



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

MASTEROPPGAVE

BE331E FINANSIERING OG INVESTERING

VERDIVURDERING AV NORWEGIAN
AIR SHUTTLE ASA

AUDUN RAINER BUSCH BONNIER

BODØ, 20.MAI 2014



Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en avslutning på studiet "Master of Science and Business ved Handelshøyskolen i Bodø, Universitetet i Nordland. På masterstudiet har jeg valgt en spesialisering i finansiering og investering. Jeg har verdt innom mange interessante emner og ved å skrive en masteroppgave om verdsettelse så føler jeg at jeg klarer å berøre mange av disse emnene.

Når jeg valgte å skrive en oppgave om verdsettelse var det viktig for meg å finne et selskap som var i vekst, i en attraktiv bransje og som kunne fange interessen min på flere områder. Ved å velge flybransjen så kom jeg inn i en bransje så mange har hørt litt om og mange har sterke meninger om. Det å velge Norwegian i flybransjen i Norge var veldig lett, fordi jeg mener at de er det klart mest attraktive selskapet når det kommer til det forretningsmessige. Måten Norwegian har opptrådd på og måten de ekspanderer med store investeringer gjør Norwegian svært interessant. Deres ambisiøse fremtoning sammen med det faktum at de er børsnoterte på Oslo Børs gjør Norwegian til et naturlig valg.

Det å jobbe med masteroppgaven har vært spennende, læringsrikt, stressende og frustrerende på en gang. Man har lært mye og prøvd å implementere mest mulig av dette inn i oppgaven på en fornuftig måte.

Jeg vil i tillegg takke min foreleser Frode Kjærland og min veileder Frode Sættem for hjelp underveis.

Bodø/Lepsøy, Os, 20. Mai 2014

Audun Rainer Busch Bonnier

Sammendrag

Denne masteroppgaven tar for seg en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter kalt Norwegian, basert på informasjon publisert av selskapet selv gjennom kvartals- og årsrapporter, men også andre offentlige publiserte artikler.

Oppgaven innledes kort med å fortelle om Norwegian og bransjen. Videre tar jeg for meg litt om ulike verdsettelsesteknikker, før jeg går igjennom den strategiske analysen. Her starter også verdsettelsen av Norwegian, med en ekstern analyse ved bruk av PESTEL-modellen, en gjennomgang av konkurransekraftene internt og eksternt ved bruk av Porters 5 Forces, og en intern analyse ved hjelp av SVIMA-modellen.

Jeg tar så for meg det historiske regnskapet til Norwegian og omgrupperer balansen slik at det passer bedre til en verdsettelse med investeringsorientert analyse. Dette hjelper meg å se bak de originale tallene og gjør det enklere å beregne de tallene som jeg trenger for å utdype mine beregninger.

Etttersom Norwegian er i en stor investeringsprosess har jeg kommet frem til at aksjen er kraftig undervurdert. Ved utgangen av 2012 var aksjekursen til Norwegian 143,90, mens jeg har etter mine beregninger kommet frem til at kursen burde være 224,56. Dette begrunnes av spesielt den store veksten som forventes med de store avtalene om flykjøp som Norwegian har gjort med Boeing og Airbus.

Jeg har utført en sensitivitetsanalyse for å understreke hvor sensitiv aksjekursen er for påvirkning. Dette fører til at jeg vil anbefale et kjøp av aksjen og ser ingen umiddelbare store hindre for at Norwegian ikke skal vokse stabilt de neste 3-4 årene.

Abstract

The purpose of this masterthesis is to perform a financial valuation based on strategic management accounting of the Norwegian airliner, Norwegian Air Shuttle ASA. This valuation is based on annualy and quarterly reports from the company in addition to other public articles found in newspapers and on the internet.

The thesis starts with a short introduction to the company and its history. I present some tecniques for valuation, and also start the paper with a strategic analysis. I start with internal and external analyses using PESTEL-method, SVIMA-method and Porters 5 forces model.

Furthermore, I regroup the company balance sheet to make it more suitable for an investor mindset. This will be helpful when i'm performing different calculations to do a better valuation of the company.

My findings are that the share is underestimated. By the end of 2012 the share was listed at Oslo Børs with a price per share of 143,90 and after my calculations the share should have been priced at 224,56 per share. The reason for this is largely that the company is growing steadily and have made huge investments to increase its profits. Especially the purchase of 222 new airplanes from Boeing and Airbus underlines this growth.

I have also performed a sensitivity analysis to underline how fragile and easy influenced the share price is. I would therefore recomend the share for purchasing and can not see any large obstacles for the companys growth the next 3-4 years.

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
Abstract	iv
Furthermore, I regroup the company balance sheet to make it more suitable for an investor mindset. This will be helpful when i´m performing different calculations to do a better valuation of the company.	iv
Innholdsfortegnelse	v
1.0 Innledning	7
1.1 Valg av tema.....	7
1.2 Hensikt og rammebestemmelser for verdsettelsen av selskapet	7
1.3 Avgrensning av selskapet	8
1.4 Definisjoner	8
2.0 Norwegian, aksjekurs og passasjerutvikling	10
2.1 Utvikling i aksjekursen	13
2.2 Passasjerutvikling	15
3.0 Verdsettelsesmodeller	17
3.1 Fundamental verdsettelse	18
3.2 Komparativ verdsettelse.....	19
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	20
3.4 Valg av metode	21
4.0 Strategisk analyse	22
4.1 Pestel analyse	23
4.2 Porters 5 forces	29
4.3 SVIMA - analyse	34
5.0 Omgruppering av balansen	39
5.1 Operasjonelle leasingforpliktelser	39
5.2 Omgruppering av balansen	40
5.3 Beregninger til omgrupperingen	41
6.0 Avkastningskrav	43
6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	43
6.1.1 Risikofri rente	44
6.1.2 Betaverdi.....	44
6.1.3 Markedets risikopremie	46
6.1.4 Utrekning av egenkapitalens avkastningskrav.....	46
6.2 Avkastningskrav netto finansiell gjeld.....	46
6.3 Beregning av WACC.....	47
7.0 Regnskapsanalyse	48
7.1 Kort om fremstillingen av regnskapstallene.....	48
7.2 Justering av regnskapstall	48
7.2.1 Andre inntekter (other income)	48
7.2.2 Pensjon	49
7.2.3 Andre gevinster / tap.....	49
7.2.4 Justering av regnskapsposter	49

7.2.5	Justerte tall på EBITDAR-nivå	50
7.3	Operasjonelle drivere	52
7.4	Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)	52
7.5	Antall betalte passasjerkilometer	53
7.6	Kabinfaktor	54
7.7	Destinasjoner	55
7.8	Flyflåte	57
7.9	Utvikling passasjertrafikk	59
8.0	Utvikling av flyflåten	61
8.1	Flyflåtens videre utvikling	61
8.2	Utvikling til operasjonelle drivere	62
8.2.1	Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)	62
8.2.2	Kabinfaktor	62
8.2.3	Antall betalte setekilometer (RPK)	62
8.2.4	Passasjerutvikling	63
9.0	Fremtidsregnskap	64
9.1	Inntekter	64
9.1.1	Passasjerinntekter	64
9.1.2	Supplerende inntekter	65
9.1.3	Andre inntekter	66
9.2	Kostnader	66
9.2.1	Salg og distribusjonskostnader	66
9.2.2	Oljepris og drivstoff	67
9.2.3	Flyplassavgifter	69
9.2.4	Håndteringskostnader	70
9.2.5	Kostnad teknisk vedlikehold	70
9.2.6	Andre fly- og operasjonskostnader	71
9.2.7	Lønnskostnader	72
9.2.8	Andre driftskostnader	72
9.3	Kostnader ved leasing	73
9.4	Arbeidskapital	75
9.5	Investeringer	76
9.6	Avskrivninger	78
9.7	Skatteprosent	79
9.8	Terminalverdi, selskapsverdi og verdi av egenkapital	80
10.0	Komparativ verdsettelse	82
10.1	Pris / Bok	82
10.2	Pris / Fortjeneste	83
10.3	Oppsummering komparativ verdsettelse	83
11.0	Sensivitetsanalyse	84
11.1	Terminal vekst / WACC	84
11.2	Beta, egenkapitalens avkastningskrav og WACC	85
12.0	Konklusjon	86
Litteraturliste		87
Bøker:		87
Internettkilder:		88
Andre kilder:		91

1.0 Innledning

I denne innledningen ønsker jeg å presentere hensikten med denne masteroppgaven, valg av tema, begrensninger i oppgaven, kildebruk og avgrensning av selskapet samt noen definisjoner.

1.1 Valg av tema

Begrunnelsen min for valg av tema er ganske enkel. Jeg valgte verdsettelse av en bedrift i all hovedsak på bakgrunn av min fagsammensetning hvor jeg synes at verdsettelse har vært noe av det mest spennende jeg har lært under masterutdanningen samtidig som jeg kan bruke en del av min spesialisering fra bachelorgraden min i markedsføringsanalysene som ligger til grunn i en del av verdsettelsesteorien. Valg av bransje falt ganske naturlig siden media de siste årene har hatt stort fokus på flybransjen både gjennom konkurranse og ved å sette søkelys på de kjøpsavtalene som har vært gjort av selskap i bransjen. At valget av selskap falt på Norwegian Air Shuttle ASA (heretter kalt Norwegian) er fordi de har hatt stor vekst, mye konkurranse innenlands med SAS og er i vinden på grunn av både positiv og negativ omtale både blant kunder og i media.

1.2 Hensikt og rammebestemmelser for verdsettelsen av selskapet

Hensikten med denne masteroppgaven er å gjøre en verdivurdering av selskapet Norwegian, og siden Norwegian er børsnotert vil det da derfor bety en vurdering av aksjeverdien til Norwegian per aksje, er denne under- eller over estimert. Dette vil jeg gjøre gjennom strategiske analyser, prognoser og regnskapsanalyse av faktiske tall som er fremstilt av Norwegian selv.

Alle verdsettelse som man setter i gang med vil ha sine begrensninger både når det kommer til tid og til informasjon. Dette gjelder spesielt ved et så stort selskap som Norwegian. Jeg har derfor valgt å bruke informasjonen som om jeg skulle vært en

ekstern konsulent. Det vil si at jeg kun bruker Norwegians egne offentlige informasjon som for eksempel kvartals-, halvårs- og årsrapporter fra Norwegian selv, men ønsker å utfylle dette gjennom diverse oppslag som Norwegian vil ha i media. Siden Norwegian fortløpende vil gi kontinuerlig informasjon både gjennom egne rapporter, samt det som media fortløpende kommer med så har jeg valgt å sette en informasjonsstopp 15. Mai 2014. De siste årsrapportene som jeg da kommer til å bruke kommer derfor i fra siste hele regnskapsår, altså 2012 siden regnskapet for 2013 ikke blir frigitt publisert før etter oppgaven er levert.

1.3 Avgrensning av selskapet

Verdsettelsen av Norwegian vil være på bakgrunn av årsrapportene til konsernregnskapet som tar med datterselskaper som driver med telefoni og bank. Selv om dette er selskaper som vil ha innvirkning på det totale konsernregnskapet så vil jeg fokusere denne oppgaven på flyselskapet alene siden det er der Norwegian i all hovedsak har sin inntjening.

Bank Norwegian og Call Norwegian er to små selskaper og usikkerheten rundt disse selskapene er så store at det ikke vil være riktig fra en ekstern posisjon og vurdere disse opp mot flyselskapet som man har mye større forutsetning for å kunne sette seg inn i og forstå tallene til.

1.4 Definisjoner

I denne oppgaven vil det være nødvendig og skille mellom de ulike typene selskaper. Jeg ser derfor nødvendigheten av å skille mellom lavpris flyselskaper (heretter kalt lavprisselskaper) og tradisjonelle flyselskaper. Jeg vil derfor forklare hva som legges i de forskjellige uttrykkene:

Lavprisselskap:

Det er i all hovedsak 2 ting som skiller lavprisselskaper fra tradisjonelle flyselskaper (<http://www.mylder.no/guide/views/582&temp=6&css=7>) :

- Flyreisene selges enkeltvis. Kjøper du en strekning med overgang (transfer) så er du selv pliktig til å sørge for at du rekker neste fly. Du får heller ingen rabatt ved å reise to strekninger etter hverandre.
- Som regel må du sjekke inn bagasjen din på nytt selv ved et flybytte. Den er sjeldent sjekket inn helt frem til destinasjonen.

Dessuten så vil mange tilleggstjenester være gebyrbelagte. Dette kan gjelde tjenester som plassreservasjon, mat, bagasje, ekstra bagasje, spesialbagasje osv.

Eksempler på lavprisselskaper kan være: Air Berlin, Blue1, EasyJet, FlyNordic, Norwegian og Ryanair.

Tradisjonelle flyselskaper:

Med tradisjonelle flyselskaper menes selskaper hvor man kan forvente enn viss mer service enn hos lavprisselskapene. De kalles ofte interline-selskaper. Det betyr at de tilbyr sammenhengende flygninger over store distanser, ofte med mellomlandinger. Dette gjøres ofte i samarbeid med andre flyselskaper innad i en samarbeidskjede. Star-Alliance er et eksempel på en slik gruppering. Det kan også være at samarbeidet gjelder over kortere distanser. (<http://www.mylder.no/guide/views/571&css=7&temp=6>)

Eksempler på selskaper som kan kalles tradisjonelle flyselskaper er: Air France, British Airways, Finnair, Icelandair, KLM, Lufthansa, SAS og Widerøe.

2.0 Norwegian, aksjekurs og passasjerutvikling

Norwegian Air Shuttle ASA ble etablert 22. Januar 1993. I de første 9 årene drev Norwegian med regionale flygninger på Vestlandet i nært samarbeid med Braathens S.A.F.E (Norwegian var en fortsettelse av Busy Bee som hadde avtale på disse rutene med Braathens S.A.F.E). Norwegian hadde da en flåte på 3 Fokker F-50 fly. I 2002 økte de selskapets flåte til å 6 Fokker F-50 fly. I slutten av 2001 fusjonerte imidlertid SAS og Braathens S.A.F.E til selskapet SAS Braathens (i dag SAS Norge). SAS Braathens så ingen grunn til å videreføre kontrakten til Norwegian og denne ble ikke fornyet høsten 2002. Norwegian leaset da i løpet av sommeren 2002 syv Boeing 737-300 fly og økte antall ansatte fra 110 til 294. 30. August 2002 fikk Norwegian sin driftstillatelse for flyene og første flygning gikk til fastsatt tid 2 dager senere. Norwegian begynte da å fly de 4 travleste rutene i Norge (Oslo – Stavanger, Oslo – Bergen, Oslo – Trondheim og Oslo – Tromsø). Dette ble gjort i direkte konkurranse med SAS Braathens. Norwegian ønsket da større oppmerksomhet og endret logo samt utseende på flyene til dagens mer velkjente røde neser og kjente personer på halevingene.

I 2003 utvidet Norwegian rutetilbudet sitt med ruter til Faro, Malaga og Murcia, samt at man fikk 3 nye innenriksruter i Nord-Norge. Siden den gang har rutetilbudet til Norwegian eksplodert og Norwegian tilbyr i mars 2014 416 ruter til 126 destinasjoner verden over. (<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/dette-er-norwegian/>)

I desember 2003 ble Norwegian registrert på Oslo Børs. Det var en vellykket introduksjon på børsen og den ble overtegnet sju ganger av den indikerte prisingen. Prisen per aksje var 32 kr, noe som ga Norwegian egenkapital på 250 millioner kroner. (<http://pub.nettavisen.no/nettavisen/na24/imarkedet/arkiv/article1878887.ece>) Basert på emisjonskursen var Norwegian verdsatt til 579 millioner kroner. Imidlertid så falt kursen på aksjen drastisk de første månedene etter børsnoteringen. Åpningskursen i desember 2003 lå på 29,57 mens den i oktober 2004 var helt nede i 6,75. Årsaken til nedgangen i aksjekursen er nok noe kompleks, men hovedårsaken antas å være priskrigen som Norwegian startet etter at SAS Braathens dumpet prisene på sine reiser på Sørlandet. SAS Braathens senket prisene til 323 kr for en enveis billett

på Sørlandet, mens Norwegian svarte med å tilby en enveisbillett på samme strekningen for 199 kr. (<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article222115.ece>)

Norwegian overlevde priskrigen og mot slutten av 2004 så ting mye bedre ut økonomisk for Norwegian og i 2005 leverte Norwegian for første gang et regnskap som gikk i pluss.

I 2007 ekspanderte Norwegian ytterligere. Norwegian kjøper først Fly Nordic fra Finnair, som bidrar til å styrke deres posisjon i markedet. De etablerer en egen base på Arlanda utenfor Stockholm. Samtidig inngår Norwegian en leasingavtale om 11 nye Boeing 737-800 fly. Dette ble etterfulgt av den største europeiske flybestillingen det året på 42 helt nye 737-800 HGW fly. Flyene skulle erstatte flåten Norwegian hadde på 23 leasede 737-300 fly og 4 leasede MD-80 fly. De første flyene ble levert i 2008 og de siste forventes å bli ferdigstilt i 2014.

Høsten 2007 starter Norwegian opp med sin egen nettbank med eget kredittkort, BankNorwegian, og våren 2008 følger Norwegian opp med et eget telefonselskap, CallNorwegian. Poenget med selskapene er å tjene såkalte "Cashpoints" som igjen vil gi billigere flybilletter hos Norwegian Air Shuttle dersom det er et kundeforhold i begge / alle tre selskapene.

I 2008 etablerte Norwegian en base på Rygge i håp om å kunne ta enda en større del av markedet i Skandinavia. Dessverre så kommer aldri kapasiteten opp på et slikt nivå at det blir lønnsomt og Norwegian velger derfor i 2012 og legge ned basen. I stedetfor velger de å satse tyngre på allerede eksisterende gode ruter.

I 2008 går også det danske selskapet Sterling konkurs. Norwegian ser dermed sitt snitt til å komme enda sterkere inn på det danske markedet og velger derfor å opprette en base på Kastrup utenfor København. De strategiske grepene må sies å ha vært en suksess da de i 2009 oppnådde sitt til da beste resultat med 448 millioner kroner i profitt etter skatt. Men dette tallet skulle vise seg å bli slått av årsresultatet i 2012 på 456 millioner kroner.

I 2009 forsetter Norwegian å utvide sin base på Kastrup. Norwegian øker antall stasjonerte fly ved flyplassen fra 7 til 9, samtidig som rutetilbudet blir kraftig forbedret og Norwegian tilbyr nå 39 ruter fra Kastrup.

I 2010 øker Norwegian den eksisterende ordren til Boeing med 15 737-800 fly. Disse skal leveres fra 2014-2016. Til sammen har nå Norwegian bestilt 63 slike fly fra Boeing (48+15). Samtidig så inngår Norwegian en leasingavtale med ILFC om 2 Dreamliner fly. Disse flyene er planlagt å bli brukt på Norwegians langdistanseruter og Norwegian forhandler om ytterligere 4-6 slike fly. Mot slutten av 2010 mottar Norwegian sitt første fly med Dreamliner interiøret Boeing SKY. Dette skal gi passasjerene en bedre reiseopplevelse. Dette interiøret vil være på alle fly som Norwegian får levert fra Desember 2010 og fremover.

I 2011 er Norwegian først ute med WIFI om bord på europeiske flygninger, tilbudet blir svært godt mottatt av Norwegians kunder og ved slutten av året har Norwegian fått installert WIFI på halvparten av sine fly.

Norwegian åpner også en base i Finland i 2011, dette gjøres både med innenlandsreiser i Finland og 11 utenlandsruter. Basen i Finland blir en suksess og genererer 1 million reisende allerede i 2011.

Samtidig inngår Norwegian en avtale om kjøp av 3 Dreamlinere og leasing av ytterligere en Dreamliner slik at Norwegian nå skal få levert 6 Dreamlinere. I tillegg inngår Norwegian en avtale med Boeing om 15 nye 737-800 fly med levering i 2015-2018. Slik at man nå er oppe i 78 737-800 fly som skal bli levert.

I 2012 fortsetter Norwegian med ekspansjonsplanene sine og gjennomfører den største flyordren i Europa noensinne. Denne består av totalt 222 nye fly fra Boeing og Airbus. I tillegg inngås det en avtale om at de skal få levert ytterligere 2 Dreamlinere slik at det totalt forventes levert 8 dreamlinere til Norwegian nå.

I 2013 starter Norwegian opp med film og tv-utleie om bord. Denne tjenesten er tilgjengelig på alle Norwegians fly som har WIFI-onboard. Norwegian lanserer også en ny langdistanserute til Fort Lauderdale fra København, Stockholm og Oslo. Samtidig som i mai 2013 foretok Norwegian sine 2 første langdistanseflyvninger til Bangkok og New York fra Oslo, og i November gjennomførte Norwegian flyvninger til Fort Lauderdale fra Oslo, Stockholm og København. Det lanseres også en langdistanserute fra Bergen til New York. I desember inngår Norwegian en avtale om å lease ytterligere 2 Dreamlinere.

I februar 2014 starter datterselskapet til Norwegian, Norwegian Air International Limited (NAI) opp i Dublin. Det inngås også kontrakt om ytterligere 4 nye Dreamlinere, slik at det er forventet levering på 16 Dreamlinere til Norwegian. Norwegian kåres også til både Europas og verdens beste lavprisselskap. (<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/var-historie/>)

2.1 Utvikling i aksjekursen

Siden introduksjonen i desember 2003 har Norwegian-aksjen sammen med Norwegian vært i rivende utvikling. Den har ofte blitt anbefalt til aksjonærer av meglere gjennom de siste 10 årene. Imidlertid så har SAS alltid blitt regnet som et større og sterkere selskap enn Norwegian, men i 2011 skjedde det imidlertid en ganske dramatisk skiftning fra meglerne med hensyn til de 2 selskapene.

Da ble nemlig investorer i flybransjen bedt av Nordeas aksjeeksperter om å selge sine aksjer i SAS, og kjøpe aksjer i Norwegian. Dette ble gjort fordi de mente at Norwegian i mye større del klarte å dra nytte av sine stordriftsfordeler. Dessuten er Norwegian flinkere til å senke driftskostnadene og besitter en vesentlig nyere flypark enn SAS, og Norwegian har mange flere nye fly på tur inn i sin flypark.

(<http://www.hegner.no/analyser/aksjetips/article630792.ece>)

Den grafiske fremstillingen under viser aksjekursutviklingen fra børsnoteringen i desember 2003 frem til 12. Mars 2014. Vi ser her helt klart de store svingningene som Norwegian har hatt det siste 10 året, fra bunnnoteringen 26. Oktober 2004 på 6,75 kr pr aksje til toppnoteringen 3. Juni 2013 på 311,50 kr per aksje.

Den første markante stigningen i aksjekursen ser vi andre halvdel av 2005 hvor aksjekursen går fra 22 kr til 69 kr pr aksje, altså en mer enn tredobling av aksjekursen i løpet av 6 måneder. Dette kan ha sammenheng med at Norwegian hadde en stor økning i passasjerantallet i løpet av 2005, sannsynligvis i forbindelse med utvidelsen av

rutenettet. Norwegian fraktet 3 289 769 passasjerer i løpet av 2005, sammenlignet med 2004 hvor de fraktet 2 073 736 passasjerer. En økning på 59 %.

(http://annualreport.norwegian.no/2009/eldre_rapporter/aarsrapport_norwegian05.pdf)



Tabell 2.1 Aksjekursutvikling i Norwegian 2003-2014 (Hegnar.no)

I 2007 ser vi igjen en økning i aksjekursen, dette må man se i sammenheng med oppkjøpet av Flynordic som ble gjennomført dette året. (<http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-kjoeper-flynordic/1752710>) Dessuten må man ta høyde for at oppstarten av BankNorwegian i 2007 og CallNorwegian tidlig i 2008 også hadde sine innvirkninger på aksjekursen i denne perioden.

I 2008 fikk Norge for alvor merke ringvirkningene av finanskrisen. Selv om vi ble spart for den verste krisen så vet vi at børsene følger de store konjunktorene i økonomien og denne finanskrisen ble ikke noe unntak. Vi ser av tabellen at aksjekursen til Norwegian var på sitt laveste på 3 år og ganske identisk med hva den var når Norwegian først gikk på børsen.

I 2009 hadde trenden snudd for Norwegian, noe som vi ser igjen i årsresultatet for Norwegian i 2009. Det var det beste året i Norwegians historie, med et overskudd etter

skatt på 446 millioner kroner. En ekstremt bra prestasjon av Norwegian med tanke på den krisen som resten av verden befant seg i og den lunkne temperaturen som var i flybransjen på denne tiden. Det var forventet en ganske solid nedgang bransjen sett under ett, ved at International Air Transport Association (IATA) forventet et tap på 11000 MUSD, mens Norwegian hadde en økning i sine resultater på 18%.

I 2011, 2012 og 2013 ser vi at aksjekursen til Norwegian har gått i taket. Det er ekstrem optimisme rundt Norwegian, det gjenspeiler aksjekursen hva Norwegian har investert disse årene. Store og historiske ordrer på nye fly er ting som sender aksjekursen i en positiv retning. I juni 2013 nådde aksjen sin foreløpige toppunkt med 311,50 kr pr aksje. Selv om det har vært en viss nedgang grunnet problemer med Dreamliner flyene så ser vi at disse nå blir ordnet opp i og Norwegian på nytt har en aksjekurs som beveger seg i positiv retning.

2.2 Passasjerutvikling

Siden Norwegian gikk på børs i 2003 har Norwegian hatt økning i passasjertallene sine hvert eneste år. Gradvis har de altså vokst seg større og større, og har tatt desto større andel av det totale markedet. I hovedsak skyldes veksten satsingen på flyflåten, det utvidede rutetilbudet (både i Norge og i utlandet) og frekvens på flygningene som gjøres.



I tillegg så har Norwegian som et lavprisselskap en veldig høy punktlighet på sine avganger (det vil si hvor mange avganger som går til fastsatt tid). Norwegian har som mål at 90 % av sine flygninger skal skje til fastsatt tid. Når Norwegian innfrir disse målene så hender det ofte at de faktisk har en bedre punktlighet enn SAS på innenlandsflyvningene i Norge.

Vi ser av diagrammet hvordan Norwegian har fått større og større innhugg i markedet for hvert eneste år som har gått. Man ser heller ingen bremsing av denne trenden. Norwegian har fortsatt en rekke fly som ikke er blitt leverte og man må regne med at disse blir brukte for å gjøre sine sterke ruter enda sterkere og muligens prøve å komme seg inn på enda flere strekninger som de foreløpig ikke er inne på.

3.0 Verdsettelsesmodeller

Etter å ha sett på Norwegian, bransjen og markedet så er det viktig å sy alt sammen for å kunne gjøre en verdsettelse av Norwegian. Jeg vil gå igjennom de 3 mest vanlige metodene for å verdsette et selskap før jeg begrunner mitt valg av metode.

Jeg har valgt å basere mine verdsettelsesmodeller etter boken "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies" (Koller, Goedhart and Wessels, 2005).

Det oppstår ofte situasjoner i en bedrifts livssyklus hvor det er viktig å foreta en verdsettelse av Norwegian. Det mest vanlige er ved aksjetransaksjoner (kjøp/salg av aksjer), fisjon/fusjon og ved oppkjøp av Norwegian. Det kan også være hensiktsmessig å foreta en vurdering av Norwegian når en ny generasjon overtar (for eksempel i familieforetak).

Når man skal foreta en verdsettelse av et selskap, så er det fortrinnsvis tre metoder som er aktuelle:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

De forskjellige modellene krever forskjellig bidrag både i arbeidsmengde og tidsbruk. Det kommer som regel an på hva verdsettelsen skal brukes til når man bestemmer seg for hvilken metode man skal ta i bruk.

Jo større oppkjøpet/overtagelsen er, jo mer tid og arbeid må man legge ned i verdsettelsen. Det kan ofte være slik at metodene kan fungere godt alene, men de aller beste resultatene vil man få dersom man kombinerer alle tre verdsettelsesmetodene. Jeg vil nå kort gå igjennom hver teknikk før jeg gir min forklaring på metoden jeg har tenkt å bruke i denne oppgaven.

3.1 Fundamental verdsettelse

Ved bruk av en fundamental verdsettelse så bruker man de fundamentale verdiene til selskapet, dette kan gjelde både regnskapstall, budsjettall og utsikter selskaper har for fremtiden. Dette er en svært detaljert analyse av selskapet og alle ressursene til selskapet. Etter at man har fått utarbeidet analysen så prøver man å utarbeide analyser om fremtiden, både inntekter og kostnader, dette gjøres for å komme frem til fremtidsregnskap og kontantstrøm som igjen bruker for å verdsette selskapet. Denne metoden er svært tidkrevende og krever i tillegg store ressurser.

Det finnes to hoveddeler av fundamental verdsettelse, egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

Når man skal bruke egenkapitalmetoden finner vi først den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE). Denne skal så diskonteres ved hjelp av et egenkapitalkrav, dette kan gjerne finnes ved hjelp av CAPM-modellen. Man må imidlertid være obs dersom kapitalstrukturen i selskapet skulle endre seg. Da vil også egenkapitalkravet endre seg og metoden vil kunne være vanskelig å gjennomføre.

Siden denne metoden kan vise seg vanskelig å gjennomføre så er det derfor ofte mer vanlig å bruke den frie kontantstrømmen til total kapitalen (FCFF).

Total kapital kan defineres alle typer kapitalyttere, egenkapital, gjeld og andre kapitalforpliktelser. Ved bruk av FCFF så blir kontantstrømmen neddiskontert ved hjelp av et veid avkastningskrav til total kapitalen (WACC), subtrahert netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Når man bruker denne metoden så unngår man problemene som oppstår ved endring i kapitalstrukturen, alle kontantstrømmene er nominelle og beregnet etter skatt. Man tar her forutsetningen om at teorien til Miller og Modigliani holder stikk.

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBITDAR
-	Leasing
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Avskrivninger
+	Kalkulasjonsrente på leasing etter skatt
-/+	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	CAPEX fra fly
-	Endring i leasingforpliktelse
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 4.1 Fundamental verdsettelse

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, også kalt multippelverdsettelse, er en mindre tidkrevende metode og krever også mindre ressurser enn en fundamental verdsettelse. Det er også derfor at metoden som oftest blir brukt av analytikere. Komparativ verdsettelse sammenligner selskapet med andre lignende selskaper (disse kalles peer group) for å finne verdsettelsen til selskapet. Dette gjøres ved å regne ut såkalte "multipler" på flere lignende selskaper og på denne måten får man god oversikt over hva selskapet er verdt.

Det er ulike multipler som kan brukes avhengig hva slags selskaper man ønsker å verdsette. P/E multiplen er den som oftest blir brukt. P/E er en forkortelse for Price/Earnings og sier noe om forholdet mellom prisen og fortjeneste pr aksje, i en gitt tidsperiode, gjerne siste regnskapsår.

Ved en høy P/E så forventer markedet at selskapet skal ha høy vekst og høyere resultater de nærmeste årene, mens ved en lav P/E så forventer markedet at selskapet skal ha lav vekst og resultater de nærmeste årene. Imidlertid så er denne multiplen avhengig av kapitalstruktur og det kan være kompliserende når man skal sammenligne ulike selskaper. Derfor er det også vanlig å bruke en annen multipl, EV/EBIT (DA). Denne ser på hele inntjeningen til all kapital i selskapet og styrer derfor unna dette problemet.

Det finnes også flere ulike andre multipler som brukes. Pris/bok multippelen kan gi indikasjoner på om selskapet er under eller overvurdert. Det kan også si litt om den historiske prisingen av markedet. Pris/salg er en annen multipl som brukes ofte. Dette er en inntektsmultipl og den brukes ofte i forbindelse med selskaper som har negativt resultat eller er ny oppstartet. Det er imidlertid vanskelig å få helt eksakte tall som kan brukes på tvers av selskaper, perioder eller bransjer. Det finnes derfor multipler som er spesifikt designet til ulike bransjer. Man kan for eksempel finne ut hva en nettkunde er verdt hos et tv-selskap (for eksempel hver kunde hos tv2 sumo), eller en multipl som teller antall "hits" en nettside har i en periode. For eksempel hvis en bransje er overpriset og nye selskaper etablerer seg med en prissetting lik den som allerede finnes i bransjen så vil man over tid kunne dra opp verdsettingen av bransjen generelt.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Den siste metoden for verdsettelse er opsjonsbasert verdsettelse. Her ser man på de ulike mulighetene som selskapet står ovenfor i fremtiden. Alle selskaper har muligheter for utvidelser, nedleggelse og ulike investeringer avhengig av hva slags selskap det er. Det som er viktig med denne verdsettelsesmetoden er å kunne se at fleksibilitet har egenverdi. Metoden blir ofte brukt når selskaper er i en oppstartsfase, skal utvikle seg eller ekspandere. Det kan gjelde både teknologiske fremskritt, men også større utfordringer som selskapet står ovenfor og har mulighet til gjennomføre. For Norwegian sin del så kan slike utfordringer ha blitt gjennomført ved hjelp av denne metoden for eksempel når de skulle investere i sin store nye flypark. Da måtte man se på hvordan man skulle få finansiert kjøpene, tidsaspektet som kjøpet innebar og hvordan de skulle implementeres

i den eksisterende flyflåten på en best mulig måte. Ved å bruke metoden så vil man kunne se hva selskapet er verdt i dag og hva selskapet vil være verdt når man har fått hele bestillingen implementert i sin flypark.

3.4 Valg av metode

Siden man har et bredt grunnlag for en analyse av Norwegian så ønsker jeg i all hovedsak å bruke fundamental verdsettelse når jeg verdsetter selskapet.

Når jeg først velger å bruke fundamental verdsettelse så ønsker jeg å bruke total kapitalmodellen, grunnlaget for å gjøre dette er at denne modellen er enklere enn de andre modellene og har mindre svakheter enn de andre modellene.

I min fundamentale verdsettelse av Norwegian ønsker jeg å foreta en strategisk analyse av både Norwegian og bransjen. Samtidig skal jeg omgruppere balansen for å finne netto finansiell gjeld samtidig som jeg estimerer avkastningskravene og analyserer både regnskapstall og statistikker på tall fra bransjen. Til slutt ønsker jeg å se på fremtidsregnskapet og estimere den frie kontantstrømmen til total kapitalen.

4.0 Strategisk analyse

Hensikten med en strategisk analyse av Norwegian er å kunne estimere fremtidsregnskapet, dette gjøres sammen med de historiske regnskapstallene. I en strategisk analyse ønsker jeg å belyse både interne og eksterne forhold for Norwegian, herunder både bransje- og Norwegian s ressurser.

En strategisk analyse av Norwegian er et viktig redskap når man skal gjennomføre en fundamental verdsettelse av Norwegian. Den strategiske analysen er veldig viktig når man skal danne et bedre grunnlag for prognosene og også den endelige verdsettelsen av Norwegian. Den strategiske analysen består både av en intern analyse av Norwegian og en ekstern analyse av bransjen.

Den strategiske analysen danner også fundamentet og større kunnskap for å kunne verdsette Norwegian. For at et selskap skal kunne ha en lønnsom drift så må Norwegian oppnå en høyere avkastning enn avkastningskravet (Barney, 2010). Hvis Norwegian klarer dette så kan det skape en bransjefordel, det kan også skape en ressursfordel sammen med bransjefordelen eller bare ressursfordelen alene.

4.1 Pestel analyse

Pestel – analysen tar for seg 6 ulike forhold som har direkte innvirkning på selskapet. Disse forholdene er de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske (Roos et. Al, 2005). Bakgrunnen for å gjøre en slik analyse er å se hvilke forhold som har mest relevans for selskapet nå og i fremtiden slik at jeg kan justere verdsettelsen ut ifra disse forholdene.

Politiske forhold:

I Norge og EU ser man at det finnes mye politisk stabilitet, dette gjør at styreformen, maktstruktur og byråkrati kan komplisere en endring i Norwegians rammevilkår. Den politikken som føres både i Norge og Europa er relativt stabil og det er derfor veldig usannsynlig at det vil skje endringer på kort sikt som vil kunne utgjøre en veldig stor forskjell for Norwegian.

På lengre sikt er det større usikkerhet over hva som vil kunne skje på det politiske plan, det som virker sannsynlig ut fra dagens situasjon er at det kan bli innført høyere avgifter på CO₂. Dette vil i så fall bli forhandlet frem gjennom internasjonale avtaler.

Det finnes fortsatt stor politisk uro spesielt i eurosonen etter finanskrisen, dette gjelder først og fremst EU landene og har liten innvirkning på Norwegian som selskap, selv om de skulle få innvilget flyttingen sin til Irland. Norwegian har investert i mange fly den siste tiden som skal ha mindre CO₂ utslipp enn konkurrerende fly og dermed skal de skape et konkurransefortrinn når CO₂ avgiftene blir økt. Norwegian mener selv at de har en av de grønneste flåtene i hele flybransjen (<https://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/>)

Nasjonalt er vi inne i første året av den nye regjeringen bestående av høyre og FrP med støtte fra KrF og venstre. Det har allerede blitt gjort en del kutt i skatter og avgifter, og man forventer at denne trenden vil fortsette i alle fall de neste tre årene hvor de sitter i posisjon, kanskje i nye 4 år dersom partiene blir gjenvalgt til makten. Endringene som har kommet har først og fremst berørt selskapskatt og personskatt, selve avgiftsnivå

som vi har i Norge vil det ikke gjøres store endringer med selv om det er Frp som sitter med makten.

Det som har fremstått som Norwegians største utfordring er bruken av utenlandsk arbeidskraft på sine langdistanseflygninger. Spesielt når det kommer til lønnskostnader så vil det være viktig for Norwegian å få implementert utenlandsk arbeidskraft for å være i stand til å konkurrere med utenlandske selskaper hvis man tenker utelukkende på lønnskostnadene.

Bjørn Kjos har truet staten med å flytte hele organisasjonen sin til utlandet dersom det offentlige ikke klare å få plass nye regler som gjør at Norwegian kan implementere slikt personell (<http://e24.no/naeringsliv/norwegian-truer-med-utflagging-over-fagforeningskravene/20276424>). Dessverre for Norwegian så har regjeringen valgt å ikke endre forskriftene for utenlandske arbeidstakere så foreløpig så står denne saken rimelig i stampe.

Økonomiske:

I flybransjen som i de fleste andre bransjer er avhengig av hvordan den globale økonomien fungerer. Dette så vi spesielt under finanskrisen da kundene ikke kunne ta seg råd til like mye "bonusreiser" som de gjør når økonomien går godt. Selv om det nok kunne gått betydelig verre for Norwegian dersom hovedmengden av aktiviteten deres ikke var på norsk jord, ettersom den norske økonomien var en av de som tok minst skade av finanskrisen.

Nordmenn er et reiseglad folk og den lave renten sørget for å holde kjøpekraften hos befolkningen oppe, det samme rentenivået så vi også i resten av Europa. Det store problemet for flyselskapene er at når man vet at det er en finanskriser så er det få som tørr å bruke store mengder penger på luksusvarer, slik som en storbyferie kan være, noe som Norwegian i utgangspunktet tjener gode penger på.

En slik finanskriser vil derimot kunne skape større implikasjoner for Norwegian nå som de er kommet inn på markedene til både USA og Asia. I disse regionene er svingningene i økonomien mye større og det merkes mye bedre, spesielt siden forskjellen på fattig og

rik i disse regionene er mye større enn i vestlige Europa. Det er også verdt å merke seg at en del av gjelden til Norwegian er i utenlandsk valuta så det er viktig at denne ikke fordyrer seg sett mot norske kroner.

Oljeprisen er også noe som preger flybransjen, spesielt siden dette angår drivstoffprisene til selskapene, som igjen kan sørge for lønnsomheten til enkelte ruter. På mange ruter så kan selskapene ha mindre marginer enn på andre ruter og dermed vil en økning i oljeprisen også kunne gi høyere drivstoffpriser, noe som vil kunne redusere inntjeningen og dermed gi enkelte ruter negativ inntjening. Det ser imidlertid ut som oljeprisen vil falle de neste årene, noe som er gode nyheter for flybransjen, som da vil få en høyere inntjening ([http://www.offshore.no/sak/35851 - oljeprisen kan falle til neste opptur](http://www.offshore.no/sak/35851-oljeprisen-kan-falle-til-neste-opptur)).

Når man ser på de økonomiske forholdene til Norwegian under ett så er det viktig å notere seg at Norwegian driver i en bransje som er følsom for konjunkturer. Både når det kommer til økonomien til privatpersoner, men også følsomheten til endring i oljeprisen.

Det at Norwegian også har stor interesse i valutakurser gjør at Norwegian hele tiden må være observant på utviklingen i økonomien i andre deler av verden for å sørge for at de ikke går på unødvendige store tap med tanke på valutaendringer.

Sosiale (sosiokulturelle):

Norwegian påvirkes også i stor grad av sosiokulturelle forhold. Dette gjelder forhold som for eksempel, demografi, befolkningsvekst, forhold til å fly, utdanning og tilgang til flyplasser.

Vi vet at det er befolkningsvekst de fleste steder i den vestlige verden, i hovedsak på grunn av uroligheter andre steder i verden, og dette skaper flyktninger. I de rikere landene opplever man også at man får arbeidsinnvandring for å dekke behovene som landet selv ikke klarer å dekke. I Norge kan dette sees spesielt godt i rengjøringsbransjen og i transportbransjen (buss, taxi, osv.). Befolkningsveksten gjør at det skapes en større mulighet til å fylle avganger til gitte destinasjoner siden det er flere mennesker å fordele ruten på. Men også av det faktum at vi lever lengre gjør at flere

(spesielt pensjonister) ønsker å reise til varmere steder i lengre perioder. Fra Norge gjelder dette spesielt til områder som Gran Canaria på vinterhalvåret. Noen reiser bare ned til jul eller nyttår. Mens andre igjen reiser i oktober og blir til april.

Så hvis man ser de sosiokulturelle forholdene under ett så vil man kunne se det som positivt for flybransjen. Takket være internettsalg og en stadig mer hverdagslig holdning til flyreiser så reiser folk mer. Globaliseringen fortsetter og dette gjør at flyreiser blir stadig mer populære og nødvendige. Og hvis vi ser på norske forhold så vet vi at Norge er et såpass velstående land at befolkningen kan ta seg fri for å reise på weekendturer til byer rundt om i Europa.

Teknologisk:

Flybransjen er i frontsetet når det kommer til teknologisk utvikling. Det er viktig for bransjen å hele tiden være i front for å skape seg konkurransefordeler både innad i bransjen, men også mot andre bransjer. Vi ser kanskje spesielt denne utviklingen på den nye flåten som Norwegian har bestilt. Den blir omtalt som en grønnere flåte, den skal både slippe ut mindre CO₂, men den skal også bruke mindre drivstoff. Dette gjelder spesielt de nye dreamlinerflyene. I fremtiden vil det nok også være stor bruk for denne teknologien ettersom samfunnet er veldig observant på høye CO₂ utslipp og det vil være ønskelig at man klarer å holde utslippene til flyselskapene på et minimum. Dette vil spesielt være viktig når man begynner å se på sammenligningen med andre bransjer. Vil man velge fly eller høyhastighetstog mellom 2 store europeiske byer hvis man måtte velge?

Vi har også sett at flybransjen har effektivisert billettbestillinger gjennom å gjøre dette til en fullstendig internettskjefte.

Norwegian var også det første flyselskapet i Europa som lanserte WIFI-onboard. Dette gjør det mulig for passasjerene og logge seg inn på et WIFI nettverk slik at de kan surfe, være på sosiale medier eller for forretningsreisende å jobbe bedre mens de sitter på flyet (<https://www.norwegian.no/Nyttig-pa-reisen/Reisetjenester/wifi/>).

Det vil alltid være viktig for flybransjen å være i forkant av endring. Dette gjelder både energieffektivisering, kostnadsbesparelser og andre miljømessige krav som vil bli satt frem til flybransjen kontinuerlig i fremtiden. Jeg tror at det viktigste for denne bransjen i fremtiden vil være å satse på miljø og fullautomatiserte løsninger for flyselskapene.

Miljømessige:

Når man skal se på de miljømessige faktorene så må man se på hvordan forandringer i miljøet eller holdningene til miljøet, vil påvirke flybransjen (Johnson, Scholes & Wittington, 2005). Hvis vi ser på flybransjen vil dette kunne være mye av det ekstremværet vi har sett mer av de siste årene, forskjellige askeskyer som kan oppstå ved vulkanutbrudd, men også samfunnets holdning til miljøspørsmål.

Ved større naturkatastrofer så vil vi kunne se at flybransjen vil bli rammet både tidsmessig, men også finansielt. Ved vulkanutbruddet som var på Island og den påfølgende askeskyen så ble Norwegian hardt rammet og måtte innstille 2000 avganger rundt omkring i Europa, i tillegg til det finansielle tapet Norwegian fikk på 100 millioner kroner (<http://www.nettavisen.no/na24/2898946.html>).

Det er lett å si at slike naturkatastrofer ikke inntreffer ofte og derfor kan man ikke legge for stor vekt på de, men sannheten er at ustabiliteter i været gir både forsinkelser og innstillinger som vil kunne gi bransjen et problem sammenlignet mot andre transportbransjer.

I 2012 innførte staten også klimakvoteplikt for flyreiser på alle reiser i Norge, Europa og Eu. Dette ble gjort for at selskapene selv skulle kunne minke sine utslipp. På denne måten så blir avgangene også færre, men flyene blir også fullere. Dette gjør også at selskapene tenker nye veier når det kommer til miljø og dette sies det noe om fra Norwegian etter sine innkjøp har den grønneste flyflåten i Europa.

Juridiske:

De juridiske forholdene sier litt om lover og regler som bransjen som helhet må innfinne seg under. Dette gjelder både lover for bransjen, men også for samfunnet generelt. I tillegg til de lovmessige endringene vi allerede har nevnt som dette med avgifter på CO₂ utslippene til Norwegian og endringen av utenlandsforskriften slik at man lettere kan bruke billigere utenlands arbeidskraft på langdistanseflyvninger, så må man se på den generelle norske lovgivningen. Denne gjør at arbeidstakere har en veldig sterk posisjon, dette gjelder spesielt diskriminering, arbeidsregelverk og HMS lovgivningen.

Klimakvotene som regjeringen satte i kraft i 2012 er et eksempel på nye lover som kommer for å holde selskapene litt i tøylene når det gjelder utslipp. Det er derfor forventet at man vil se flere slike lover tre i kraft både fra norske, men også europeiske myndigheter. Dette vil kunne gi ringvirkninger for bransjen, men det vil også nye lover rundt arbeidslover og forbrukere kunne gi.

Oppsummering:

Når man legger denne Pestel – analysen til grunn så vil jeg påstå at de to hovedgruppene som vil ha innvirkning på Norwegian i tiden fremover er økonomi og miljø.

På den miljømessige tenker jeg først og fremst på utfordringene som bransjen står over for i forhold til strengere utslippskvoter, hvordan kundene tenker på miljøet og hvilke lover og regler som trer i kraft.

På den økonomiske delen så tenker jeg hovedsakelig på oljeprisutviklingen og konjunktorene i økonomien generelt. Dette vil ha innvirkning på økonomien til passasjerene til Norwegian og også innvirke direkte på drivstoffprisen til Norwegian.

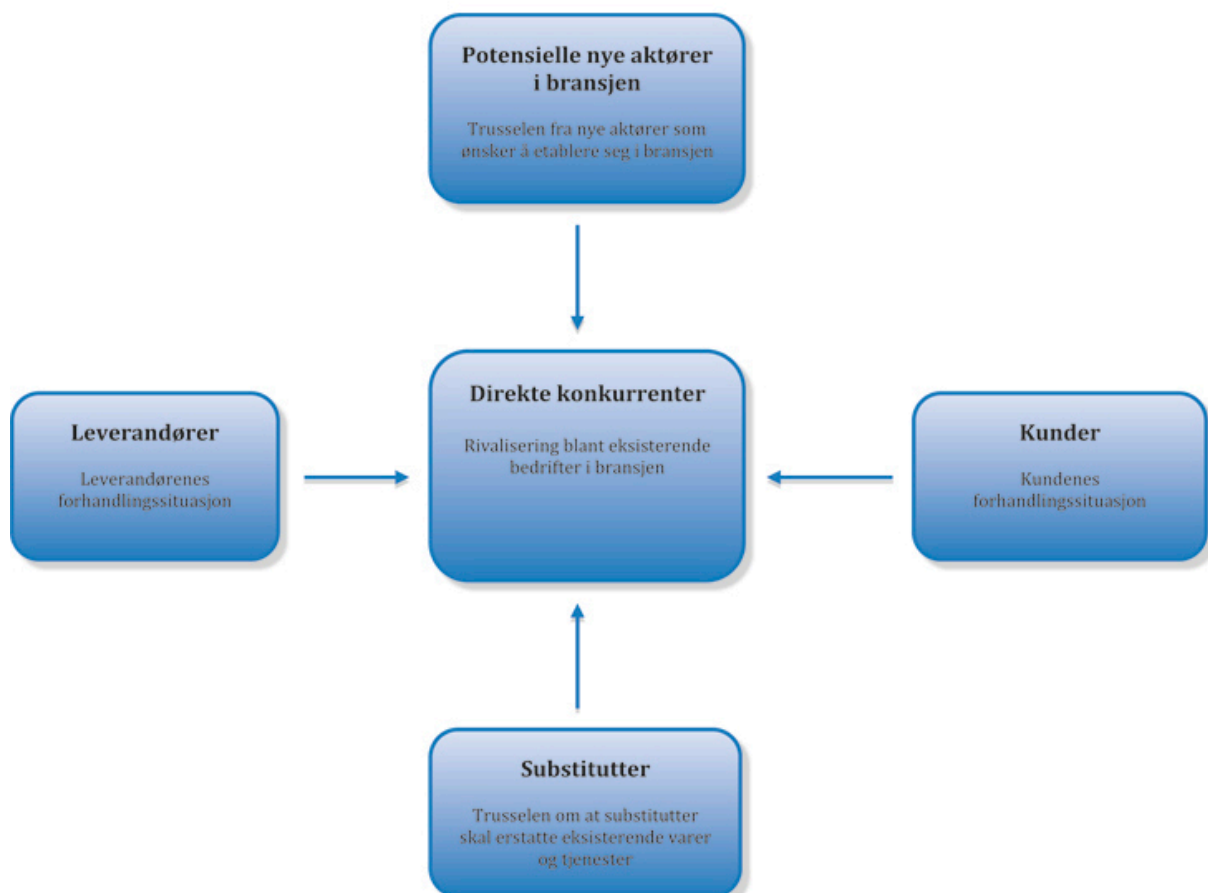
Kritikk av pestel:

Selv om Pestel analysen er et godt verktøy og blir ofte brukt i forbindelse med fundamental verdsettelse, så er det viktig å påpeke hvilke svakheter dette verktøyet har. Verktøyet er et godt hjelpemiddel for å se på makroøkonomiske forhold og til å se på forventningene til de ulike aktørene. Det er derimot anbefalt at man utfører en slik

analyse hver 3. Måned for å hele tiden ha den beste muligheten til å gjøre gode vurderinger av Norwegian.

4.2 Porters 5 forces

Porters modell blir brukt for å kunne måle konkurransen i en bransje. Vi vet at jo høyere rivaliseringen er, jo større er sannsynligheten for lønnsomheten. De kommer av at jo flere aktører man finner i en bransje jo større vil presse på priser og kostnader være. De fem kreftene som porter har implementert i sin modell er trusselen fra nye aktører, trusselen fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og rivaliseringen blant eksisterende aktører i bransjen (Roos, et al., 2005).



Figur 5.1 Porters konkurransekraftmodell

Trusselen fra nye aktører

Når det kommer nye aktører inn i en bransje så vil markedsandelen bli mindre for dem som allerede er i markedet. I sin modell har Porter lagt vekt på seks ulike inngangsbarrierer. Disse er stordriftsfordeler, produktdifferensiering, tilgang på kapital, kostnadsfordeler, tilgang til distribusjonskanaler og offentlige reguleringer.

Når et flyselskap skal startes opp eller ønsker å ekspandere driften sin til å gjelde nye områder eller markeder så kreves det kapital. Norwegian må for det første ha fly tilgjengelig, enten via kjøp eller via leasing. I tillegg så må Norwegian markedsføre sine nye ruter og sørge for å ha ansatt nok personell til å ha en sikker drift. Det er også svært viktig med kapital for å kunne stå imot perioder med motgang eller priskriger med andre selskaper.

Stordriftsfordeler kan knyttes til den administrative delen av Norwegian, men også til markedsføring og maksimal utnyttelse av flyflåten. Den kan derfor antas at stordriftsfordeler vil være en inngangsbarriere for nye selskaper, men et etablert selskap kan også klare å oppnå stordriftsfordeler ved å ekspandere rutenettet sitt til nye områder.

Hvordan andre selskaper i bransjen reagerer kommer veldig an på hva slags andre aktører som finnes der fra før og tilbyr de samme rutene. Når det kommer nye aktører inn i flybransjen blir de ofte møtt med priskriger. På 2000-tallet prøvde Color air å etablere seg, men gikk konkurs rett etter oppstart. Norwegian på sin side var svært nær konkurs i 2004 etter en priskrig med SAS (<http://www.nettavisen.no/na24/1744326.html>). Når utenforstående aktører er klar over denne priskrigen så kan det hende at det minsker faren for at nye aktører skal komme inn på markedet og prøve å ta markedsandeler.

Substitutter:

En substitutt regnes som et alternativt produkt som også dekker de samme behovene. Dersom det finnes gode substitutter på markedet så vil en økning i prisen kunne gi mindre etterspørsel etter produktet, men større etterspørsel etter substituttene.

I flybransjen så vil substitutter kunne være alternative transportmidler som tog, bil og buss. Spesielt på kortere strekninger er dette gode substitutter. Ofte så er tidsbesparelsene man gjør på fly marginale. På lengre flystrekninger imidlertid så er det mindre å spare på å velge substituttene. Da fremstår fortsatt flyreiser som det soleklare førstevalget når man skal velge transportmåter. I Norge er det også litt mindre å tjene på substituttene enn det for eksempel er lengre ned i Europa. Spesielt med høyhastighetstog tilgjengelig så går reisetiden drastisk ned. Når man også tar høyde for at de fleste flyplasser ligger et godt stykke utenfor bykjernen så vil man kanskje bare se marginale besparelser i tiden. Og hvis man tilslutt begynner å tenke på hvor lang tid det tar å sjekke inn og komme gjennom sikkerhetskontrollen så kan det på enkelte reiser faktisk lønne seg og bruke substituttene.

I Norge så har vi enda ikke fått høyhastighetstog og det er fortsatt et godt stykke frem før vi får det. Det er fortsatt bare noen politikere sin våte drøm. En reise fra Oslo til Bergen vil ta ca. 4 timer med et høyhastighetstog. Og gjør man et regnestykke på tiden fra sentrum til flyplasser, innsjekking, sikkerhetskontroll og bagasjeutlevering så ville kanskje mange ha valgt et høyhastighetstog. Spesielt siden man da kunne ha sittet på samme plass fra bysentrum til bysentrum.

Det er fortsatt utopi og tro at man skal få høyhastighetstog på de fleste av rutene til Norwegian og derfor anser jeg det ikke som en veldig stor trussel mot Norwegian.

Kundenes forhandlingsmakt

Kan sies å være den innflytelsen som kunder har når det kommer til å påvirke pris og kvalitet på de produktene eller tjenestene som bransjen leverer. Det er lettere for kundene å få gjennomslag for sine tanker dersom de er få og store, enn hvis de er mange og små.

I bransjen i Norge så er det få tilbydere og høy etterspørsel. Dette gjør at prisen lett kan presses oppover. I all hovedsak så vil jeg si at forhandlingsmakten til kundene er svært lav. På internasjonale ruter derimot så vil man oppleve at det er mye større konkurranse om kundene. Dette fører til at prisene presses ned. Et godt eksempel på dette kan være Ryan Air.

I flybransjen så er det vanlig skille mellom fritidsreisende og forretningsreisende. Ofte så kan disse gruppene raskt sammenligne priser på reiser på internett. De fritidsreisende har svært liten påvirkningskraft siden de er mange og små. Forretningsreisende i større bedrifter kan kanskje klare å skaffe seg noen storkundefordeler, men i all hovedsak så vil jeg si at all forhandlingsmakt til kundene er ganske liten.

Leverandørenes forhandlingsmakt

I motsetning til kundene så sitter leverandørene ofte med mye større makt ovenfor Norwegian. Kvaliteten og prisen på de varene eller tjenestene som leveres kan endres uten at det går ut over etterspørselen (Hill & Jones, 2004). Det som i følge porter er viktig å ta hensyn til med leverandørene er at det er få leverandører som er mer konsentrerte enn kjøperne, at det finnes unike/differensierte produkter, at det vil medføre store kostnader og skifte ut produktet eller at bransjen i seg selv ikke er viktig for leverandørene (at de kan levere produktet på tvers av bransjer). Alle disse punktene vil føre til større forhandlingsmakt for leverandørene.

For flyselskaper er det massevis av leverandører, alle med sine nisjeprodukter (taxfree, flymat, flyplasser, osv.) Den kanskje aller viktigste leverandøren for Norwegian er bakkemannskaper. Disse outsources av Norwegian til alle destinasjoner (Norwegians årsrapport 2013).

Dette er en viktig leverandør for Norwegian, og det er nok derfor denne blir outsourcet. Hvis Norwegian føler at tjenestene som blir levert er for dårlig, så kan Norwegian bytte bakkemannskap hvis de føler for det. Eventuelt så kan de også ansette egne personer til å utføre den tjenesten.

En annen viktig leverandør er leverandøren av drivstoff til flyene, dette utgjør en veldig stor andel av Norwegians utgifter, men prisen er for det meste satt av markedet. Så det vil være svært vanskelig for et flyselskap å kunne ha noen særlig innvirkning på denne. Det jeg kanskje vil anbefale Norwegian er å kjøpe seg inn i oljebransjen slik at man har aksjer som følger oljekursen på tur opp, og man får billigere drivstoff ved prisnedgang. På denne måten klarer man å redusere utgiftene ved høy oljepris, men man tar en risiko ved å ikke få like stor gevinst ved en lavere oljepris.

Når det gjelder forhandlingsmakten ovenfor tax-free, flymat og flyplasser så er det absolutt muligheter til å ha innflytelse over disse. Dette er leverandører med høy grad av konkurranse og er man ikke fornøyd med tilbudet man får så er det lett å bytte leverandør.

Totalt sett vil jeg si at leverandører har en mye større grad av forhandlingsmakt enn kundene. Det er ofte store leverandører som er dyre og bytte, selv om de ikke er umulige å erstatte. Også de mindre leverandørene har noe forhandlingsmakt, men denne er mindre enn hos de større leverandørene. Samtidig så vil et selskap som Norwegian bruke mye penger på en leverandør av for eksempel flymat når man tenker på antall destinasjoner og avganger som Norwegian har.

Direkte konkurrenter (rivalisering innad i bransjen)

I flybransjen så er det svært mange aktører, dette gjør at konkurransen og rivaliseringen må betraktes som å være høy. Det er hard rift om passasjerer og det å fylle opp sine egne fly. Flybransjen er en bransje hvor kostnadene ofte er satt og derfor er selskapene avhengige av å maksimere inntekten sin for å drive lønnsomt. Jo fullere flyene blir, jo lavere blir enhetskostnaden pr reise. Derfor ser vi ofte at noen billetter selges på billigsalg bare for å fylle opp flyet fordi det er bedre med fulle fly til mindre inntekt, enn

å ha en for stor overkapasitet. Dette vil også gi inntrykket av at Norwegian ikke klarer å fylle flyene sine og har gapt over for mye når det gjelder rutenettet sitt.

De utallige mulighetene som flyselskap nå har til å markedsføre seg selv bidrar også til å øke rivaliseringen. At kundene kan sammenligne priser mellom selskaper gjør det også svært sannsynlig med høy rivalisering i bransjen.

Konklusjonen er at rivaliseringen i bransjen er høy og vil fortsette å være det så lenge veksten i bransjen opprettholdes på et nivå som er i nærheten av dagens nivå.

Konklusjon av Porters konkurransekraftmodell

Etter å ha gått igjennom alle 5 "kreftene" i modellen så kommer man frem til at konkurransen/rivaliseringen i bransjen er svært høy. På alle områder kommer man frem til at det vil være stor sannsynlighet for stor konkurranse. Selv det er dyrt å drive et flyselskap er det relativt enkelt å starte opp et flyselskap. Det finnes også mange alternative måter til å fly som gjør det til et vanskelig marked å komme inn på. Siden det er så mange aktører inne i markedet så vil man oppleve at kostnadene og inntektene presses til et grensepunkt hva angår forsvarlighet. Dette vil også si at lønnsomheten i bransjen ikke er høy og derfor er man avhengig av å klare å maksimere inntekter og minimere kostnader. Noe som gjøres gjennom å fylle flyene slik at enhetskostnadene pr flyvning blir minimale.

4.3 SVIMA – analyse

For å finne ut om Norwegian er mer lønnsomt enn resten av bransjen ønsker jeg å bruke SVIMA-testen (Jakobsen og Lien, 2001). Hensikten med denne testen er å se om man kan finne årsaker bak fasaden for hvorfor et selskap har et konkurransefortrinn ovenfor andre selskaper i bransjen. Man tester derfor ulike ressurser som Norwegian innehar.

Testen består av fem betingelser og alle må være innfridd for at et selskap skal kunne kalle en ressurs for et varig konkurransefortrinn. Disse betingelsene er Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert.

Sjelden – dette innebærer at ressursen kun innehas av Norwegian. Konkurrerende selskaper vil altså ikke ha mulighet til å bruke ressursen på samme måte og med samme kvalitet som Norwegian.

Viktig – denne betingelsen sier noe om at det skal være viktig for kostnadene eller betalingsviljen til kundene.

Ikke imiterbar – denne betingelsen sier noe om at det er umulig for andre selskaper å kopiere denne ressursen. Det er heller ikke mulig å erstatte denne ressursen med en annen som er like god.

Mobilisert - dette sier noe om Norwegian klarer å bruke ressursen til å skape økonomisk gevinst.

Appropriert – dette sier noe om Norwegian får verdiskapningen fra ressursen.

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholde fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholde fortrinn

Kilde: Jakobsen og Lien (2001). Bildet er hentet fra

(<http://evabra.wordpress.com/2009/03/06/organisasjonskultur/>)

Flyflåten:

Norwegian er i en prosess med å skaffe seg Europas beste flyflåte. De har gjort store innkjøp de siste årene og forventer fortsatt store leveranser de neste årene.

Signaturflyet til Norwegian er Boeing 737-800 serien. På langdistanseflyvninger brukes Boeing 787 – Dreamliner.

Sjelden: En moderne flyflåte er ikke sjeldent, det er ganske vanlig at flyselskaper leaser fly og dermed har hyppig utskiftning av flyflåten sin.

Viktig: Det er sjeldent at selskaper lar flyparken sin bli for gammel og utdatert da dette fører til store økonomiske kostnader ved vedlikehold.

Ikke-imiterbar: Det er fullt mulig å kopiere flyparken til andre flyselskaper, selv om alle selskaper liker å ha sin egen profil slik at de skal være gjenkjennbar for sine kunder.

Mobilisert: Ved å ha en ny og moderne flyflåte klarer Norwegian og utnytte denne ressursen maksimalt. Skulle man ha fly til overs i flyflåten kan disse leases ut i påvente at flyene skal brukes på nye ruter.

Appropriert: Den nye flyflåten gir kun Norwegian økonomisk gevinst og må derfor sies å være appropriert.

Konklusjon: Paritet. Ressursen er ikke sjelden og kan imiteres, men oppfyller kriteriene for viktig, mobilisert og appropriert.

Rutenettet:

Norwegian har et stort rutenett i Norge i konkurranse med SAS og Widerøe. Også i Skandinavia og Europa har Norwegian etablert seg som en stor aktør.

Sjelden: Til å være et lavprisselskap så har Norwegian et sjeldent godt rutetilbud i Skandinavia, selv om SAS har samme rutetilbud innad i Norge.

Viktig: Det er viktig for Norwegian å ha et stort og godt rutenett. Dette vil tjene Norwegian på langsikt og det vil være mye lettere å få tak i lojale kunder, hvis Norwegian kan tilby et bredt og godt rutenett.

Ikke-imiterbar: Rutenettet i Skandinavia og Europa kan imiteres av andre lavprisselskaper, men det er nå mye vanskeligere å komme inn på markedet siden Norwegian er så veletablert, og det allerede finnes en sterk utfordrer i Ryan Air.

Mobilisert: Siden Norwegian har et så stort rutenett og passasjerene kan bestille flyreiser med flybytte på hjemmesiden til Norwegian så har de klart å mobilisere denne ressursen.

Approprierbar: Siden det er kun Norwegian som høster fruktene av å ha et så velutviklet rutenett så må denne ressursen sies å være approprierbar.

Konklusjon: Midlertidig fortrinn. Kun ikke-imiterbar som ikke er oppfylt.

Merkenavn:

Norwegian har siden oppstarten skaffet seg et stort merkenavn både innenlands og utenlands. Spesielt med sine helter på halen og sin skinnende rødfarge er flyene svært lette å få øye på.

Sjelden: Merkenavnet til Norwegian er sjeldent fordi det assosieres med ofte med landet Norge. Både på grunn av navnet i seg selv, men også på grunn av den røde fargen på flyene. Norwegian er også samarbeidspartner med Unicef og donerer penger til organisasjonen (1 kr pr solgte vannflaske). (<http://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/samarbeid-med-unicef/>)

Viktig: Det er absolutt viktig å ha et sterkt merkenavn, dette vil gjøre at man lett kjennes igjen og man blir tenkt på når det skal assosieres til flyselskaper.

Ikke – imiterbar: Merkenavnet Norwegian er overhodet ikke imiterbart. Norwegian har skaffet seg et logo og en plattform som det er umulig og kopiere. Spesielt heltene på halen gjør at det er vanskelig å imitere Norwegian.

Mobilisert: Ressursen er mobilisert fordi merkenavnet er så sterkt og dette skaper økonomisk gevinst.

Appropriert: Ressursen er appropriert fordi det er kun Norwegian som kan nyte godt av den økonomiske gevinsten som ressursen gir.

Konklusjon: Varig fortrinn. Ressursen blir oppfylt av alle betingelsene og gir selskap et varig konkurransefortrinn mot andre selskaper.

Oppsummering av ressursene:

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Flyflåte	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Rutenett	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

5.0 Omgruppering av balansen

Ved bruk av total kapitalmodellen så ønsker man å finne verdien av egenkapitalen som en nåverdi av fremtidige kontantstrømmer til total kapitalen når man har trukket fra markedsverdien til netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld finner vi ved å trekke fra finansiell gjeld fra finansielle eiendeler. Dette gjøres enkelt ved å fordele eiendelssiden i balansen i det som er finansielle eiendeler og det som er driftsrelaterte eiendeler. Driftsrelaterte eiendeler er her eiendeler som har direkte innvirkning på driften til Norwegian, mens finansielle eiendeler da er eiendeler som IKKE har noe med driften å gjøre. Vi må samtidig foreta samme prosess på creditsiden i balansen. Her må man skille mellom driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Den letteste måten å skille disse på er å si at finansiell gjeld er rentebærende, mens driftsrelatert gjeld ikke er rentebærende.

5.1 Operasjonelle leasingforpliktelser

Som mange av de andre store flyselskapene så leaser Norwegian en stor del av sin flyflåte.

Disse avtalene som inngås kan enten være operasjonelle eller finansielle.

En operasjonell leasingavtale kan beskrives ved at tidsaspektet i leasingavtalen er kortere enn levetiden til eiendelen, og at nåverdien er lavere enn verdien på eiendelen (Damodaran, 1999). Alt ansvar ligger hos eier av produktet som gjør at låntaker har minimal risiko dersom det skulle oppstå problemer med produktet (reparasjoner, foreldelse, skader osv.) En leasing avtale har også kort oppsigelsestid, noe som også bidrar til å holde risikoen nede hos låntager. Et leaset produkt sees også på som en driftsrelatert kostnad og vil ikke være synlig i balansen.

En finansiell leasingavtale kan beskrives ved at leasingperioden er like lang som eiendelens levetid. Nåverdien vil også dekke innkjøpsprisen til eiendelen (Damodaran,

1999). I motsetning til ved operasjonell leasing så vil her låntaker ikke kunne si opp leasingavtalen og store deler av risikoen vil tilfalle låntaker.

Leasingkostnader blir derfor feilaktig behandlet i regnskapet som driftskostnader, istedenfor finanskostnader som de burde ha blitt registrert som. Dessuten så bør leasingforpliktelsene til Norwegian være oppført i balansen og avskrives på lik linje med andre eiendeler i balansen. Samtidig så bør det oppføres en rentepost på langsiktig gjeld. Dette vil være en svært viktig endring i regnskapet som har potensiale til å gjøre endringer på resultatregnskapet, balansen, totalavkastningskravet, kontantstrømmer og sist, men ikke minst driftsresultatet (Damodaran, 1999).

5.2 Omgruppering av balansen

Når man skal omgruppere balansen så gjøres dette for å kunne finne netto finansiell gjeld. Det er derfor nødvendig å utdype enkelte av postene som omhandler både kredit og debet siden i den omgrupperte balansen.

Norwegian Finans Holding ASA, Call Norwegian og Bank Norwegian

Norwegian eier 100 % av Norwegian Finans Holding ASA som igjen eier 20 % av Bank Norwegian og Norwegian eier 100 % av Call Norwegian. Disse eiendelene anser jeg som driftsrelaterte eiendeler. Inntekten fra disse er minimale sammenlignet med inntekten fra flyreisene og derfor tar jeg heller ikke dem med i en verdsettelse av Norwegian.

Investeringer i Fourth Moment Fund

Norwegian har investeringer i disse, i tillegg til å spekulere i derivater for valuta og drivstoff. Dette mener jeg er kun for å sikre driften og derfor anser jeg disse investeringene som driftsrelaterte.

Forskuddsbetalinger til Boeing

Siden Norwegian har Europas største singelordre på fly så er det også naturlig at de derfor har innbetalt store forskuddsbeløp til Boeing for disse flyene. Jeg mener at disse er driftsrelaterte, siden flyene vil være med på å sikre videre drift av Norwegian.

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg

Disse eiendelene har ingenting med driften å gjøre og derfor blir de ansett for å være finansielle eiendeler.

Overskuddslikviditet

Overskuddslikviditet er en betegnelse på den likviditeten som Norwegian trenger for å kunne følge konjunktorene i økonomien, samt svingningene som finnes utenfor arbeidskapitalen. Denne likviditeten blir som regel satt til å være ca. 90 % av varelager og kundefordringer. De resterende 10% kalles driftsrelaterte kontanter.

Pensjonsmidler

Pensjonsmidler og pensjonsforpliktelser er en samling av tidligere års opptjente pensjoner. Dette fører til at det klassifiseres som finansielle eiendeler.

Finansielle leasingforpliktelser

Finansielle leasingforpliktelser inngår også under finansiell gjeld. Dette vil også gjelde de operasjonelle leasingforpliktelsene som Norwegian har.

Rentebærende lån

Alle lån som er rentebærende vil bli kategorisert under finansiell gjeld.

5.3 Beregninger til omgrupperingen

Når jeg skal omgruppere leasingen fra operasjonell til finansiell så er jeg avhengig av å finne nåverdien på leasingforpliktelsene. For å gjøre dette så må jeg finne rett diskonteringsrente. Denne har jeg funnet ved å bruke Norwegian's egen diskonteringsrente på leasingforpliktelser i årsrapporten deres for 2012 (årsrapport Norwegian, 2012). Der er denne på 5,6%.

I tillegg så er Norwegian litt diffuse på tilbakebetalingsplanen for disse leasingforpliktelsene. Norwegian har delt disse opp i 3 grupper: 0-1 år, 1-5 år og over 5 år.

For å kunne finne rett nåverdi har jeg valgt å definere tilbakebetalingstiden som 6 mnd. for 0-1 år, 2,5 år for 1-5 år og 7,5 år for over 5 år.

Leasingforpliktelser Norwegian Air Shuttle ASA 2012 (oppgitt i hele millioner):

Innen 1 år:	1575
1-5 år:	6652
Over 5 år:	7046

Ved å bruke Norwegians egen diskonteringsrente for leasingforpliktelser på 5,6 % så kommer jeg frem til at nåverdien på Norwegians leasingforpliktelser er 12020.

Overskuddslikviditet Norwegian Air Shuttle ASA 2012 (oppgitt i hele millioner):

Kontanter og kontantekvivalenter	1730
10 % av kundefordringer	109
<u>10 % av varelager</u>	<u>7</u>
Driftsrelaterte kontanter	116
Overskuddslikviditet	1614

Netto finansiell gjeld Norwegian Air Shuttle ASA 2012 (oppgitt i hele millioner):

Finansielle eiendeler:

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	3
Overskuddslikviditet	1614
<u>Pensjonsmidler</u>	<u>0</u>
<u>Sum finansielle eiendeler</u>	<u>1617</u>

Finansiell gjeld:

Pensjonsforpliktelser	0
Finansielle leasingforpliktelser	12020
Langsiktig lån	4167
<u>Kortsiktig lån</u>	<u>1349</u>
<u>Sum finansiell gjeld</u>	<u>17536</u>
<u>Netto finansiell gjeld</u>	<u>15919</u>

6.0 Avkastningskrav

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen vil jeg bruke WACC. Ved denne metoden så finner man avkastningskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Når man har funnet disse så vekter man de med avkastningskravet og man vil komme frem til avkastningskravet for totalkapitalen. Man skal beregne WACC etter selskapsskatten. Siden mange selskaper får rentefradrag på sine rentekostnader så må man justere avkastningskravet til netto finansiell gjeld ved å bruke skattesatsen.

Ifølge Miller Modigliani så skal WACC være uavhengig av kapitalstrukturen. Dette lar seg vanskelig gjennomføre i virkeligheten da enkelte drivere som for eksempel skatt vil gjøre det svært vanskelig å få til et perfekt marked. I et perfekt marked så vil man ikke kunne endre verdien av et selskap ved å endre kapitalstrukturen. Dette gjelder også hvis gjelden har et lavere avkastningskrav enn egenkapitalen da teoremet sier at økt gjeld fører til økt risiko. En høyere gjeldsandel vil derfor bli veid opp med høyere risiko og avkastning for egenkapitalen (Berk og Demarzo, 2011).

$$WACC = \frac{E}{E+G} r_E + \frac{G}{E+G} r_G * (1 - \text{skattesats})$$

E = markedsverdien til egenkapitalen

G = markedsverdien til netto finansiell gjeld

r_E = avkastningskrav til egenkapital

r_G = avkastningskrav til netto finansiell gjeld

6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

For å finne avkastningskravet til egenkapitalen så vil jeg bruke kapitalverdimodellen. Den bygger på en såkalt veldifferensiert portefølje, det vil si at den tar kun hensyn til den systematiske risikoen, som er den delen av risikoen som ikke kan differensieres vekk. Derfor blir den systematiske risikoen til en aksje beskrevet av betaverdien til aksjen. Formelen for avkastningskravet til egenkapitalen blir derfor:

$$r_E = r_F + \beta_i * [E(r_m) - r_f]$$

r_f = risikofri rente

β_i = Betaverdi

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

Etter lovgivningen skal renteinntekter beskattes høyere enn aksjeinntekter, og dette er det viktig å være klar over og ta hensyn til ved beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. Siden skattene varierer fra hva slags type investor man er og andre individuelle forhold som gjør at det er vanskelig å ta hensyn å finne en samlet vurdering over skattene så har jeg valgt å ikke ta dem med i mine beregninger.

Enkelte aksjer er mindre likvide enn andre, for disse aksjene så vil det ofte være hensiktsmessig å legge til en illikviditetspremie som en kompensasjon for at aksjen kan være vanskelig å få solgt. På denne måten får avkastningskravet til egenkapitalen en noe mer realistisk tilnærming. I tillegg kan det være vanskelig for mindre selskaper å få all informasjon ut til aksjonærene og på denne måten kan dominerende eiere sitte på større del av informasjonen enn de mindre aksjonærene (Gjesdal og Johnsen, 1999).

6.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen som man må kunne forvente å oppnå på en risikofri investering. For å finne den risikofrie renten har jeg valgt å bruke renten på 10 års statsobligasjoner utstedt av den norske bank. Den 31. Desember 2013 var denne på 3,04 % (Norges-bank.no).

6.1.2 Betaverdi

Betaverdien til en aksje forteller om den systematiske risikoen til aksjen. Dette måles i hvordan aksjen svinger i forhold til resten av markedet. Markedet har alltid en porteføljebeta på 1,0. En risikofri plassering har alltid en beta på 0. Er betaen over 1 så vil det si at aksjen svinger mer enn markedsporteføljen og vice versa.

Når man skal velge seg en markedsportefølje å sammenligne Norwegian mot så er det flere hensyn som man må ta. Eksempelvis så er det slik at mange land er inne i et smalt antall bransjer og av denne grunn så er det viktig å unngå lokale markedsindekser hvis det lar seg gjøre. Hvis man bruker en lokal markedsindeks så vil det ofte kunne bli slik at man sammenligner seg mot en spesifikk bransje istedenfor hele markedet som var meningen (Koller et al.,2005). Norwegian er børsnotert på Oslo Børs. Oslo Børs er en børs som er sterkt representert av oljebransjen, og dette vil derfor gi et sterkt signal om å ikke bruke Oslo Børs som en referanse til markedsporteføljen til Norwegian. På den andre siden så er store deler av eierne til Norwegian allerede inne på Oslo Børs og derfor så vil det ofte bli sånn at hvis investorene ikke hadde investert pengene sine i Norwegian så hadde de kanskje valgt å investere i andre selskaper på Oslo Børs. Av disse grunnene så har man derfor sterke føringer til hvorfor man burde la vær å bruke Oslo Børs og til hvorfor det kan lett forsvares at Oslo Børs brukes som markedsportefølje. Siden eierne av Norwegian er på Oslo Børs og Norwegian også er børsnotert på Oslo Børs så har jeg valgt å bruke Hovedindeksen (OSEBX) som markedsportefølje.

Vanligvis når man skal finne beta til et selskap så velger man en tidsperiode på 5 år. Dette gjøres fordi man ønsker flest mulig holdepunkter for å se på Norwegian over lengre sikt. Det har derimot skjedd så mye med Norwegian de siste 2 årene at jeg har valgt å se på en beta på 1 år. Denne har jeg valgt å hente ut fra e24 som daglig oppdaterer 1 års betaen (<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NAS.OSE>). Pr. 14. Mai 2014 var denne betaen på 1,35 som er den betaen som jeg vil bruke i utregningen i denne oppgaven.

Det er vanlig å justere betaen noe mot markedsporteføljen (1,0). Dette gjøres fordi over tid så vil de fleste betaer justere seg mot markedsporteføljen uansett om det er sterkt eller svakt svingende aksjer. Ved å bruke Merrill Lynch sin formel får jeg følgende estimat av justert beta:

$$\beta^* = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1$$

Ved å bruke formelen for justert beta finner jeg at betaen til Norwegian er 1,23.

6.1.3 Markedets risikopremie

Ved å finne forskjellen mellom markedets forventede avkastning og risikofri rente så vil man finne markedets risikopremie. Johnsen og Gjesdal (1999) mener at markedets risikopremie bør ligge mellom 5 – 6 %. Og derfor har jeg valgt å sette markedets risikopremie til 5,5 %.

6.1.4 Utrekning av egenkapitalens avkastningskrav

Når man legger til grunn de utregningene og tallene man har satt til å være risikofri rente, betaverdi og markedets risikopremie så får formelen følgende utregning:

$$r_E = 3,04\% + 1,23 * 5,5\% = 9,8 \%$$

Jeg ser ingen grunn til å skulle legge til en illikviditetspremie på denne aksjen. Dette begrunner jeg med at aksjen omsettes hyppig på Oslo Børs og selv om Bjørn Kjos har en stor eierandel i Norwegian og nok også har mye større informasjon om Norwegian enn de fleste andre investorene så er det svært strenge regler på hvordan og når en administrerende direktør kan handle aksjer i sitt eget firma.

6.2 Avkastningskrav netto finansiell gjeld

For å finne avkastningskravet til netto finansiell gjeld så må man legge til en kredittrisikopremie til den risikofrie renten. Denne kredittrisikopremien sier noe om hvor sannsynlig det er at Norwegian vil gå konkurs. Det finnes mange store internasjonale kredittselskaper som foretar såkalte ratinger av diverse store selskaper. Dessverre så har ingen av disse selskapene vurdert Norwegian enda.

Jeg har derfor valgt å sette kredittrisikopremien til Norwegian på 2,5 %. Dette tilsvarer en BBB rating hos Standard & Poor

(https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsl_code=LIME).

Ved å legge til kredittrisikopremien til den risikofrie renten så får man et avkastningskrav på netto finansiell gjeld på 5,54 %. Det virker som et plausibelt avkastningskrav når man ser Norwegians gjeld og renter som betales.

6.3 Beregning av WACC

28. Desember 2012 var det 35 162 139 aksjer i Norwegian og børskursen endte på 143,90. Da finner man at verdien av egenkapitalen er 5060 mill. kroner.

Netto finansiell gjeld utregnet i kapittel 6.3 er 15919 mill. Kroner.

Summen av netto finansiell gjeld og verdien av egenkapitalen blir da 20979 mill kroner.

$$WACC = \frac{5060}{20979} * 9,8\% + \frac{15919}{20979} * 5,54 * (1-0,28) = 5,39 \%$$

7.0 Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil jeg ta for meg de rapporterte tallene som Norwegian selv har publisert i kvartals og årsrapporter. Sammen med den strategiske analysen vil dette gi et godt grunnlag for å kunne utforme det fremtidige regnskapet til Norwegian.

7.1 Kort om fremstillingen av regnskapstallene

Jeg har sett på regnskapstallene for de 4 siste hele regnskapsårene som det foreligger publiserte tall fra. Jeg har forsøkt å inndele tallene på en slik måte at det skal bli enklere å fremstille et fremtidsregnskap. Jeg har valgt å finne kostnadene på EBITDAR nivå. Det vil si driftsresultat før avskrivninger, finansposter, leasingkostnader og skatt. Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization and Rent. Siden jeg ikke vil se på leasingkostnader så har jeg måttet fjerne leasingkostnadene forbundet med flyparken og også leasingkostnader forbundet med biler og eiendom i posten andre driftskostnader.

7.2 Justering av regnskapstall

Når man nå skal foreta justeringer av regnskapstallene så er det viktig å påpeke at man som en ekstern aktør ikke har samme informasjonsgrunnlag som Norwegian når det kommer til utformingen av regnskapet. Det finnes en rekke justeringer som det er mulig å gjøre, men jeg har valgt å bare gjøre små endringer på tallene.

7.2.1 Andre inntekter (other income)

Hovedinntekten til Norwegian kommer fra passasjertrafikk og salg av billetter. Andre inntekter kommer stort sett fra transport av cargo og salg av tredjepartiprodukter. Denne typen salg har de senere år blitt en større og større del av lavprisselskapenes inntektskilde. Dette kan være salg av kaffe, te, øl, mineralvann, smykker, sjokolade o.l.

ombord på flygningene til Norwegian. I 2010 ble også Norwegian tilkjent 180 millioner kroner fra SAS på grunn av industrispionasje. Jeg har derfor valgt å justere ned denne posten i regnskapet.

7.2.2 Pensjon

I slutten av 2012 prøvde Norwegian å flytte sine ansatte fra ytelsesbasert pensjon til innskuddspensjon. Dette reagerte pilotene kraftig på og disse nektet å bli flyttet over (<http://www.dn.no/nyheter/politikk/Samfunn/2013/06/06/norwegian-tapte-pensjonssak-mot-pilotene>). Dette førte til at Norwegian måtte opprette nye ytelsespensjoner for pilotene. I og med at denne endringen skjedde så sent i 2012 så velger jeg å anse at flesteparten av Norwegians ansatte har ytelsespensjon og gjør beregningene ut fra dette. Ofte når man skal beregne pensjonskostnader så er det finanskostnader inkludert i beregningene. Derfor har jeg valgt å justere avkastningen og rentekostnadene på pensjonsforpliktelsene, samt regnskapsførte gevinst/tap. I 2012 utgjør disse totalt en kostnad på 9 millioner som jeg justerer på lønnskostnadene.

7.2.3 Andre gevinster / tap

Denne posten i regnskapet består av justeringer til virkelig verdi (fair value) og derfor justerer jeg vekk denne posten.

7.2.4 Justering av regnskapsposter

Tabell 7.1

	2009	2010	2011	2012
Andre inntekter	0	-191	-18	-3
Lønnskostnader	-6	-7	-9	-9
Andre gevinster/tap	49	30	-336	306

7.2.5 Justerte tall på EBITDAR-nivå

Etter å ha fått justert tallene blir EBITDAR seende slik ut.

Tabell 7.2

	2009	2010	2011	2012
Passasjerinntekter	6389	7210	9097	11201
Supplerende inntekter	789	1034	1224	1405
Andre inntekter	131	162	206	234
Totale inntekter	7309	8406	10527	12840
Salgs og distribusjonskostnader				
Drivstoff for fly	1423	2093	3094	3741
Flyplassavgifter	1038	1296	1561	1730
Håndteringskostnader	723	864	982	1077
Kostnad teknisk vedlikehold	660	697	712	793
Lønnskostnader	1297	1524	1827	2059
Andre driftskostnader	375	373	426	485
Andre fly-/operasjonskostnader	325	406	442	483
Totale kostnader	5990	7421	9189	10643
EBITDAR	1319	985	1338	2197

Etter å ha fått justert tallene så vil jeg så på utviklingen til de forskjellige inntektene og kostnadene. Dette gjør jeg for å kunne se om det er åpenbare ting som Norwegian bør ta tak i, eller om det er trender som tilsier at Norwegian beveger seg i riktig eller gal retning på noen områder. Som sammenligningsgrunnlag vil jeg bruke totale inntekter

som gir et mest mulig riktig bilde både når det gjelder enkeltinntekter og enkeltkostnader.

Tabell 7.3

	2009	2010	2011	2012
Passasjerinntekter	87,4 %	85,8 %	86,4 %	87,2 %
Supplerende inntekter	10,8 %	12,3 %	11,6 %	10,9 %
Andre inntekter	1,8 %	1,9%	2,0 %	1,9 %
Totale inntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Salgs og distribusjonskostnader	2,0 %	2,0 %	1,9 %	2,1%
Drivstoff for fly	19,5 %	24,9 %	29,4 %	29,1 %
Flyplassavgifter	14,2 %	15,4 %	14,8 %	13,5 %
Håndteringskostnader	9,9 %	10,3 %	9,3 %	8,4 %
Kostnad teknisk vedlikehold	9,0 %	8,3 %	6,8 %	6,2 %
Lønnskostnader	17,7 %	18,1 %	17,3 %	16,0 %
Andre driftskostnader	5,1 %	4,4 %	4,0 %	3,8 %
Andre fly- / operasjonskostnader	4,4 %	4,8 %	4,2 %	3,8 %
Totale kostnader	82,0 %	88,3 %	87,3 %	82,9 %
EBITDAR	18,0 %	11,7 %	12,7 %	17,1 %

Når man ser utviklingen er det noen ting som jeg vil kommentere nærmere.

Drivstoff utgiftene har gått opp med 10 % selv om Norwegian har fått tak i flere og "grønnere" fly. Dette kan nok ha sammenheng med et oppsving i oljeprisen rundt 2009-2010, hvor den gikk fra rundt 70 dollar fatet til opp mot 130 dollar fatet, det er nesten en dobling av prisen (<http://www.nasdaq.com/markets/crude-oil-brent.aspx?timeframe=5y>). Det er sjeldent godt nytt for flyselskapene. En positiv utvikling av de nye flyene ser vi derimot når det kommer til kostnad teknisk vedlikehold, her ser vi at utgiftene har gått ned med 3 prosent i perioden og dette skyldes nok i stor grad de nye flyene som Norwegian har investert i. Vi ser også av tabellen at generelt så

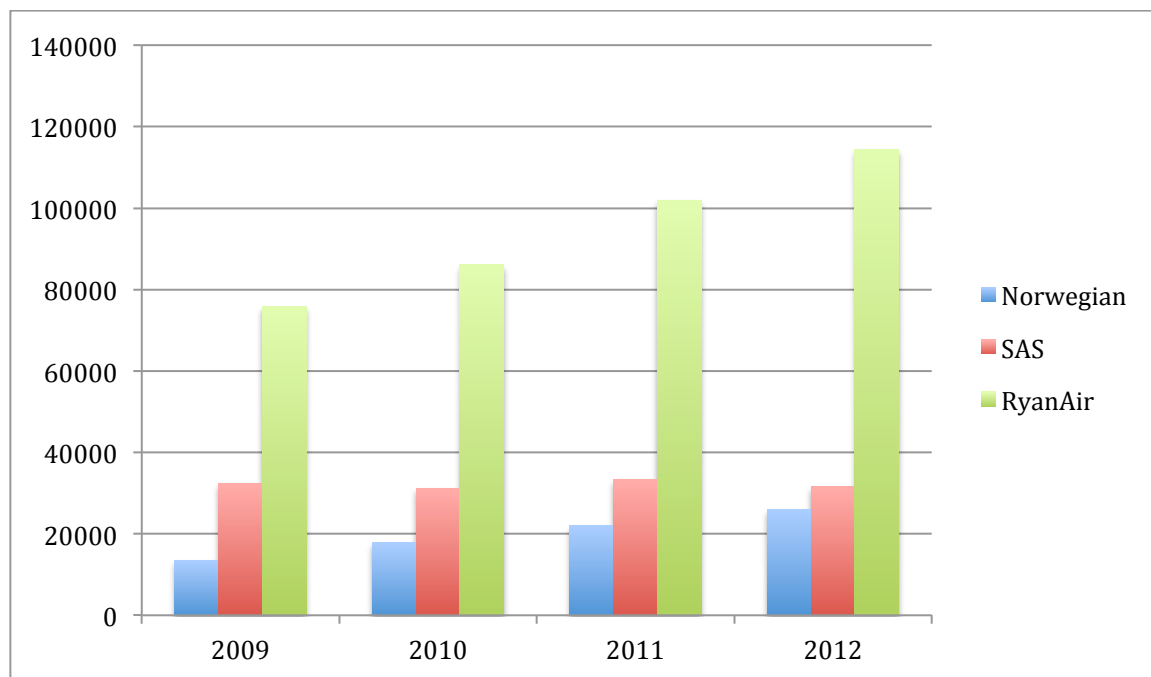
har Norwegian de siste årene hatt fokus på kostnadsreduksjon og spesielt hoppet fra 2011 til 2012 hvor det går fra 87,3 % til 82,9 % er verdt å legge merke til.

7.3 Operasjonelle drivere

For å kunne forstå kapasiteten og produktiviteten til Norwegian er det viktig å kunne fortelle om de operasjonelle årsakene. Dette gjøres best ved å se på de operasjonelle driverne. For å få et realistisk resultat så er man nødt til å sammenligne dataene man kommer frem til med resten av bransjen. Driverne som man i denne oppgaven velger å fokusere på er: antall tilgjengelige setekilometer (ASK), antall betalte passasjerkilometer (RPK), antall destinasjoner, Kabinfaktor (load factor) og Norwegians flyflåte.

7.4 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

For å finne antall tilgjengelige setekilometer så må man multiplisere antall tilgjengelige seter med den totale distansen som er blitt flydd i løpet av året. ASK er derfor et kapasitetsmål og gjengir den totale Norwegians maksimale flyflåtekapasitet. I sine årsrapporter rapporterer både SAS og Norwegian i km, mens RyanAir rapporterer i miles. Derfor har det vært nødvendig å konvertere RyanAirs ASK om til km.



Figur 7.1

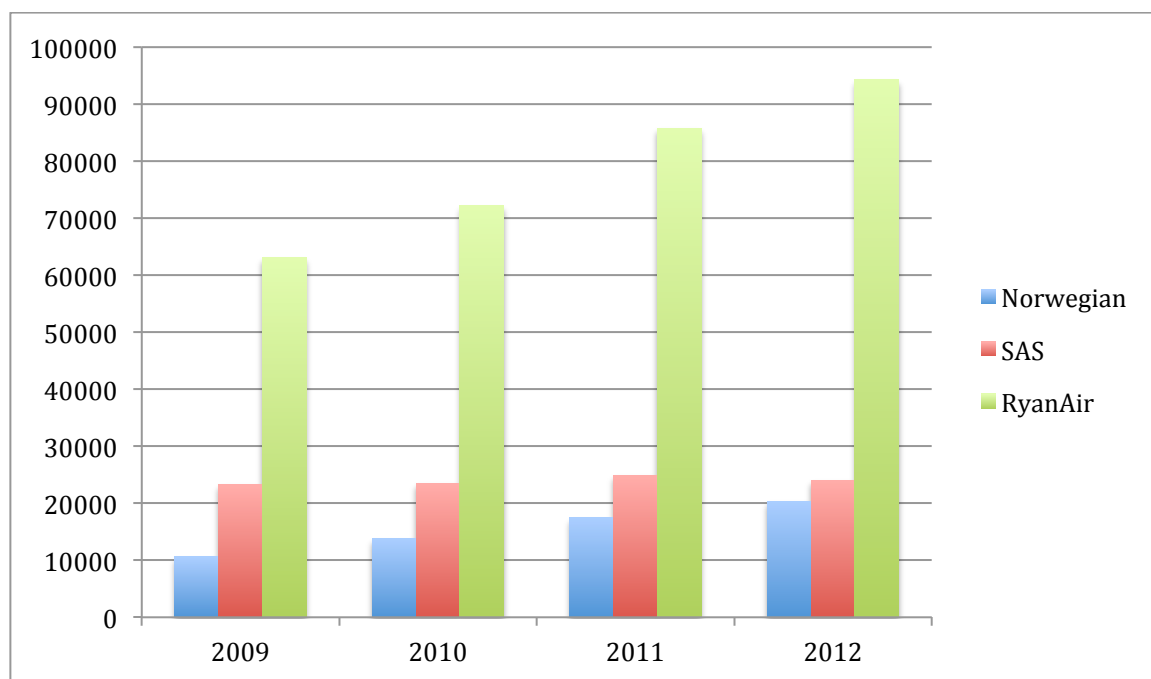
Hentet fra Selskapenes årsrapporter i perioden 2009-2012. SAS tallet i 2012 er kun frem til oktober 2012.

Norwegian fortsetter sin økning i perioden med stadig flere nye fly og utvidet rutenett, dette fremkommer også i oversikten over deres ASK. I løpet av denne 4 årsperioden har Norwegian økt sin ASK med 91,22 %.

Vi ser at Norwegian gradvis øker sin ASK og har fra 2009 til 2012 nesten doblet sin ASK. Samtidig ser vi at SAS har klart å finne et nivå for sin ASK som er justert til et nivå som er akseptabelt for Norwegian. RyanAir er det selskapet med suverent høyest ASK. Vi ser av nivået i 2012 at de nesten har en 5 ganger så høy ASK som Norwegian og 3,5 ganger så høyt som SAS.

7.5 Antall betalte passasjerkilometer

Selv om selskapene måler seg selv på antall kilometer pr flysete så kan man ikke se om driften er lønnsom eller hvilke ruter som er mer lønnsomme enn andre. Derfor er det viktig at man klarer å skille ut hvilke seter som er betalte. Dette gjøres gjennom antall betalte passasjerkilometer (RPK). For å finne ut antall betalte passasjerkilometer så tar man antall seter solgt og ganger med den distansen som reises. Da vil man kunne se at RPK faktisk er forskjellig ifra det tallet som man får ved ASK.



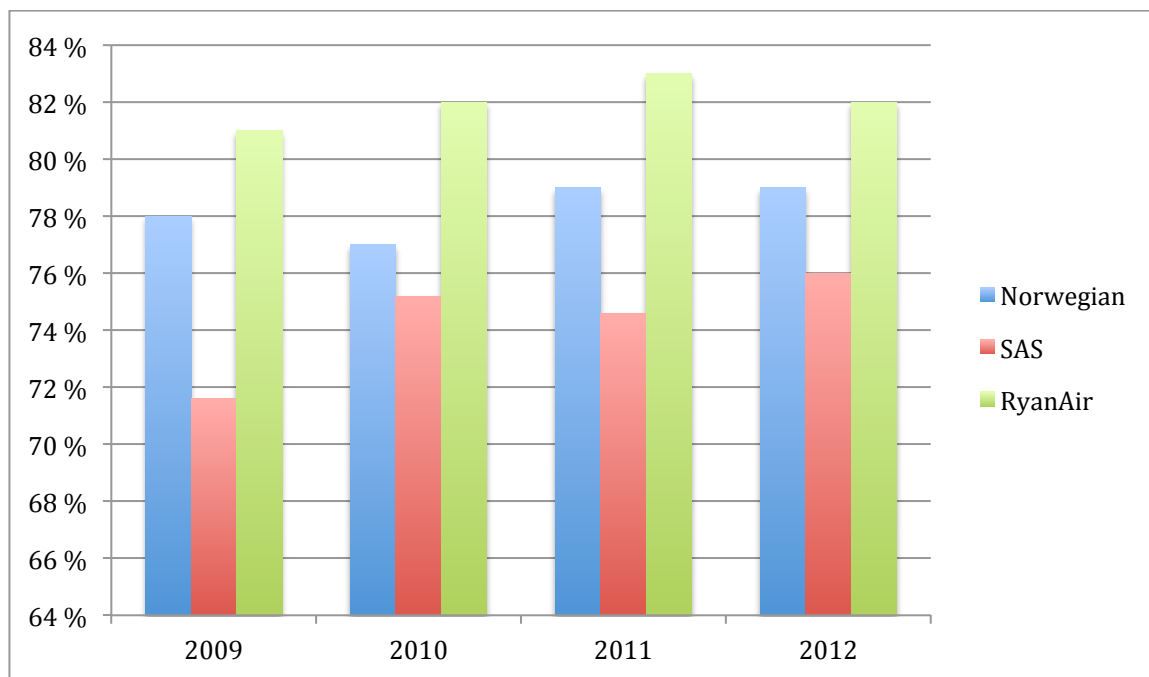
Figur 7.2

Hentet fra selskapenes årsrapporter i perioden 2009-2012. SAS tallet i 2012 er kun frem til oktober 2012.

Figuren viser klart veksten som har vært i Norwegian og RyanAir, mens SAS har stabilisert sin RPK på rundt 24000 millioner kilometer. Norwegian har i 4 årsperioden økt med 91,97 %. Det vil si at de har nesten samme økning i RPK som de har i ASK. Det vil si at deres nye ruter/destinasjoner er like innbringende som de man har hatt tidligere. Det hjelper Norwegian til å se at den utviklingen selskapet er i skjer i rett tempo, slik at markedet og kundene klarer å tilpasse seg økningen.

7.6 Kabinfaktor

Hvis man dividerer RPK med ASK så finner man loadfactor (kabinfaktor), altså hvor mange prosent passasjerer selskapene i snitt klarer å få inn på hver flygning. Oppnår et selskap 100 prosent så vil det si at det har solgt hvert eneste sete på hver eneste flygning hele året igjennom.

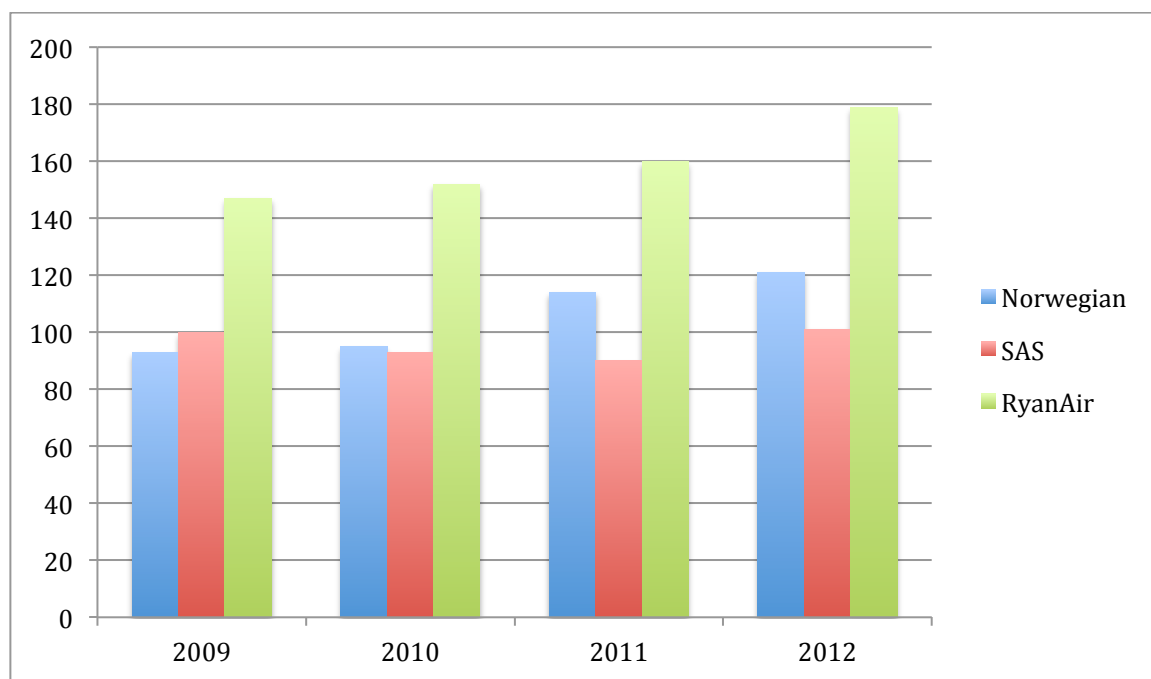


Figur 7.3 Hentet fra selskapenes årsrapporter i perioden 2009-2012. SAS tallet i 2012 er kun frem til oktober 2012.

Gjennom kabinfaktoren ser vi ett mye jevnere resultat blant de 3 selskapene enn vi har gjort tidligere. RyanAir topper igjen listen, men vi vet også at de opererer i ett "lettere" marked, siden det er det eneste av selskapene vi sammenligner som ikke er inne i det norske markedet. SAS har etter en svak tid rundt finanskrisen klart å stabilisere seg med en kabinfaktor på ca. 75 %. Norwegian har stabilisert seg rett under 80 % og har vært der lenge. Mens RyanAir ligger rett i overkant av 80%.

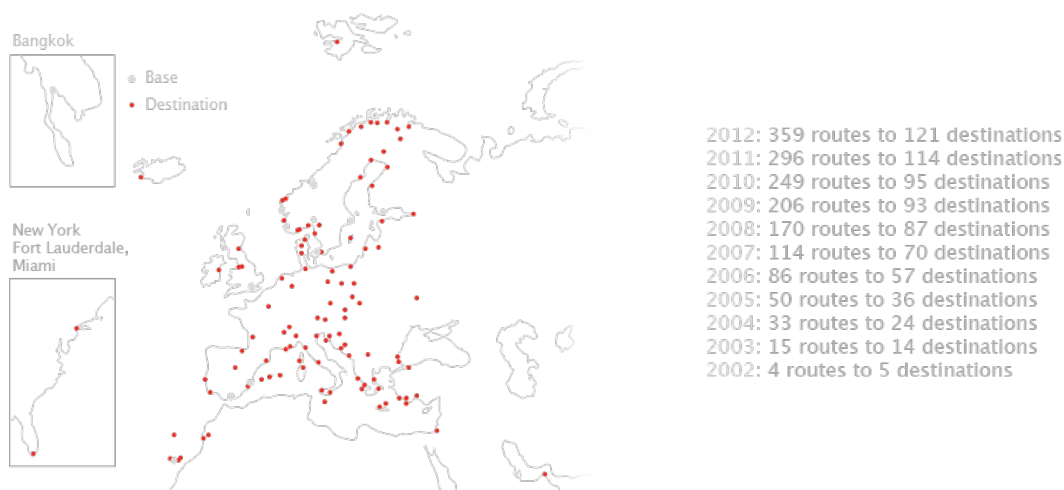
7.7 Destinasjoner

Det som er viktig for at et lavprisselskap som Norwegian skal kunne kapre stadig nye kunder er lave priser, et ekspanderende rutenett, god service samt god punktlighet på sine avganger. Hvert eneste år ser vi nye destinasjoner dukke opp, ofte er det til fremadstormende byer med lave priser. Og jo flere destinasjoner et selskap har jo desto mer sannsynlig er det at de klarer å kapre enda flere lojale kunder.



Figur 7.4 Hentet fra selskapenes årsrapporter i perioden 2009-2012.

I 4 års perioden ser vi at Norwegian starter som det selskapet med minst antall destinasjoner, men at de øker proporsjonalt som de har gjort siden starten og nå har passert SAS med ca. 20% i antall destinasjoner. SAS har etablert seg på ca. 100 ulike destinasjoner, mens Norwegian i 2012 var oppe i 121 ulike destinasjoner. Det er fortsatt en liten vei frem til RyanAir som har 179 ulike destinasjoner. Men vi ser at det ser ut som det er en plan bak Norwegians utbygging av rutenettet ettersom utbyggingen skjer gradvis.



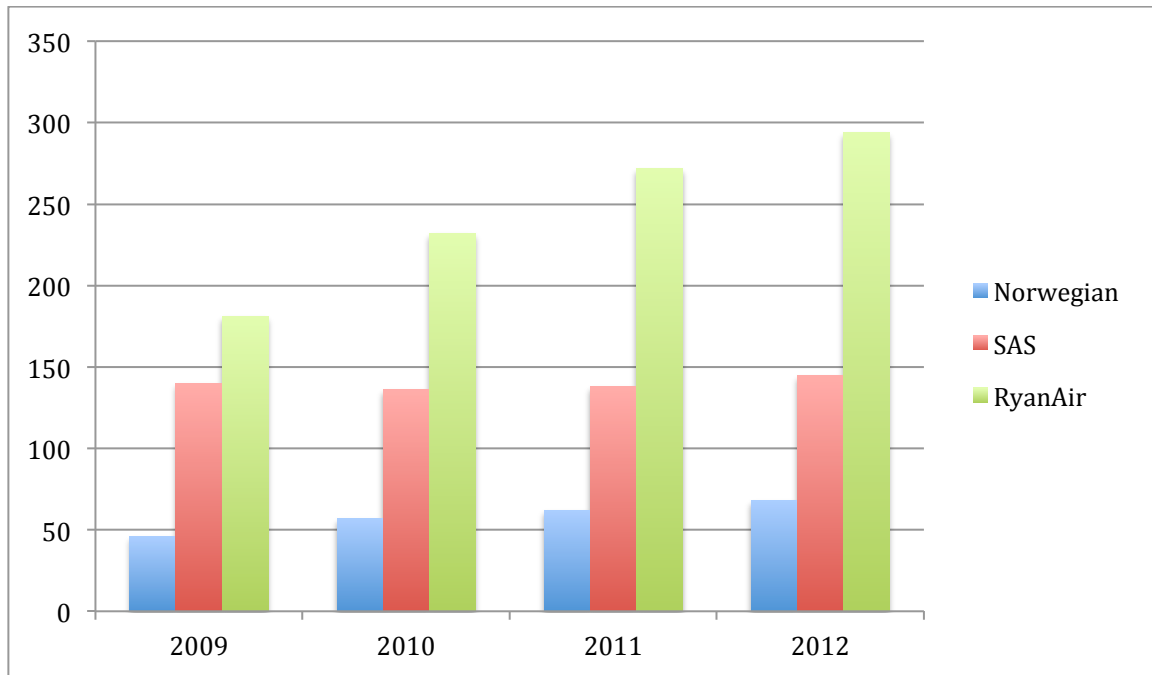
Figur 7.5 Destinasjonsutviklingskart fra Norwegian (Hentet fra årsrapporten i 2012).

Over ser vi et destinasjonsutviklingskart fra Norwegian. Her ser vi den gradvise økningen i antall destinasjoner pr år på en meget god måte. Vi ser også hvordan antall ruter øker proporsjonal med at antall destinasjoner økes.

7.8 Flyflåte

Det aller største synlige måleinstrumentet på et flyselskap er antall fly selskapet besitter. Så når man skal se på selskaper man kjemper mot er flyflåten noe av det første som man bør titte på. Flyene representerer firmaet utad med logoer og design. Det er derfor viktig at de ser bra ut og at man har et antall som reflekterer rutetilbudet til selskapet.

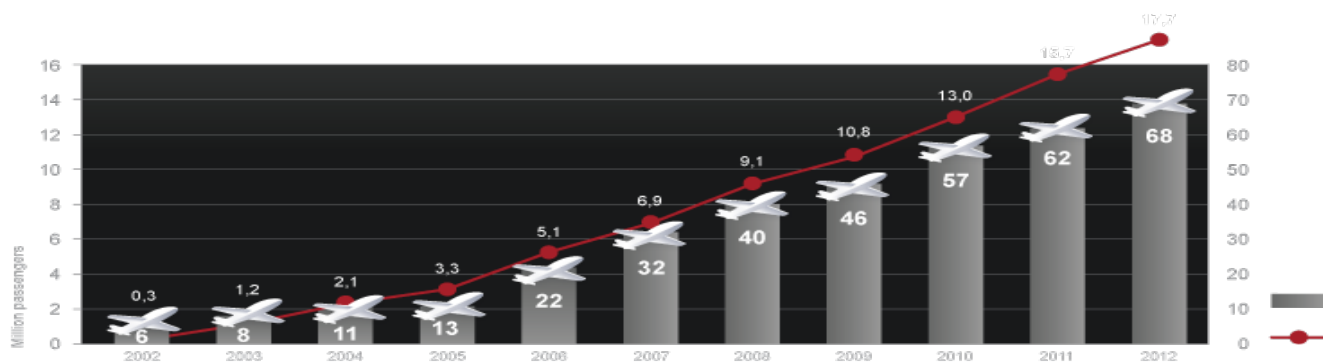
Vi ser at Norwegian selv om de er på høyde med SAS og RyanAir både på destinasjoner og setekilometer så er de et godt stykke unna å ha den flyparken som vil være nødvendig for å konkurrere med selskapene på alle områder. Vi ser at i utgangen av denne 4 års perioden så har SAS mer enn dobbelt så mange fly i sin flypark, mens RyanAir har mer enn 4 ganger så mange fly som Norwegian.



Figur 7.6 Hentet fra selskapenes årsrapporter i perioden 2009-2012.

Vi ser hvor liten flyflåten til Norwegian er målt mot konkurrentene i diagrammet. Når vi allikevel vet den utviklingen som Norwegian har hatt så er det ganske oppsiktsvekkende. Selv om Norwegian forventer å få langt flere fly i flåten sin de neste årene så er den prestasjonen som Norwegian har gjort i sitt første tiår etter børsnoteringen svært imponerende.

Annual growth



Figur 7.7 Hentet fra Norwegian's årsrapport 2012.

7.9 Utvikling passasjertrafikk

Det har vært en gradvis økning i passasjertrafikken til Norwegian de siste årene. Flyflåten øker i et jevnt temp og vi ser også at gjennomsnittlige setekilometer øker jevnt i takt med resten av ekspansjonen. Kabinfaktoren holder seg stabilt høyt og passasjertallet har også en god stabil økning. Under har jeg tatt for meg de siste 4 årene til Norwegian på disse utvalgte parameterne.

Tabell 7.4

	2009	2010	2011	2012
Flyflåte (gj.snitt)	43	51,5	59,5	65
Gj.snitt ASK pr fly	315,23	345,71	369,04	398,77
ASK (mill)	13555	17804	21958	25920
Kabinfaktor %	78%	77%	79%	79%
RPK (mill)	10602	13774	17421	20353
RPK snitt passasjerer	981,67	1059,54	1109,62	1149,89
Passasjerer	10,8	13,0	15,7	17,7

For å kunde gjøre beregninger om fremtiden så har jeg tatt for meg Norwegians egne prognoser for flyflåten til 2015. De 2 siste årene har jeg valgt å fortsette økningen i moderat form. Kabinfaktoren ser jeg for meg svakt økende de nærmeste årene. Spesielt siden Norwegian nå satser mer og mer på langdistanseflyvninger. På antall passasjerer har jeg sett på det snittet som har vært de siste årene og lagt på det litt siden langdistanseflyene tar litt mer passasjerer enn de flyene som flyr kortere avstander.

Tabell 7.5

	2013	2014	2015	2016	2017
Flyflåte (gj.snitt)	76	89,5	97,5	105	112
Gj.snitt ASK pr fly	425	450	500	525	525
ASK (mill)	32300	40275	48750	55125	58800
Kabinfaktor %	80%	80%	81%	81%	81%
RPK (mill)	25840	32220	39488	44651	47628
RPK snitt passasjerer	1236,36	1309,76	1473,43	1545,02	1546,36
Passasjerer	20,9	24,6	26,8	28,9	30,8

8.0 Utvikling av flyflåten

For å kunne estimere et fremtidsregnskap så er det viktig å få noen anslag på hvordan flyflåten og flytrafikken til Norwegian vil se ut de nærmeste årene. Jeg ser for meg at Norwegian fortsetter å vokse de neste 3 årene før den vil flate noe ut i sin posisjon.

8.1 Flyflåtens videre utvikling

Flyleveranse	2013	2014-2015	2016→	Totalt
737-800	10	22	35	67
737 MAX 8	0	0	100	100
Airbus 320 Neo	0	0	100	100
787-8 Dreamliner	2	1	0	3
Totalt	12	23	235	270

Tabell 8.1 (Hentet fra Norwegian årsrapport 2012).

Som vi ser av tabellen så har Norwegian store planer for å utvikle seg og vokse seg enda større de nærmeste årene. Noen av flyene er allerede i drift, mens de fleste andre ikke er kommet til Norwegian enda. Med en så stor flyflåte så vil det være sannsynlig at Norwegian ønsker å lease ut noen av sine fly til andre konkurrenter (<http://www.dn.no/nyheter/2010/12/08/selger-og-leier-tilbake-fly>). Dette ble gjort så tidlig som i 2010 når de første leveransene kom, og man vil trolig se en enda hyppigere bruk av slike leasinger i fremtiden.

Det er også sannsynlig at Norwegian kommer til å fortsette å lease flyene de bruker av Boeing. På denne måten slipper Norwegian å fullfinansiere flyene og kan dermed ha flere fly i drift, enn de ville hatt dersom de skulle eid alle flyene i flyparken.

Norwegian har kommet i gang med flyvninger til andre kontinenter (langdistanseflyvninger), men disse har gitt mer hodebry enn suksess så langt. Til tross for fulle fly så har Norwegian slitt med å punktligheten på langdistanseavgangene, i

hovedsak på grunn av problemer med de nye dreamliner flyene (<http://e24.no/boers-og-finans/dreamliner-troebbel-kostet-kjos-216-mill/22764257>).

8.2 Utvikling til operasjonelle drivere

Jeg vil kort ta form meg hvordan jeg ser for meg utviklingen av noen viktige operasjonelle drivere. Dette vil være viktig for å danne seg et bilde av hvordan Norwegian ønsker å fremstå i de nærmeste årene.

8.2.1 Antall tilgjengelige setekilometer (ASK)

Norwegian har en bestilling inne hos Boeing på over 200 fly og det vil derfor være sannsynlig at Norwegian vil ha en økning i antall tilgjengelige setekilometer. Dette begrunnes med at de nye flyene vil være mer effektive og ikke minst ha større kapasitet enn flyene som er i flåten per dags dato.

8.2.2 Kabinfaktor

Den nye bestillingen fra Boeing vil også føre til en økning i kabinfaktoren. Dette begrunnes først og fremst med at Norwegian ønsker å komme sterkere inn på markedet for langdistanseflyvninger. Disse flyvningene krever større fly som også har større kapasitet. Prisen for å at et sete er tomt på en slik flyvning er mye dyrere for Norwegian enn det er på kortere flyvninger, og derfor så vil Norwegian strebe etter å fylle disse flyene og dette vil medføre at kabinfaktoren øker på kort sikt.

8.2.3 Antall betalte setekilometer (RPK)

Antall betalte setekilometer er en driver som består av ASK og kabinfaktor. Siden begge disse forventes å øke med bakgrunn i ekspansjonen til Norwegian så er det naturlig å også forvente en øking i RPK.

8.2.4 Passasjerutvikling

Også denne driveren vil bli påvirket av denne bestillingen til Boeing og de nye flyene som blir levert. Flyene er som tidligere nevnt større enn de som er i drift nå og dette vil medføre at Norwegian kan tilby flere seter pr flyvning. Som en konsekvens av dette vil også passasjertallene til Norwegian fortsette å øke (jf. Figur 7.7).

9.0 Fremtidsregnskap

Jeg vil i dette fremtidsregnskapet se på utviklingen til Norwegian frem til 2017. Grunnen til at jeg velger 2017, er at da vil de fleste av flyene som de har bestilt av Boeing være levert, men også fordi jeg antar at det store vekten Norwegian har hatt de senere årene, vil flate noe ut på dette tidspunktet.

Ingen kan spå fremtiden og det er derfor flere mulige veier for Norwegian å gå, selv på kort sikt. Jeg vil derfor prøve å størst mulig grad å bruke gjennomsnittsberegninger når jeg utformer mitt fremtidsregnskap.

9.1 *Inntekter*

De totale inntektene til Norwegian er tredelt, jf. Kapittel 7.2.5, hvor de er delt inn i passasjerinntekter, supplerende inntekter og andre inntekter.

9.1.1 *Passasjerinntekter*

Passasjerinntektene er direkte relatert til salg av flybilletter, dette er Norwegians hovedinntektskilde. Norwegian opererer selv med en enhetspris på RASK (Revenue on Available Seat Kilometers). Så jeg vil bruke denne enhetsprisen når jeg beregner fremtidig inntekt. I årsrapporten for 2012 sier Norwegian at RASK pr enhet i 2011 var 0,41 mens det i 2012 hadde økt med 4 % til 0,43. Jeg antar at denne vil gå litt ned de neste årene for så å flate ut.

Norwegian har investert i renere, grønnere og mer effektive fly, dette vil kunne gi lavere inntekter målt i RASK. At Norwegian nå etablerer seg som en seriøs aktør på langdistanseflyvninger vil også være med på å gi en lavere RASK. Dette kommer av at generelt er kostnadene på en langdistanseflyvning lavere enn hva de for eksempel er på innenriksflyvninger i Norge.

Tabell 9.1

	RASK pr enhet
2011	0,41
2012	0,43
2013	0,42
2014	0,41
2015	0,40
2016	0,40
2017	0,40

9.1.2 Supplerende inntekter

De supplerende inntektene til Norwegian er nesten utelukkende inntekter som Norwegian får gjennom salg under sine flyreiser. Dette gjelder spesielt mat/drikke, men også andre tilbud som Norwegian får gjennom sine leverandører. Dette kan være sjokolader, klokker eller andre tax free varer som Norwegian vil få god inntjening på. Spesielt nå som Norwegian har startet opp med hyppige langdistanseflyvninger kan denne inntekten forventes å øke i årene fremover. Norwegian sier i sin årsrapport for 2012 at denne inntekter var på 78 kroner pr passasjer i 2011, mens den økte til 80 kroner pr passasjer i 2012. Jeg forventer en gradvis økning i supplerende inntekter i årene som kommer spesielt siden Norwegian vil få enda flere langdistanseflyvninger.

Tabell 9.2

	Supplerende inntekter pr passasjer
2011	78
2012	80
2013	83
2014	86
2015	90
2016	95
2017	101

9.1.3 Andre inntekter

Andre inntekter er de resterende inntektene som Norwegian har. Dette gjelder i hovedsak last av cargo, utleie av fly og personell, i tillegg til inntektene som genereres gjennom selskapene CallNorwegian og BankNorwegian.

Andre inntekter blir ikke like godt målt som passasjerinntekter og supplerende inntekter og det er derfor vanskelig å si mye om hvordan denne inntektsposten kommer til å utvikle seg de nærmeste årene. For å gjøre det enklest mulig har jeg valgt å øke denne posten med 10 % hver år.

9.2 Kostnader

Når jeg skal beregne kostnadene vil jeg fortsette å bruke prosentvis utvikling av totale inntekter, jf. Kapittel 7.2.5, slik at det vil være sammenheng i hvordan kostnadene utvikler seg og det blir lett å sammenligne. I tillegg ser jeg det som nødvendig å gjøre en litt dypere beskrivelse når det kommer til oljepris og drivstoffutgifter for Norwegian.

9.2.1 Salg og distribusjonskostnader

Denne utgiftsposten gjelder kostnader i forbindelse med salg- og distribusjon. Norwegian selger nesten alle sine billetter på internett, og dette fører til lave salg og distribusjonskostnader. Gjennomsnittet de siste 4 målbare årene 2009-2012 ligger på 2 % av totale inntekter og for enkelthetens skyld så velger jeg å holde denne kostnaden på 2% de neste årene også.

Tabell 9.3

	Salgs- og distribusjonskostnader
2011	2%
2012	2%
2013	2%
2014	2%
2015	2%
2016	2%
2017	2%

9.2.2 Oljepris og drivstoff

Norwegian bruker en drivstofftype som kalles Jet A1 fuel. Og kostnadene forbundet med dette drivstoffet er avhengig av forbruker pr ASK og drivstofforbruket. For å finne ut hva forbruket er så er jeg derfor avhengig av å vite ASK og drivstofforbruk de siste 4 år.

Tabell 9.4

	Forbruk drivstoff (tonn)	ASK (mill)	Forbruk pr mill. ASK
2009	345700	13555	25,5
2010	423683	17804	23,8
2011	497909	21958	22,7
2012	569631	25920	22,0

Som vi ser av beregningene som jeg har gjort så blir forbruket mindre og mindre for hver år. Dette har sammenheng med den kontinuerlige utskiftningen av flyflåten til Norwegian og samtidig vil distansen på gjennomsnittsruten til Norwegian ha mye å si. Jo flere langdistanseflyvninger et selskap har jo mindre vil forbruket bli, siden det er ved avgang at flyet forbrenner mest drivstoff for å kunne ta av fra rullebanen.

Siden Norwegian kommer til å fortsette å få nye fly inn på sine flyvninger så må man kunne regne med at forbruket pr million ASK vil kunne gå ned, dette begrunner jeg med at Norwegian kommer til å bytte ut hele flåten med mer miljøvennlige fly. Norwegian kommer også til å øke langdistansetrafikken sin noe de nærmeste årene, og det vil kunne skape mye mindre kostnad på drivstoff for Norwegian på sikt.

Det er svært vanskelig å forutse hvordan oljeprisen vil utvikle seg de neste årene. Det avhenger mye av hva slags situasjoner som oppstår; produksjon, konflikter, krig osv. Det som imidlertid er sikkert er at prisen på drivstoff for fly og oljeprisen henger tett sammen.



Som vi ser av grafen så har oljeprisen hatt en svak oppgang siden 2012. Jeg forventer at denne fortsetter og at oljeprisen øker ca. 3 % hvert år. Dette vil igjen føre til at jeg forventer at drivstoffprisen øker med 3 % hvert år.

Norwegian har kjøpt sikringer av 8090 tonn drivstoff for 1013,4 dollar. Dette gir en pris pr tonn drivstoff på 6029,73. Siden Norwegian må kjøpe store deler av det resterende drivstoffet uten sikring så beregner jeg drivstoff prisen til å ligge på ca. 6100 kroner pr tonn.

Tabell 9.5

	Forbruk pr. Mill ASK	Pris pr tonn drivstoff
2013	20,0	6100
2014	19,5	6283
2015	19,5	6471
2016	19,0	6666
2017	19,0	6866

9.2.3 Flyplassavgifter

Flyplassavgifter er kostnaden som Norwegian betaler for å kunne bruke flyplassene de flyr til. Det er forskjellige kriterier som sier hvor mye Norwegian må betale til hver flyplass. Noen tar betalt pr passasjer, mens andre igjen tar betalt per fly. Hvor mye som betales avgjøres også ofte av de enkelte landene som flyene flyr til. Norge for eksempel er dyrere enn andre land på grunn av det generelt høye avgiftsnivået vi har. De siste 4 årene har denne kostnaden ligget i snitt på 14,5 % av de totale inntektene og jeg ser ingen grunn til at det skulle bli store endringer i de neste årene.

Tabell 9.6

	Flyplassavgifter
2012	13,5 %
2013	14,5 %
2014	14,5%
2015	14,5%
2016	14,5%
2017	14,5%

9.2.4 Håndteringskostnader

Denne kostnaden omhandler ground crew. Altså personellet som skal klargjøre flyene og se til at alt er som det skal før hver avgang. Som nevnt i strategidelen så er denne tjenesten viktig for Norwegian. Men det er også en leverandør uten så mye makt. Vi ser en trend i at jo større Norwegian blir jo mindre blir håndteringskostnadene. Jeg ser ingen grunn til hvorfor det ikke skal fortsette.

Tabell 9.7

	Håndteringskostnader
2012	8,4 %
2013	8,2 %
2014	8,1 %
2015	8,0 %
2016	7,9 %
2017	7,9 %

9.2.5 Kostnad teknisk vedlikehold

Dette er kostnader som direkte linket til det tekniske vedlikeholdet av flyflåten til Norwegian. Denne kostnaden avhenger av hvor mange fly Norwegian har. Ved en større flyflåte så vil denne kostnaden gå ned i forhold til de totale inntektene. Vi ser dette veldig godt ved at Norwegian de siste 4 årene har gått fra 9 % kostnad ved teknisk vedlikehold til 6,2 %. Altså en nedgang på nesten en tredjedel. Siden Norwegian nå får større og større flyflåte så anser jeg det som sannsynlig at denne kostnaden kommer til å synke noe, men ikke i like stor hastighet som de siste 4 årene.

Tabell 9.8

	Kostnad teknisk vedlikehold
2012	6,2 %
2013	6,1 %
2014	6,0 %
2015	5,9 %
2016	5,8 %
2017	5,7 %

9.2.6 Andre fly- og operasjonskostnader

Det finnes veldig lite info om disse kostnadene i årsrapportene til Norwegian.

Kostnadene skal følge driften til Norwegian og man skulle tro at den hold seg stabil. Vi har imidlertid sett de siste årene at denne kostnaden har gått noe ned fra 4,4 % i 2009 til 3,8 % i 2012. Jeg forutsetter at denne trenden fortsetter med stabilt svak nedgang i disse kostnadene de nærmeste årene.

Tabell 9.9

	Andre fly- og operasjonskostnader
2012	3,8 %
2013	3,7 %
2014	3,6 %
2015	3,5 %
2016	3,4 %
2017	3,3 %

9.2.7 Lønnskostnader

Lønnskostnader er kostnadene ved betaling av lønn til samtlige av Norwegians ansatte. Disse kostnadene inkluderer også kostnadene ved innleie av vikarer, arbeidsgiveravgift til staten og alle kostnadene som Norwegian har ved innbetaling av pensjoner.

Selv om Norwegian stadig prøver å øke driften, får større flyflåte og flyr til stadig flere destinasjoner så vil jeg påstå at Norwegian også må tenke på å fortsette den effektiviseringen som Norwegian allerede har gjort. Det er også svært trolig at Norwegian kommer til å hente inn utenlandsk arbeidskraft til sin langdistanseruter da dette vil gjøre disse flyvningene mye mindre kostbare enn hvis Norwegian skulle bruke norske arbeidere til samme jobben. Jeg tror derfor at Norwegian kommer til å holde lønnsutgiftene ganske stabile de neste årene, men på grunn av stadig flere utenlandsruter så tror jeg at den samlede lønnskostnaden i forhold til totale inntekter vil få en svak nedgang.

Tabell 9.10

	Lønnskostnader
2012	16,0 %
2013	15,8 %
2014	15,6 %
2015	15,4 %
2016	15,2 %
2017	15,0 %

9.2.8 Andre driftskostnader

Dette er kostnader som ikke er direkte rettet mot driften av flyflåten. Dette kan være typiske reklame, konsulenter, utgifter til ny Software og annonseringer.

De siste årene har ned vært nedgang i denne kostnaden, fra 5,1% i 2009 til 3,8 % i 2012. Jeg anser det som sannsynlig at den svake nedgangen fortsetter de neste årene.

Tabell 9.11

	Andre driftskostnader
2012	3,8 %
2013	3,7 %
2014	3,6 %
2015	3,5 %
2016	3,4 %
2017	3,3 %

9.3 Kostnader ved leasing

For å gjøre en god verdsettelse av Norwegian så er det nødvendig å behandle operasjonell som finansiell leasing. Det er derfor viktig at jeg beregner fremtidig kostnader og forpliktelser på leasingen til Norwegian. I tillegg så vil jeg beregne hvor stor rentene og avdragene vil bli de neste årene.

Ved utgangen av 2012 hadde Norwegian 57 fly som de leaser fra Boeing fabrikk. De har også reforhandlet avtalen med Boeing slik at kontrakten til 1 fly gikk ut i 2013, ytterlige 4 i 2014, mens de resterende kontraktene ikke går ut før i 2015 eller senere. Flyene har en leasingkostnad på 930 millioner i 2012, dette utgjør ca. 16,3 millioner kr pr fly. Når vi i tillegg vet at Norwegian forventer flere nye fly i årene som kommer så vil jeg anta at leasing kostnadene vil øke noe de nærmeste årene.

Foruten å lease fly fra Boeing så har Norwegian leaset 10 eiendommer og 16 biler i Oslo, Stavanger, Stockholm og København. Kostnaden på denne leasingen var 46 millioner i 2012.

Tabell 9.12

	Antall fly leaset	Leasing- kostnad pr fly	Leasing- kostnad for flyflåten	Leasing- kostnad biler/eiendom	Total kostnad
2012	57	16,3	930	46	976
2013	65	18,0	1170	49	1219
2014	70	18,5	1295	52	1347
2015	75	19,0	1425	53	1478
2016	70	18,5	1295	53	1348
2017	72	19	1368	54	1422

I årsrapporten for 2012 opererer Norwegian med en rentesats på finansiell leasing på 5,6%. Jeg forutsetter at denne holder seg stabil de neste årene. Ved utgangen av 2012 var leasingkostnadene til Norwegian på 976 millioner, mens leasingforpliktelsene var 12020 millioner. Det gir et forholdstall mellom leasingkostnad og forpliktelse på 12,31. Dette forholdstallet vil jeg bruke på beregningen av leasingforpliktelsen de nærmeste årene.

Tabell 9.13

	Leasing- forpliktelser	Totale leasing- kostnader	Renter	Avdrag
2013	15006	1219	673	546
2014	16581	1347	840	507
2015	18194	1478	929	549
2016	16594	1348	1019	329
2017	16840	1422	929	493

9.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital kan betegnes som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld. Siden man skal ta hensyn til endringer i arbeidskapitalen ved en verdivurdering så forutsetter jeg at det kun er den driftsrelaterte arbeidskapitalen som endrer seg i takt med økt omsetning. Jeg vil derfor beregne arbeidskapitalen ut fra driftsrelaterte omløpsmidler og driftsrelatert kortsiktig gjeld.

Tabell 9.14

	2011	2012
Varelager	82,0	68,4
+Kundefordringer og andre fordringer	1072,5	1096,6
+Derivater finansielle instrumenter	242,8	0
+Driftsrelaterte kontanter	115,5	116,5
- Leverandørgjeld og annen gjeld	1230,9	1565,0
- Flytrafikkoppgjør	1208,3	1739,7
- Derivat finansielle instrumenter	0,5	190,3
- Betalbarskatt	0,5	0
= Driftsrelatert arbeidskapital	-927,4	-2213,5
% av driftsinntekter etter omgruppering	-8,8%	-17,2

Etter beregningen så ser vi at i 2011 var den driftsrelaterte kapitalen -8,8 % av den omgrupperte totale inntekten og i 2012 var den -17,2 %. Jeg vil de neste årene beregne et gjennomsnitt av disse 2 årene som er -13%.

Tabell 9.15

	Driftsrelatert Arbeidskapital	Økning arbeidskapital
2013	-1670	543
2014	-2459	-789
2015	-2407	52
2016	-2724	-317
2017	-2930	-206

9.5 Investeringer

Norwegian bestilte i januar 2012 222 nye fly. Dette er den største enkeltordren som er gjort i Europa (<http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-kjoeper-222-nye-fly/20145723>). Dette vil medføre at Norwegian får store investeringskostnader i årene som kommer.

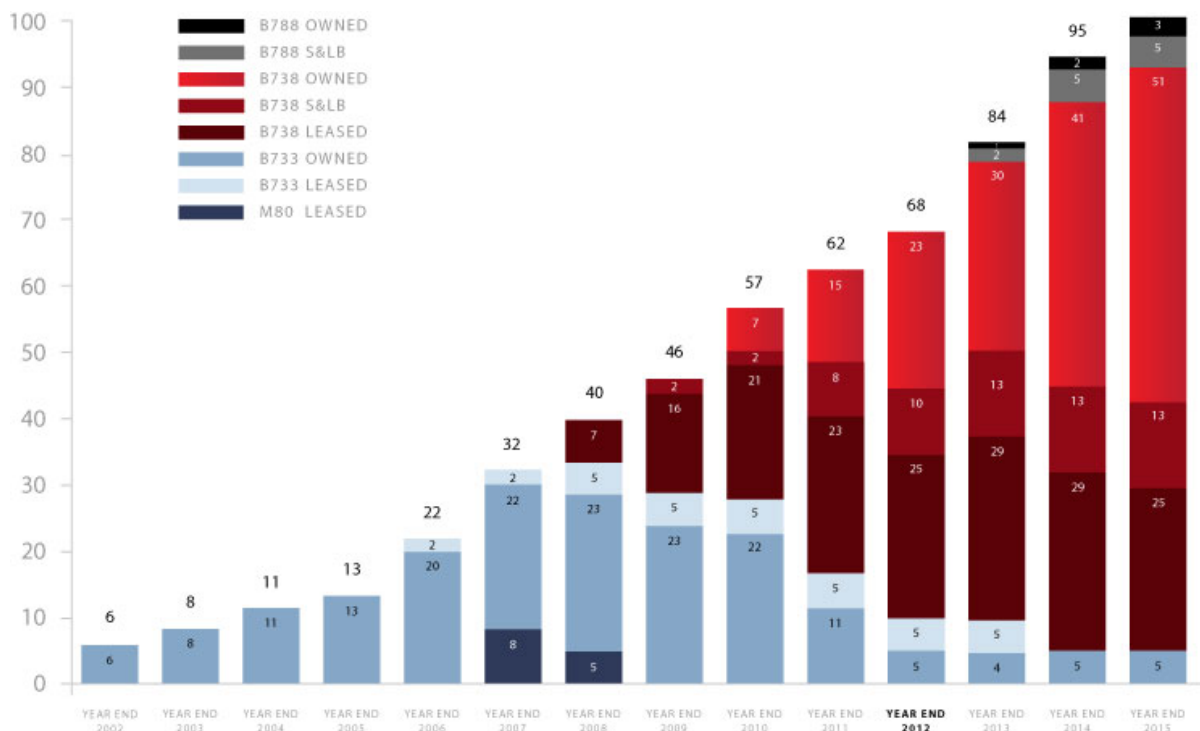
Det finnes lite informasjon over nøyaktig hvor mye som Norwegian må betale for å få disse nye flyene, men listepriisen skal være på 127 milliarder kroner. Selvfølgelig så vil ikke Norwegian komme til å betale 127 milliarder kroner for dem. Spesielt siden dette er en veldig stor ordre, så vil det være rabatterte priser som er vanlig for storkunder.

Airbus har også signalisert at dette er ikke en firm order til dem.

(http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Norwegian-har-bestilt-122-fly---ikke-222-2646304.html?xtor=RSS-2#.U3jPWFh_tRN) Dette vil jo bety at det i praksis bare er bestilt 122 nye fly til Norwegian. I 2007 var listepriisen på 42 fly 18 milliarder kroner noe som gir en pris på omtrent 430 millioner pr fly. Det er naturlig å anta prisene på disse flyene er i samme prisklasse, men kanskje litt høyere grunnet prisveksten mellom 2007 og 2012.

(http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1168839.ece?WT.svl=article_title) .

Figur 9.1 Hentet fra Norwegians årsrapport 2012



Tabell 9.16

Flyleveranse	2013	2014-15	2016+	Totalt
737-800	10	22	35	67
737 MAX8	0	0	100	100
Airbus320neo	0	0	100	100
Dreamliner	2	1	0	3
Totalt	12	23	235	270

Vi ser at det er veldig mange fly som er bestilt og er på tur inn. Ifølge årsrapportene i 2011 og 2012 var det avsatt 10, 7 milliarder kroner til betaling av flyene. Når man trekker i fra utgifter til interiør og diverse andre ferdigstillelseskostnader så vil jeg tro at man kan regne med en pris rundt 300 millioner pr fly.

En del av betalingen blir også gjort som forhåndsbetaling. I følge årsrapporten i 2012 var det innbetalt 2,8 milliarder kroner i forskuddsbetaling på Boeing kontrakten. Etter hvert som flyene blir levert vil disse forhåndsbetalingene gå nedover. Det vil derfor være naturlig å anta forskuddsbetalingen vil bli mindre rundt 2016 når de fleste av flyene i første del av ordren skal være betalte..

I tillegg til investeringer i flyflåten så vil jeg anta at Norwegian fortsetter med forskjellige investeringer i kontorer, administrasjon, systemer og lignende for å holde seg langt fremme i bransjen. Ut fra mye Norwegian tidligere har investert vil jeg anta at disse investeringene ligger på ca. 125 millioner kroner pr år. Siden man ikke vet hvordan Norwegian ønsker å finansiere de videre flykjøpene utover de som er gjort så har jeg valgt å fase ut investeringene over 5 årsperioden 2013-2017. Slik at jeg kan se hvordan denne første investeringen påvirker Norwegian.

Tabell 9.17

	2013	2014	2015	2016	2017
Kjøp av fly (Antall)	12	12	12	12	12
Kjøp av fly	3600	3600	2800	2500	2200
Reduksjon forskuddsbetalinger			-500	-1000	-1300
Normale investeringer	125	125	125	125	125
Netto investeringer	3725	3725	2425	1625	1025

9.6 Avskrivninger

Siden Norwegian har gjort et så stort innkjøp av nye fly som skal leveres de neste årene så vil det være naturlig at de også får høyere avskrivninger de nærmeste årene. I følge årsrapporten for 2012 så hadde Norwegian i 2012 avskrivninger på 385 millioner kroner.

Jeg forutsetter at nye fly avskrives 4% hvert år slik at de avskrives over 25 år. Jeg forutsetter i tillegg at normale investeringer ikke øker avskrivningen på flyflåten. Jeg vil derfor beregne avskrivninger med $385 + 0,04$ (netto investeringer – normale investeringer).

Tabell 9.18

	Avskrivninger
2013	529
2014	673
2015	785
2016	889
2017	993

9.7 Skatteprosent

I mine beregninger vil jeg bruke en skattesats på 28 % som var selskapsskatten når siste årsrapport ble publisert.

9.8 Terminalverdi, selskapsverdi og verdi av egenkapital

Tabell 9.19

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Passasjerinntekter	10853	16513	15795	17860	19051	19527
Supplerende inntekter	1735	2116	2412	2746	3111	3189
Andre inntekter	258	284	312	344	378	387
Sum totale driftsinntekter	12846	18913	18519	20950	22540	23103
Salg og distribusjonskostnader	256	378	370	419	451	462
Drivstoff	3940	4934	6151	6981	7671	7862
Flyplassavgift	1863	2742	2685	3038	3268	3350
Håndteringskostnader	1053	1532	1482	1655	1781	1825
Kostnad teknisk vedlikehold	784	1135	1093	1215	1285	1317
Andre fly- og operasjonskostnader	475	681	648	712	744	762
Lønnskostnader	2030	2950	2852	3184	3381	3466
Andre driftskostnader	475	681	648	712	744	762
Sum totale driftskostnader	10876	15033	15929	17916	19325	19806
EBITDAR	1970	3880	2590	3034	3215	3297
Totale leasingkostnader	1219	1347	1478	1348	1422	1458
EBITDA	751	2533	1112	1686	1793	1839
-Avskrivninger	529	673	785	889	993	1018
EBIT	222	1860	327	797	800	821
-Skatt	62	521	92	223	224	230
+Beregnet leasingrente etter skatt	485	605	669	734	669	686
+Avskrivninger	529	673	785	889	993	1018
+økning i arbeidskapital	543	-789	52	-317	-206	-211
Fri kontantstrøm fra drift	1717	1828	1741	1880	2032	2084
- Netto investeringer	3725	3725	2425	1625	1025	1032
=Fri kontantstrøm til total kapital	-2008	-1897	-683	255	1007	1052
Diskontert	-1933	-1757	-583	206	774	767

Sum eksplisitt periode	-2526
+Terminalverdi	26566
Verdi av total kapital	24040
-Samlet rentebærende gjeld	15919
=verdi av egenkapital	8121
/ antall aksjer	36162
Pris pr. Aksje	224,56

Vi ser at den eksplisitte perioden 2013-2017 gir et totalt underskudd på nesten 2,5 milliarder kroner. Dette kommer først og fremst av den voldsomme investeringen som Norwegian har gjort for å øke og fornye flyflåten. Dette gjelder spesielt i begynnelsen av femårsperioden. Aksjekursen til Norwegian blir estimert til å være 224,56 utfra de opplysninger som ligger til grunn fra Norwegian.

10.0 Komparativ verdsettelse

For å styrke verdsettelsen min ønsker jeg å komplimentere denne med noen komparative multiplikatorer. Da det finnes svært få gode sammenlignbare selskaper så legger jeg ikke alt for mye vekt i den komparative verdsettelsen, men det er en viktig pekepinn på hvordan situasjonen er i Norwegian.

Jeg ønsker å benytte meg av Pris / Bok og Pris / Fortjeneste metodene. Dette gjør jeg for det er de metodene som er de mest brukte og gir gode pekepinner på hvor Norwegian står sett fra en komparativ synsvinkel.

10.1 Pris / Bok

Pris / Bok metoden sier noe om forholdet mellom aksjekurs og den bokførte verdien målt per aksje. Ved utgangen av 2012 var aksjekursen til Norwegian 143,90, og den bokførte egenkapitalen var på 2 420 651 000. Totalt antall aksjer i Norwegian var 35 162 139. Egenkapitalen pr aksje blir det 68,84.

$$\frac{P}{B} = \frac{224,56}{68,84} = 3,2620 = 326,20 \%$$

For de fleste børsnoterte selskap vil denne prosentsetsatsen være over 100 %, at Norwegian får en score på over 300 % er derimot veldig bra. Dette betyr at forventet avkastning de neste årene er 326 % høyere enn avkastningskravet. Noe som gjør at man kan forvente en økning i aksjekursen de nærmeste årene.

10.2 Pris / Fortjeneste

Pris / Fortjeneste metoden går kort sagt ut på å beregne verdien til et selskap ved å se på forholdet mellom aksjekurs pr aksje og fortjeneste pr aksje.

$$\text{Pris / Fortjeneste} = \frac{224,56}{13,08} = 17,17$$

Vi ser av pris / fortjeneste metoden at Norwegian får en overveldende score på hele 17,17. Dette kan begrunnes som sannsynlig siden Norwegian er i en enorm vekst og forventes å vokse mye de nærmeste årene. Noen vil kanskje si at dette tallet er unormalt høyt, men jeg synes det kan forsvares på bakgrunn av de store investeringene som Norwegian har gjort.

10.3 Oppsummering komparativ verdsettelse

Når man ser på den komparative verdsettelsen så ser man at Norwegian ser ut til å få en god og kraftig vekst de nærmeste årene. Jeg kunne også sett på Enterprise value / EBITDA, men uten å ha foretatt samme beregninger for resten av bransjen så ville ikke en slik metode hatt veldig godt grunnlag.

Veksten til Norwegian synes å være godt dokumentert og det virker av regnskapstall som om investeringene er godt planlagte og jeg ser ingen grunn til å tvile på de svært sterke tallene som den komparative verdsettelsen gir meg.

11.0 Sensivitetsanalyse

Jeg har sett ekstra på noen nøkkeltall og vil presentere disse i en sensitivetsanalyse.

Jeg har valgt å fokusere på terminal vekst i forhold til WACC, og sammenhengen mellom beta, egenkapitalens avkastningskrav og WACC.

11.1 Terminal vekst / WACC

Wacc- /terminalvekst	5,1	5,2	5,3	5,39	5,5	5,6	5,7
1,5	89	69	51	35	17	2	0
2,0	186	161	137	116	92	73	53
2,5	320	293	252	224	193	166	142
3,0	517	465	417	378	334	296	262
3,5	838	752	675	613	544	489	438

I min verdsettelse har jeg brukt en terminal vekst på 2,5 % og en WACC på 5,39%. Jeg har i tabellen over laget en oversikt over hvilken sensitivitet aksjekursen vil ha ved endring i WACC eller i terminalveksten. Man ser jo av ytterpunktene at ved terminalvekst på 3,5 % og WACC på 5,1 % så vil aksjekursen stige til astronomiske 838, mens ved en terminalvekst på 1,5 % og WACC på 5,7 % vil aksjekursen være 0. Det er lett å se at aksjekursen er sensitiv for de fleste endringer.

11.2 Beta, egenkapitalens avkastningskrav og WACC.

Beta	R _E	WACC
0,2	4,14%	4,02%
0,4	5,24%	4,29%
0,6	6,34%	4,55%
0,8	7,44%	4,82%
1,0	8,54%	5,08%
1,23	9,80%	5,39%
1,4	10,74%	5,61%

Betaverdien sier noe om hvordan aksjen korrelerer med marked. Og man kan lese av tabellen over hvordan svingninger i beta, vil påvirke egenkapitalens avkastningskrav og igjen WACC. Vi ser dermed hvor følsom aksjen er for endringer i beta.

12.0 Konklusjon

Målet mitt med denne oppgaven var å beregne verdien per aksje til Norwegian. Gjennom vurderinger og beregninger har jeg beregnet den totale verdien av egenkapitalen gir en aksjekurs pr aksje på 224,56 kroner pr aksje. Jeg har foretatt mine beregninger på bakgrunn av de offentlige opplysningene som Norwegian har publisert. I følge mine beregninger så er aksjen underpriset og jeg har en klar kjøpsanbefaling på aksjen.

Jeg underbygger denne anbefalingen med at Norwegian ser ut til å ha høy stabil vekst de nærmeste årene, noe man spesielt ser igjen i pris/bok som antyder at Norwegian vil ha en vekst på 326% mer enn avkastningskravet. I tillegg mener jeg at de store investeringene som Norwegian har gjort vil føre til lave stordriftsfordeler i forhold til resten av bransjen. Jeg mener at dette har man til gode å se i regnskapstallene.

Jeg vil også påpeke at siden denne verdsettelsen er gjort med offentlige publisert av Norwegian og det kan være viktig informasjon blir holdt internt i Norwegian. Det er også viktig å påpeke at noen variabler i fremtidsregnskapet også er gjort i tro på hvordan markedet vil oppføre seg eller Norwegian kommer til å utvikle seg og disse variablene bør ikke ansees for å være noen fasit. Vi ser også i sensitivitetsanalysen hvor lite det skal endres i noen variabler før man har helt andre resultater.

Jeg vil til slutt si at Norwegian er i kraftig vekst, virker veldrevet og har orden på økonomi og flyflåte. Derfor er det veldig enkelt å kunne anbefale et kjøp av aksjen. Jeg tror man vil se at Norwegian utvikler seg til å bli det største og beste lavpris Norwegian i Europa og samtidig et flyselskap som de andre serviceselskapene vil anse som en stor konkurrent.

Litteraturliste

Bøker:

Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J. Barney, J. B., 2010. Gaining and Sustaining Competitive Advantage. 4 ed. New Jersey: Pearson Education.

Roos, G., von Krogh, G. & Roos, J., 2005. Strategi - en innføring. 4 red. Bergen: Fagbokforlaget.

Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R. 2005. The macro-environment. Exploring Corporate Strategy: 68. 7. utg., Harlow, England: FT Prentice Hall.

Jakobsen, Erik W. og Lien, Lasse B. (2001): Ekspansjon: strategi for forretningsutvikling, Gyldendal forlag, Oslo

Damodaran, A. (1999). Dealing with Operating Leases in Valuation. New York: Stern School of Business.

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2011) Corporate Finance, 2nd ed., Pearson Prentice Hall, Boston, MA

Gjesdal, Frøystein og Johnsen Thore (1999): Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering, Cappelen akademisk forlag, Oslo

Koller Tim, Goedhart Marc & Wessels Davis (2005): Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, 4th ed., John Wiley & Sons, New Jersey

Internettkilder:

"Definisjon lavprisselskaper". Mylder. 26.01.06

<http://www.mylder.no/guide/views/582&temp=6&css=7>

"Definisjon tradisjonelle flyselskaper" Mylder. 08.02.06

<http://www.mylder.no/guide/views/571&css=7&temp=6>

"Dette er Norwegian". Norwegian

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/dette-er-norwegian/>

"Norwegian opp på børsen etter overtegnnet emisjon". Nettavisen. 18.12.03

<http://pub.nettavisen.no/nettavisen/na24/imarkedet/arkiv/article1878887.ece>

"Norwegian svarer med priskrig" . Dagens Næringsliv. 22.04.04

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article222115.ece>

"Norwegian. Vår historie". Norwegian

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/var-historie/>

"Kommer med 2 klokkeklare aksjetips". Hegnar.no

Øystein Schmidt. 27.07.11.

<http://www.hegnar.no/analyser/aksjetips/article630792.ece>

"Norwegian kjøper FlyNordic" E24.

Lars Magne Sunnanå. 11.05.07

<http://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-kjoeper-flynordic/1752710>

"Truer med utflagging over fagforeningskravene" E24.

Marius Lorentzen. 19.09.12

<http://e24.no/naeringsliv/norwegian-truer-med-utflagging-over-fagforeningskravene/20276424>

"Samfunnsansvar" Norwegian.

<https://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/>

"Oljeprisen kan falle til neste opptur" Offshore.no.

Stein Tjelta. 23.08.12

http://www.offshore.no/sak/35851_-oljeprisen-kan-falle-til-neste-opptur

"WIFI om bord" Norwegian.

<https://www.norwegian.no/Nyttig-pa-reisen/Reisetjenester/wifi/>

"Vi tapte minst 100 millioner på dette" Nettavisen.

Niels Ruben Ravnaas. 06.05.10

<http://www.nettavisen.no/na24/2898946.html>

"Statsobligasjoner – daglige noteringer" Beregninger: Norges Bank. Kilde: Oslo Børs.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>

"Norwegian Air Shuttle Ticker" E24.

<http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NAS.OSE>

"Norwegian tapte pensjonssak mot Pilotene" Dagens Næringsliv.

Bente Bjørndal. 11.02.14

<http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2013/06/06/norwegian-tapte-pensjonssak-mot-pilotene>

"Crude oil Brent" Nasdaq

<http://www.nasdaq.com/markets/crude-oil-brent.aspx?timeframe=5y>

"Selger og leier tilbake fly" Dagens næringsliv

Dn.no og TDN Finans. 08.12.10

<http://www.dn.no/nyheter/2010/12/08/selger-og-leier-tilbake-fly>

"Dreamliner trøbbel kostet Kjos 216 mill." E24.

Even Landre. 13.02.14

<http://e24.no/boers-og-finans/dreamliner-troebbel-kostet-kjos-216-mill/22764257>

"Norwegian kjøper 222 nye fly" E24.

E24. 25.01.12

<http://e24.no/boers-og-finans/norwegian-kjoeper-222-nye-fly/20145723>

"Norwegian har bestilt 122 fly – ikke 222" Bergens Tidende.

Carl Alfred Dahl Sverre Stenseng. 26.01.12

http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Norwegian-har-bestilt-122-fly---ikke-222-2646304.html?xtor=RSS-2#.U3jPWFh_tRN

"Kjos blir opp 18 milliarder" Dagens Næringsliv.

Kristin Vallevik Gjerde. 30.08.07

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2007/08/30/kjos-blir-opp-18-milliarder>

"Standard & Poor rating definitions" Global Credit Portal.

21.03.14

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsl_code=LIME

"Så nære var Norwegian konkurs" Nettavisen.

Even Landre. 09.04.08

<http://www.nettavisen.no/na24/1744326.html>

Andre kilder:

Årsrapport - Norwegian 2009

Årsrapport - Norwegian 2010

Årsrapport - Norwegian 2011

Årsrapport - Norwegian 2012

Årsrapport - Sas 2009

Årsrapport - Sas 2010

Årsrapport - Sas 2011

Årsrapport - Sas 2012

Årsrapport - RyanAir 2009

Årsrapport - Ryanair 2010

Årsrapport - RyanAir 2011

Årsrapport - RyanAir 2012