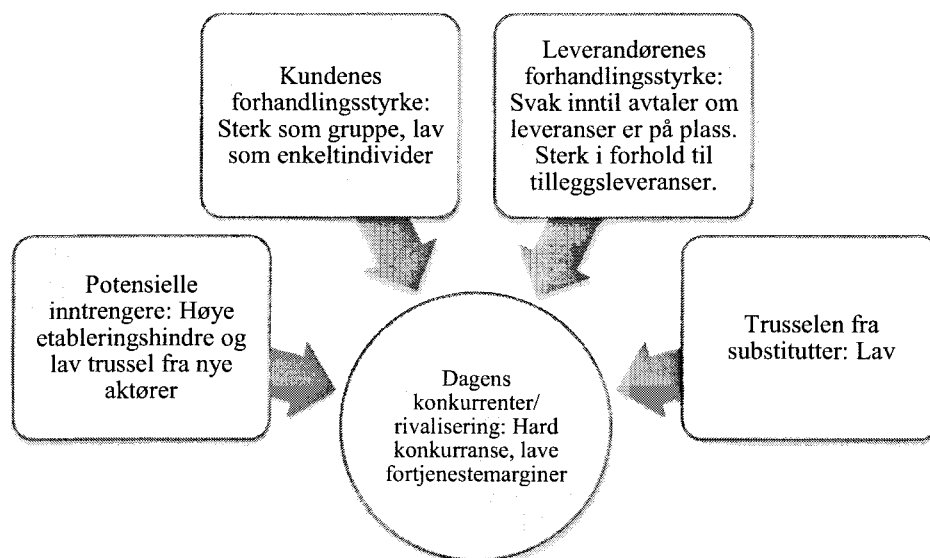
Flybransjen er en bransje med sterk konkurranse om markedsandeler og pris. Dette skyldes at marginalkostnadene er lave, noe som igjen fører til et prispress nedover. Samtidig antar vi at etterspørselen etter flyreiser er konjunkturavhengig, spesielt i forbindelse med

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

forretningsreiser. Årsaken kan være at i gode økonomiske tider er det mer aktivitet i de ulike næringene og dermed mer reising. Generelt kan man også anta at i oppgangstider vil private husholdninger ha bedre økonomi, og dermed mer å reise for. Vi tror at dagens konkurransesituasjon er konjunkturavhengig, men at lavprisselskaper vil ha større forutsetninger for å overleve enn selskapene som har en differensieringsstrategi. Kundene vil i lavkonjunkturer ha et sterkere kostnadsfokus og dermed velge de billigste alternativene. Lavprisselskapene på sin side, fokuserer på ressursutnyttelse og velger strategier som hele tiden trimmer organisasjonen og minimerer de faste kostnadene.

### 6.3.6 Oppsummering bransjeanalyse

Figuren viser det helhetlige bildet av ovenstående analyse av de konkurransemessige kreftene i flybransjen.

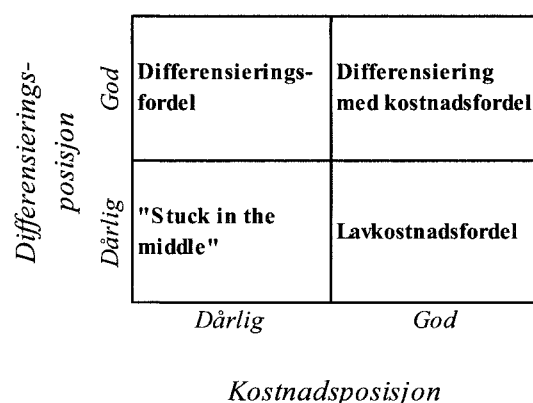


Figur 11 Porters five-forcesmodell for flybransjen

Sirkelen i figuren viser kjernen i bransjeanalysen. Dette innebærer at det er viktig for aktører å ha en klar strategi som øker sannsynligheten for å vinne kundenes gunst. Det er Porters oppfatning at den enkelte virksomhets konkurransefortrinn er knyttet til hvordan den posisjonerer seg i markedet (Hoff, 2009:26), og det er avgjørende at en virksomhet ikke har svak differensiering og høye kostnader. Figuren under viser Porters posisjoneringsmodell, og vi vil gi en beskrivelse av hvordan Norwegian plasserer seg strategisk:

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---



*Figur 12 Porters posisjoneringsmodell (Hoff, 2009:27)*

Konkurransen i flybransjen er hard og fortjenestemarginene er små. Det innebærer at prisene sannsynligvis er presset så langt ned som det er mulig å komme med dagens kostnader. Norwegian og de andre lavprisselskapene søker mot lavkostnadsfordel og "plasserer" seg i figurens nedre høyre hjørne. Dette har sannsynligvis gjort at Norwegian har vunnet markedsandeler. Det kan være at SAS har forsøkt å oppnå en posisjon som tilsvarer det Porter kaller differensieringsfordel. Det virker allikevel som om strategien har medført at de er "stuck in the middle". Svak posisjonering både med hensyn på differensiering og kostnader, gjør at kundene må betale mye for lite. Dette er lite attraktivt og kundene finner andre leverandører. Lavprisselskapenes innføring av tilleggstjenester som telefoni og banktjenester kan synes å være et forsøk på å skape en form for differensiering med kostnadsfordel. Det er sannsynligvis en krevende øvelse, men fremveksten av nevnte tjenester er muligens en farbar vei i fremtiden i kampen om å bli en foretrukket leverandør.

Vi tror at Norwegian har lyktes som lavprisselskap ved at de har hatt en klar kostnadslederstrategi. Vi tror at selskapet i fremtiden vil befeste sin posisjon ettersom det ikke er lett for eventuelle nye aktører å komme på banen. Behovet for flyreiser vil sannsynligvis ikke avta de nærmeste årene. Vi tror at pris vil være det fremste konkurransemiddelet siden internett gjør det enkelt for kundene å informere seg om priser og eventuelt bytte til leverandøren som er rimeligst. Flyreiser er blitt og vil være standardvare i fremtiden. Lavprisstrategier vil derfor, etter vårt skjønn, være den foretrukne strategien i fremtiden, gjerne med en viss grad av differensiering som belastes de kunder som benytter et utvidet tilbud.

## 6.4 Interne faktorer

En analyse av interne faktorer identifiserer bedriftens viktigste ressurser og kartlegger hvordan disse virker sammen. Ressursene er grunnlaget for de konkurransefordeler som bedriften innehar, og som hjelper til med å skape verdier i organisasjonen (Roos et al., 2005:66). Hensikten er å vurdere virksomhetens strategiske forutsetninger for å generere kontantstrømmer i fremtiden. Vår tilnærming er å vurdere om virksomheten har gjort gode valg frem til i dag og om man har ressurser som er egnet til å møte de utfordringene som virksomheten vil møte.

For å identifisere de viktigste interne ressursene, kan man benytte en SWOT- analyse. I SWOT- analysens vurdering av interne faktorer, inngår finansielle, fysiske, menneskelige og teknologiske ressurser, samt renommé og markedsføring. For at en virksomhet skal opprettholde et varig konkurransefortrinn, må virksomhetens ressurser oppfylle følgende kriterier (Barney[1991] etter Roos et al., 2005:142):

- De må være verdifulle ved at de utnytter muligheter i virksomhetens omgivelser. Dette vil kunne sette virksomheten i stand til å utvikle strategier som bedrer effektiviteten.
- De må være sjeldne. Dersom ressursen er sjelden og kun kontrollert av et fåtall konkurrerende bedrifter, vil den skape et konkurransefortrinn.
- De må være vanskelig å imitere. Hvis den er lett å kopiere, vil det ikke ta lang tid før andre har den samme ressursen, og den vil ikke lengre være et fortrinn.
- Det må ikke finnes likeverdige substitutter. Dette vil gjøre at virksomheten mister konkurransefortrinnet ved at kundene ikke har spesielle preferanser i forhold til det som tilbys.

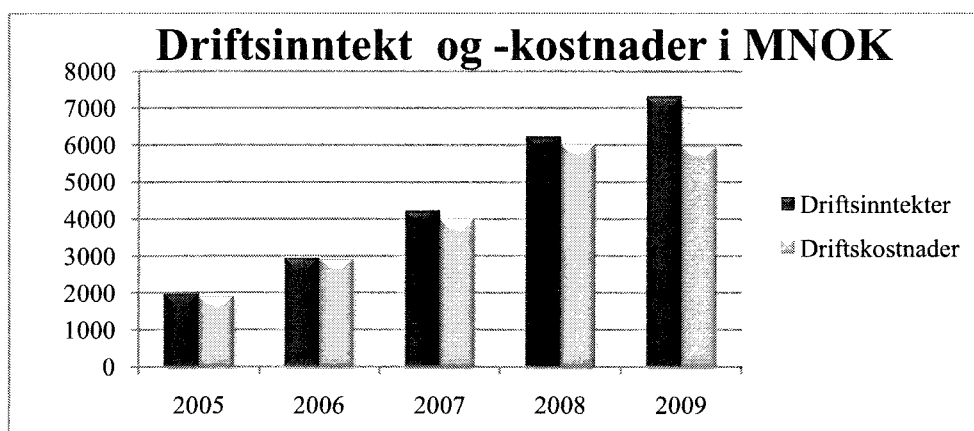
### 6.4.1 Finansielle ressurser

Finansielle ressurser kan være inntjening, likviditet, lånekapasitet og investeringskapasitet (Roos et al., 2005:134). Finansielle ressurser kan ses på som i hvilken grad selskapet kan opprettholde og videreutvikle dagens aktiviteter, basert på den interne økonomiske situasjonen.

Finansielle ressurser er i flybransjen en verdifull ressurs siden bransjen er kapitalkrevende. De finansielle ressursene til Norwegian finner man i hovedsak ved å studere regnskapene til selskapet. Siden det vil bli gjort en analyse av regnskapet senere i besvarelsen, begrenser vi

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

denne delen til kun å presentere noen utviklingstrekk de siste årene knyttet til inntekter og kostnader.



Figur 13 Driftsinntekter og- kostnader (Kilde: Norwegian)

Omsetningen til Norwegian har steget fra 2 000 MNOK i 2005 til over 7 000 MNOK i 2009. Trenden har vært entydig til tross for konjunkturfallet i 2008-2009. Styret uttrykker en viss usikkerhet knyttet til effekten av finanskrisen i nærmeste fremtid. Enhetskostnad (NOK/km) ble redusert med 13 % i 2009 til 0,49 NOK/km. Hoveddelen av kostnadsreduksjonen skyldes reduksjon i prisen på fuel (Kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2009). For SAS var enhetskostnaden 0,95 NOK/km i 2009.

Selskapets ledelse legger til grunn at enhetskostnaden vil ligge i området NOK 0,49 - 0,50 i 2010. Man har lagt til grunn fuel-pris på USD 850 per tonn og USD/NOK 6,00.

Antall passasjerer i 2009 var 10,8 millioner. Dette var en økning på 18 % i forhold til året før.

Som det fremgår av figuren over og av regnskapsanalysen senere, er marginene i selskapet små. Dette kan skyldes at selskapet har prioritert vekst fremfor å øke profitten.

Norwegian er Skandinavias største lavprisselskap og det fjerde største i Europa. Selskapet tar stadig større markedsandeler. I kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2009, sier ledelsen i selskapet at de har økt sin andel av flygninger fra Gardermoen fra 39 % til 45 % på innlandsrutene, og fra 26 % til 29 % på utenlandsrutene.

Selskapet er eksponert for stor markedsrisiko (Årsrapport 2008). Risikoen relaterer seg i hovedsak til risikoen for endringer av priser i markedet knyttet til valutakurser, jet-fuel priser og renter. Endringer vil i stor grad påvirke Norwegians finansielle ressurser. Selskapet selv presenterer en sensitivitetsanalyse i kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2009, som vist i tabellen under.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

SENSITIVITY ANALYSIS	Effect on income MNOK
1 % decrease in jet fuel price	17
1% weakening of NOK against USD	-29
1% weakening of NOK against EURO	-12

*Tabell 5 Sensitivitetsanalyse mht. oljepriser og valuta (Kilde: Norwegian)*

Selskapet har inngått en forwardkontrakt for omtrent 25 % av fuel-kostnadene i 2010. I tillegg har man terminkontrakter for omtrent 8 % av eksponeringen mot USD. Dette er selvsagt ikke full sikring, men vil dempe utslagene noe i resultatet.

De finansielle ressursene er knyttet til hvordan selskapet forvalter de totale ressursene. Som nevnt, er det på det rene at selskapet har små marginer. På grunn av virksomhetens fokus på kostnadslederstrategier, vil man sannsynligvis la fremtidige økte marginer tilfalle kundene gjennom reduserte priser. Pris er nettopp et av de sterkeste konkurransemidlene til Norwegian. Vi tror derfor ikke at virksomheten vil oppnå økte marginer i fremtiden. Små marginer gjør at fornuftig forvaltning av selskapets finansielle ressurser vil være kritisk for måloppnåelse og overlevelse. Dette er ikke særskilt for Norwegian; alle flyselskaper møter den samme skarpe konkurransen. I dagens situasjon med noe trege kapitalmarkeder, kan det virke som om de finansielle ressursene i Norwegian er et fortrinn, ettersom man fremstår som et godt investeringsobjekt fremfor andre selskaper som for eksempel SAS.

### **6.4.2 Fysiske og teknologiske ressurser**

Eksempler på fysiske ressurser, er i følge Roos et al. (2005:134) størrelsene på lokalene, lokalisering, alder på lokalene, kapasitetsutnyttelse, tilgang på ressurser etc.

Teknologiske ressurser er blant annet preget av alder på teknisk utstyr, fleksibilitet, kapasitetsutnyttelse og produktutvikling. For Norwegian vil dette i hovedsak gjelde tilgang på flymaskiner, størrelsen på dem, størrelsen og beliggenheten på flyplassene.

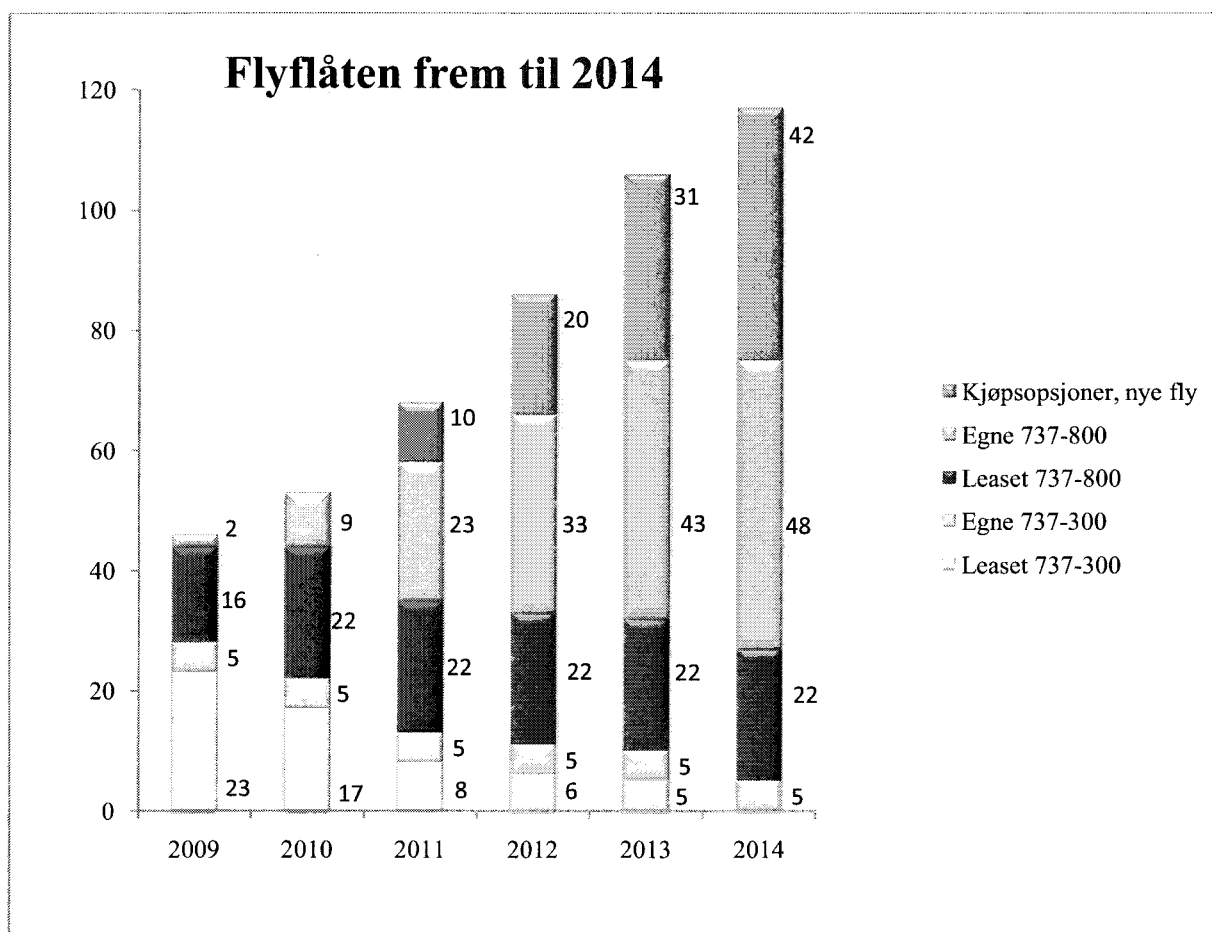
Norwegian har hovedkontor på Fornebu. I løpet av 2010 skal Norwegian flytte inn i SAS sine tidligere lokaler. SAS har redusert staben sin betraktelig, mens Norwegian har vokst og trenger større lokaler. Til sammen vil Norwegian etter flyttingen ha omtrent 10.000 kvm med kontorareal til rådighet ([www.e24.no](http://www.e24.no)).

Det grunnleggende prinsippet bak Norwegians utvikling av rutenettverket er å utvikle større direkteruter som har vært for høyt priset eller er underbetjent, samtidig som man bestreber maksimal bruk av flåten og besetningen ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)). Ruteporteføljen strekker seg

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

over Europa, inn i Nord-Amerika og Midtøsten. Totalt sett har selskapet over 200 ruter til 90 destinasjoner.

Flyflåten til Norwegian utgjør hoveddelen av de fysiske og teknologiske ressursene. Den består i dag av 46 fly. Som tidligere nevnt mottar selskapet 13 nye fly i 2010, og skal øke antallet til 75 fly frem mot 2014. Figuren under viser planlagt utvikling i flyflåten.



Figur 14 Norwegians fremtidige flyflåte (Kilde: Norwegian)

De store investeringene i Norwegians nye flyflåte vil sørge for at de flyr større og mer miljøvennlige fly. Flykabinen er designet slik at den gir reisende større komfort. Dette vil sannsynligvis bidra til å styrke Norwegians posisjon i markedet.

ASK er et mål på hvor mange setekilometer som er tilgjengelig, og regnes ut ved å multiplisere antall tilgjengelige seter med flydistanse i kilometer. Norwegian forventer en vekst i Ask på 30 % i 2010.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Kapasitetsutnyttelsen har ligget på mellom 78 % og 80 % i analyseperioden. Dette kan tolkes som at man har hatt god kontroll på kapasitetsveksten i forhold til tilgjengelige passasjerer. Dette vitner også om god og fornuftig forvaltning av ressursene i virksomheten.

Størstedelen av billettsalget skjer på internett. I siste kvartal 2009 oppnådde selskapet 88 % billettsalg over internett. Norwegian har også utvidet distribusjonskanalene slik at man også kan kjøpe billetter over disk hos kioskkjedene Narvesen og 7-11. Dette er en del av lavprisstrategien, hvor man forsøker ikke å binde opp kostnader i unødig bruk av egne salgssteder. I tillegg til billettbestilling kan en også booke hotellrom og leiebil på nettsiden til Norwegian.

Vi mener at de fysiske ressursene som Norwegian disponerer i dag og i fremtiden er verdifulle, men verken sjeldne eller vanskelige å imitere. Man kan kjøpe tilsvarende fly og man kan etablere parallelle distribusjonskanaler. Alle flyselskapene har i prinsippet tilgang til de samme flyplassene. De ovennevnte ressursene utgjør fundamentet i virksomheten, men gir ikke nødvendigvis et konkurransefortrinn.

### 6.4.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser kan betraktes som de ansattes kompetanse innefor ledelse, ferdigheter og utdanning (Roos et al., 2005:134 ).

I 2008 var det 1596 ansatte i Norwegian, inklusive midlertidig ansatte. Dette er en økning på 179 ansatte fra 2007.

Norwegian har siden 2006 vært landets største lærebedrift innen reiseservicefaget under utdanningsprogrammet "Service og samferdsel" ([www.flyfag.no](http://www.flyfag.no)). Det er virksomheten selv som har utviklet og gjennomført programmet. Opplæringen er inndelt i seks moduler: stasjonsavdelingen, kontaktsenteret, salg og marked, grunntrening kabin, og kabin og tjeneste på utenlandsreiser. I tillegg har de utdanningsprogram innen elektro, som gir opplæring innen flymekanikk- og avionikkfaget. På denne måten sikrer Norwegian at de ansatte vil kunne gjøre en mest mulig effektiv innsats når de skal ut i de enkelte funksjonene. En annen side, som kanskje er vel så viktig, er den sosialiserende og identitetsskapende effekten slik intern opplæring kan ha. Felles opplæringsprogram er nettopp et virkemiddel for å sikre seg en enhetlig og felles bedriftskultur (Jacobsen og Thorsvik, 2007:136).

Administrerende direktør, Bjørn Kjos, mottok i 2009 prisen "Kunsten å lede" av HR Norge og Manpower. Her omtalte han sine ansatte slik: "Dette er først og fremst en pris til alle de



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

dyktige ansatte i Norwegian. Vi er et flyselskap, og fly er som kjent bare metalleder og plater som er skrudd sammen. Det er derfor alle menneskene som gjør selskapet unikt". Videre sa han at "vi har en flat organisasjon, der den enkelte får mye ansvar. Helt siden oppstarten i 1993, har vi satset på kreative hjerner som våger å feile. Akkurat som i fotballen, handler det om å spille hverandre gode. Det tror jeg vi har etablert en god kultur for i Norwegian" ([www.hsmmai.no](http://www.hsmmai.no)).

En av fordelene med en desentralisert struktur er at man utnytter den kunnskapen de ansatte faktisk har, den fremmer fleksibilitet og rask tilpasning, det motiverer de ansatte og det styrker de ansattes ansvarsfølelse (Jacobsen og Thorsvik, 2007:81). Norwegian satser på at kundene skal bli møtt av serviceinnstilt personale, både på bakken og i luften.

Dyktige ansatte utgjør en verdifull ressurs og gir virksomheten et konkurransefortrinn. Men konkurrerende selskaper har også dyktige ansatte, slik at den kritiske suksessfaktoren ligger i selskapets evne til å skape en bedriftskultur som er med på å understøtte selskapets overordnede strategi.

Vi mener at de menneskelige ressursene oppfyller alle kriteriene som Barney mener må være tilstede for å opprettholde et varig konkurransefortrinn. Det er nettopp gjennom samlet og god opptreden at man klarer å "brande" virksomheten på en positiv måte. De ansatte er således verdifulle, sjeldne, vanskelige å imitere og substituere. Årsaken er at de er utvalgt og formet slik at man har klart å utvikle en bedriftskultur som bygger under virksomhetens strategier og verdier. De menneskelige ressursene utgjør, slik vi ser det, en sterk konkurransefordel.

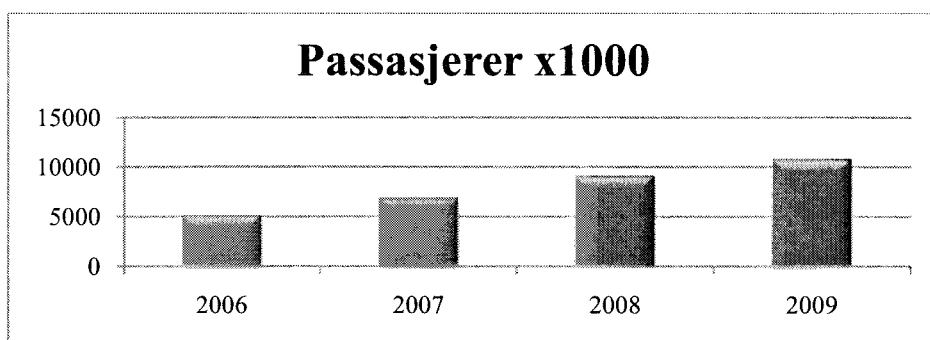
### 6.4.4 Renommé

Renommé sier noe om selskapets rykte og posisjon i forhold til samarbeidspartnere, kunder og konkurrenter. Renommé gjelder faktorer som prisnivå, kvalitet og pålitelighet (Roos et al. 2005:134 ).

Norwegian er et kjent navn i Norge og i andre deler av verden. Svært mange assosierer Norwegian med billige flyreiser og virksomheten har et godt etablert merkenavn. I bransjeundersøkelse fra Norsk Kundebarometer 2009 er Norwegian ranket over SAS i forhold til lojalitet og tilfredshet. Norwegian scorer 67,5 % på tilfredshet og 82 % på lojalitet, mens SAS ligger på 65,6 % på lojalitet og 75,5 % tilfredshet ([www.kundebarometer.com](http://www.kundebarometer.com)). Norwegian øker stadig sin markedsandel, slik det er beskrevet i avsnittet om bransjeanalyse.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

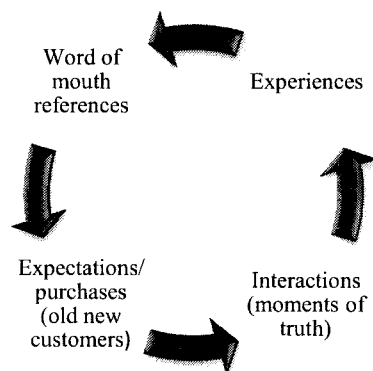
Dette kan tyde på at selskapet har et godt renommé slik at flere velger å reise med selskapet. Figuren viser utviklingen i antall passasjerer de siste årene.



Figur 15 Antall passasjerer (Kilde: Norwegian)

Mer enn 10 millioner fløy med Norwegian i 2009, noe som var en økning på 1,7 mill (18 %) passasjerer i forhold til året før.

Et godt renommé er en viktig konkurransefordel i en bransje som har så små fortjenestemarginer som flybransjen har, og derfor trenger mange reisende. Et godt renommé er tett knyttet til hvordan virksomheten kommuniserer med markedet. Dette fremkommer i kommunikasjonssirkelen under.



Figur 16 Kommunikasjonssirkelen (Grönroos, 2000:270)

Kommunikasjonssirkelen viser at kundemassen har dannet seg en forventning om hvordan virksomhetens tjenestetilbud er (expectations). Dette blir eventuelt innfridd i det øyeblikket hvor tjenesten konsumeres (moments of truth) og man erfarer om det er samsvar mellom forventning og erfaring (experiences). Dette bringes videre til andre potensielle kunder gjennom "word of mouth-references". Sistnevnte kan betraktes som en viktig del av selskapets renommé.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Norwegian har slik vi oppfatter det et godt renommé i markedet. En faktor som kan bli et problem for selskapet er bruken av gebyrer knyttet til for eksempel plassreservering og bagasje. Dette kan av andre aktører og kritikere betraktes som skjulte avgifter og kan irritere kundene. Vi tror at dersom det blir for mange og komplisert begrunnede avgifter, vil det kunne skade omdømmet til selskapet som lavprisselskap. Utfordringen til Norwegian blir å formidle hvorfor man eventuelt har tilleggspriser og hvordan de fremkommer. Tillit bygges opp over tid og kan rives ned i løpet av sekunder.

Vi tror at Norwegian har et konkurransefortrinn i sitt renommé ettersom det er godt og at det ikke kan kopieres eller uten videre substitueres. Vi mener allikevel at det er et skjørt konkurransefortrinn som må pleies omhyggelig og kontinuerlig for at det ikke skal svekkes. Ettersom flyreiser langt på vei kan karakteriseres som standardiserte tjenester, vil selskapets renommé være av stor betydning. Dette vil sannsynligvis fremstå som enda viktigere ettersom konkurransen stadig skjerpes.

### 6.4.5 Markedsføring

Markedsføring er ”analyse, planlegging, gjennomføring og kontroll av aktiviteter for å skape og opprettholde bytteforhold med målgrupper for å nå organisasjonens mål” (Framnes et al., 2006:39). I følge Roos et al. (2005:134) kan dette dreie seg om vurderinger av markedsandeler, foreta markedsanalyse, vurdere produktbredde (egen og konkurrenters), distribusjonssystem og konkurransevne med hensyn til ulike konkurransemidler samt varemerke.

I definisjonen av hva markedsføring er, ser man at markedsføring knytter seg til de aller fleste sider ved en virksomhets drift. Det dreier seg om hvordan man velger å tilnærme seg markedet for å skape verdier for kundene og derved for organisasjonen. Framnes et al. (2006:32) nevner ulike tilnærminger til markedet. Man har produksjonsorientering hvor man kun fokuserer på produksjonskostnader, produktorientering hvor man konsentrerer seg om å levere bedre produkter enn konkurrentene, salgsorientering med primærfokus på salgsaktiviteter og til slutt markedsorientering hvor man legger vekt på kundeopplevelse og kundelojalitet. Virksomheter med fokus på markedsorientering har kunnet fremvise stor overlevelsessevne og suksess i turbulente markeder.

Det virker som om Norwegian har en markedsorientert tankegang som basis for sin tilnærming til markedet. En slik tankegang er basert på følgende fire grunnpilarer (Framnes et al., 2006:35):

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## 1. Målgruppetenkning

Dette innebærer en erkjennelse av at man ikke kan operere innenfor alle omgivelser og tilfredsstille alle behov. Man har i Norwegian en klar lavkoststrategi hvor man ikke gir mer enn det kunden betaler for. I tillegg er selskapet kritisk i valget av hvilke ruter man skal betjene og har samtidig en klar exit- strategi om å legge ned en rute dersom flygningene er ulønnsomme. Et eksempel på sistnevnte er at man besluttet å avvikle en ulønnsom rute mellom København og Billund i Danmark bare to uker etter oppstart ([www.afteposten.no](http://www.afteposten.no)).

## 2. Kundebehov

Virksomheter kartlegger behov for et bestemt produkt eller tjeneste før man etablerer et tilbud. Norwegian synes å ha et sterkt fokus på kundebehov. Vi mener at selskapet i så måte har lykket når man ser på økningen i antall passasjerer man oppnådde i lavkonjunkturen i 2008 og 2009. Som nevnt over virker det som om Norwegian er ærlig med seg selv og har en klar exit- strategi dersom man feiler i kartleggingen av kundebehov.

Vi tror at telefoni og banktjenester vil være et konkurransefortrinn i fremtiden slik at mange vil prioritere Norwegian ettersom man kan utføre arbeid også om bord i flyet. Når man velger å lansere disse nye selskapene på en måte som gjør at forbindelsen til flyselskapet er helt åpenbar, viser det at ledelsen er orientert mot å koordinere alle funksjoner overfor markedet.

## 3. Integrert markedsføring

Dette innebærer at man streber etter å integrere bedriftsfilosofien i hele organisasjonen slik at kundeopplevelsen blir tilnærmet lik uansett hvor man møter representanter for selskapet. Virksomheten har, som nevnt tidligere, egne opplæringsrutiner hvor man har mulighet til nettopp å klargjøre bedriftsfilosofien. Dette er særdeles viktig i forhold til markedsføringen og oppbyggingen av merkenavnet "Norwegian". Norwegian er blitt et kjent merkenavn hos folk flest. Man har brukt "Norwegian" bevisst på de nye forretningsenhetene bank og mobiltelefoni for å hente synergieffekter av merkenavnet som er knyttet til flydrift. En slik felles bruk av både navnet og logoen gir stordriftsfordeler med hensyn på reduserte markedsføringskostnader. Dette er en styrke for selskapet og kan ikke imiteres.

## 4. Lønnsomhet er den siste pilaren som inngår i markedsorientering. Det fremgår i første punkt i Norwegians prinsipper for corporate governance at "Norwegian's principles for corporate governance are based on accountability, transparency, fairness and

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

simplicity with the ultimate goal of maximizing shareholder value while simultaneously creating added value for all stakeholders” ([www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)). Vi har tidligere nevnt rask exit som eksempel på lønnsomhetsfokus. Et annet eksempel er at Norwegian benytter finansielle derivater for å dempe noe av risikoen knyttet til eksponeringen mot oljepris og valuta.

Gjennom at Norwegian har en markedsorientering slik som nevnt over, mener vi at det er med på styrke merkenavnet til Norwegian. Dette er en sjelden og særdeles viktig ressurs. Den er avgjørende for at virksomheten skal overleve og opprettholde størst mulig grad av kundelojalitet. Hva Norwegian makter å oppnå i markedet avhenger kun av deres egen innsats. Innholdet i markedsføringen kan derfor betraktes som sjelden og vanskelig å imitere. Måten man fremstår på, dvs. merkenavnet, kan gi et varig konkurransefortrinn.

### 6.5 Oppsummering intern analyse

Man kan summere den interne analysen i en tabell for å knytte dem til de ulike faktorene som Barney legger til grunn som forutsetninger for å skape varig konkurransefortrinn (Barney[1991] etter Roos et al., 2005:142).

	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Substituerbar
Finansielle	Ja	Nei	Ja	Ja
Fysiologiske og teknologiske	Ja	Nei	Ja	Ja
Menneskelige	Ja	Ja	Nei	Nei
Renommé	Ja	Ja	Nei	Nei
Markedsføring	Ja	Ja	Nei	Nei

Tabell 6 Faktorer som skaper konkurransefortrinn, oppsummering (Barney[1991] etter Roos et al., 2005:142)

De finansielle, fysiologiske og teknologiske ressursene skiller seg fra de øvrige tre ved at de ikke alene er egnet til å skape varig konkurransefortrinn. Finansielle ressurser er avgjørende for å kunne drive økonomisk virksomhet, men vil lett kunne forsvinne dersom investorer og finansieringsinstitusjoner finner at selskapet er et dårlig investeringsobjekt. Investorer er på jakt etter de mest lønnsomme prosjektene gitt samme risiko, og vil trekke seg ut så snart man finner andre objekter som gir bedre avkastning. Finansieringsinstitusjonene vil kunne stille strenge krav i sine covenants, slik at virksomheten opplever innskrenkninger i sitt strategiske handlingsrom. De fysiologiske og teknologiske ressursene er i prisnippet tilgjengelige for alle flyselskap, og utgjør derfor ikke et varig konkurransefortrinn. Norwegians evne til verdiskapning er slik vi ser det sterkest knyttet til de menneskelige ressursene, renommé og markedsføringen. Klarer man å oppfylle de krav som stilles innenfor disse områdene, vil man

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

øke mulighetene for suksess. En effekt av dette er at virksomheten blir et godt investeringsobjekt og en pålitelig samarbeidspartner.

Vår vurdering er at Norwegian har lyktes i å utvikle gode medarbeidere, et godt merkenavn og en god markedsføringsstrategi. Vårt inntrykk er at selskapet forvalter sine ressurser godt og at man har en god balanse mellom vekst og lønnsomhet. Konklusjonen av den interne analysen er derfor at selskapet vil være i stand til å generere positive kontantstrømmer i fremtiden.

## 7 REGNSKAPSANALYSE

### 7.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi gjøre rede for selskapets økonomiske utvikling. Som nevnt i kapitlet om kontantstrømbaserte verdsettelsesmodeller, fremgikk det at i arbeidet med å fastslå fremtidige kontantstrømmer står virksomhetens regnskap sentralt. I regnskapsanalyse tar man utgangspunkt i årsrapporten, supplerer med den kunnskapen man har og bearbeider tallene med sikte på å hente ut mer informasjon om selskapet enn den vi får ved å betrakte oppstillingene i årsrapporten (Tellefsen og Langli, 2005:649). Hensikten er at man skal settes i stand til å vurdere selskapets reelle egenkapital, som igjen er bestemt av selskapets fremtidige kontantstrømmer.

### 7.2 Klargjøring av regnskapsanalysen

#### 7.2.1 Analyseperiode

I arbeidet med å anslå fremtidige kontantstrømmer står virksomhetens regnskaper sentralt, og da en analyse av den nære fortid (Dahl et al., 1997:76). Som tidligere nevnt, er det viktig å se på de historiske tallene ettersom fremtiden har en tendens til å kretse rundt tidligere års prestasjoner. Rødland hevder i boka til Dahl et al. (1997:259) at "skal man kunne forutsi mulige endringer, må man forstå dagens ståsted og hvordan man har kommet dit". Det er ikke gitt hvor langt tilbake i tid man bør gå.

Vi har valgt å analysere regnskapene fra og med 2005 da IFRS-forordningen ble gjort gjeldende i Norge. EU påla alle EU-lands børsnoterte selskaper å følge de internasjonale regnskapsstandardene fra og med 2005. Dette pålegget ble også gjort gjeldende overfor Norge gjennom EØS-avtalen. Tidsperioden er sannsynligvis lang nok til at vi kan danne oss et rimelig godt bilde av hvordan selskapet har forvaltet sine verdier både i en oppgangs- og en nedgangskonjunktur.

#### 7.2.2 Analysenivå

Regnskapsanalysen inkluderer, som nevnt i presentasjonen av selskapet, både heleide datterselskaper og tilknyttede selskaper. Ved verdsettelse av konsern bør en verdsette de ulike selskapene som inngår for deretter å legge sammen nåverdien av de diskonterte kontantstrømmene (Dahl et al., 1997:28). Årsaken er at hvert selskap har ulik risiko og derved også avkastningskrav, noe som gjør at selskapene vil bli feilpriset dersom alle vurderes under ett. Når det gjelder Norwegian, mener vi at selskapet i fremtiden også vil få hoveddelen av

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

sine kontantstrømmer fra flyvirksomheten. Etableringen av andre virksomheter i konsernet kan betraktes som forsøk på å oppnå en viss grad av differensiering for å være det foretrukne flyselskapet. Vi antar allikevel at de vil utgjøre en relativt liten andel av konsernets verdiskaping. Med tanke på at analysen skal gi et inntrykk av hvordan virksomheten har kommet frem til dagens situasjon, mener vi derfor at det er tilstrekkelig å analysere det konsoliderte konsernregnskapet.

### **7.2.3 Sammenligningsgrunnlag**

For at regnskapsanalysen skal ha full verdi, vil en måtte sammenligne de ulike analysene med noe (Tellefsen og Langli, 2005:655). Man kan enten bruke gjennomsnittstall for bransjen, andre selskapers eller egne historiske tall. Vi har valgt å bruke selskapets egne tall over tid for å se på utviklingstrekk, i tillegg til sammenligninger med andre selskaper der det er aktuelt.

### **7.3 Analyse av forholdstall**

I denne delen av oppgaven vil vi se nærmere på selskapets historiske prestasjoner ved å vurdere selskapets lønnsomhet, finansiering og soliditet.

#### **7.3.1 Lønnsomhet**

Som tidligere nevnt, vil historiske prestasjoner kunne gi en pekepinn på hvordan fremtiden vil se ut. Lønnsomhet er et mål på avkastning på investert kapital, dvs. i hvilken grad virksomheten klarer å skape verdier for eierne. Lønnsomheten måles i rentabilitetstall og er en funksjon av både margin og kapitalens omløpshastighet.

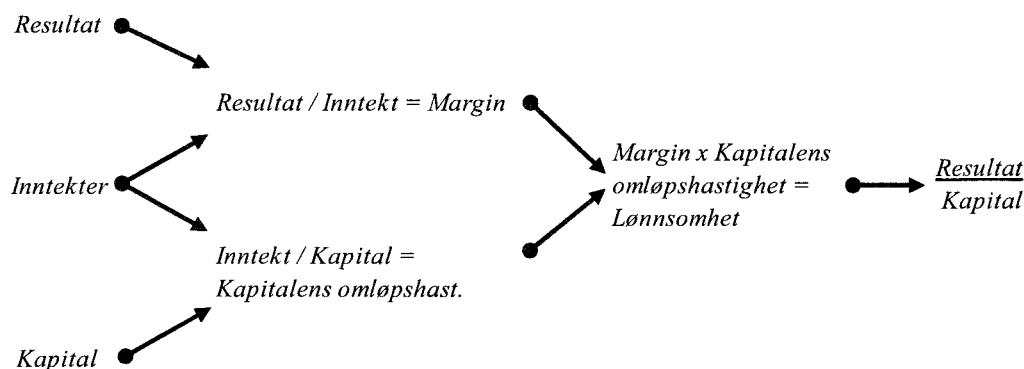
##### **7.3.1.1 Rentabilitet**

Rentabilitetstall fremkommer gjennom en dekomponering i DuPont- modellen (Tellefsen og Langli, 2005:692). Metoden kan i prinsippet brukes for alle forholdstall.



# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

## DuPont- modellen



Figur 17 DuPont (Tellefsen og Langli, 2005:692)

Rentabilitetstall blir påvirket av målereglens utforming og de regnskapsprinsippene som virksomheten benytter i regnskapet. Videre blir rentabiliteten påvirket av ulike strategiske valg som virksomheten gjør. Et eksempel som er relevant for Norwegian, er i hvilken grad selskapet eier eller leier sine fly. Man har i hovedsak basert seg på leie frem til nå, men vil i fremtiden satse på å eie en større andel av flåten, slik det er beskrevet i presentasjonen av selskapet. Effekten på regnskapet dersom selskapet eier flyflåten fremfor å leie, er at balansesummen øker og totalkapitalrentabiliteten vil bli lavere. Årsaken er at omløpshastigheten går ned ved at inntektens relative størrelse blir mindre i forhold til totalkapitalen. Dette påvirker lønnsomheten slik det fremgår i siste ledd i figuren over.

Resultatstørrelser kan være ulike beløp hentet fra resultatet slik som EBITAR, EBITA, og EBIT. Kapitalen kan være totalkapital, egenkapital eller sysselsatt kapital.

De vanligste lønnsomhetstallene som virksomheter rapporterer er avkastning på hhv. totalkapitalen og egenkapitalen (Koller m.fl. 2005:160). Avkastning til totalkapitalen (return on assets, ROA) regnes ut som forholdet mellom driftsresultatet og totalkapitalen (sum eiendeler) (Thoresen, 2006:67).

$$ROA = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Totalkapital}^1}$$

<sup>1</sup>Gjennomsnitt [(IB+UB)/2]

Kristoffersen (2005:414) legger finansinntekter til driftsresultatet slik at man ser hvor effektivt virksomheten har forvaltet alle sine ressurser uavhengig av finansiering. En implikasjon knyttet til å inkludere finansinntektene, er at man inkluderer inntekter som ikke

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

relaterer seg til drift. Dette forutsetter at finansaktiviteter ikke er primæraktiviteten i selskapet. Dette er en aktuell problemstilling ettersom Norwegian benytter finansielle derivater for å sikre seg mot svingninger i valuta og oljepris. Hedging gir seg utslag i finansposter i regnskapet og påvirker rentabilitetstallet dersom det tas med. På den måten vil svak drift kunne kamufleres i rentabilitetstallet. ROA måler avkastning til sum eiendeler. Det innebærer at man medregner gjeldselementer som ikke krever avkastning, slik som leverandørgjeld, gjeld til kunder som har forskuddsbetalt en reise som ennå ikke er gjennomført, og skattegjeld (Thoresen, 2006:68). Dette medfører at man ikke får et korrekt bilde av hvorvidt selskapet genererer verdier til aksjeeierne. Et spesielt forhold ved Norwegian er også at selskapet eier bare en liten del av flyflåten. Flyene er leaset og leiebøpet er kostnadsført hver periode. Dette forholdet gir egentlig et skjevt bilde av ROA ettersom balansesummen ville vært betydelig større dersom selskapet hadde eid hele flyparken. På bakgrunn av ovenstående vil total kapitalrentabiliteten være et lite relevant mål for å vurdere selskapets historiske evne til å skape verdier for eierne.

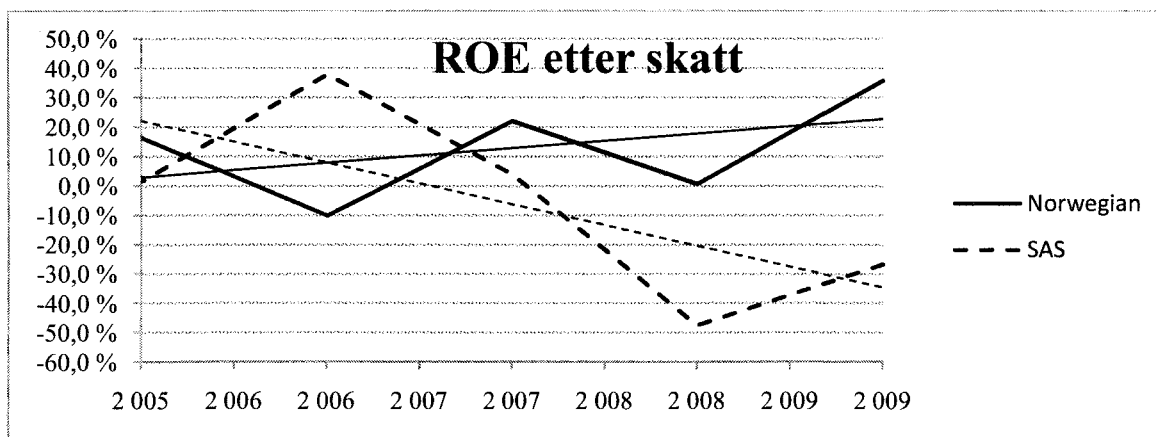
Avkastning til egenkapitalen (return on equity, ROE) vises gjennom forholdet mellom netto resultat og gjennomsnittlig egenkapital.

$$ROE = \frac{\text{Netto resultat}}{\text{Egenkapital}^1}$$

<sup>1</sup>Gjennomsnitt [(IB+UB)/2]

Netto resultat kan være før og etter skatt. Som tidligere nevnt, vil det være en rekke forhold i regnskapet som påvirker ROE til trodd for at det ikke har med selve driften å gjøre. Det svekker påliteligheten til forholdstallet og vurderingen av hvorvidt virksomheten har skapt verdier for eierne. Årsaken er at man i beregningen ikke tar hensyn til eiernes avkastningskrav. Dersom avkastningskravet i realiteten er lik eller større enn ROE, vil man kunne hevde at selskapet ikke har skapt verdi for eierne. Denne problemstillingen tas hensyn til ved bruk av en modell som måler residualfortjeneste (ROCE, se under), dvs. den avkastning man oppnår utover kreditorenes og investorenes krav. ROE er allikevel et alminnelig forholdstall å benytte siden det er enkelt å beregne på bakgrunn av finansregnskapet. Det kan gi en rekke feilslutninger, men sammenholdt med andre forholdstall, vil det være mulig å danne seg et bilde av selskapets historiske lønnsomhet på en enkel måte. Figuren viser en grafisk fremstilling av egenkapitalrentabiliteten i perioden 2005-2009 for både Norwegian og SAS. De rette linjene viser trenden.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA



Figur 18 Norwegians ROE etter skatt

Det kan synes som om Norwegian klarer å skape større lønnsomhet enn det SAS gjør. Som nevnt vil kapitalstrukturen i selskapet har stor betydning for rentabilitetstallet, men trenden siste fem år synes å være at Norwegian har økt sin lønnsomhet i motsetning til SAS som har en nedadgående trend. De rette linjene viser trenden i utviklingen til de respektive selskapene.

Avkastning til sysselsatt kapital (return og capital employed, ROCE) viser forholdet mellom driftsresultatet og sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital er netto rentebærende gjeld og egenkapital, dvs. den delen av kapitalen som krever avkastning.

Det er ROCE som vil være det beste måltallet å benytte (Thoresen, 2006:68). Årsaken er at det er sammenlignbart for forskjellige selskaper og viser hvorvidt selskapet faktisk skaper verdier for eierne, dvs. hvorvidt verdiskapningen overstiger kapitalkostnaden.

Koller et al. (2005:136) peker på at ROIC (Return on invested capital) vil være et godt mål på om selskapet har hatt verdiskaping.

$$ROIC = \frac{NOPLAT^1}{Invested\ capital^2}$$

<sup>1</sup>Netto driftsresultat korrigert for skatt

<sup>2</sup>Operating assets - operating liabilities

(Koller m.fl. 2005:160)

Problemet med disse to modellene er at de krever omarbeiding av regnskapet for å gi riktige tall. I ROCE knytter det seg utfordringer til å finne ut hva som er rentebærende gjeld, hva som er riktig rente på den rentebærende gjelden samt avkastningskravet til egenkapitalen. I ROIC må en skille ut postene i balansen som er knyttet til operasjonelle aktiviteter i selskapets

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

kjernevirksomhet. Slik omarbeiding synes mest aktuell dersom man skulle benytte rentabilitetstallene som grunnlag for intern lønnsomhetsvurdering.

Det er tidligere nevnt at verdsettelse ikke er en eksakt vitenskap. Vi har heller ikke til hensikt å benytte normalresultatmetoden, slik at en grundig bearbeidelse av regnskapet for å kunne benytte modeller som gir mer eksakte beregninger, synes ikke å være hensiktsmessig. Vi vil benytte regnskapsanalysen som en støtte for å vurdere om virksomheten vil være i stand til å generere positive kontantstrømmer i fremtiden gjennom å se på utviklingstrekkene. Det synes derfor hensiktsmessig å benytte ROE etter skatt som mål på lønnsomhet.

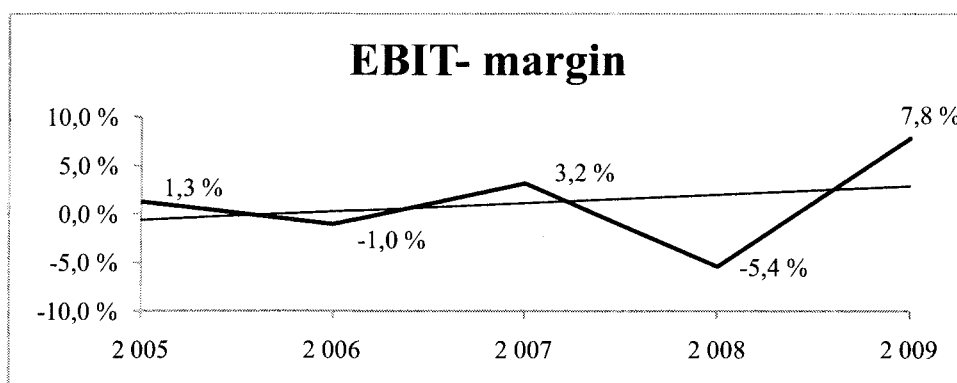
Konklusjonen med hensyn på utviklingen i ROE, er at Norwegian er et selskap som klarer å forvalte sine verdier på en god måte, tross varierende konjunktursituasjoner. Dette gir oss tro på at virksomheten også i fremtiden vil kunne skape verdier og utnytte dem hensiktsmessig.

### 7.3.1.2 Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvor mye som blir igjen i selskapet for hver omsatt krone etter at alle kostnadene til selve driften trekkes i fra (Tellefsen og Langli, 2005:69). Selve beregningen foretas slik:

$$EBIT\text{-margin} = \frac{EBIT}{\text{Driftsinntekter}}$$

Som ved analyse av andre nøkkeltall, vil det være utviklingen over tid som er verdt å merke seg. Driftsmarginen ett enkelt år sier lite om hvordan virksomheten klarer å skape lønnsomhet over tid under ulike betingelser. Norwegians utvikling i driftsmargin, vises i figuren under (den rette linjen viser en svakt stigende trend):



Figur 19 EBIT- margin, Norwegian

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Driftsmarginen har vært mindre enn 10 % i måleperioden. Dette er sannsynligvis et resultat av at bransjen er særdeles kapitalkrevende med store driftskostnader. Variabiliteten kan i stor grad tilskrives endringer i oljeprisene. Som det fremgikk under analysen av selskapet, fikk de ansatte tilbud om aksjer i bytte mot redusert lønn i en periode med høye oljepriser. Man investerer nå i finansielle derivater for å dempe fluktuationene i fuelpriser, men vil selvsagt ikke kunne sikre seg hundre prosent.

Vi antar at driftsmarginene i fremtiden vil være lave, ettersom man kan anta at eventuelle økninger vil komme kundene til gode gjennom lavere priser. Det vil være vanskelig å øke marginene så lenge virksomheten profilerer seg som lavprisselskap og konkurransen er hard. Virksomhetens vekststrategier i fremtiden tilsier også at driftsmarginen vil holde seg lav.

### 7.3.2 Likviditet

I en likviditetsanalyse ser man nærmere på om virksomheten er i stand til å betjene sine kortsiktige forpliktelser (Tellefsen og Langli, 2005:703). Dårlig likviditet er ofte en årsak til at virksomheter går konkurs. Likviditetssituasjonen kan analyseres ved å se på likviditetsgraden.

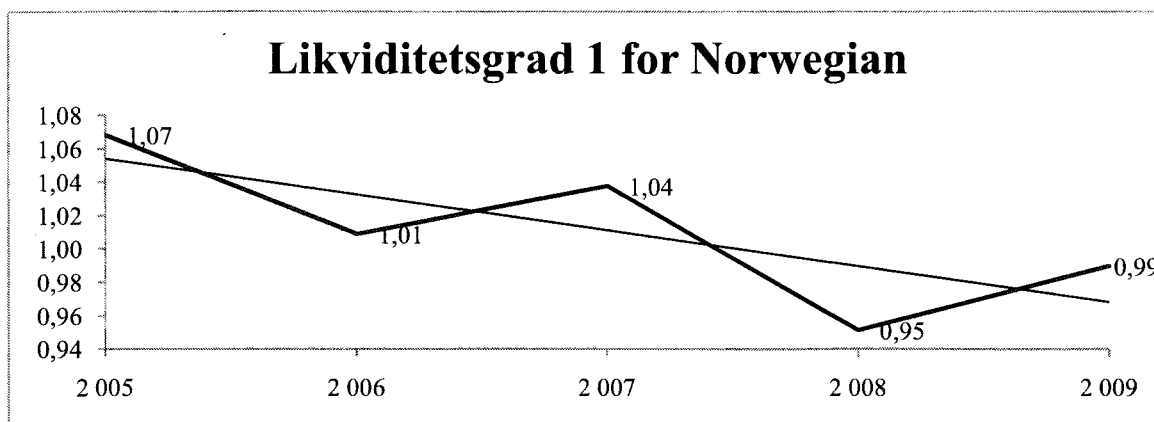
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 gir et estimat på hvor store inn- og utbetalinger man kan forvente kommende år. Dersom forholdstallet er større enn 1, ligger det en forventning om at innbetalingene overstiger utbetalingene. Tradisjonelt har man praktisert at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, dvs. at omløpsmidlene bør representere en verdi mer enn to ganger størrelsen på kortsiktig gjeld. Tellefsen og Langli (2005:705) tar til orde for at det er tilstrekkelig at dette forholdstallet kan settes til større enn 1. Årsaken er at det opprinnelige kravet ble utviklet i en tid da alt tok mye lengre tid. I dag kan man omgjøre eiendeler til likvider i løpet av noen få dager, lån kan innvilges på få timer og penger kan overføres i løpet av minutter. Slik sett kan man si at et selskaps likviditet er tilfredsstillende selv om likviditetsgrad 1 er mindre enn 2. Proff<sup>TM</sup> Forvalt benytter følgende karakteristikk for likviditetsgrad 1:

- < 0,5 er ikke tilfredsstillende
- 0,5 - 0,99 er svak
- 1,0 - 1,49 er tilfredsstillende

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

- 1,5 - 2 er god
- > 2 er meget god

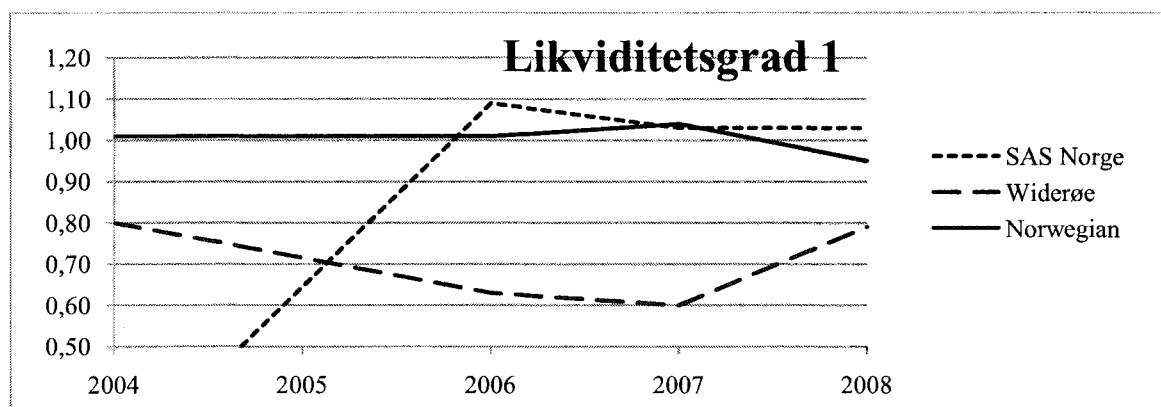


*Figur 20 Likviditetsgrad 1, Norwegian*

Diagrammet viser en nedadgående trend (den rette linjen) fra nesten 1,07 i 2005 til 0,99 i 2009. Dette er en nedgang på 7,5 %, men vi anser det som en relativt liten endring. Ettersom likviditetsgraden ligger rundt 1 kan man i henhold til konservativ tolkning si at dette er halvparten av hva den burde være. Legger man drøftelsen til Tellefsen og Langli til grunn, kan man hevde at de har en tilfredsstillende likviditetsgrad, og i følge Proff<sup>TM</sup> Forvalt ligger det i grenselandet mellom tilfredsstillende og svak. Vi legger til grunn at likviditeten er i nedre grenseområde for hva som er forsvarlig tatt i betraktning den risikoeksponeringen virksomheten er utsatt for. Tallet sammen med EBIT- marginen (forrige avsnitt), viser at selskapet har små marginer før driften blir ulønnsom, og at man er sårbar for svingninger knyttet til oljeprisen og valuta. Slik sett bør selskapet tilstrebe at omløpsmidlene overstiger den kortsiktige gjelden.

Sammenlignet med SAS og Widerøe, ser det ut til at likviditetsgrad 1 for Norwegian ligger i nærheten av hva som kan forventes innenfor den norske flybransjen.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA



Figur 21 Likviditetsgrad 1, sammenligning (Kilde: Proff forvalt)

Hvis likviditetssituasjonen til selskapet er i nærheten av hva som kan anses som et bransjegjennomsnitt, er det ikke grunn til å analysere likviditetssituasjonen videre (Tellefsen og Langli, 2005:706). Ovenstående diagram viser ikke et bransjesnitt, men den viser at de to nærmeste konkurrentene ligger omtrent på samme nivå. Norwegian har en mer stabil utvikling enn de to andre, og vi konkluderer med at likviditetssituasjonen er akseptabel for Norwegian, men bør ikke forverres i særlig grad.

### 7.3.3 Kapitalstruktur

I kapitalstrukturanalysen vil vi se nærmere på hvordan virksomhetens eiendeler er finansiert og i hvilken grad man er i stand til å tåle tap (Tellefsen og Langli, 2005:696). Vi vil se nærmere på finansiering og soliditet.

#### 7.3.3.1 Finansiering

Man kan skille mellom mest og minst likvide omløpsmidler, og de tilkjenner hvor lett de kan gjøres om til penger. Anleggsmidlene er av en slik karakter at de normalt sett ikke skal realiseres, bortsett fra når man vurderer dem som modne for utskiftning. Siden anleggsmidler har lang funksjonstid bør de være finansiert med langsiktig kapital. Finansieringsgrad 1 er et mål på dette. Langsiktig kapital er egenkapital og langsiktig gjeld. Forholdstallet fremkommer slik:

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

Forholdstallet bør være mindre enn én slik at deler av den langsiktige kapitalen også er med på å finansiere omløpsmidlene. Tabellen under viser anleggsmidler og langsiktig kapital, samt finansieringsgrad 1:

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

11000 NOK	2009	2008	2007	2006	2005
Anleggsmidler	2 719 118	1 604 395	1 068 393	367 103	173 209
Egenkapital	1 601 710	897 369	508 273	260 727	170 425
Langsiktig gjeld	1 093 407	627 028	605 853	112 528	34 779
Finansieringsgrad 1	1,01	1,05	0,96	0,98	0,84

Tabell 7 Finansieringsgrad 1

Av tabellen ser en at selskapets finansieringsgrad 1 ikke tilfredsstillende minimumsanbefalingen. Dette henger sammen med det vi fant under likviditetsanalysen, og bekrefter at virksomheten opererer i grenseland for hva som er tilfredsstillende. En analyse av arbeidskapitalen, som viser om kortsiktige eiendeler er langsiktig finansiert, viser et tilsvarende bilde:

11000 NOK	2009	2008	2007	2006	2005
Omløpsmidler	2 302 846	1 574 489	1 262 705	694 841	500 965
Kortsiktig gjeld	2 326 847	1 655 042	1 216 970	688 689	468 970
Arbeidskapital	-24 001	-80 553	45 735	6 152	31 995

Tabell 8 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen bør være positiv fordi det gir virksomheten bedre muligheter til å overleve krisesituasjoner. Årsaken er at den delen av gjelden som kreditorene vil kreve innfridd på kort sikt, blir mindre (Tellefsen og Langli, 2005:699). En negativ arbeidskapital som vist i tabellen, gjør at Norwegian vil måtte rette fokuset på kortsiktige og kanskje kostbare løsninger, dersom det er nødvendig å skaffe til veie midler for å innfri sine kortsiktige forpliktelser. Virksomheten har redusert den negative arbeidskapitalen på 80 mill i 2008 og vi antar at ledelsen har fokus på forholdet.

Fremtidige investeringer i fly vil være langsiktig finansiert. Det fremgår av årsberetningen for 2008 at finansieringsavtalene i all hovedsak er på plass. Det er i tillegg åpnet for en kapitalutvidelse på inntil 20 %.

Vi antar at fremtidsbildet vil fortone seg slik det har gjort de siste fem årene, dvs. at anleggsmidlene i hovedsak vil være langsiktig finansiert, men at virksomheten vil bevege seg i grenseland for hva som er anbefalt. Dette kan henge sammen med selskapets vekststrategier og deres vurdering av hvordan ressursene bør anvendes for å gi størst mulig avkastning.

### 7.3.3.2 Soliditet

Soliditet sier noe om virksomhetens evne til å innfri sine forpliktelser på lang sikt og til å tåle tap (Tellefsen og Langli, 2005:696).



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Som mål på soliditet brukes ofte forholdstallene gjeldsgrad og egenkapitalandel.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}} \qquad \text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Gjeldsgraden forteller hvor mange kroner det er i gjeld per krone egenkapital, dvs. forholdet mellom ekstern kapital og eiernes kapital. Dess lavere forholdstallet er, dess bedre er virksomhetens soliditet. Når gjeldsgraden øker over et visst nivå, vil konkurrisikoen også øke.

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert av eierne i selskapet og derved hvor mye eiendelene kan synke i verdi før kreditorenes krav kommer i fare. Desto større egenkapitalandelen er, dess bedre er soliditeten. Egenkapitalen er residualt bestemt som differansen mellom eiendeler og gjeld. Eiendeler og gjeld verdsettes ut fra ulike verdsettingsregler, slik at bokført egenkapital kan være både over- og undervurdert (Tellefsen og Langli, 2005:703). Det er vanskelig for oss som eksterne regnskapsbrukere å få et korrekt bilde av egenkapitalens egentlige verdi, slik at vi må vurdere tallene i analysen av soliditeten med omhu. Vi velger derfor å se utviklingen siden 2005 i sammenheng.

Det finnes ingen normtall for hva som er optimal gjeldsgrad og egenkapitalandel, men generelt bør egenkapitalandelen være positiv (Tellefsen og Langli, 2005:702)

Tabellen under viser utviklingen i gjeldsgrad og egenkapitalandel ut fra bokførte verdier.

<i>I 1000 NOK</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>	<i>2006</i>	<i>2005</i>
<i>Gjeld</i>	3 420 254	2 281 515	1 822 825	801 217	503 750
<i>Egenkapital</i>	1 601 710	897 369	508 273	260 727	170 425
<i>Totalkapital</i>	5 021 964	3 178 884	2 331 098	1 061 944	674 175
<i>Gjeldsgrad</i>	<i>2,14</i>	<i>2,54</i>	<i>3,59</i>	<i>3,07</i>	<i>2,96</i>
<i>Egenkapitalandel</i>	<i>0,32</i>	<i>0,28</i>	<i>0,22</i>	<i>0,25</i>	<i>0,25</i>

*Tabell 9 Gjeldsgrad og egenkapitalandel*

Utviklingen i gjeldsgrad og egenkapitalandel har vært positiv for selskapet. Ledelsen har i årsrapporten for 2008 uttrykt at en egenkapitalandel på 28 % er tilfredsstillende gitt selskapets strategi og risikoprofil. Situasjonen er styrket i 2009. Hvordan bildet ser ut i fremtiden, er noe uklart ettersom man planlegger å utvide flåten betydelig. I denne forbindelse har generalforsamlingen vedtatt en kapitalutvidelse på 20 % i perioden 2008- 2010. I tillegg vil selskapet låne penger for å finansiere kjøpene. Kapitalstrukturen vil endres, men vi mener at selskapet har en del å gå på sett i forhold til at egenkapitalandelen i dag er over 30 %.

### 7.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

Som ovenstående gjennomgang viser, så er marginene i selskapet små. Resultatene varierer mye som et resultat av variabilitet i priser på ulike innsatsfaktorer. Selskapet har innsett dette og demper noe av utslagene ved bruk av finansielle instrumenter. Likviditetssituasjonen og finansieringen befinner seg i grenseland for hva som anbefales. Selskapet er således eksponert for risiko, spesielt knyttet til prisen på fuel og valuta. Dette kan bety at selskapet må være forberedt på å iverksette krisetiltak ved plutselige endringer i faktorprisene. En usikker makroøkonomisk situasjon forsterker dette bildet. Virksomheten har evne til å tåle noe tap, men fremtidige investeringer gjør at selskapet har behov for at soliditeten ikke svekkes. Norwegians evne til å skape resultater i nedgangskonjunkturer viser allikevel at virksomhetens ledelse forvalter ressursene på en måte som skaper verdier for eierne. Regnskapsanalysen sammenholdt med øvrige analyser gir oss tro på at Norwegian vil kunne generere positive kontantstrømmer i fremtiden. Vi tror allikevel at marginene fortsetter å være små, slik de historiske marginene har vært.

## 8 FREMTIDSREGNSKAPET OG VERDSETTELSE

### 8.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi estimere de fremtidige kontantstrømmene som vi mener Norwegian vil være i stand til å generere i fremtiden. Vi vil benytte modellen for beregning av fri kontantstrøm til totalkapitalen. Det er ulike forhold som må avklares i dette arbeidet, blant annet hvor lang beregningsperioden skal være, vekstpotensial til virksomheten, investeringene i fremtiden, og hvordan tallstørrelsene endres i forbindelse med overgangen fra å lease fly til å eie dem. I tillegg er det noen utfordringer knyttet til endring i arbeidskapitalen.

Den prinsipielle fremgangsmåten for å beregne fri kontantstrøm til totalkapitalen er som følger:

År	1	2	3	...	n
Driftsresultat					
- Skatt					
<hr/>					
Driftsresultat etter skatt					
+ Avskrivninger					
- Investeringer					
- Økning i arbeidskapital					
<hr/>					
<i>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</i>					

Man beregner kontantstrømmene i en periode, diskontorerer dem med avkastningskravet og legger til terminalverdien. Selve beregningsperioden er av begrenset varighet mens terminalverdiene er beregnet ut fra et evighetsperspektiv. Summen av de diskonterte kontantstrømmene og terminalverdien, fratrukket rentebærende gjeld gir kontantstrømmen til egenkapitalen. Aksjeprisen fremkommer ved å dividere nevnte størrelse med antall utestående aksjer.

### 8.2 Beregningsperiode og vekst

Når man skal verdsette en virksomhet basert på fri kontantstrøm, må en budsjettere kontantstrømmene noen år frem i tid. Generelt kan man si at dess lengre tidshorison, dess større usikkerhet knytter det seg til estimatet av kontantstrømmene. Thoresen (2006:102) fremholder at estimeringsperioden for børsnoterte selskaper vanligvis er 5- 15 år. Dahl et al. (1997:24) hevder at normal praksis er 7-15 år. Brealy et al. (2008:536) legger til grunn i et eksempel at tidshorisonen bør være forankret i opplysninger man har om selskapets faktiske utviklingsplaner. Det er stor usikkerhet knyttet til de estimerte kontantstrømmene uansett hvor

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

detaljerte de er. Som tidligere nevnt er verdsettelse ingen eksakt vitenskap og resultatet blir ikke bedre enn de forutsetningene man legger inn i beregningsgrunnlaget.

Vi benytter en beregningsperiode som tar utgangspunkt i Norwegians planer om utvidelse av flyflåten. Dette er konkrete planer som gir et bilde av kapasitetsveksten de nærmeste fem årene, og kan være et godt utgangspunkt for å estimere kontantstrømmene. Når en benytter en såpass kort beregningsperiode, vil mye av selskapets verdi fremkomme gjennom estimeringen av terminalverdien. Terminalverdien er nåverdien av kontantstrømmene etter beregningsperioden, i et uendelig perspektiv.

Under den strategiske analysen, fremgikk det at utnyttelsesgraden har vært relativt konstant de siste fem årene. Vi tolker dette som at virksomhetsledelsen har en rimelig korrekt vurdering av markedsbehovene og således ikke øker sin kapasitet mer enn det er markedsmessig behov for. Vi legger derfor til grunn at utnyttelsesfaktoren vil holde seg rimelig konstant de neste fem årene og at kapasitetsøkningen i antall seter derved kan gi et rimelig bilde av veksten i periodens inntekter og driftskostnader.

En økning i antall flyseter til og med 2014 gir følgende vekstpotensial:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Antall 737-800	18	31	45	55	65	70
Antall 737-300	28	22	13	11	10	5
Antall seter 737-800	3 348	5 766	8 370	10 230	12 090	13 020
Antall seter 737-300	4 144	3 256	1 924	1 628	1 480	740
Sum seter	7 492	9 022	10 294	11 858	13 570	13 760
<i>Kapasitetsøkning</i>		<i>20 %</i>	<i>14 %</i>	<i>15 %</i>	<i>14 %</i>	<i>1 %</i>

*Tabell 10 fremtidig kapasitetsutvikling*

Når det gjelder terminalverdien i selskapet vil vi legge til grunn at selskapet fortsetter å vokse med en konstant vekstfaktor. Det er umulig å si noe sikkert om hvor mye selskapet vil vokse i et uendelig perspektiv. Dersom man legger til grunn en vekstfaktor lik forventet inflasjon, innebærer det en antagelse om at virksomheten kun skal opprettholde de verdier de har ved utgangen av beregningsperioden. Dette betrakter vi som et forsiktig og realistisk anslag på fremtidig vekst. Inflasjonsmålet i Norge er som nevnt 2,5 %, og vi legger dette til grunn for årlig vekst i terminalperioden, som starter i år 2015.

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

## 8.3 Beregning av fri kontantstrøm

### 8.3.1 Driftsresultat etter skatt

Utviklingen i driftsresultatet i beregningsperioden gjøres med basis i ovennevnte økning i kapasitet. Vi antar at historisk utnyttelsesgrad, som har vært rimelig konstant, også vil gjelde i fremtiden. Vi mener at virksomhetens planlagte kapasitetsutvidelse, vil fylle et behov i markedet. Dette baserer vi på resultatet av virksomhets- og bransjeanalysen. Vi legger til grunn at økningen i flykapasiteten øker inntekter og driftskostnader tilsvarende.

I terminalperioden vil vi anslå en driftsmargin som vi tror det vil være realistisk å oppnå i kalkylen av driftsresultatet etter skatt. I 2009 oppnådde Norwegian en driftsmargin på 7,85 %. Dette var rekord for virksomheten. Virksomheten får en oppdatert og moderne flyflåte med redusert drivstoffbehov i nær fremtid. Den strategiske analysen viser at virksomheten har et klart fokus på effektivitet og ressursutnyttelse. Sammen med etableringen av bank og mobiltelefoni tror vi at det er realistisk å oppnå en driftsmargin i terminalperioden som ligger i nærheten av rekorden i 2009. Vi velger å være litt mer forsiktig og legger til grunn en driftsmargin i terminalperioden på 7 %.

Norwegian reduserer leasingkostnadene etter hvert som de går fra å lease til å eie størsteparten av flyflåten. Dette vil påvirke resultatet positivt og korrigeres for i fremtidig resultatbudsjett. Beregningen er basert på gjennomsnittlig leasingkostnad per fly multiplisert med antall leasede fly per år i tiden frem til og med 2014.

Antatt utvikling i driftsresultat i beregningsperioden blir som følger (med 2009 som utgangspunkt):

NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	7 309 189	8 771 027	9 998 971	11 498 816	13 108 650	13 239 737	13 570 730
Driftskostnader	6 737 323	8 084 788	9 216 658	10 599 157	12 083 038	12 203 869	12 620 779
Antatt reduksjon i leasingkostnader	0	0	143 103	31 801	15 900	79 502	0
Driftsresultat	571 866	686 239	925 416	931 460	1 041 512	1 115 370	949 951
Skatt, 28 %	160 122	192 147	259 116	260 809	291 623	312 304	265 986
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>411 744</b>	<b>494 092</b>	<b>666 299</b>	<b>670 651</b>	<b>749 889</b>	<b>803 066</b>	<b>683 965</b>

Tabell 11 Fremtidig driftsresultat etter skatt

### 8.3.2 Avskrivninger

Avskrivninger er en kalkulatorisk kostnad som ikke medfører kontantutbetalinger. Dette innebærer at man må plusse på årets avskrivninger til driftsresultatet i beregningen av frie kontantstrømmer. Ettersom flyparken øker i størrelse, vil avskrivningene øke i takt med anskaffelsene.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

I følge årsrapporten for 2008 skal alle fly i henhold til regelverk for flytransportbransjen skifte visse komponenter etter en viss tids bruk. Virksomheten balansefører disse utskiftningene og avskriver verdien frem til neste periodiske vedlikehold. Flyene i seg selv har en økonomisk levetid på 30 år og avskrives lineært over denne perioden. Ovennevnte skulle tilsi at avskrivningsbeløpet er relativt konstant hvert år for hvert av flyene.

Når Norwegian i fremtiden reduserer antall leasingavtaler og i hovedsak går over til å eie flyflåten, vil de samlede avskrivningene øke. Vi har beregnet 30 års lineær avskrivning beregnet ut fra flyprodusentens priser på Boeing 737-800. Se i avsnitt 8.3.3 om investeringer og priser på fly. Avskrivningene blir som følger:

NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avskrivning	148 882	256 332	471 232	624 732	778 232	854 982	887 382

Tabell 12 Fremtidige avskrivninger

### 8.3.3 Investeringer

Som nevnt vil den største investeringen i fremtiden knytte seg til anskaffelse av nye fly. Kvartalsrapportene for 2009 viser investeringene gjort i løpet av året. Samlede utbetalinger som knytter seg til flykjøp er i følge rapporten 1 218 MNOK. Det fremgår at selskapet har kjøpt to fly samt forskuddsbetalt et beløp for resterende 46 flykjøp. Forskuddsbetalings størrelse er ukjent slik at det er vanskelig å estimere prisen på flyene ut fra selskapets rapporter. En undersøkelse av Boeings hjemmeside viser at et fly av typen 737-800 har pris mellom 72,5 og 81,0 mill USD ([www.boeing.com](http://www.boeing.com)). Dersom en legger til grunn samme vekslingskurs som Norwegian gjør i siste kvartalsrapport for 2009, dvs. 6,00 USD/ NOK, tilsier det en pris mellom 435 og 486 mill NOK per fly. Vi legger til grunn en gjennomsnittlig pris for de flyene Norwegian anskaffer, dvs. 460,5 mill NOK per fly. I 2015 legger vi til grunn at investeringene vil være i størrelsesorden det de var i første kvartal 2009 (multiplisert med 4), da ingen flykjøp inngikk i investeringene.

NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flyanskaffelser	7	14	10	10	10	5	0
Investeringer	3 223 500	6 447 000	4 605 000	4 605 000	4 605 000	2 302 500	324 000

Tabell 13 Fremtidige investeringer

### 8.3.4 Endringer i arbeidskapitalen

Arbeidskapitalen er som nevnt i regnskapsanalysen, differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det er anbefalt at arbeidskapitalen er positiv for at man skal kunne betale sine kortsiktige forpliktelser.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

I regnskapsanalysen så vi at arbeidskapitalen er i grenseland for hva som er forsvarlig. Gjennomsnittlig arbeidskapital i perioden 2001 til 2009 er 20 785 000 NOK. Vi benytter dette som utgangspunkt når vi skal beregne fremtidig endring i arbeidskapitalen. Vi antar at arbeidskapitalen øker i takt med økning i kapasiteten.

NOK 1000	2009 (snitt)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Arbeidskapital	20 785	24 942	28 434	32 699	37 277	37 650	38 591
Økning		4 157	3 492	4 265	4 578	373	941

Tabell 14 Fremtidig endring i arbeidskapital

### 8.3.5 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Av ovennevnte beregninger fremkommer frie kontantstrømmer i beregningsperioden i tabellen under:

NOK 1000	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsresultat etter skatt		494 092	666 299	670 651	749 889	803 066	683 965
+ Avskrivninger		256 332	471 232	624 732	778 232	854 982	887 382
- Investeringer		3 223 500	6 447 000	4 605 000	4 605 000	2 302 500	324 000
- Økning i arbeidskapital		4 157	3 492	4 265	4 578	373	941
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>		<b>-2 477 233</b>	<b>-5 312 960</b>	<b>-3 313 882</b>	<b>-3 081 457</b>	<b>-644 824</b>	<b>1 246 406</b>

Tabell 15 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Som en ser av beregningene vil ikke selskapet generere positive kontantstrømmer før etter beregningsperioden. Dette er et resultat av investeringene i flyflåten og innebærer at størstedelen av selskapets verdi er forankret i estimater som strekker seg utover selve beregningsperioden. Det kan hevdes å være en svakhet ved vår beregning, men som tidligere nevnt, velger vi å ha en beregningsperiode som er forankret i konkrete planer om investeringer og vekst. Om vi hadde lagt til grunn en lengre beregningsperiode, ville ikke resultatet blitt mer pålitelig ettersom vi uansett måtte ha lagt til grunn antagelser uten forankring i selskapets kjente strategiske valg.

### 8.4 Verdsettelse ved bruk av DCF- metoden

Som forklart i kapittel 4 finner man verdien av et selskap ved å summere de fremtidige kontantstrømmene diskontert med avkastningskrav til totalkapitalen, tillagt nåverdien av terminalverdien og fratrukket netto rentebærende gjeld.

Den matematiske modellen for å regne ut summen av de diskonterte kontantstrømmene ser slik ut:

$$\frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \frac{FCF_4}{(1+WACC)^4} + \frac{\left(FCF_5 + \frac{FCF_6}{WACC-g}\right)}{(1+WACC)^5}$$

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

WACC er avkastningskravet til totalkapitalen, beregnet i kapittel 5. Vekstfaktoren,  $g$ , er lik inflasjonsmålet på 2,5 %. Som tidligere nevnt innebærer det en antagelse om at virksomhetens kontantoverskudd vokser jevnt med den generelle prisveksten. Dette innebærer en realvekst på 0 % på lang sikt.

Beregningen blir slik (i 1000 NOK):

$$\frac{-2\,477\,233}{(1,0758)} + \frac{-5\,312\,960}{(1,0758)^2} + \frac{-3\,313\,882}{(1,0758)^3} + \frac{-3\,081\,457}{(1,0758)^4} + \frac{(-644\,824 + \frac{1\,246\,406}{0,0758 - 0,025})}{(1,0758)^5}$$

Dette gir følgende resultat:

PV av diskonterte fremtidige kontantstrømmer	4 730 404 813
Likvider ihht. kvartalsrapporten for 4. kvartal 2009	1 408 475 000
Rentebærende gjeld	1 583 000 000
<b>Verdi av egenkapitalen per 1.1.10</b>	<b>4 555 879 813</b>

Antall aksjer på beregningstidspunktet var i følge nevnte kvartalsrapport 34 209 858 aksjer. Våre forutsetninger og estimater tilsier at verdien på utestående aksjer per 1.1.10 er 133 NOK. Aksjekursen på dette tidspunktet var på 115,00. Dette innebærer en forskjell på omtrent 15 %.

Som tidligere nevnt, påpeker Brealy et al. (1998:97) at markedets vurdering av aksjekursen normalt er en riktig vurdering av verdien på det tidspunktet verdsettelsen foretas. En slik antagelse skulle tilsi at vårt estimat er feil og vi bør gå igjennom forutsetningene for våre beregninger om igjen. Thoresen (2006:109) hevder at dersom en finner at aksjekursen er mindre enn 20 % over- eller undervurdert relativt til DCF- verdien som vi har funnet, betyr det at det er hensiktsmessig å kjøpe eller selge. Vårt funn gir således ikke grunnlag for en kjøpsanbefaling ettersom avviket er på 15 %. Det er ingen signifikant forskjell på markedets vurdering og vårt estimat, og vi kan anta at aksjen er korrekt priset i markedet.

### 8.5 Verdsettelse ved bruk av P/E- metoden

En verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer, er preget av stor usikkerhet knyttet til budsjetteringen av kontantoverskuddene. Det kan således være fornuftig å kontrollere ved å benytte alternative metoder. Vi har valgt å benytte P/E- metoden som et alternativ med henblikk på å kunne si noe mer om verdsettelsen foretatt med DCF- metoden.



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

P/E- metoden innebærer som nevnt i kapittel 4, å finne verdien av aksjen ved å multiplisere et ordinært resultat med P/E- faktoren, angitt som forholdet mellom aksjens børsverdi og fortjeneste per aksje for et sammenlignbart selskap.

$$\text{Verdi} = (\text{Resultat før ekstraordinære poster} - \text{skatt}) \cdot \text{P/E- faktor}$$

Det er vanskelig å finne en P/E- faktor for sammenlignbare selskaper på Oslo børs. Til sammenligning hadde SAS i følge årsrapporten for 2009 negativ P/E- tall både i '08 og '09 noe som gjør P/E- faktoren ubrukelig.

Norwegians egen P/E- verdi funnet som forholdet mellom børspris på 115 og fortjeneste per aksje (utvannet), er 8,62.

En mulig metode for å beregne P/E-faktoren for en virksomhet, er å beregne den inverse verdien av realavkastningskravet etter skatt. Dette er en metode som Roar Hoff benytter i et eksempel i et kapittel i boka til Dahl et al. (1997:219). I følge Dahl et al. (1997:34) er dette ikke noe som uten videre kan gjøres, selv om det matematisk kan se slik ut. Thoresen (2006:111) hevder derimot at den inverse av P/E verdien justert for inflasjon kan betraktes som realavkastningen på en investering. En reversibel prosess vil være at P/E verdien er den inverse verdien av realavkastningskravet. Det kan synes som om dette er en anvendt metode, og vi vil gjøre en beregning basert på dette.

Fra kapittel 5 har vi opplysninger for å kunne beregne avkastningskravet etter skatt til egenkapitalen ved bruk av CAPM,  $E(r) = R_f \cdot (1-s) + [R_m - R_f \cdot (1-s)] \cdot \beta$ :

$$E(r) = 9,00 \%$$

$$\text{P/E} = (0,0900 - 0,025)^{-1} = \underline{\underline{15,37}}$$

Denne metoden gir en relativt høy P/E- verdi som vil ha store konsekvenser for verdsettelsen etter denne metoden (se tabellen under). Estimert verdi blir 201, dvs. 74 % over børsverdien.

Dagens Næringsliv opplyser på sine sider på internett at estimert P/E for Norwegian i 2009, 2010 og 2011. Avviket fra børskurs blir noe mindre sammenlignet med når man benytter den metoden over. Estimaten virker derfor noe mer realistiske. Se tabellen under for detaljer.

Dahl et al. (1997:34), har beregnet gjennomsnittlig P/E- verdi på Oslo børs til å være 10 de senere årene da boka ble gitt ut i 1997. Det er uvisst om dette tallet har relevans i dag, men aksjeverdien med dette tallet som multiplikator, avviker ikke mer enn 13 % fra børskurs. Det

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

kan tenkes at historiske snittverdier kan ha relevans ettersom tallet har tatt opp i seg alle positive og negative avvik. Dersom man antar at fremtiden har en tendens til å svinge rundt historiske størrelser, kan det tenkes at historisk gjennomsnittlig P/E- verdi er en relevant multiplikator.

I tabellen under har vi lagt til grunn de ulike P/E- tallene og beregnet virksomhets- og aksjeverdien på bakgrunn av P/E- metoden. Dette kan gi oss et sammenligningsgrunnlag for å vurdere om DCF- metoden har gitt oss en "akseptabel" verdi.

P/E-metoden	EPS		P/E	Ordinært resultat	Virksomhets verdi	Beregnet aksjepris	Avvik i % fra børskurs
	31.12.09 utvannet	Børsverdi					
<i>Beregningsmetode for P/E-faktor</i>							
Børspris/ utvannet EPS	13,34	115,00	8,62	446 251 000	3 846 991 379	112	-2 %
Inverse av realavkastningskrav til EK etter skatt			15,37		6 860 333 907	201	74 %
DN's estimat av Norwegians P/E for 2009			11,31		5 047 098 810	148	28 %
DN's estimat av Norwegians P/E for 2010			10,47		4 672 247 970	137	19 %
DN's estimat av Norwegians P/E for 2011			7,33		3 271 019 830	96	-17 %
Gjennomsnittlig verdi på Oslo Børs, Boye et al (s.34)			10		4 462 510 000	130	13 %

Tabell 16 Verdiestimer basert på P/E- metoden

P/E- metoden gir ulike verdianslag ut fra hvilket P/E- tall man benytter, men de fleste ligger over aksjekursen pr. 1.1.10. Det kan virke som om aksjen derfor var noe underpriset ved nyttår.

Verdien beregnet ved P/E- metoden gir samme inntrykk som verdien fremkommet i DCF- modellen. Vi antar med bakgrunn i estimatene, at børsverdien sannsynligvis var litt for lav den 1.1.10. Vi mener derfor at det går an å trekke en forsiktig slutning om at aksjeverdien vil stige noe på lang sikt.

### 8.6 Oppsummering av verdsettelsen

Som det fremgår over er det mange forutsetninger som legges til grunn i en verdsettelse. Forutsetningene er i stor grad skjønnsmessig fastsatt og medfører at verdsettelsen er forbundet med stor usikkerhet. Videre ser man at virksomhetsverdien fremkommet ved bruk av DCF- modellen, hovedsakelig knytter seg til terminalperioden. Her legger man ned betydelig mindre arbeid for å forstå verdiutviklingen enn man gjør i selve beregningsperioden. Bruk av superprofittmodellen, som er gjort kort rede for i teorikapittelet, har den styrken at terminalverdien utgjør en betydelig mindre andel av virksomhetens verdi (Gjesdal og Johnsen, 1999:173). Det kan tenkes at denne modellen ville gitt et mer pålitelig verdiestimat.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Vi mener dog at de forutsetninger som er lagt til grunn sannsynligvis er rimelige og gir et fornuftig verdiestimat av Norwegian sammenlignet med det markedet har gjort. Som tidligere nevnt kan man anta at dersom verdsettelsen avviker fra markedets verdsettelse, bør man se gjennom forutsetningene på ny. Det har vi gjort flere ganger. Vi antar at den virksomhetsverdien vi har kommet frem til, som overstiger markedets vurdering med 15 %, er et rimelig estimat. Dette understøttes av verdsettelsen utført med P/E- metoden.

Vi vil ikke si at dette gir grunnlag for en klar kjøpsanbefaling. Et verdiestimat som ligger innenfor 20 % av børskurs bør tolkes som at aksjen er riktig priset (Thoresen, 2006:165). Et avvik på 15 % betyr at virksomhetsverdien vi har kommet frem til ikke uten videre kan sies å være signifikant annerledes enn markedets vurdering. Vi tror likevel når man sammenholder med estimatene fremkommet ved P/E-metoden, at man kanskje kan oppleve en kursoppgang på sikt.

## 9 SENSITIVITETSANALYSE

### 9.1 Innledning

Verdsettelse er som nevnt flere ganger, forbundet med stor usikkerhet. Mange av de antagelser og forutsetninger som ligger til grunn for verdsettelsen vil lett kunne endres. For få en oversikt over faktorer som gir størst mulig utslag i verdien, kan man foreta en sensitivitets- eller følsomhetsanalyse. Man endrer på en rekke parametre som er forbundet med usikkerhet (Dahl et al., 1997:37), og ser på endringen på selskapets verdi. I det følgende gjør vi rede for noen faktorer vi mener er vesentlig for verdivurderingen av Norwegian.

### 9.2 Faktorer som påvirker verdsettelsen

Det er mange usikkerhetsfaktorer som påvirker verdien av virksomheten. Vi har i DCF-modellen lagt til grunn en rekke antagelser og forutsetninger som er forankret i analysene av eksterne og interne forhold. Et eksempel er knyttet til makrosituasjonen. En endring i den generelle konjunktursituasjonen vil kunne påvirke sentrale forhold i verdsettelsen. Det er tidligere nevnt at det diskuteres om man er på vei opp av lavkonjunkturen, eller om man har en situasjon som kan beskrives som om man befinner seg i midten av en "W". I så fall kan man forvente en ny lavkonjunktur som påvirker aktivitetsnivået generelt og de vekstforutsetninger vi har lagt til grunn for fremtiden

Som et utgangspunkt antar vi at veksten i beregningsperioden vil være slik vi har beskrevet ettersom dette knytter seg direkte til virksomhetens egne valg om økt kapasitet. Når det gjelder terminalperioden, har vi lagt til grunn at selskapet vil vokse i takt med forventet inflasjon. Denne forutsetningen er gjort med tanke på at virksomheten minst vil strebe etter å opprettholde de verdier som er skapt. Ettersom det aller meste av verdien i selskapet (i vår beregning) knytter seg til utviklingen i terminalperioden, vil endringer i vekstforutsetningene kunne gi et annet verdiestimat.

Andre forhold som kan inntreffe er endringer i oljeprisene. Dette påvirker Norwegian direkte ved at flyvirksomhet er storforbruker av oljebaserte produkter. Endringer i oljeprisene vil påvirke driftsmarginen, som igjen påvirker frie kontantstrømmer.

Endret rentenivå vil også kunne påvirke verdien av Norwegian. Som det fremgikk i den strategiske analysen, vil selskapet måtte gjeldsfinansiere store deler av fremtidige flykjøp. Man antar at på mellomlang sikt, vil gjeldsrenten øke. Lavkonjunktoren har medført redusert

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

rente og man antar at den må økes når forbruksveksten tar seg opp. Dette vil påvirke selskapets verdi gjennom at avkastningskravet til totalkapitalen vil endres.

Investorers oppfatning av risiko vil kunne endre seg. Dette påvirker fortjenesten man setter på investert kapital i form av endret avkastningskrav. Et eksempel på nettopp dette er markedsverdien av egenkapitalen i Norwegian som falt betydelig i 2008 (avsnitt 5.3.2).

Vi har foretatt en sensitivitetsanalyse som knytter seg til de faktorene som er nevnt over. Vi har valgt å endre enkeltfaktorer med +/- 1 % og holdt de øvrige konstant. Tabellen under viser ”ny” pris på aksjen og prosentvis endring i forhold til prisen funnet i DCF- modellen.

<i>Aksjekurs ved 1 % endring i:</i>	<i>Prisendring i %</i>	<i>-1 %</i>	<i>ingen endring</i>	<i>1 %</i>	<i>Prisendring i %</i>
Driftsmargin	-29 %	94	133	172	29 %
Vekstfaktor i terminalperioden	-63 %	49		259	95 %
Avkastningskrav til totalkapitalen	108 %	276		41	-69 %
Beta verdi	4 %	138		128	-4 %
Gjeldsrente	19 %	158		111	-17 %

*Tabell 17 Sensitivitetsanalyse*

Som vi ser i tabellen, endres aksjeprisen mest dersom en endrer på avkastningskrav og vekstforutsetninger. Tabellen viser at DCF- modellen er svært følsom for slike endringer. Avkastningskravet er basert på mange faktorer som er beregnet på basis av historiske verdier. Disse kan man ikke påvirke, men det viser at elementene i modellen må være korrekte for å unngå for store avvik i verdsettelsen. Når det gjelder vekstforutsetningen, så er den i vår beregning, forankret i det inflasjonsmålet man styrer etter i dag. Vi vet ikke om dette vil endres i fremtiden. Det har vært nevnt at skal man øke effekten av rentestyringsverktøyet, må man jobbe mot et høyere inflasjonsmål ([www.dn.no](http://www.dn.no)). Økt inflasjon vil påvirke vekstforutsetningen for at verdiene i selskapet skal opprettholdes. En endring vil gi seg store utslag i aksjeprisen dersom man benytter DCF-modellen. Utslaget ville sannsynligvis vært mindre dersom man benyttet superprofitmodellen.

Driftsmarginen vil også påvirke verdien i selskapet betydelig, men ikke i så stor grad som de nevnte faktorene. Driftsmarginen er påvirket av både interne og eksterne forhold. De eksterne forholdene vil ikke investorene kunne gardere seg mot, mens den bedriftsspesifikke risikoen vil man kunne eliminere gjennom en veldiversifisert aksjeportefølje.

Sensitivitetsanalysen viser at verdien av Norwegian er sterkt påvirket av eksterne forhold som videre har konsekvenser for vekst og avkastningskrav. Det er ikke mulig å påvirke disse, men som investor er det avgjørende at man har de eksterne faktorene under oppsyn.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Sensitivitetsanalysen viser også noe av det samme man kan lese ut av kursutviklingen til Norwegian; makroøkonomisk utvikling har stor betydning for investorer og deres vurdering av virksomhetens evne til å generere frie kontantstrømmer til eierne.

## 10 OPPSUMMERING

### 10.1 Innledning

Vi vil i dette kapittelet foreta en summarisk gjennomgang av de ulike kapitlene over. Vi vil forsøke å trekke frem hovedlinjene og henviser til det enkelte avsnitt for grundigere drøftelse av de ulike problemområdene. Vi kunne ha gitt kapittelet overskriften "konklusjon", men ettersom verdsettelse er sterkt preget av antagelser og forutsetninger vil oppsummering være et bedre ord for å beskrive våre funn.

### 10.2 Grunnlaget

Den mest korrekte måten å verdsette en virksomhet på er ved bruk av diskontert kontantstrømmodell, DCF-modellen, dvs. summen av fremtidige kontantstrømmer diskontert med en diskonteringsrate tilsvarende avkastningskravet til total kapitalen, tillegg en terminalverdi. Terminalverdien fremkommer gjennom å fastslå et normalisert resultat som vokser med en bestemt vekstrate til evig tid. Vi har benyttet Gordons formel for å beregne terminalverdien.

DCF-modellen fokuserer på de faktorer i virksomhetens drift som i fremtiden vil generere kontantstrømmer. De frie kontantstrømmene er den kapital som tilfaller eierne. En investor kjøper seg en rett til andeler av virksomhetens fremtidige kontantstrømmer. Svakheten med modellen er at det er stor usikkerhet forbundet med estimatene av de fremtidige kontantstrømmene. Videre fremkommer det meste av virksomhetsverdien i terminalperioden, dvs. i det evige perspektiv. Dette medfører at verdsettelsen svekkes ytterligere da det er umulig å si noe om fremtidig utvikling i et uendelig perspektiv. Det kan hevdes at superprofittmodellen vil gi et mer pålitelig estimat av virksomhetens verdi da terminalverdien ved bruk av denne modellen utgjør en betydelig mindre andel.

Vi har allikevel valgt å benytte DCF- modellen da denne modellen har god teoretisk forankring og er mye anvendt i praksis. Vi benytter i tillegg en multiplikator metode, P/E- metoden, for å kunne hente støtte til å vurdere om våre estimater i DCF- modellen er rimelige.

### 10.3 Vurderingspunkter og verdsettelse

#### Avkastningskravet

Avkastningskravet fremkommer ved bruk av WACC. De ulike elementene i modellen er hovedsakelig historisk forankret, slik som markedets avkastning, beta- verdi, risikofri rente og

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

virksomhetens gjeldsrente. Gjelds- og egenkapitalandel er beregnet ut fra rentebærende gjeld og markedets vurdering av egenkapitalens verdi.

Avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt er beregnet til å være 7,58 %.

Avkastningskravet utgjør diskonteringsraten i DCF- modellen.

### **Strategisk og finansiell analyse**

Den strategiske og finansielle analysen gir en oversikt over faktorer på makro-, bransje og virksomhetsnivå, som vi mener er vesentlig for virksomhetens evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden. Vi har viet mye plass til denne delen, fordi ingen kan si noe konkret om hva som vil skje i morgen. Man har holdepunkter for å kunne si at fremtidens prestasjoner har en tendens til å kretse rundt historiske resultater. En grundig analyse av fortiden er derfor viktig for å kunne gi et mest mulig riktig bilde av fremtiden.

I vår strategiske og finansielle analyse har vi funnet at til tross for varierende konjunktorell utvikling, har Norwegian klart å skape lønnsomhet. Vi tror at årsaken ligger i at ledelsen er konsekvent i forhold til kostnadslederstrategien. Man makter å holde kostnadene nede på et minimum og fortjenestemarginene har tilfalt kundene gjennom reduserte priser. Norwegian hadde omtrent halvparten av kostnadene per setekilometer sammenlignet med SAS. Dette er et resultat av en fleksibel organisasjon som har en klar exit- strategi dersom man ser at en flyrute er ulønnsom. Man har også opparbeidet en bedriftskultur som har fokus på ressursutnyttelse og kundeverdi.

Flybransjen er kapitalintensiv og lønnsomhetsmarginene er små. Man er eksponert for betydelig risiko knyttet til valuta og oljepriser. Norwegian benytter finansielle instrumenter for å dempe noe av virkningen. Dette skaper mer stabilitet og forutsigbarhet for investorer, noe som taler for at man kan legge en rekke positive antagelser om fremtidig verdiskapning til grunn i selve verdsettelsen.

### **Fremtidsregnskapet og verdsettelsen**

Vi har funnet at Norwegian vil ha netto utgående kontantstrømmer de nærmeste fem årene. Årsaken er betydelige investeringer i flyflåten. I terminalperioden antar vi at kontantstrømmene vil være positive og har en årlig vekstrate på 2,5 %. Dette innebærer en realvekst på 0 % gitt at inflasjonen vil ligge på 2,5 %, som er inflasjonen man styrer etter i Norge.



## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Vi har anslått verdien av Norwegians egenkapital den 1.1.10 å være 4 555 879 813 NOK. Fordelt på antall utvannede aksjer gir det en aksjepris på 133 NOK. Dette er 15 % over børskursen på 115,00 NOK.

Sammen med P/E- metoden synes det som om aksjen kan være noe underpriset på dette tidspunktet. Verdien vi har kommet frem til avviker ikke mye fra markedets verdsettelse, og vi kan anta at våre estimater er fornuftige. Det kan tenkes at markedet priser aksjen korrekt, og avviket gir ikke grunnlag for en klar kjøpsanbefaling. De ulike estimatene gir samlet en tro på at aksjekursen kanskje kan bevege seg noe oppover på sikt.

### **Sensitivitetsanalysen**

I sensitivitetsanalysen ser man at verdsettelsen av Norwegian er mest utsatt for endringer i vekstforutsetningen i terminalperioden og endring i avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet består av mange elementer hvis endringer alene ikke gir så store utslag.

Driftsmarginen er i hovedsak påvirket av bedriftsspesifikke forhold, men også eksterne forhold, spesielt oljeprisen. Norwegian benytter terminkontrakter på noe av innkjøpet av fuel. Effekten av dette er at svingningene dempes noe i ordinært resultat.

Sensitivitetsanalysen viser at verdien av virksomheten i all hovedsak er påvirket av makroøkonomiske forhold som ikke lar seg styre direkte. Dette er ikke særskilt for Norwegian; alle virksomheter påvirkes av makroforhold. Virksomhetsanalysen har allikevel vist at Norwegian har forbedret sine resultater til tross for nedgangskonjunkturen.

### **10.4 Avsluttende kommentar**

Verdsettelsen retter seg mot 1.1.10. Forutsetningene vil således ha forandret seg frem til dagen denne oppgaven skal leveres. Begrunnelsen for valg av dato er at man ved utgangen av 2009 har god tilgang på ulike informasjonskilder som regnskaper, meldinger og beretninger, statistiske data som renter og avkastningstall samt prognoser som er nødvendig for å kunne foreta en verdsettelse.

En verdsettelse er åpenbart ikke gjort i en håndvending. Refleksjon rundt ulike faktorer som kan ha vesentlig betydning for fremtidige kontantstrømmer, er avgjørende. Vi kan ikke si at vi har den nødvendige forståelsen av hva som er de viktigste verdidriverne i denne bransjen, men vi har støttet oss på litteratur som gir en rekke generelle betraktninger som sannsynligvis er aktuelle, også for Norwegian. Vi har benyttet ulike fagområder som har vært pensum i

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

bachelorstudiet. Verdsettelsesprosessen har således langt på vei vært en oppsummering av hva tre år ved Handelshøgskolen i Bodø har gitt av faglig påfyll og utvikling.

## Litteraturliste

### Bøker og artikler

Boye, Knut og Steen Koekebakker. 2006. *Finansielle emner*. 14. utgave. Oslo. J.W. Cappelen Forlag AS.

Brealy, Richard A., Stewart C. Myers, Franklin Allen. 2008. *Principles of Corporate Finance*. International Edition. New York. McGraw- Hill Companies Inc.

Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2001. *Finansiell økonomi*. 2. utgave. Gjøvik. Skarvet Forlag AS.

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. 1. utgave. Oslo. Cappelen Akademisk forlag as.

Dalland, Olav. 2007. *Metode og oppgaveskriving for studenter*. Oslo. Gyldendal Akademisk.

Framnes, Runar, Arve Pettersen og Hans Mathias Thjømøe. 2006. *Markedsføringsledelse*. 7. utgave. Oslo. Universitetsforlaget AS.

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag.

Grönroos, Christian. 2000. *Service Management and Marketing*. Chichester. John Wiley & sons Ltd.

Hoff, Kjell Gunnar. 2005. *Grunnleggende bedriftsøkonomisk analyse*. 5. utgave. Oslo. Universitetsforlaget.

Hoff, Kjell Gunnar, med bidrag av Iver Bragelien, Per Aksel Holving, R. Øystein Strøm og Erik Vea. 2009. *Strategisk økonomistyring*. Oslo. Universitetsforlaget AS.

Jacobsen, Dag Ingvar og Jan Thorsvik. 2007. *Hvordan organisasjoner fungerer*. 3. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Johannessen, Asbjørn, Line Kristoffersen og Per Arne Tufte. 2004. *Forskningsmetode for økonomisk- administrative fag*. 2. utgave. Oslo. Abstrakt forlag as.

Kinserdal, Arne. 2005. *Finansiell rapportering og analyse*. 13. utgave. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag.

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2005. *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. Fourth edition. New Jersey. John Wiley & Sons, Inc.

Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*. 2. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

NUES, Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse. 2007. *Norsk anbefaling - eierstyring og selskapsledelse*. Prosessen AS.

Dyrnes Sverre. 2004. Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*, 1: 43-52.

Roos, Göran, Georg von Krogh, Jonas Roos med Lisa Fernström. 2005. *Strategi - en innføring*. 4. utgave. Bergen. Fagbokforlaget.

Steigum, Erling. 2007. *Moderne makroøkonomi*. 1. utgave. Oslo. Gyldendal Akademisk.

Tellefsen, Jan Terje og John Christian Langli. 2005. *Årsregnskapet*. 8. utgave. Oslo. Gyldendal Akademisk.

Thoresen, Ole. 2006. *Verdsettelse av aksjer*. Oslo. Hegnar Media as.

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Internettsider

Statsobligasjoner- Norges bank

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_55495.aspx) 16.1.10

Renteutvikling- Norges bank

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_48208.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_48208.aspx) 11.2.10

Inflasjon- Norges bank

[http://www.norges-bank.no/templates/section\\_252.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/section_252.aspx) 15.3.10

Fremtidig inflasjonsmål

<http://www.dn.no/forsiden/kommentarer/article1851474.ece> 3.3.10

Krise i den vestlige verden - Dagens næringsliv

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1836990.ece> 11.2.10

Konjunkturtendenser - Statistisk sentralbyrå

<http://www.ssb.no/kt/> 18.2.10

Kursutvikling Norwegian - Oslo børs

[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt\\_ticker=NAS&newt\\_menuCtx=](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=NAS&newt_menuCtx=)  
1.1.20 18.2.10

SAS nær stupet

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1834956.ece> 23.11.10

Om Norwegian Air Shuttle ASA

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta1/historien/> 24.2.10

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Nye-aksjenoteringer/Norwegian-Air-Shuttle-ASA> 24.2.10

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/samarbeid-med-unicef/>  
4.3.10

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/the-share/dividend/> 15.3.10

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/presse/pressemeldinger/> 18.3.10

<http://e24.no/boers-og-finans/article3534926.ece> 22.3.10

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

<a href="http://flyfag.no/index.php/norwegian">http://flyfag.no/index.php/norwegian</a>	22.3.10
<a href="http://hsmmai.no/tag/bjorn-kjos/">http://hsmmai.no/tag/bjorn-kjos/</a>	23.3.10
<a href="http://www.regionstavanger.com/no/Produkt/?TLp=40533&amp;Norwegian-Air-Shuttle-ASA">http://www.regionstavanger.com/no/Produkt/?TLp=40533&amp;Norwegian-Air-Shuttle-ASA</a>	20.3.10
<a href="http://www.kundebarmeter.com/index.php?content=nkbres2009&amp;criteria=bransje">http://www.kundebarmeter.com/index.php?content=nkbres2009&amp;criteria=bransje</a>	29.3.10
<a href="http://m.aftenposten.no/article.htm?articleId=3546953">http://m.aftenposten.no/article.htm?articleId=3546953</a>	30.3.10
Om norsk luftfart	
<a href="http://www.regjeringen.no/upload/SD/Vedlegg/Luftfart/strategi_norsk_lufifart/Luftfartsstrategi.pdf">http://www.regjeringen.no/upload/SD/Vedlegg/Luftfart/strategi_norsk_lufifart/Luftfartsstrategi.pdf</a>	18.3.10
<a href="http://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2009/1028-2009/Sammendrag.pdf">http://www.toi.no/getfile.php/Publikasjoner/T%D8I%20rapporter/2009/1028-2009/Sammendrag.pdf</a>	20.3.10
Om bransjebeta	
<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>	23.3.10
Boeing 737-800 priser	
<a href="http://www.boeing.com/commercial/prices/">http://www.boeing.com/commercial/prices/</a>	15.4.10
P/E- faktor hentet fra Dagens Næringsliv på nett	
<a href="http://www.dn.no/finans/portal/estimates?context=oslo&amp;ticker=NAS&amp;category=estimates">http://www.dn.no/finans/portal/estimates?context=oslo&amp;ticker=NAS&amp;category=estimates</a>	20.4.10

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

## Appendiks 1

Makroøkonomisk modell for en liten, åpen økonomi (Steigum, 2007: avsnitt 10.3).

Modellens relasjoner:

$$(1) \quad Y = C + I + G + NX$$

$$(2) \quad C = a(Y - T) - nr + b \quad 0 < a < 1, b < 0, n > 0, b > 0$$

$$(3) \quad I = vY - hr + e \quad v, h, e > 0$$

$$(4) \quad NX = x_1 Y^* - x_2 \frac{1}{\varepsilon} - qY \quad x_1 > 0, q > 0, x_2 > 0$$

Vi antar full kapitalmobilitet og udekket renteparitet som kan uttrykkes ved sammenhengen:

$$(5) \quad r = \varepsilon^e \left( \frac{1}{\varepsilon} \right) + r^* - 1, \text{ hvis en antar at realkursen er } \varepsilon^e = 1, \text{ kan dette skrives som}$$

$$\left( \frac{1}{\varepsilon} \right) = r - r^* + 1$$

$Y = \text{BNP}$	$C = \text{privat konsumetterspørsel}$	$I = \text{private realinvesteringer}$
$T = \text{netto skatter}$	$t = \text{skattesats}$	$a = \text{marginal konsumtilbøyelighet}$
$NX = \text{netto eksport}$	$r = \text{realrente innenlands}$	$r^* = \text{realrente utenlands}$
$m = \text{kredittmultiplikatoren}$		$H = \text{basispengemengden}$
$q = \text{marginal importtilbøyelighet}$		$Y^* = \text{BNP/ etterspørsel utenlands}$
$\varepsilon = \text{realvalutakursen}$	$\left( \frac{1}{\varepsilon} \right) = \text{realkronekursen}$	

Forutsetninger i modellen:

Åpen økonomi, statisk modell, kort sikt, gitt produksjonskapasitet, all inntekt opptjenes i privat sektor, bare netto skatter, faste priser og lønn. (6) viser at det er likevekt i kapitalmarkedene.

På redusert form blir relasjonen slik:

$$(6) \quad Y = \frac{1}{1-a-v+q} [G - aT - (n+h+x_2)r + x_1 Y^* + x_2 r^* - x_2 + b + e]$$

I likevekt vil samlet etterspørsel være lik BNP, dvs. at høyresiden av likhetstegnet er lik venstre side. På grunn av likevekten i relasjonen, innebærer det at en endring på høyre side av

## Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

---

likehetstegnet medfører en endring på venstre side. Dette fremkommer av relasjonen på tilvekstform, hvor  $\Delta$  angir endring.

På tilvekstform blir relasjonen slik:

$$(7) \quad \Delta Y = \frac{1}{1-a-v+q} [\Delta G - a\Delta T - (n+h+x_2)\Delta r + x_1\Delta Y^* + x_2\Delta r^*]$$

Ved å se på korrelasjonen mellom de ulike parametrene, partiellederiveres (7):

$$(8) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1-a-v+q} > 0$$

Uttrykket viser at økt offentlig etterspørsel korrelerer positivt med Y. Dette innebærer en mulighet for staten å øke sin etterspørsel i nedgangs- og lavkonjunkturer for å dempe tilbakegangen eller øke veksten.

$$(9) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta T} = \frac{-a}{1-a-v+q} < 0$$

$$(10) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta r} = \frac{-(n+h+x_2)}{1-a-v+q} < 0$$

Uttrykkene (9) og (10) viser en negativ korrelasjon mellom hhv. skatten, T, og rentenivået, r. Dette innebærer at en reduksjon i skatt eller rente, øker veksten i BNP. Renteutgiftene og skatte vil frigjøre midler i husholdningene og bedriftene, som igjen øker konsum og investeringer. Rentereguleringer skjer gjennom pengepolitikken.

$$(11) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta Y^*} = \frac{x_1}{1-a-v+q} > 0$$

$$(12) \quad \frac{\Delta Y}{\Delta r^*} = \frac{x_2}{1-a-v+q} > 0$$

Utenlandsk konjunktursituasjon,  $Y^*$  og rentenivå,  $r^*$ , korrelerer positivt med norsk BNP. En økning i Y fremkommer gjennom at økt utenlandsk etterspørsel setter fart i norsk eksport. En økning i utenlandsk rentenivå vil resultere i en depresiering av NOK slik at norske varer og tjenester relativt sett blir billigere.



# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

## Appendiks 2- Markedsdata Oslo børs, OSEBX

(Kilde: Oslo Børs og Børsprosjektet ved NHH v/ Haakon Buer)

tradedate	security id	symbol	securityname	close
30.12.2003 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	170,97
30.01.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	183,95
27.02.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	202,07
31.03.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	193,77
30.04.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	188,23
28.05.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	191,64
30.06.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	204,55
30.07.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	201,71
31.08.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	203,7
30.09.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	219,31
29.10.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	213,48
30.11.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	232,43
30.12.2004 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	236,7
31.01.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	242,47
28.02.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	260,06
31.03.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	256,27
29.04.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	243,53
31.05.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	258,37
30.06.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	283,41
29.07.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	298,56
31.08.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	315,97
30.09.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	328,16
31.10.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	302,22
30.11.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	314,23
30.12.2005 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	332,51
31.01.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	355,2
28.02.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	366,06
31.03.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	396,3
28.04.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	407,02
31.05.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	381,43
30.06.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	376,44
31.07.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	380,99
31.08.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	382,17
29.09.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	371,59
31.10.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	402,69
30.11.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	412,99
29.12.2006 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	440,36
31.01.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	460,74
28.02.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	440,59
30.03.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	461,3
30.04.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	477,61
31.05.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	496,26
29.06.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	508,24
31.07.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	495,57
31.08.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	473,56
28.09.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	496,29
31.10.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	514,09
30.11.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	492,83
28.12.2007 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	490,83
31.01.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	393,87
29.02.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	427,11
31.03.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	411,99
30.04.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	463,22
30.05.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	497,25
30.06.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	463,45
31.07.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	424,05
29.08.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	425,73
30.09.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	318,38
31.10.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	244,8
28.11.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	219,87
30.12.2008 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	225,48
30.01.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	225,84
27.02.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	214,64
31.03.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	226,34
30.04.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	252,63
29.05.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	292,62
30.06.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	282,35
31.07.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	297,57
31.08.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	300,18
30.09.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	323,46
30.10.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	331,35
30.11.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	349,15
30.12.2009 00:00	798	OSEBX	Oslo Børs Benchmark Index_GI	371,56

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

## Appendiks 3- Markedsdata Norwegian Air Shuttle ASA

(Kilde: Oslo Børs og Børsprosjektet ved NHH v/ Haakon Buer)

tradedate	securityid	symbol	isin	security name	Aksjekurs ujustert, close price	Close price justert for kapitalhendelser og utbytte
30.12.2003 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	31	27,36
30.01.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	29,8	26,3
27.02.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	28	24,71
31.03.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	21	18,54
30.04.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	15,5	13,68
28.05.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	11,5	10,15
30.06.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	12,5	11,03
30.07.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	12,3	10,86
31.08.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	12,2	10,77
30.09.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	9,8	8,65
29.10.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	8,3	7,33
30.11.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	12,4	10,94
30.12.2004 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	13,5	11,92
31.01.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	13,6	12
28.02.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	15,5	13,68
31.03.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	16,3	14,39
29.04.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	19,6	17,3
31.05.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	24,7	21,8
30.06.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	25,9	22,86
29.07.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	29,9	26,39
31.08.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	44,5	39,28
30.09.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	63,25	55,83
31.10.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	63,5	56,05
30.11.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	67	59,14
30.12.2005 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	79	69,73
31.01.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	78,5	69,29
28.02.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	95,75	84,51
31.03.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	97,5	86,06
28.04.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	110,5	97,53
31.05.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	109,75	96,87
30.06.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	104,5	92,24
31.07.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	94,25	83,19
31.08.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	83,75	73,92
29.09.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	90	79,44
31.10.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	95	83,85
30.11.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	92,5	81,64
29.12.2006 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	93	82,09
31.01.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	94,75	83,63
28.02.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	87,25	77,01
30.03.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	91,5	80,76
30.04.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	115	101,5
31.05.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	127,5	112,54
29.06.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	119	105,03
31.07.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	120	105,92
31.08.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	126,5	111,65
28.09.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	122	107,68
31.10.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	161	142,11
30.11.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	158	139,46
28.12.2007 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	169	149,17
31.01.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	138	121,8
29.02.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	122	107,68
31.03.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	123	108,56
30.04.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	100	88,26
30.05.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	83	73,26
30.06.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	52,25	46,12
31.07.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	50,25	44,35
29.08.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	47,5	47,5
30.09.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	30,4	30,4
31.10.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	29,2	29,2
28.11.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	27,6	27,6
30.12.2008 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	36,9	36,9
30.01.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	39,9	39,9
27.02.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	34,9	34,9
31.03.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	35	35
30.04.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	47	47
29.05.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	56	56
30.06.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	45	45
31.07.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	59	59
31.08.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	67,5	67,5
30.09.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	114	114
30.10.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	163	163
30.11.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	131,5	131,5
30.12.2009 00:00	55463	NAS	NO0010196140	Norwegian Air Shuttle	115	115

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

## Appendiks 4- Konsernbalanse og -resultat, Norwegian 2004-2009

(Kilde: Års- og kvartalsrapporter fra Norwegian Air Shuttle ASA)

### CONSOLIDATED BALANCE SHEET

NOK 1000	2009	2008	2007	2006	2005	2004
<b>ASSETS</b>						
Total non current assets	2 719 118	1 604 395	1 068 393	367 103	173 209	167 234
Total current assets	2 302 846	1 574 489	1 262 705	694 841	500 965	288 671
<b>Total assets</b>	<b>5 021 964</b>	<b>3 178 884</b>	<b>2 331 098</b>	<b>1 061 944</b>	<b>674 174</b>	<b>455 905</b>
<b>EQUITY AND LIABILITIES</b>						
Total equity	1 601 710	897 369	508 273	260 727	170 425	158 274
Total liabilities	3 420 254	2 281 515	1 822 825	801 217	503 750	297 632
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>5 021 964</b>	<b>3 178 884</b>	<b>2 331 098</b>	<b>1 061 944</b>	<b>674 175</b>	<b>455 906</b>

### CONSOLIDATED INCOME STATEMENT

NOK 1000	2009	2008	2007	2006	2005
<b>Operating revenue</b>					
Total operating revenue	7 309 189	6 226 413	4 226 202	2 941 400	1 972 246
Total revenue	7 309 189	6 226 413	4 226 202	2 941 400	1 972 246
<b>Operating expenses</b>					
Operating expenses	4 318 731	4 456 667	3 171 818	2 368 636	1 504 338
Personel expenses	1 303 299	1 079 617	622 189	412 940	298 000
Other operating expenses	346 297	490 332	224 200	139 264	111 000
Total operating expenses	5 968 327	6 026 616	4 018 207	2 920 840	1 913 338
EBITDAR	1 340 862	199 797	504 395	200 897	184 501
Leasing	620 114	408 041	296 400	180 277	125 907
EBITDA	720 748	-208 244	207 995	20 620	58 594
Depreciation and amortisation	148 882	129 611	74 044	51 070	30 237
OPERATING PROFIT / LOSS (EBIT)	571 866	-337 855	133 951	-30 510	29 278
Net financial items	47 974	351 967	-29 949	-1 196	9 657
Profit/loss associated company	3 200	-8 773	-1 821	0	
Gain from sale of subsidiary			10 800		
NET RESULT BEFORE TAX (EBT)	623 040	5 339	112 981	-31 706	38 935
Income tax expense (benefit)	176 789	1 394	28 402	-9 709	10 955
<b>NET PROFIT/LOSS</b>	<b>446 251</b>	<b>3 945</b>	<b>84 579</b>	<b>-21 997</b>	<b>27 980</b>