



Bachelorgradsoppgave

Verdivurdering av
Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air shuttle ASA

Helge Tveit Biti

ØKA390

Bachelorgradsoppgave i Økonomi og
administrasjon

Høgskolen i Nord-Trøndelag - 2014



HINT

SAMTYKKE TIL HØGSKOLENS BRUK AV KANDIDAT-, BACHELOR- OG MASTEROPPGAVER

Forfatter(e): Helge Tveit Biti

Norsk tittel: Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle

Engelsk tittel: Valuation of Norwegian Air Shuttle

Studieprogram: Økonomi og administrasjon

Emnekode og navn: ØKA390 Bacheloroppgave

Vi/jeg samtykker i at oppgaven kan publiseres på internett i fulltekst i Brage, HiNTs åpne arkiv

Vår/min oppgave inneholder taushetsbelagte opplysninger og må derfor ikke gjøres tilgjengelig for andre

Kan frigis fra: _____

Dato: 13.05.2014

Helge Tveit Biti

underskrift

underskrift

underskrift

underskrift

Innhold

SAMMENDRAG	4
1. INNLEDNING	5
1.1. Tema for oppgaven	5
1.2. Avgrensning	5
1.3. Formål og problemstilling	5
2. BRANSJEBESKRIVELSE	6
2.1. Introduksjon	6
2.2. Kostnadsstruktur	6
2.3. Konkurrenter	7
3. SELSKAPSBESKRIVELSE	8
3.1. Introduksjon	8
3.2. Selskapsstruktur	9
3.3. Driftshistorie.....	10
3.4. Dreamliner-trøbbel	12
4. VERDSETTELSESTEKNIKKER	12
4.1. Verdsettelsesteknikk i oppgaven.....	14

5.	STRATEGISK ANALYSE	15
5.1.	Ekstern analyse.....	15
5.1.1.	PESTEL-analyse.....	15
5.1.2.	Porters 5 Forces.....	18
5.2.	Intern analyse.....	22
5.2.1.	Ressursanalyse – VRIO.....	22
5.3.	SWOT-analyse.....	25
6.	REGNSKAPSANALYSE	26
6.1.	Resultatregnskap og balanse	26
6.2.	Lønnsomhet	27
6.3.	Soliditet og finansiering	31
6.4.	Likviditet	35
7.	VERDIVURDERING	36
7.1.	Verdsettingsmodell.....	36
7.2.	Poster som ikke gjentar seg.....	37
7.3.	Nøkkeltallanalyse.....	38
7.4.	Avkastningskrav	40
7.4.1.	Forslag til avkastningskrav.....	41
7.5.	Verdi av egenkapital	42
7.5.1.	Simulering av egenkapitalverdi	43

8. MULTIPPELVURDERING	45
9. KONKLUSJON	49
10. KRITIKK TIL OPPGAVEN	50
REFERANSELISTE	51
VEDLEGG	54

SAMMENDRAG

I oppgaven har jeg verdsatt egenkapitalverdien til Norwegian Air Shuttle ASA. Starten av oppgaven handler om å gjøre seg kjent med bransjen og Norwegians driftshistorie. Videre bidrar den strategiske analysen til å gi et inntrykk av hvordan flybransjen og Norwegians framtid kan komme til å se ut. Regnskapsanalysen gir et bilde av Norwegians lønnsomhet, finansielle helse og likviditet. Til slutt kommer verdivurderingen av selskapet, hvor det blir benyttet en kontantstrømbasert metode for å verdsette selskapet. Med utgangspunkt i den kontantstrømbaserte metoden ble det foretatt 1000 simuleringer av egenkapitalverdien for å gi en pekepinn på hvor mye selskapet er verdt. I tillegg benyttes multippelvurdering for å sjekke rimeligheten av de verdier man får ved bruk av den kontantstrømbaserte metoden.

Konklusjonen av oppgaven er at Norwegians verdi ligger et sted mellom 10 og 20 milliarder kroner. Per 07.05.14 var markedsverdien på 8,39 milliarder kroner. Med utgangspunkt i et estimat på 10 til 20 milliarder mener jeg derfor at aksjen forventes å stige i verdi, og at det vil lønne seg å kjøpe aksjen.

1. INNLEDNING

1.1. Tema for oppgaven

Denne oppgaven baserer seg på fagområdet verdsettelse. Årsaken til at jeg velger denne typen oppgave, er først og fremst fordi jeg selv synes det interessant. I tillegg er dette en type oppgave som kombinerer flere fagområder som jeg har hatt på bachelorstudiet. Dette er derfor en oppgave som jeg synes er veldig lærerik, og en av grunnene til at jeg velger en slik oppgave.

Jeg har valgt å verdsette et børsnotert selskap. Jeg har valgt Norwegian Air Shuttle som selskap. Jeg velger først og fremst dette selskapet fordi det er et selskap jeg har bedre kjennskap til. En annen grunn til at jeg velger Norwegian Air Shuttle er fordi det er et selskap og en bransje det er nokså lett å forstå, noe som bidrar til å gjøre verdsettelsen mer pålitelig.

1.2. Avgrensning

Jeg baserer oppgaven på offentlig tilgjengelig informasjon. Oppgaven er derfor noe begrenset i forhold til informasjon. Oppgaven er basert på årsregnskap fra året 2012, som er i skrivende stund er det siste offentlige tilgjengelige årsregnskapet til Norwegian. En verdivurdering er ikke bare teoretisk. Det er også en praktisk, og skjønnsmessig øvelse. Man har ikke fasitsvar på alle elementene i verdivurderingen, og det vil derfor bli tatt en del skjønnsmessige vurderinger. Videre vil jeg ta forutsetninger der jeg finner det nødvendig.

1.3. Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å verdsette et børsnotert selskap, og sammenligne estimert verdi med børsnotert verdi. I verdsettelsen vil jeg benytte meg av de vanligste verdsettelsesteknikkene. I hovedsak inntjeningsbasert og markedsbasert tilnærming, som jeg vil komme tilbake til senere under metode. Med bakgrunn i dette vil min problemstilling være:

«Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA?»

2. BRANSJEBESKRIVELSE

2.1. Introduksjon

I luftfartsindustrien har du grovt sett to typer selskaper. Det ene er lavprisselskap, og det andre er de tradisjonelle fullserviceselskapene.

Lavprisflyselskap er et flyselskap som generelt sett tilbyr billigere billetter, og hvor servicegraden er mindre enn på fullserviceselskapene. Dette er selskaper som satser på kostnadslederskap, der man sikrer god lønnsomhet ved at man holder kostnadene på et lavt nivå. Forskjellene mellom et lavprisselskap og et fullserviceselskap kan for eksempel være at det er flere seterader, og mindre benplass. Det kan være bruk av mindre og rimeligere flyplasser, som for eksempel Ryanair har gjort. Det kan være direkteruter istedenfor transferruter. Det er også ofte at passasjerene ved bruk av lavprisselskap må betale ekstra for tilleggstjenester utover selve flygningen, som for eksempel setereservasjon og bagasjehåndtering. (wikipedia.org)

Et fullserviceselskap er da et flyselskap hvor mange av tjenestene er inkludert i bestillingen, som for eksempel frokost om bord på flyet. SAS er et eksempel på et fullserviceselskap. Mens Norwegian er et eksempel på et lavprisselskap.

2.2. Kostnadsstruktur

Typiske operative kostnader for flyselskaper er lønnskostnader, drivstoffkostnader, avskrivninger, vedlikeholdskostnader, flyplassavgifter og leasingkostnader. Av disse kostnadene er det vanligvis drivstoffkostnadene som utgjør den største delen. Lønnskostnader utgjør også vanligvis relativt mye av de totale operative kostnadene. I tabellen på neste side ser man hvilke poster som utgjorde de operative kostnadene for Norwegian fra 2012:

Operative kostnader Norwegian Air Shuttle (NOK 1000)		% av totale kostnader
Salgs og distribusjonskostnader	274 386	2,2 %
Flydrivstoff	3 740 508	30 %
Leasing av fly	1 081 334	8,67 %
Flyplassavgifter	1 729 942	13,87 %
Ekspedisjonskostnader	1 077 115	8,64 %
Tekniske vedlikeholdskostnader	792 512	6,35 %
Andre operative kostnader	442 734	3,55 %
Lønn	2 061 658	16,53 %
Avskrivninger og nedskrivninger	388 425	3,11 %
Andre indirekte operative kostnader	546 698	4,38 %
Andre Tap/ (gevinster) - netto	337 584	2,71 %
Totale operative kostnader	12 472 896	100 %

2.3. Konkurrenter

SAS

Scandinavian Airlines er et Skandinavisk flyselskap grunnlagt i 1946. Scandinavian Airlines er Norwegians største konkurrent. Det kan begrunnes med at SAS er den størst utfordreren for Norwegian på de skandinaviske flygningene. Sammen med Norwegian er selskapene de to største i Scandinavia, der SAS er størst og Norwegian nest størst.

SAS flyr innenriks i de skandinaviske landene, samt de fleste største byene i Europa, og noen destinasjoner i Nord-Amerika, og Asia. SAS har hovedbaser i Oslo, Stockholm og København. (wikipeda.org). SAS har en flåte på 143 fly per 31.juli 2013. (sas.no). SAS er for øvrig også kjent for å være et av verdens mest punktlig flyselskap. (sas.no)

Ryanair

Ryanair er et irsk lavprisselskap etablert i 1985. Det er en stor konkurrent for Norwegian i og med at Ryanair også er et lavprisselskap, men også fordi Ryanair er det nest største flyselskapet i Europa basert på antall passasjerer fraktet. (wikipedia.org). Selskapet har en flåte på 303 fly, og flyr til 180 destinasjoner i 29 land, noe som gjør det til Europas største lavprisselskap (ryanair.com)

Easyjet

Easyjet er et britisk lavprisselskap grunnlagt i 1995. Det er det femte største flyselskapet i Europa basert på antall passasjerer. (wikipedia.org). Selskapet opererer i mer enn 30 land med over 600 ruter. Easyjet har en flåte på omtrent 200 fly, der de fleste er av typen Airbus A319. (corporate.easyjet.com). Selskapet er en trussel til Norwegian på bakgrunn av at selskapet er av samme type, og at selskapet opererer på mange av destinasjonene som Norwegian opererer på.

Air Berlin

Air Berlin er et tysk lavprisflyselskap grunnlagt i 1978. Det er Tysklands nest største flyselskap etter Lufthansa (wikipedia.org) Selskapet hadde i 2013 fraktet totalt 31,5 millioner passasjerer til 171 destinasjoner over hele verden, og hadde en flåte på 140 fly.

Lufthansa

Lufthansa er et tysk flyselskap grunnlagt i 1926. Selskapet er et av verdens største, og Europas største basert på antall fraktede passasjerer. (wikipedia.org). Lufthansa flyr også i Norge, med ruter fra Bergen, Trondheim, Oslo og Stavanger til forskjellige tyske byer. (wikipedia.org). I følge wikipedia har selskapet en flåte på hele 286 fly, og 215 destinasjoner i 78 land i Afrika, Amerika, Asia og Europa. Dette selskapet er av en slik størrelse at det er en stor konkurrent for de fleste store flyselskap i Europa.

3. SELSKAPSBESKRIVELSE

3.1. Introduksjon

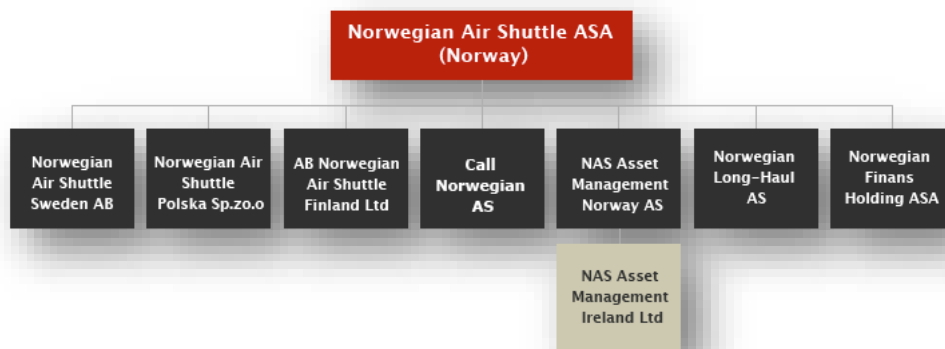
Norwegian Air Shuttle er et skandinavisk lavprisselskap. Selskapet er notert på Oslo børs. Selskapet startet opp i 1993. Norwegian er det nest største flyselskapet i Skandinavia, etter SAS. Det er også det tredje største lavprisselskapet i Europa. I skrivende stund har Norwegian 413 ruter til 128 destinasjoner i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Thailand og USA, og en flåte på 89 fly. Norwegian har med konkurransedyktige priser og enkle løsninger hatt en kraftig vekst de seneste årene. Selskapet har rundt 3 500 ansatte. (norwegian.no).

3.2. Selskapsstruktur

Det norske konsernet består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, og de direkte eller indirekte heleide datterselskapene Norwegian Air Shuttle Sweden AB, Norwegian Long Haul AS, AB Norwegian Air Shuttle Finland Ltd og NAS Asset Management Norway AS.

Norwegian Air Shuttle Polska Sp.zo.o er under avikling og NET Asset Management Ireland Ltd var avviklet i løpet av 2012. I tillegg eier Norwegian Air Shuttle ASA 100 prosent av telefonselskapet Call Norwegian AS og 20 prosent av Norwegian Finans Holding ASA (Bank Norwegian AS). (<http://annualreport.norwegian.no/>, 2012)

Norwegian Long Haul AS basert på Fornebu. Selskapet har ansvar for Norwegians langdistansesatsing. Norwegian Air Shuttle Sweden AB er lokalisert ved Arlanda flyplass i utenfor Stockholm. Selskapet leverer blant annet mannskap i Sverige og Finland. Selskapet gir også tekniske tjenester. Call Norwegian AS er et telefonselskap som leverer blant annet mobilt bredband, flyplass Wi-Fi til eksterne kunder i massemarkedet. Norwegian Finans Holding ASA er et holdingselskap, og har ingen andre funksjoner enn å forvalte aksjene i datterselskapet Bank Norwegian AS, som Norwegian Air Shuttle ASA eier 20 prosent av. NET Asset Management Norway er et spesialforetak registrert i Norge, med hensikt til å bidra med å finansiere fly.



Figur 1 Corporate Structure. Kilde: Norwegian.no

3.3. Driftshistorie

Selskapet ble opprettet i 1993. I begynnelsen samarbeidet Norwegian med Braathens S.A.F.E, om flygninger på den norske vestkysten. I 2002 starter Norwegian med flygningen innlands med Boeing 737-700, etter at SAS kjøper opp Braathens S.A.F.E. Norwegian satser da på å bli et lavprisselskap. Oppkjøpet av Braathens gjør at Norwegians vestlandsflygninger opphører. I 2003 børsnoteres selskapet. I 2004 inngår Norwegian samarbeidsavtaler med FlyNordic og Sterling. De samarbeidet med FlyNordic på ruten Oslo – Stockholm, og med Sterling på 13 av deres Europeiske ruter. I 2005 får selskapet sitt første overskudd. I 2006 etablerer Norwegian et datterselskap og base i Polen. Fra denne basen starter selskapet flygninger mellom fem europeiske byer. I tillegg for to fly fast tilholdssted på basen i Warszawa. 2007 ble et positivt år for Norwegian. (norwegian.no)

I 2007 kjøper Norwegian den tidligere samarbeidspartneren FlyNordic fra Finnair. Dette kjøpet bidro til å styrke Norwegian sin posisjon i det nordiske og europeiske markedet, samtidig som Stockholm blir Norwegians base i Sverige. Norwegian inngår også en avtale med Flyprodusenten Boeing om kjøp av 42 737-800 fly. Disse flyene bidrar til Norwegians utvikling ved at de er kostnadseffektive og teknologiske. I tillegg er de vesentlig mer miljøvennlige enn flåten på dette tidspunktet. Denne bestillingen var den største bestillingen i Skandinavia noensinne, og den største bestillingen i Europa dette året. I 2007 starter Norwegian opp Norwegian bank og fordelsprogrammet Norwegian Reward. Norwegian bank er en fullskala nettbank. Banken baserer på medvirkning fra samarbeid med Norwegian Air Shuttle ASA. Norwegian Reward gir brukeren minst en prosent «CashPoints» i opptjening ved alle kredittkjøp ved bruk av Norwegians eget kredittkort. (norwegian.no)

I 2008 henter Norwegian det første 737-800 flyet. Disse flyene viser seg å redusere drivstofforbruk og utslipp av CO₂ med mer enn 20 prosent. De nye flyene gjør i tillegg at passasjerkapasiteten øker fra 148 til 189 per fly. Norwegian også et mobilselskap som heter Call Norwegian. Dette selskapet retter sine tilbud mot Norwegians eksisterende kunder ved å tilby bruk av mobiltelefon og trådløst nett om bord på fly. Da Sterling gikk konkurs, benyttet Norwegian muligheten til å opprette en base i København- Kastrup.

I 2009 vinner Norwegian det som blir regnet som flyindustriens Oscar, ved at de blir kåret til årets flyselskap innenfor markedslederskap av det internasjonale fly-magasinet Air Transport

World. Norwegian starter i 2009 storsatsning i Danmark. Dette innebærer at rutetilbudet blir utvidet fra København-Kastrup. De stasjonerte flyene øker fra sju til ni. 2009 blir så langt det beste året i Norwegian sin historie. Årsresultatet etter skatt var på hele 446 millioner kroner. Norwegian hadde dette året en stor passasjer vekst. Passasjerveksten var 18 større enn året før.

I 2010 vinner Norwegian en kåring fra World Airline Awards. Norwegian ble kåret til det nest beste flyselskapet i Nord-Europa, og det tredje beste lavprisselskapet i Europa. Norwegian fortsetter å investere i fly. De øker den eksisterende ordren av fly med 15 nye fly av typen Boeing 737-800. Leveransen ventes å komme i perioden 2014 til 2016. Ordren av fly er nå oppe i 63 fly. I 2010 inngår Norwegian i tillegg en avtale om å lease to Dreamliner-fly av amerikanske ILFC. Disse flyene er planlagt å bruke på Norwegians langdistanseruter. Dreamliner-flyene blir installert med interiør som gir passasjerene en bedre reiseopplevelse, ved blant annet mindre støy og større hattehyller.

I 2011 starter Norwegian Wi-Fi på europeiske flygninger. Dette ble godt mottatt av passasjerene, og det ble besluttet å installere på flere av flyene. Ved årsslutt var halvparten av flåten installert med Wi-Fi. En ny base i Finland opprettes i 2011. Basen benyttes til å starte innenriks-flygninger og 11 utenlands-flygninger. Den nye basen viser seg å være en suksess for Norwegian. Tre nye Dreamlinere blir kjøpt i 2011, og leasing av et Dreamliner-fly. Norwegian har nå totalt avtaler på 6 Dreamliner-fly. Disse flyene bidrar til lavere kostnader, lavere utslitt og høyere passasjerkomfort. Norwegian fortsetter å kjøpe flere fly. Selskapet kjøper ytterligere 15 Boeing 737-800 fly med leveranse fra perioden 2015 til 2018.

I 2012 signerer Norwegian en gigantkontrakt på kjøp av 222 nye fly fra Boeing og Airbus. Dette er den største flyordren i Europa noensinne. Norwegian inngår også en avtale på to nye Dreamliner-fly. Norwegian har nå leveranser på til sammen 8 Dreamliner-fly.

I 2013 starter Norwegian opp film og TV-utleie om bord på flyene. Tjenestene er tilgjengelig på de flyene som har internett om bord. I mai 2013 tok Norwegians første langdistanseflygning sted fra Oslo til New York og Bangkok. I desember 2013 signerte Norwegian en kontrakt om å lease ytterligere to nye Dreamlinere, som skal leveres i første kvartal 2016. Dette er fly av typen Dreamliner 787-9. Denne typen er litt større enn de Norwegian har i dag.

3.4. Dreamliner-trøbbel

I 2013, Før Norwegian har fått sine første Dreamliner-fly, oppstår det problemer med flyene. I et av Japan Airlines Dreamliner-fly oppstår det brann i et litiumbatteri. Dette fører til at hele Dreamliner flåten blir satt på bakken i flere måneder. (e24.no, 2013). Etter at Norwegian har fått sin første Dreamliner i 2013, oppstår også en rekke problemer for Norwegian. Det starter med problemer med bremsene som fører til at et Dreamliner-fly må settes på bakken. Omtrent 600 passasjerer blir berørt, og Norwegian blir nødt til å leie inn ekstra kapasitet. (e24.no, 2013). Senere oppstår det strømproblemer med et av flyene, som gjør at flyet blir parkert på Gardermoen, og Norwegian blir på nytt nødt til å leie et ekstra fly. (e24.no, 2013) Problemene fortsetter med at en Dreamliner blir satt på bakken på Gardermoen, etter at en del må byttes. Dette gjør at 260 passasjerer blir ventende timevis på Gardermoen. (vg.no, 2013) Problemene er enda ikke over for Dreamliner flyene. Problemene stopper ikke der for Norwegian. Det oppstår trøbbel med en hydraulikkpumpe, som fører til forsinkelser og ombookinger. Dette gjorde at flyet hadde behov for å redusere last, og 70 av de 180 passasjerene som skulle fra New York til Oslo, fikk ikke lov til å være med. (e24.no, 2013). Norwegian egne tall over punktligheten på rutene til USA og Asia er svært dårlige. Tallene viser at flyene er forsinket på en av to avganger. (e24.no, 2013). I september 2013 oppstår det på nytt problemer med en hydraulikkpumpe på et av flyene som skulle fra Bangkok til Stockholm. Passasjerene måtte sitte på flyplassen i ti timer før de ble booket inn på hotell. (e24.no, 2013).

4. VERDSETTELSESTEKNIKKER

Det finnes flere ulike metoder som kan brukes til å verdsette selskap. Disse metodene kan inndeles i inntjeningsbasert tilnærming, markedsbasert tilnærming, balansebasert tilnærming, kostnadsbasert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming. En av metodene som blir brukt hyppigst er inntjeningsbasert tilnærming hvor verdien er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (DCF). Disse metodene kan illustreres med oversikten vist på neste side. (Kaldestad & Møller, 2011).

Metode	Inntjeningsbasert tilnærming	Markedsbasert tilnærming	Balansebasert tilnærming	Kostbasert tilnærming	Opsjonsbasert tilnærming
Definisjon av verdi	Verdi er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer	Verdi basert på prising av sammenlignbare selskaper	Verdien er lik det eiendelene kan selges for minus gjeld	Verdien er lik kostnaden ved å anskaffe eiendeler	Fundamentalverdi (DFC verdi) + verdi av særlig fleksibilitet
Varianter	Fri kontantstrøm til Enterprise Value (DCF)	EV/Salg EV/EBITDA EV/EBIT P/B	Dividende-modell	P/E EV/Produsert tonn	EVA/Residual Value
	Normalresultatmetoden	EV/reserver			

Inntjeningsbasert tilnærming

Den inntjeningsbaserte metoden tar utgangspunkt i fremtidige kontantstrømmer fra et selskap, eller en eiendel. Verdien av selskapet blir beregnet som nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene. Framgangsmåten basert på denne tilnærmingen er å lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi på bakgrunn av avkastningskravet. (Kaldestad & Møller, 2011).

Markedsbasert tilnærming

Den markedsbaserte tilnærmingen tar utgangspunkt i hva andre selskaper og eiendeler omsettes for i markedet. Ved bruk av denne tilnærmingen er det viktig å sammenligne med selskaper som er mest mulig lik det selskapet som skal verdsettes. Ved bruk av denne metoden benyttes multiplervurderinger som for eksempel EV/salg, P/B og P/E. Denne metoden er enkel sammenlignet med andre metoder, men det forutsettes at det finnes sammenlignbare selskaper til å sammenligne forholdstallene med. (Kaldestad & Møller, 2011).

Balansebasert tilnærming

Den balansebaserte tilnærmingen vurderer selskapet med utgangspunkt i hva eiendelene kan selges for i markedet i dag. Den estimerte verdien av egenkapitalen vil være salgsverdi av eiendelene minus gjeld. Forutsetningen for denne metoden er at eiendelene lett kan omsettes i markedet. Ulempen med denne metoden kan være at organisatoriske ressurser og kompetanse kan undervurderes. (Kaldestad & Møller, 2011).

Kostnadsbasert tilnærming

Bakgrunnen for denne metoden er at en kjøper ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det det vil koste å erstatte eller gjenskaffe den samme eiendelen, eller at det er nødt til å være sammenheng mellom prisen på en eiendel og de inntektene eiendelen kan generere for kjøper. Ved verdsettingen må man ta utgangspunkt i hva det koster å gjenskaffe eiendelen på verdsettelsestidspunktet. Ulempen med metoden er at prisene ved å anskaffe eiendelene kan variere mye over tid og gjør derfor verdsettelsen mer usikker. (Kaldestad & Møller, 2011).

Opsjonsbasert tilnærming

Denne metoden tar utgangspunkt i at selskaper kan sitte på rettigheter som gir dem en fordel. Dette kan for eksempel være rettigheten til å utsette prosjekt, utvide prosjekt eller raskt skrinlegge prosjekt. Mange tilnærminger kan undervurdere selskapet nettopp fordi de ikke tar stor nok hensyn til disse rettighetene. Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer pluss nåverdien av særlig fleksibilitet. (Kaldestad & Møller, 2011).

4.1. Verdsettelsesteknikk i oppgaven

I denne verdsettelsen av Norwegian vil jeg legge hovedvekt på den inntjeningsbaserte metoden DCF, samt en markedstilnærming ved bruk av multipler. Bakgrunnen for valget er at den inntjeningsbaserte tilnærmingen og markedstilnærmingen vanligvis gir de mest pålitelige svarene på denne typen oppgaver.

5. STRATEGISK ANALYSE

5.1. Ekstern analyse

Kommersiell luftfartsindustri har vært i meget stor vekst siden andre verdenskrig. Antall passasjerer steg over en milliard per år tidlig på 90-tallet. I 1995 var antall steget til 1,25 milliarder passasjerer. Lufttransport innenlands i Norge stod i 1995 for 3,5 milliarder passasjerkilometer, som er et uttrykk for at én passasjer blir fraktet én kilometer. Dette tilsvarte da 6,5 % av innenlands persontransport. Denne andelen har økt fra 2,9 % i 1975. (snl.no)

Flybransjen har gått i retning av mindre regulering, og økt konkurranse fra 1980-årene. Mange selskap har gått fra å være nasjonale, helstatlige og halvstatlige til å møte konkurranse fra både innenlands og utenlands. Den økte konkurransen bidro blant annet til flyselskaper søkte sammen i allianser, fusjoner og oppkjøp. (snl.no).

Det er grunn til å tro at den kommersielle luftfartsindustrien vil fortsette å være attraktiv ettersom flytransport fortsatt er det mest effektive transportmiddelet. På grunn av den høye konkurransen i luftfartsindustrien, vil kun de mest kostnadseffektive selskapene lykkes i lengden. Man kan derfor anta at kundenytten også vil øke, som et resultat av at billettprisene blir lavere. Ifølge prognoser av Nasjonal transportplan vil flytrafikken ha en betydelig vekst fram mot 2040. (regjeringen.no)

5.1.1. PESTEL-analyse

Politiske faktorer

Den nye regjeringen vil øke CO2 avgiften for luftfart innad i Norge med 50 kr pr tonn CO2. (aftenposten.no). I tillegg foreslo den rødgrønne regjeringen i statsbudsjettet å øke den generelle satsen i CO2 avgiften på mineralolje og gass med om lag 100 kroner til om lag 330 kroner per tonn CO2. (e24.no). Et resultat av dette kan bli økte kostnader for flyselskapene, og dyrere billetter for kundene.

Flyselskapene må tilpasse seg internasjonale regler som omhandler luftfart. Dette kan blant annet være EU-regler som regulerer blant annet rettigheter og plikter for virksomheter, krav til organisering, økonomisk fundament, og rett til å utøve virksomheten innenfor hele EU.

Mange av reglene regulerer økonomiske rammebetingelser, og kan påvirke konkurransen i luftfartsindustrien. (regjeringen.no, 2013). Det er derfor viktig for selskapene å holde seg oppdatert på nye direktiver fra EU.

Økonomiske faktorer

Tall fra Eurostat viser at den prisjusterte BNP per innbygger i Norge i 2012 var 95 % over gjennomsnittet i de 28 EU landene. Prisnivåjustert BNP per innbygger har i Norge hatt en positiv utvikling sammenlignet med de andre landene i undersøkelsen I øst- og Sørøst-Europa har de også hatt relativt sett stor økning i prisnivåjustert BNP per innbygger. Det er Albania, Tyrkia, Estland, Latvia, Litauen, Polen og Bulgaria som har hatt størst økning. (ssb.no, 2013). Det kan derfor være ekstra aktuelt å satse på disse områdene.

Månedslønnen eksklusiv overtidsgodtgjørelse for heltidsansatte innen lufttransporten var på 52 000 kroner per 1.oktober 2013. På samme tidspunkt i 2012 var lønnen 600 kroner høyere. (ssb.no, 2014). Dette kan tyde på at lønnen i lufttransport stabiliserer seg etter å ha voksende i en god stund.

Sosiale faktorer

Det er fare for at mange potensielle kunder har endret sitt inntrykk av Norwegian etter alle problemene de har hatt. Spesielt med Dreamliner flyene sine. Det kan derfor tenkes at Norwegian sitt omdømme er noe svekket, og de kan miste potensielle kunder av den grunn.

Folk reiser mer utenlands enn tidligere. I følge Statistisk sentralbyrå fortsatte utenlandstrafikken å øke sterkt for alle de store lufthavnene i Norge, Bergen, Stavanger, Trondheim, og Oslo. Bergen hadde 134 000 flere passasjerer i 3. kvartal 2013 enn 3. kvartal 2012. Trondheim hadde en økning på 36 000 passasjerer, Stavanger hadde en økning på 76 000 passasjerer, mens Oslo Gardermoen hadde en økning på 293 000 passasjerer. (ssb.no, 2013). I følge Cicero, senter for klimaforskning, har flytrafikken ut og inn av landet økt med 33 prosent og innenriksflygingene økt med 16 prosent de siste tre årene. (cicero.uio.no).

Den generelle befolkningsveksten i verden bidrar til at flere over tid vil reise med fly, og gir derfor større muligheter for vekst i luftbransjen.

Teknologiske faktorer

Stadig flere flyselskaper skaffer seg Wi-Fi på flyene sine. Wi-Fi på flyene bidrar til å øke reiseopplevelsen til passasjerene, og det er derfor viktig å være oppdatert på denne teknologien.

Nå har mange flyselskaper begynt å benytte seg av selvbetjente bagasjeavlevering. Dette bidrar til å effektivisere innsjekkingen. Det bidrar også til å redusere kostnadene, ved at det behøves mindre personell til innsjekkingen.

De nyeste flytypene har også den nyeste og beste teknologien. Boeings Dreamliner er for eksempel billigere i drift enn de eldre modellene. Drivstofforbruket er opptil 20 prosent lavere enn på konkurrerende fly. Setene er større og i tillegg bedre bein plass. Skroget på Dreamliner er lagd av karbonkompositt som er lettere og sterkere enn aluminium som tidligere fly er bygget av. I tillegg har flyet teknologi som skal redusere jetlag-symptomer. (dagbladet.no, 2012). Det er åpenbart at man vil få en konkurransefordel ved å bruke disse flyene, på bakgrunn av at den nye teknologien gjør flyene kostnadseffektive.

Det er ingen hemmelighet at Boeings Dreamlinere også har hatt en god del teknisk trøbbel. Det er fortsatt en del usikkerhet om hvorvidt problemene er ordnet opp i, eller om problemene vil fortsette i fremtiden.

Miljøfaktorer

Mye tyder på at menneskelig aktivitet påvirker klimaet. Det er mye fokus på å redusere CO₂-utslippet. Flytransport står for to til tre prosent av de globale utslippene av CO₂. (transportmiljo.no). Flyselskapene er opptatt av å være så miljøvennlige som mulig, samtidig som lavere drivstoff og CO₂-utslipp reduserer kostnadene.

Ifølge Storm.no vil den globale oppvarmingen gjøre det mer ubehagelig å fly i fremtiden. Flyene som flyr mellom Europa og USA holder en høyde på omtrent 10 000 meter. I denne høyden blåser det kraftige vinder fra vest mot øst som kalles jetstrømmer. Klarer flyene fra USA til Europa og henge seg på disse jetstrømmene vil de spare drivstoff og tid, mens flyene som flyr motsatt vei forsøker å unngå vindene for å slippe motvind. Å fly på disse jetstrømmene innebærer imidlertid turbulens, og den globale oppvarmingen vil øke styrken på

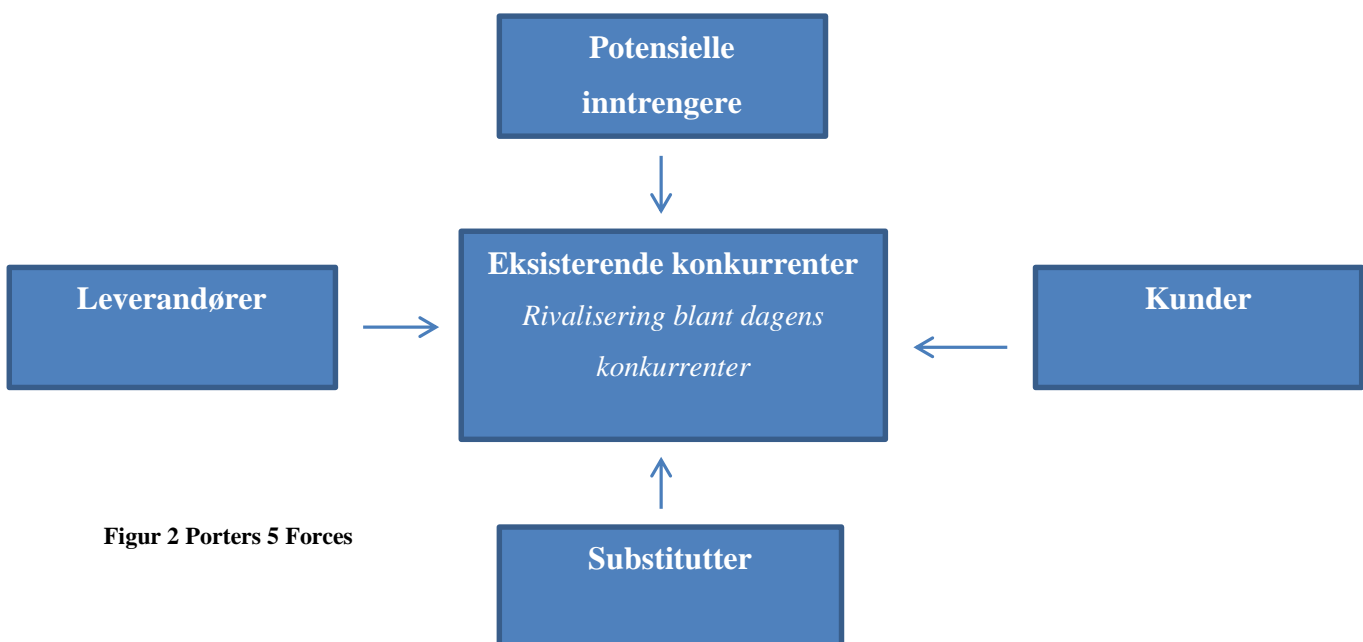
disse jetstrømmene, noe som gjør turbulensen kraftigere. Mer turbulens vil samtidig innebære at turen tar lengre tid, og at det går med mer drivstoff. (storm.no, 2013).

Juridiske faktorer

Det er en rekke regler å forholde seg til for sivil luftfart i Norge. Regelverket for sivil luftfart i Norge er gitt i luftfartsloven. Mange av forskriftene gjennomfører EU-regelverk, mens enkelte av forskriftene er særnorske bestemmelser. Mange av bestemmelsene i regelverket bygger i stor grad på anbefalinger fra International Civil Aviation Organization (ICAO). Andre lover som har betydning for norsk luftfart kan for eksempel være straffeloven og arbeidsmiljøloven. (luftfartstilsynet.no).

I en så konkurranseutsatt bransje som flybransjen er, kan det hende at man opererer i gråsonen for eksempel i forhold til arbeidsmiljøloven. Et eksempel på det er lavprisselskapet Ryanair. Ryanair har en rekke brudd på den norske arbeidsmiljøloven. Selskapet krevde full i medisinske opplysninger om sine ansatte, flertallet av de ansatte fikk ikke krav på sykepenger, kontraktene spesifiserte ikke arbeidstimene til de ansatte. (aftenposten.no, 2013). En av farene ved at man kontinuerlig ønsker seg lavere kostnader, er at det kan gå ut over de ansatte. Ryanair har fått en rekke negative medieomtaler etter dette.

5.1.2. Porters 5 Forces



Figur 2 Porters 5 Forces

Leverandørens forhandlingsmakt

I bransjen er det to store produsenter av fly, Airbus og Boeing. Airbus er en europeisk flyprodusent og Boeing er en amerikansk flyprodusent. Airbus hadde 626 leveranser og 1 503 ordre i 2013, noe som var ny rekord i bransjen. Sist Boeing hadde flere ordre enn Airbus var i 2007. Boeing hadde riktignok flere leveranser i 2013 enn Airbus, med 648 leveranser. Målt etter netto ordretall hadde Airbus en markedsandel på 53 prosent og Boeing på 47 prosent i 2013. (e24.no, 2014)

Mange flyselskaper benytter seg både av Boeing-fly og Airbus-fly. Det er derfor ikke nødvendigvis slik at man kun benytter seg av en flyprodusent. Det kan imidlertid tenkes at det finnes rabatter hvis man forholder seg lojal mot den ene produsenten, slik at det oppstår en viss byttekostnad ved å kjøpe fly fra en annen produsent. Noe som kan forklare hvorfor flyselskaper kjøper fly fra både Airbus og Boeing, er at de vil ha de flyene som er billigst i drift til det formålet flyet skal brukes til, uavhengig av hvilken produsent de kommer fra.

Boeing tjente i 2013 omtrent 53 milliarder dollar på kommersiell luftfart, mens de tjente omtrent 32,6 milliarder dollar på militære fly, nettverk og romsystemer og sikkerhet. (The Boeing Company). Airbus tjente i 2013 omtrent 39,9 milliarder euro på kommersiell luftfart, mens de tjente omtrent 2,9 milliarder euro på militære tjenester. (Airbus Group, 2014). Som tallene viser er Airbus er i større grad avhengig av kommersiell luftfart enn det Boeing er. Konsentrasjonen av flyprodusenter er veldig liten i forhold til antall flyselskap i verden. Mangel på produsenter som produserer fly som gir samme nytte, gjør at flyprodusentene får større forhandlingsmakt.

Kundenes forhandlingsmakt

Det kan hende at kundene har byttekostnader ved å benytte seg av et annet flyselskap enn hva de vanligvis gjør. Det kan oppstå byttekostnader for eksempel på grunn av at flyselskapene har bonusordninger som gjør at kundene oppnår bonuser jo mer man flyr med selskapet. Kundene har god informasjon om billettprisene til de forskjellige selskapene. Kunden kan enkelt sammenligne prisene til de forskjellige flyselskapene på den aktuelle ruten. At kunden har god oversikt over priser bidrar til å øke kundenes forhandlingsmakt.

Det er liten mulighet for kundene å integrere bakover i verdikjeden. Kundene har derfor begrenset forhandlingsmakt. Kundene kan likevel velge mellom flere flyselskaper når de skal reise til et bestemt sted, og kan derfor velge det beste alternativet. Generelt sett er kunder mest opptatt av å fly med det selskapet som tilbyr de billigste billettene. Men det kan også være at noen betaler ekstra for høyere kvalitet. Det gjelder nok spesielt kunder som har god økonomi, eller kunder som skal reise langt og ønsker god komfort.

I den kommersielle luftfartsindustrien har nok merkevare liten betydning for kundene. I en tjenestebasert bransje som flybransjen er merkevare mindre viktig for kunden enn for eksempel kjøp av bilmerke. Differensiering kan likevel tenkes å være viktig for kundene hvis selskapet klarer å tilby noe som de andre ikke har, og som kan bidra til å øke betalingsvilligheten til kundene. Det kan for eksempel være et flyselskap som tilbyr trådløst nettverk på flygningene, som man kanskje betaler litt ekstra for.

Trusselen fra substitutter

Skal man reise over lengre distanser, så er fly det mest effektive transportmiddelet. Den kommersielle luftfarten er derfor lite truet av substitutter når det gjelder transport over lengre distanser. Flybransjen vil sannsynligvis også i fremtiden være det mest effektive transportmiddelet. Det nærmeste du kommer hastigheten til fly er høyhastighetstog, men selv de har gått ikke fort nok til å konkurrere med fly, samtidig som det går mye penger til planlegging og bygging baner.

Trusselen fra inntrengere

Det som gjør det vanskelig for nystartede flyselskaper er at de store flyselskapene kan oppnå stordriftsfordeler ved at de for eksempel kjøper én type fly hos én type flyprodusent. Det er derfor ikke uvanlig at flåten til et flyselskap nesen bare består av én type fly. (reiselivsavisen.no, 2012).

Merkevare er nok ikke avgjørende for flyselskaper, selv om for eksempel logoen til et flyselskap kan bringe frem assosiasjoner om selskapet. Det kan være assosiasjoner basert på for eksempel flyselskapets omtale og egne erfaringer. (Lund, 2013). Prisene på billettene kan variere nokså mye fra selskap til selskap. Derfor er nok prisene viktigere for kundene enn hva slags selskap de reiser med.

Skal man starte som ny i flybransjen trenger man en god del kapital for å skaffe seg fly. På grunn av det store kapitalbehovet, er det mange som velger å lease flyene istedenfor å kjøpe dem, slik at kapitalbehovet blir noe mindre. Generelt sett så er kapitalbehovet for flybransjen mye større en mange andre bransjer.

Skal du kunne konkurrere skikkelig i bransjen, må du ha lave kostnader. Det er ofte kostnadslederen som setter standarden for de andre aktørene. Et eksempel på dette er Norwegian sin inntreden i det skandinaviske markedet. På grunn av Norwegian sine lave kostnader, ble SAS nødt til å kutte kostnader for å holde være konkurransedyktig. (dagbladet.no, 2013) Fordelen med den kommersielle luftfarten er at det i liten grad eksisterer patentbeskyttelser, som det ofte gjør i produksjonsbransjer.

Konkurransenintensiteten blant dagens konkurrenter

Hvis man legger veksten i bransjen til grunn, er det mulig for selskapene å vokse selv om de ikke øker sine markedsandeler. De fleste flyselskap er ganske like, og utfører samme oppgave for kundene. Det er derfor ikke veldig stor grad av differensiering mellom tjenestene fra de forskjellige aktørene. Det er imidlertid mulig å differensiere seg ved blant annet å tilby passasjerene høyere komfort enn de andre selskapene. Merkevarer kan også være en differensieringsfaktor. Generelt kan man si at det er vanskelig å differensiere seg i bransjen. Mange av de mest suksessfulle flyselskapene velger kostnadslederstrategi istedenfor differensieringsstrategi.

Statseide flyselskaper kan ha en fordel i at de får statsstøtte for å unngå konkurs. Dette kan gjøre det vanskeligere for ikke-statseide flyselskaper å konkurrere med de statseide flyselskapene.

Ifølge International Air Transport Association (IATA), er det 240 flyselskaper som er medlemmer. I Europa er det registrert 98 medlemmer. I Nord og Sør-Amerika er det registrert til sammen 39 medlemmer. I Afrika og Midtøsten er det registrert 50 medlemmer. I Kina og Nord-Asia er det registrert 22 medlemmer. I det asiatiske Stillehavet er det registrert 31 medlemmer. (iata.org). Den desidert største konsentrasjonen av flyselskaper er derfor i Europa.

5.2. Intern analyse

5.2.1. Ressursanalyse – VRIO

Ressurser ↓	Verdifull?	Sjelden?	Kostbart å imitere?	Utnyttet av organisasjonen?	Konkurransefortrinn
Økonomi	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Penger	Ja	Nei			Ordinært fortrinn
Fly	Ja	ja	nei		Midlertidig fortrinn
Lokalisering	Ja	Nei			Ordinært fortrinn
Organisatoriske	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Teknologi	Ja	Ja	Nei		Midlertidig fortrinn
Kunderelasjoner	Ja	Nei			Ordinært fortrinn
Renommé	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke beholdt fortrinn

Penger

Penger er viktig for Norwegian, men det er ikke en sjelden ressurs. Konkurransefortrinnet blir derfor bare ordinært.

Økonomi

Norwegians driftsinntekter har vokst kraftig helt fra begynnelsen, og ventes å fortsette i nærmeste framtid. Noe som kanskje ikke er et like bra, er at gjelden til Norwegian også har vokst kraftig. Norwegian har finansiert anleggsmidlene stort sett med gjeld. Gjelden til Norwegian har faktisk vokst mer enn hva driftsinntektene har vokst. (purehelp.no) Så lenge driftsinntektene til Norwegian fortsetter å vokse, samtidig som de holder kostnadene lave, så er det ingen fare med mye gjeld.

Fly

Fly er det viktigste å ha når du skal drive flyselskap. Norwegian har nok av fly, men det er ikke en sjelden ressurs i bransjen, og derfor blir ikke konkurransefortrinnet mer enn ordinært. Men Norwegian har inngått en mega-avtale om kjøp av 222 nye fly som gjør at fortrinnet er relativt sjeldent.

Lokalisering

Med lokalisering tenker jeg på hvor flyselskapene har basene sine. Når selskapene har flere baser kan de lettere utvide rutetilbudet til flere steder. Norwegian har baser i Norge, Polen, Sverige, Finland og Danmark. Det er vanlig at flyselskaper har baser på flere steder, og konkurransefordelen blir derfor ordinær.

Organisatoriske ressurser

Norwegian daglige drift, produktutvikling, langsiktige planlegging og organisasjonsstruktur styres av selskapets verdier og prioriteringer. Kjerneverdiene til Norwegian er: relevant, enkelt og direkte. Norwegian prioriteringer er: Sikkerhet, service, enkelhet. Norwegian sin visjon er at alle skal ha råd til å fly. (norwegian.no). Norwegian organisatoriske ressurser er verdifull, ved at de bestemmer forretningsstrategien. De organisatoriske ressursene er sjelden ved at de er unik for Norwegian. Det er vanskelig å imitere de organisatoriske ressursene, fordi ressursene er en del av organisasjonskulturen. Ressursene er utnyttet godt av organisasjonen ved at visjonen, verdiene og forretningsstrategien danner selve grunnlaget for suksessen til Norwegian. Konkurransefortrinnet er derfor varig.

Kompetanse

Norwegian ledelse består av personer med høy kompetanse og erfaring. (norwegian.no) Norwegian har vokst til å bli det tredje største lavprisselskapet i Europa, noe som man ikke kan klare uten at ledelsen vet hva de driver med. Det er derfor naturlig å legge til grunn at Norwegian har høy kompetanse. Kompetanse er en verdifull ressurs. God kompetanse er også ganske sjelden og kostbart å imitere. Norwegian kompetanse er derfor et varig konkurransefortrinn.

Teknologi

Norwegian har skaffet seg Wi-Fi på de fleste av flyene sine. Det kan være en verdifull teknologisk nyvinning ved at kunder er på jakt etter en bedre reiseopplevelse. Det er fortsatt ganske nytt med Wi-Fi på kommersielle fly, og det er derfor ganske sjeldent. Flere og flere flyselskaper vil sannsynligvis skaffe seg Wi-Fi på flyene sine, og det er derfor foreløpig en midlertidig konkurransefordel.

Kunderelasjoner

Det er mulig å binde kunder til en viss grad ved hjelp av bonusprogrammer. Norwegian har et bonusprogram som heter Norwegian Reward, der du tjener såkalte cash-points når man flyr. Poengene kan man veksle til penger. Dette er med på å binde kunder til Norwegian. Dette er viktig for Norwegian, men slike bonusprogrammer benyttes av mange flyselskap og er derfor ikke spesielt sjeldent. Konkurransfordelen er ordinær.

Renommé

Norwegian har opplevd mye dårlig medieomtale på grunn av trøbbel med Dreamliner-flyene. De har også opplevd kritikk for å utnytte utenlandsk kabinpersonale som tjener langt mindre enn de norske. (nrk.no, 2013)

5.3. SWOT-analyse

SWOT-analysen er en oppsummering av den eksterne og interne analysen. Muligheter og trusler dekker den eksterne analysen og sterke sider og svake sider dekker den interne analysen.

Sterke sider (Strengths)	Svake sider (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> • Norwegians driftsinntekter øker kraftig for hvert år. • Avtale om kjøp av 222 fly. • God organisering i selskapet. • God kompetanse • Teknologisk fordel ved bruk av Wi-Fi 	<ul style="list-style-type: none"> • Har fått et dårlig renommé grunnet mye negativ medieomtale. • Norwegian har mye gjeld.
Muligheter (Opportunities)	Trusler (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> • Folk har bedre økonomi • Flere reiser utenlands • Nordmenn flyr mer enn tidligere • Befolkningsveksten gjør at flere vil fly. • Teknologiske nyvinninger kan gi konkurransefortrinn. • Nye kostnadseffektive fly sparer penger og miljø. • Bonusordninger binder kunder til selskapet • Fly er det mest effektive transportmidlet. • Muligheter for å oppnå stordriftsfordeler ved kjøp av flere fly. 	<ul style="list-style-type: none"> • CO2-avgift kan øke. • Negativ omtale kan gi færre kunder. • Dreamliner-flyene kan skape mer trøbbel • Global oppvarming kan gjøre det dyrere å fly. • EU direktiver og regelverk kan bidra til å endre retningslinjene for flygning. • Flyprodusentene har stor forhandlingsmakt. • Kundene har god prisoversikt. • Vekst i bransjen gir mulighet for inntrengere. • Liten differensiering mellom selskapene gir økt konkurranse. • Høy konsentrasjon av flyselskap i Europa gir høyere konkurranse.

Norwegian har sikret seg en fordel ved at de har inngått en mega-avtale med Boeing om kjøp av 222 nye fly som kan sikre Norwegian god vekst også i fremtiden. Noe som er negativt for Norwegian er at de har mye problemer med de nye Dreamliner-flyene. Disse problemene skaper misnøye for kundene, samtidig som at Norwegian taper økonomisk på problemene. Generelt sett så er den kommersielle luftfarten i stor vekst, og det ventes at veksten vil fortsette en god stund framover. En av de største utfordringene for flyselskapene er å bli mer miljøvennlige. Gevinsten er at man sparer miljøet og kostnadene blir lavere.

6. REGNSKAPSANALYSE

6.1. Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap (NOK 1000)	Regnskapstall		Prosent av driftsinntekter		Endring i % fra 2011 til 2012
	2011	2012	2011	2012	
Driftsinntekter	10 532 191	12 859 042	100 %	100 %	22,09 %
Operasjonelle kostnader	7 818 926	9 131 424	74,23 %	71 %	16,79 %
Lønn	1 836 194	2 068 202	17,43 %	16,08 %	12,64 %
Avskrivninger og amortiseringer	293 950	385 244	2,28 %	3 %	31,06 %
Andre driftskostnader	472 908	534 336	4,5 %	4,15 %	12,99 %
Andre tap/gevinst - netto	-305 720	336 385	-2,9 %	2,6 %	210 %
Sum driftskostnader	10 116 258	12 455 590	96,05 %	96,86 %	23,12 %
Driftsresultat	415 934	403 452	3,94 %	3,14 %	-3 %
Netto-finansposter	-268 911	186 888	-2,55 %	1,45 %	169,5 %
Gevinst / tap fra tilknyttet selskap	19 518	32 840	0,18 %	0,25 %	68,25 %
Resultat før skatt	166 540	623 181	1,58 %	4,84 %	274 %
Skattekostnad	44 416	166 535	0,42 %	1,29 %	274 %
Årsresultat	122 125	456 646	1,16 %	3,55 %	274 %

Driftsinntektene har økt med omtrent 22 % fra 2011 til 2012 mens årsresultatet har økt med hele 274 %. Dette skyldes i hovedsak at netto andre tap/gevinst har økt med 210 prosent og at netto-finansposter har økt med 169,5 %. Netto andre tap/gevinst består av tap og gevinster på finansielle eiendeler og forpliktelser til virkelig verdi og netto valutatap og gevinster på operative aktiviteter. Netto-finansposter består i hovedsak av renteinntekter og rentekostnader og netto valutatap eller gevinst. Samtidig er det verdt å merke seg at de operasjonelle kostnadene utgjør en mindre andel av driftsinntektene i 2012 enn 2011. De operasjonelle kostnadene er den største kostnadsposten og noen få prosenter utgjør derfor mye. De

operasjonelle kostandene består av salg og distribusjon, drivstoff, leasing-avgifter, flyplassavgifter, teknisk vedlikehold, håndteringskostnader, og andre fly-utgifter. Av disse kostandene så er drivstoff den klart største kostnadsposten. I 2012 utgjorde drivstoff omtrent 3,7 milliarder kroner.

Balanse (NOK 1000)	Regnskapstall		Prosent av balanse- sum		Endring i % fra 2011- 2012
	2011	2012	2011	2012	
Anleggsmidler	6 501 638	9 013 047	72,2 %	75,6 %	38,6 %
Omløpsmidler	2 502 227	2 906 011	27,8 %	24,4 %	16,1 %
Sum eiendeler	9 003 864	11 919 058	100 %	100 %	32,4 %
Egenkapital	1 945 589	2 420 651	21,6 %	20,3 %	24,4 %
Langsiktig gjeld	3 066 069	4 654 055	34,1 %	39 %	51,8 %
Kortsiktig gjeld	3 992 205	4 844 352	44,3 %	40,6 %	21,3 %
Sum egenkapital og gjeld	9 003 864	11 919 058	100 %	100 %	32,4 %

Verdien av anleggsmidlene har økt fra 2011 til 2012. Dette skyldes at fly, deler og installasjoner på fly har økt og at forskuddsbetalingen til Boeing har økt. Dette kan tyde på at Norwegian har investert i økt kapasitet, noe som også er mye av forklaringen på økte driftsinntekter. Den langsiktige gjelden har økt med 51,8 %. Dette skyldes i hovedsak at Norwegian har tatt opp mer i lån. Lån har økt med omtrent 2,7 milliarder til 4,65 milliarder. Økningen i lån kan forklares med at lånet går til å finansiere investeringene i fly, deler og installasjoner på fly. (Norwegian).

6.2. Lønnsomhet

Egenkapitalrentabilitet (EKR)

Egenkapitalrentabiliteten skal måle regnskapsmessig avkastning på kapitalen som eierne har investert i selskapet. Den investerte kapitalen som eierne har investert regnes som innskudd kapital og opptjent kapital. For å måle avkastningen på kapitalen må et resultatmål brukes. Det mest relevante resultatmålet er ordinært resultat, der årets skattekostnad er trukket fra. Det er det mest naturlige å bruke siden skatt reduserer beløpet som tilfaller eierne. (Langli, 2010)

Egenkapitalrentabiliteten kan beregnes på følgende måte:

$$EKR = \frac{\text{Ordinært resultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Totalkapitalrentabilitet (TKR)

Totalkapitalrentabiliteten er et mål på hvor stor inntjening selskapet har hatt på sin totale kapital, uavhengig av hvordan kapitalen er finansiert. Mer presist er totalkapitalrentabiliteten et mål på hvor store verdier eiendelene i balansen har generert i løpet av perioden, uavhengig av hvordan verdiene blir fordelt mellom egenkapitalsiden og gjeldssiden. (Langli, 2010)

Totalkapitalrentabiliteten beregnes på følgende måte:

$$TKR = \frac{(\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Rentabilitet på sysselsatt kapital (RSK)

Siden selskaper kan ha svært forskjellig forhold mellom egenkapital og gjeld, kan for eksempel et selskap med mye gjeld typisk få høye rentekostnader som reduserer resultatet sammenlignet med selskaper med lite gjeld. Rentabilitet på sysselsatt kapital er derfor et mål som korrigerer for forskjeller i finansieringsstruktur. Den sysselsatte kapitalen kan beregnes som ved å trekke fra den rentefrie gjelden fra total kapitalen. (Langli, 2010) Den rentefrie gjelden for Norwegian er beregnet som kortsiktig gjeld, utsatt skatt og annen rentefri gjeld. Rentabiliteten på sysselsatt kapital beregnes slik:

$$RSK = \frac{(\text{Ordinært resultat} + \text{rentekostnader} \times (1 - \text{skattesats})) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig sysselsatt kapital}}$$

I telleren benyttes årets resultat etter skatt, slik at skattemyndighetenes andel blir trukket fra. Utsatt skatt og betalbar skatt er ikke med i sysselsatt kapital. Årsaken til at rentekostnadene er med er at rentabilitet på sysselsatt kapital skal måle verdiskapningen uten påvirkning av selskapets finansiering, og dermed bli upåvirket av om selskapet har mye eller lite rentebærende gjeld. (Langli, 2010)

Rentabilitet av hovedformålet (RHF)

Rentabilitet av hovedformålet brukes dersom en ønsker å vite hvor mye selskapet tjener på hovedformålet av virksomheten. Rentabilitet av hovedformålet beregnes på følgende måte:

$$RHF = \frac{\text{Driftsresultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig kapital investert i hovedformålet}}$$

Den største forskjellen mellom dette rentabilitetsmålet og totalkapitalrentabiliteten og rentabiliteten på sysselsatt kapital, er at samtlige finansielle inntekter og kostnader holdes utenfor. For å holde en logisk sammenheng må en derfor også korrigere for finansielle poster i nevneren. Kapital investert i hovedformålet kan finnes ved å trekke fra de driftsfremmede eiendelene fra totalkapitalen.. Driftsfremmede eiendeler er de eiendelene som selskapet ikke behøver for å holde driften gående. (Langli, 2010)

For Norwegian definerer jeg de driftsfremmede eiendelene som kontanter og bankinnskudd, investeringer i tilknyttet selskap, immaterielle eiendeler, finansielle eiendeler tilgjengelig for salg og derivater.

Analyse av Norwegian's lønnsomhet

	2009	2010	2011	2012
EKR	35,71 %	10,05 %	6,53 %	20,91 %
Norwegian				
TKR	15,70 %	4,86 %	3,03 %	7,09 %
Norwegian				
RSK	23,98 %	6,37 %	4,11 %	9,64 %
Norwegian				
RHF	20,24 %	4,96 %	6,67 %	4,62 %
Norwegian				

Rentabilitetsmålene viser tydelig at 2009 var et godt år for Norwegian. I 2010 viser rentabilitetsmålene at Norwegian sin lønnsomhet var en god del redusert fra året før. I 2011 viser rentabilitetsmålene ytterligere en liten reduksjon, bortsett fra rentabiliteten av hovedformålet som gikk litt opp i forhold til 2010. Dette skyldes at rentabiliteten av hovedformålet benytter driftsresultat istedenfor ordinært resultat. Driftsresultatet fra 2010 til

2011 økte med over 100 % mens ordinært resultat var lavere i 2011 enn 2010. Dette skyldes at netto-finansposter i 2011 var godt på minussiden, noe som er uvanlig. Selv om man legger til rentekostnadene til det ordinære resultatet, utgjør ikke det nok til å normalisere rentabilitetsmålene fordi i 2011 utgjorde tap på valuta uvanlig mye av netto-finansposter. I 2012 viser alle rentabilitetsmålene en økning fra 2011, mens rentabiliteten av hovedformålet viser en liten reduksjon. Dette skyldes naturligvis også at årsresultatet i 2011 var lavere enn normalt nettopp på grunn av at netto-finansposter var langt lavere enn vanlig.

Siden netto-finansposter i 2011 avviker mye fra de andre årene, er kanskje det mest pålitelige lønnsomhetsmålet rentabiliteten av hovedformålet. Utfra tallene kan en helt klart se at 2009 var det året med høyest lønnsomhet. Norwegian har slitt med å få like stor avkastning på kapitalen som de hadde i 2009. Dette skyldes at Norwegian i liten grad har klart å øke driftsresultat og årsresultat, mens eiendeler, egenkapital og gjeld har økt kraftig. Hvis en ser kun på driftsinntekter, kan man se en bra årlig vekst siden 2009. Eiendelene har likevel økt mer relativt sett enn hva driftsinntektene har. Det kan også være et tegn på at Norwegian posisjonerer seg for fremtiden, og at eiendelene først genererer store inntekter i årene fremover.

(NOK 1000)	2009	2010	2011	2012
Eiendeler	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 058
<i>Vekst i eiendeler</i>		31,8 %	36,0 %	32,4 %
Egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 651
<i>Vekst i EK</i>		12,1 %	8,3 %	24,4 %
Gjeld	3 420 357	4 824 646	7 058 275	9 498 407
<i>Vekst i gjeld</i>		41,0 %	46,3 %	34,6 %

(NOK 1000)	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	7 309 189	8 597 667	10 532 191	12 859 042
<i>Vekst i driftsinntekter</i>		17,6 %	22,5 %	22,1 %
Driftsresultat	571 866	210 169	415 934	403 452
<i>Vekst i driftsresultat</i>		-63,2 %	97,9 %	-3,0 %
Årsresultat	446 251	170 884	122 125	456 646
<i>Vekst i årsresultat</i>		-61,7 %	-28,5 %	273,9 %

Konkurrentenes lønnsomhet

Egenkapitalrentabilitet	2009	2010	2011	2012
Ryanair	-6,86 %	11,58 %	12,91 %	17,9 %
SAS	-31,51 %	-17,17 %	-12,55 %	-8,35 %
Easyjet	5,50 %	8,64 %	14,03 %	14,57 %
Lufthansa	-1,56 %	15,72 %	0,05 %	12,27 %
Norwegian	35,71 %	10,05 %	6,53 %	20,91 %

Egenkapitalrentabiliteten de fire siste årene til Ryanair viser at de er god vekst, og vil bli en stor konkurrent for Norwegian også i fremtiden. SAS har stadig negativ egenkapitalrentabilitet, men rentabiliteten har vokst de siste årene. Egenkapitalrentabiliteten til Norwegian har også vokst hvert år siden 2009, mens Lufthansa har hatt en mer varierende avkastning på egenkapitalen sin. Det er også vært å merke seg at når de andre hadde lave rentabilitetsmål i 2009, så hadde Norwegian en veldig høy egenkapitalrentabilitet. Norwegian har også den største egenkapitalrentabiliteten i 2012 av de utvalgte konkurrentene.

6.3. Soliditet og finansiering

Arbeidskapital

Arbeidskapital = omløpsmidler – kortsiktig gjeld

Arbeidskapitalen viser hvor stor grad av omløpsmidlene som er finansiering med langsiktig kapital. Langsiktig finansiering av omløpsmidlene gjør at selskapet har bedre muligheter til å overleve kriser, fordi den delen av gjelden kreditorene vil forlange på kort sikt blir mindre. En annen fordel med en høy arbeidskapital er at man kan unngå likviditetstrøbbel ved salg av lett omsettelige omløpsmidler. En høy andel omløpsmidler kan imidlertid være et tegn på at selskapet forvalter sine ressurser lite effektivt. Vanligvis vil en stille krav om at arbeidskapitalen er positiv. Det vil si at omløpsmidlene er større enn den kortsiktige gjelden. (Langli, 2010)

Finansieringsgrad

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

Finansieringsgraden viser hvordan selskapet har finansiert eiendelene sine. Det vil si i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert med langsiktig gjeld og egenkapital. Normalt vil man kreve at finansieringsgraden bør være mindre enn 1. Det betyr at den langsiktige kapitalen også vil være med på å finansiere deler av omløpsmidlene i tillegg til anleggsmidlene. (Langli, 2010)

Likviditetsgrad 1

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

Likviditetsgrad 1 viser i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 bør normalt sett være større enn 1, slik at omløpsmidlene er større enn den kortsiktige gjelden som betyr at deler av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital. Omløpsmidler og kortsiktig gjeld kan fungere som anslag på fremtidige kontantstrømmer. Omløpsmidlene kan sees på som et anslag på hvor mye selskapet regner med vil bli innbetalt, mens kortsiktig gjeld kan sees på som et anslag på hvor mye selskapet regner med å bli utbetalt. Likviditetsgrader over 1 kan derfor sees på som at selskapet forventer større kontantstrømmer inn enn ut. (Langli, 2010)

Gjeldsgrad

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

Gjeldsgrad brukes som mål på selskapets soliditet. Gjeldsgraden forteller hvor mange kroner det er i gjeld per krone egenkapital. Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld (fremmedkapital) og egenkapital. Normalt sett er det slik at jo lavere gjeldsgraden er, jo bedre er selskapets soliditet. (Langli, 2010)

Egenkapitalprosent

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalprosenten er i likhet med gjeldsgraden mål på selskapets soliditet.

Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Jo større egenkapitalprosenten er, jo bedre er selskapets soliditet. (Langli, 2010)

Analyse av Norwegian's soliditet og finansiering

Tabellen under viser Norwegian sin finansiering og soliditet fra årene 2009 til 2012:

Forholdstall	2009	2010	2011	2012
Norwegian				
Arbeidskapital	-24,07 mill.	- 424,47 mill.	- 1,49 mrd.	- 1,94 mrd.
Finansieringsgrad	1,00	1,10	1,30	1,27
Likviditetsgrad 1	0,99	0,83	0,63	0,60
Gjeldsgrad	2,13	2,69	3,63	3,92
Egenkapitalprosent	31,9 %	27,1 %	21,6 %	20,3 %

Tallene viser at arbeidskapitalen er negativ hvert år, og lavere hvert år. Dette betyr at den kortsiktige gjelden er større enn omløpsmidlene. I 2009 er arbeidskapitalen akkurat på den negative siden, mens i 2010 og spesielt i 2011 og 2012 er arbeidskapitalen vesentlig lavere enn i 2009. Dette kan være skummelt for Norwegian hvis de skulle få likviditetsproblemer, ved at de ikke nok omløpsmidler til å nedbetale den kortsiktige gjelden.

Finansieringsgraden i 2009 er 1. Det betyr at anleggsmidlene er like stor som den langsiktige kapitalen, som igjen betyr at hele den langsiktige kapitalen brukes til å finansiere anleggsmidlene. I 2010 og 2011 øker finansieringsgraden til over 1. Dette betyr at anleggsmidlene også finansieres med kortsiktig gjeld i tillegg til langsiktig kapital. Normalt sett ønsker man at anleggsmidlene kun er finansiert med langsiktig kapital for å unngå betalingsstrøbbel. I 2012 er finansieringsgraden riktignok litt lavere enn i 2011, men fortsatt høyere enn den burde være.

Likviditetsgraden i 2009 er 0,99, som betyr at omløpsmidlene er omtrent like stor som kortsiktig gjeld, noe som også arbeidskapitalen viser. Det vil si at omløpsmidlene finansieres stort sett med kortsiktig gjeld. I likhet med arbeidskapitalen blir likviditetsgraden mindre fra

2009 til 2012. Likviditetsgraden i 2010, 2011 og 2012 er mindre enn 1. Dette betyr at den kortsiktige gjelden også brukes til å finansiere anleggsmidlene i tillegg til omløpsmidlene. Helst ønsker man at omløpsmidlene også skal finansieres med langsiktig kapital, som betyr at likviditetsgraden er høyere enn 1. I 2012 var likviditetsgraden 0,6 som betyr at omløpsmidlene kun utgjør 60 % av den kortsiktige gjelden.

Gjeldsgraden fra 2009 til 2012 har økt hvert år. I 2009 er gjeldsgraden omtrent 2, mens i 2012 er gjeldsgraden nesten 4. I 2012 hadde derfor Norwegian gjeld som var fire ganger større enn verdien av egenkapitalen. Normalt sett ønsker man lavest mulig gjeldsgrad. Norwegian har derfor hatt en negativ utvikling, ved at gjelden øker for hvert år.

Egenkapitalprosenten fra årene 2009 til 2012 viser at den var på sitt høyeste i 2009 med 31,9 % og på sitt laveste i 2011 med 21,6 %. Norwegian har ganske lave egenkapitalprosent, som betyr at eiendelene i høy grad er finansiert med gjeld.

Forholdstall for utvalgte konkurrenter for året 2012					
	Easyjet	Lufthansa	Ryanair	SAS	Norwegian
Finansieringsgrad	0,98	1,00	0,71	2,20	1,27
Likviditetsgrad 1	1,05	1,00	2,13	0,52	0,60
Gjeldsgrad	1,39	2,42	1,72	2,29	3,92
Egenkapitalprosent	41,8 %	29,2 %	36,7 %	30,3 %	20,3 %

Totalt sett tyder forholdstallene på at Norwegian har vært i en negativ utvikling i med tanke på finansiering og soliditet. Det er verdt å merke seg at den negative utviklingen ser ut til å bremse litt opp i 2012 i forhold til de tidligere årene. Finansieringsgraden har gått noe ned i 2012, likviditetsgraden har en forholdsvis minimal reduksjon fra 2011 til 2012. Også gjeldsgraden og egenkapitalprosenten er redusert forholdsvis lite fra 2011 til 2012.

Hvis man sammenligner med noen av konkurrentene til Norwegian ser man at også de, har forholdsvis lave egenkapitalprosent og høye gjeldsgrader.

6.4. Likviditet

Likviditetsgrad 2

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

Likviditetsgrad 2 kalles også for «acid test» eller «syretesten», fordi man ønsker å se i hvor stor grad selskapene har evne å betale sine forpliktelser på kort sikt. Forskjellen mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, er at man bruker de mest likvide omløpsmidlene for å regne ut likviditetsgrad 2. Det har opp gjennom tiden blitt hevdet at likviditetsgrad 2 burde være minst 1. Det vil si at de mest likvide omløpsmidlene er like stor som den kortsiktige gjelden. Men dette trenger ikke være et krav, fordi mange selskaper er langt mer effektiv nå enn tidligere, slik at omløpsmidlene ikke trenger å være like store som før. Samtidig kan likviditetsgradene variere mye mellom forskjellige bransjer. (Langli, 2010)

Arbeidskapital i % av omsetning

$$\text{Arbeidskapital i \% av omsetning} = \frac{\text{Arbeidskapital} \times 100}{\text{Driftsinntekter}}$$

På grunn av at det mange ganger er problematisk å sammenligne kronebeløp ved sammenligning av arbeidskapital, er det en fordel å korrigere for størrelsen på selskapet. Dette kan gjøres ved å regne arbeidskapitalen i prosent av omsetningen. Ved å regne ut arbeidskapitalen i prosent av omsetningen kan man lettere se hvordan selskapets likviditet utvikler seg og man kan vurdere om arbeidskapitalen er fornuftig i forhold til aktivitetsnivået, samtidig som det er lettere å sammenligne med andre selskap. (Langli, 2010)

Analyse av Norwegians likviditet

Likviditet Norwegian	2009	2010	2011	2012
Likviditetsgrad 1	0,99	0,83	0,63	0,60
Likviditetsgrad 2	0,61	0,46	0,28	0,36
Arbeidskapital i % av omsetning	-0,33 %	-4,94 %	-14,15 %	-15,07 %

Ved beregning av likviditetsgrad 2 har jeg brukt kontanter og kontantekvivalenter som mest likvide omløpsmidler. Tabellen viser at Norwegians likviditet er en god del dårligere enn i

2009. Det er likevel tegn til forbedring i 2012, der blant annet likviditetsgrad 2 har økt. Likviditeten til Norwegian viser at Norwegian er sårbar for likviditetstrøbbel. Det kan riktignok være slik at Norwegian driver så effektivt at de vurderer sjansen for betalingstrøbbel som minimal.

Forholdstall for utvalgte konkurrenter for året 2012					
	Easyjet	Lufthansa	Ryanair	SAS	Norwegian
Likviditetsgrad 1	1,05	1,00	2,13	0,52	0,60
Likviditetsgrad 2	0,51	0,15	1,49	0,21	0,36
Arbeidskapital i % av omsetning	1,63 %	0,00 %	46,95 %	-17,85 %	-15,07 %

Sammenlignet med konkurrentene scorer Norwegian dårlig, spesielt på likviditetsgrad 1 og arbeidskapital i prosent av omsetning. Det er bare SAS som scorer dårligere, og SAS har vært på randen av konkurs for ikke lenge siden. På likviditetsgrad 2 er ikke Norwegian spesielt dårlige i forhold til konkurrentene, bortsett fra Ryanair, som har den beste likviditeten med god margin.

7. VERDIVURDERING

7.1. Verdsetningsmodell

Verdsettelsen baserer seg på en verdsetningsmodell som bruker årsregnskap som grunnlag for å estimere fremtidig utvikling for selskapet. Modellen kalles for en *proforma-modell*.

Årsregnskapet blir brukt til å beregne nøkkeltall som er til hjelp når den fremtidige kontantstrømmen skal estimeres. Mange av nøkkeltallene beregnes som en funksjon av inntektene. For eksempel lønn i prosent av driftsinntekter. Den fremtidige kontantstrømmen av selskapet bestemmes derfor mye av vekstraten i inntektene. I Verdsettelsen brukes Microsoft Excel til å estimere den fremtidige utviklingen i selskapet, slik at det er lettere å gjøre sensitivitetsanalyser og simuleringer.

7.2. Poster som ikke gjentar seg

Norwegian opererer med netto finansposter. Netto finansposter inneholder blant annet renteinntekt, rentekostnad netto valutatap/gevinst, og noen andre småposter. Jeg har valgt å ikke ta med valutatap/gevinst og de andre småpostene når jeg prognostiserer fremtidig kontantstrøm. Grunnen til at jeg gjør dette er fordi netto valutatap/gevinst varierer mye fra år til år, samtidig som det er vanskelig å predikere framtidig valutatap/gevinst. Grunnen til at jeg velger å ikke ta med de andre småpostene i netto finansposter, er at de utgjør veldig lite, samtidig som det kompliserer verdivurderingen hvis jeg tar de med. Jeg velger derfor bare å ta med renteinntekt og rentekostnad inn i verdivurderingen.

Jeg har i tillegg valgt å utelate andre tap/gevinst netto som ligger under driftsinntekter. Grunnen til dette er at denne posten består av netto tap eller gevinst på virkelig verdi på finansielle eiendeler, og det blir vanskelig å si noe om verdien på posten i fremtiden. I balansen har jeg valgt å se bort fra finansielle eiendeler tilgjengelig for salg. Årsaken til at denne posten utelates er fordi dette er en engangspost som ikke gjentar seg. Endringene i disse postene må korrigeres for i resultatregnskapet og balansen:

Korrigering i årsresultat for 2012	
Driftsoverskudd	403 452
+ Andre tap/gevinst-netto	336 385
=Korrigert driftsoverskudd	739 837
-Rentekostnader	118 845
+Renteinntekter	47 543
Gevinst fra tilknyttet selskap	32 840
Korrigert resultat før skatt	701 373
Skattekostnad	196 384
Korrigert Årsresultat	504 989

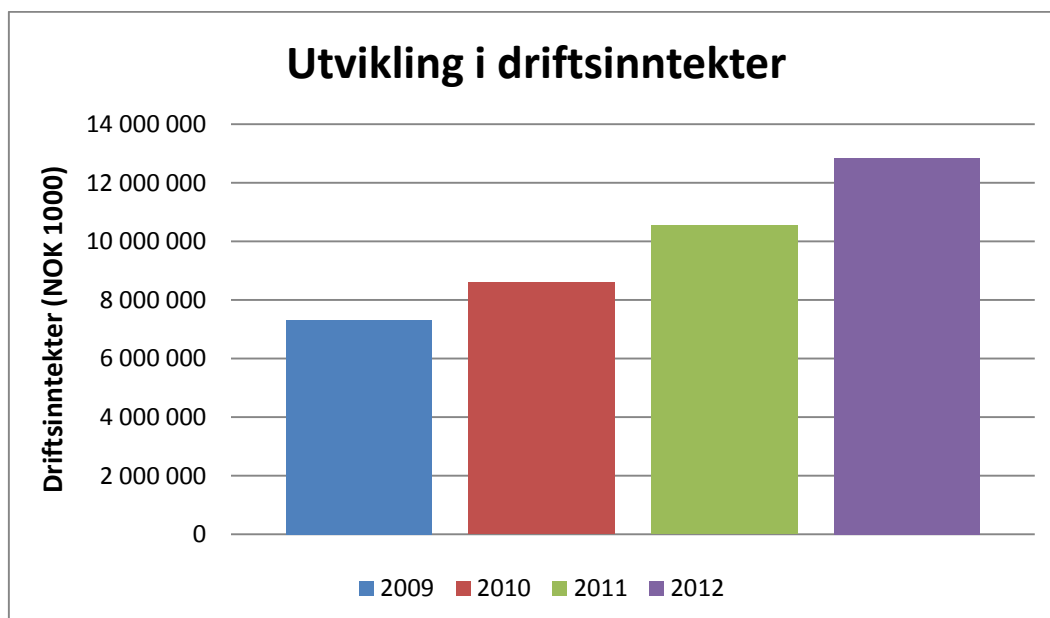
Korrigert årsresultat 2012	504 989
-Virkelig årsresultat 2012	456 646
=Endring	48 343

Korrigering i egenkapital og bankinnskudd for 2012			
Egenkapital 2012	2 420 651	Bankinnskudd	1 730 895
+Endring i årsresultat	48 343	+Endring i årsresultat	48 343
= Korrigert egenkapital	2 468 994	= Korrigert bankinnskudd	1 779 238

7.3. Nøkkeltallanalyse

Driftsinntekter

Den gjennomsnittlige veksten i driftsinntekter for perioden 2009 til 2012 er 20,7 %, og veksten fra 2011 til 2012 var 22,1 %. Stolpediagrammet under viser utviklingen i driftsinntekter i denne perioden:



Det er rimelig å anta at den kraftige veksten i inntekter ikke vil vare gjennom Norwegians levetid, og at veksten vil stabilisere seg på et lavere nivå.

Driftskostnader

De fremtidige driftskostnadene er estimert ved å beregne driftskostnadene for 2012 som prosent av driftsinntektene det samme året.. Regnskapstall fra 2012 brukes som grunnlag for beregning av nøkkeltallene. Årsrapporten for 2012 er den siste tilgjengelige årsrapporten til Norwegian. De siste regnskapstallene blir derfor sett på som de mest pålitelige tallene i forhold til fremtidig utvikling, og blir derfor foretrukket foran eldre regnskapstall.

De aller fleste driftskostnadene blir beregnet i prosent av driftsinntektene. Unntaket er avskrivninger. Avskrivningssatsen blir beregnet som avskrivning i prosent av IB anleggsmidler. De fremtidige avskrivningskostnadene blir derfor kalkulert ved å multiplisere avskrivningssatsen med IB anleggsmidler.

Balanseposter

Fordringer, lager, kortsiktig gjeld og anleggsmidler ansees å variere med inntektene, og blir derfor beregnet i prosent av driftsinntekter. Langsiktig gjeld varierer vanligvis mindre med inntektene enn hva kortsiktig gjeld gjør. I Norwegian har sitt tilfelle den langsiktige gjelden økt med over 50 % i gjennomsnitt de siste fire årene, som er mer enn hva driftsinntektene har økt med i samme periode. Når man estimerer en fremtidig kontantstrøm, så er det urealistisk å tro at den langsiktige gjelden skal øke med 50 % hvert år. For å forenkle verdivurderingen, blir også den langsiktige gjelden beregnet i prosent av driftsinntektene.

Renteinntekter og rentekostnader

Rentesatsen for renteinntekter blir i verdivurderingen forenklet ved å dele renteinntektene i 2012 på gjennomsnittlig bankinnskudd, det vil si gjennomsnittlig bokført bankinnskudd for i løpet av 2011 og 2012.

Rentesatsen for rentekostnad blir i verdivurderingen forenklet ved å dele rentekostnad for 2012 på langsiktig gjeld for 2012.

Tilknyttet selskap

Det tilknyttede selskapet Norwegian Finans Holding ASA eier 100 % av aksjene i Bank Norwegian AS. Norwegian Air Shuttle ASA eier 20 % av Norwegian Finans Holding ASA. Bank Norwegian ble stiftet i 2007, og har siden vokst kraftig. Det er vanskelig å estimere hvor mye Bank Norwegian vil vokse i fremtiden. I verdivurderingen er veksten satt til 30 %.

Vekstraten til Bank Norwegian er ikke avgjørende for egenkapitalverdien til Norwegian på grunn av at gevinsten fra Norwegian Finans Holding utgjør relativt lite i forhold til årsresultatet.

Oppstilling av nøkkeltall

I oppstillingen under ser man en oversikt over de forskjellige nøkkeltallene som blir brukt i verdivurderingen til å prognostisere den fremtidige kontantstrømmen:

Nøkkeltall beregnet for året 2012	
Salgs og distribusjonskostnader i % av inntekter	2,1 %
Flydrivstoff i % av inntekter	29,1 %
Fly-lease i % av inntekter	8,0 %
Flyplassavgifter i % av inntekter	13,5 %
Ekspedisjonsgebyr i % av inntekter	8,4 %
Vedlikeholdskostnader i % av inntekter	6,2 %
Andre fly-utgifter i % av inntekter	3,8 %
Lønn i % av inntekter	16,1 %
Avskrivinger i % av anleggsmidler	4,3 %
Andre driftskostnader i % av inntekter	4,2 %
Fordringer i % av inntekter	8,5 %
Lager i % av inntekter	0,5 %
Anleggsmidler i % av inntekter	70,1 %
Kortsiktig gjeld i % av inntekter	37,7 %
Langsiktig gjeld i % av inntekter	36,2 %
Vekst i tilknyttet selskap	30,0 %
Rentekostnad i % av langsiktig gjeld	2,6 %
Renteinntekt i % av gjennomsnittlig bankinnskudd	3,4 %

7.4. Avkastningskrav

En bedrift må gi både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer avkastning på den kapitalen de har skutt inn. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. I denne verdivurderingen benyttes avkastningskravet til totalkapitalen (Weighted Average Cost of Capital, «WACC»). Bakgrunnen for at avkastningskravet til totalkapitalen brukes, er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere virksomhetsverdien, skal betjene alle de ulike finansieringskildene. Avkastningskravet til totalkapitalen er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Ulike måter å finansiere selskapet på kan innebære ulik

risiko, og avkastningskravet vil derfor variere med ulik finansiering. (Kaldestad & Møller, 2011)

Totalavkastningskravet kan defineres ved bruk av formelen under: (Kaldestad & Møller, 2011)

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Der:

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets lånekostnad

T = nominell selskapsskatt

Selskapets egenkapitalkostnad estimeres ved bruk av formelen under: (Kaldestad & Møller, 2011)

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Der:

R_f = risikofri rente

R_m = avkastning på en markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen (markedets risikopremie)

β = selskapets egenkapitalbeta; et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko

7.4.1. Forslag til avkastningskrav

Egenkapitalkostnad

Den risikofrie renten finnes ved å ta utgangspunkt i en 10-årig statsobligasjonsrente. Denne renten finnes på Norges Bank sine hjemmesider, og blir målt til 2,94 %. (Norges Bank)

Markedets risikopremie er ifølge en undersøkelse gjort av NFF og PwC målt til 5 %. (Pwc).

Norwegians betaverdi blir funnet ved hjelp av tall fra e24.no. Betaverdien er estimert til 1,47. (E24)

Risikofri rente	2,94 %
Markedets risikopremie	5 %
Betaverdi	1,47

Ved hjelp av tallene over blir egenkapitalkostnaden estimert til følgende:

$$\text{Egenkapitalkostnad} = 2,94\% + 1,47 \times 5\% = \mathbf{10,29\%}$$

WACC

Når WACC skal estimeres benyttes ofte markedsverdien av totalkapitalen, som også kan betegnes som selskapsverdi (enterprice value). I denne verdsettelsen defineres selskapsverdien som markedsverdi egenkapital pluss bokført gjeld minus bokførte kontanter og kontantekvivalenter for å forenkle beregningen. I følge notene til Norwegian bruker de en lånerente på 4,2 %, som blir brukt i avkastningskravet for å definere selskapets lånekostnad. Markedsverdi av netto rentebærende gjeld, forenkles på samme måte som selskapsverdien ved å benytte bokført verdi av langsiktig gjeld.

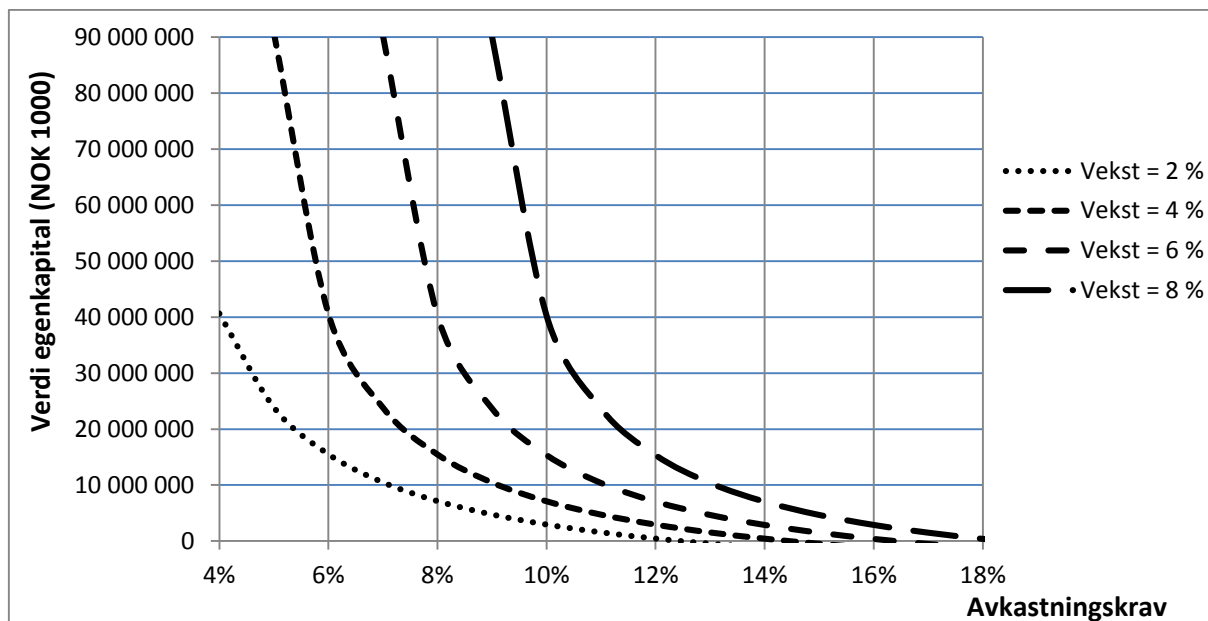
Egenkapitalkostnad	10,29 %
Markedsverdi egenkapital	8,02 mrd.
Selskapsverdi	15,8 mrd.
Bokført verdi langsiktig gjeld	4,65 mrd.
Selskapets lånekostnad	4,2 %
Selskapsskatt	28 %

Det foreslåtte avkastningskravet til Norwegian blir estimert til:

$$WACC = 10,29\% \times \frac{8,02 \text{ mrd.}}{15,8 \text{ mrd.}} + 4,2\% \times (1 - 28\%) \times \frac{4,65 \text{ mrd.}}{15,8 \text{ mrd.}} = \mathbf{6,11\%}$$

7.5. Verdi av egenkapital

Med utgangspunkt i nøkkeltallene som er beregnet for 2012 blir kontantstrømmene 5 år frem i tid prognostisert, det vil si til 2017. Punktdiagrammet på neste side viser hvordan den prognostiserte egenkapitalverdien til Norwegian varierer med ulike vekstrate og avkastningskrav. Til sammenligning er dagens markedsverdi (børsverdi) av Norwegian 8,02 milliarder kroner.



7.5.1. Simulering av egenkapitalverdi

Simulering av egenkapitalverdien, gjør det mulig å få et bedre inntrykk av hvor mye Norwegian er verdt. Det er gjort 1000 simuleringer av egenkapitalverdien der hver simulering varierer med ulik kombinasjon av andel lønn, andel flydrivstoff, avkastningskrav og vekst. Lønn, flydrivstoff, avkastningskrav og vekst blir sett på som sensitive med tanke på verdien av egenkapitalen, og blir derfor foretrukket til simuleringen.

Lønn

I 2012 utgjorde lønnen 16,1 % av driftsinntektene. I simuleringen blir andel lønn satt til å variere mellom 14 % og 18 % av inntektene.

Flydrivstoff

Flydrivstoff i 2012 utgjorde 29,1 % av driftsinntektene. Andelen flydrivstoff blir i simuleringen satt til å variere mellom 26 % og 32 % av driftsinntektene.

Avkastningskrav

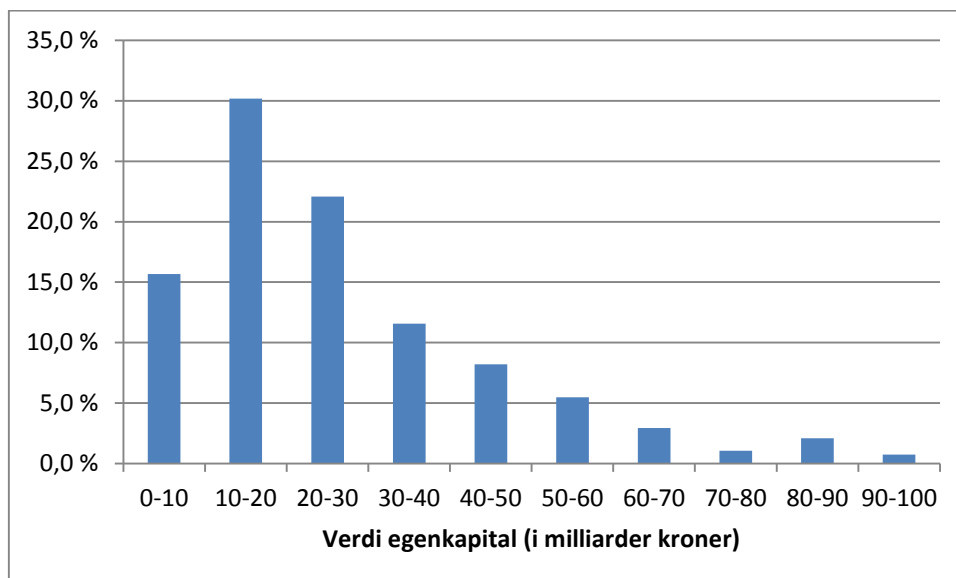
Norwegian sitt avkastningskrav ble beregnet til 6,11 %. Avkastningskravet blir i simuleringene normalfordelt, og varierer med en tilfeldig sannsynlighet mellom 0 og 1, en forventningsverdi på 6 % og standardavvik på 1 %.

Vekst

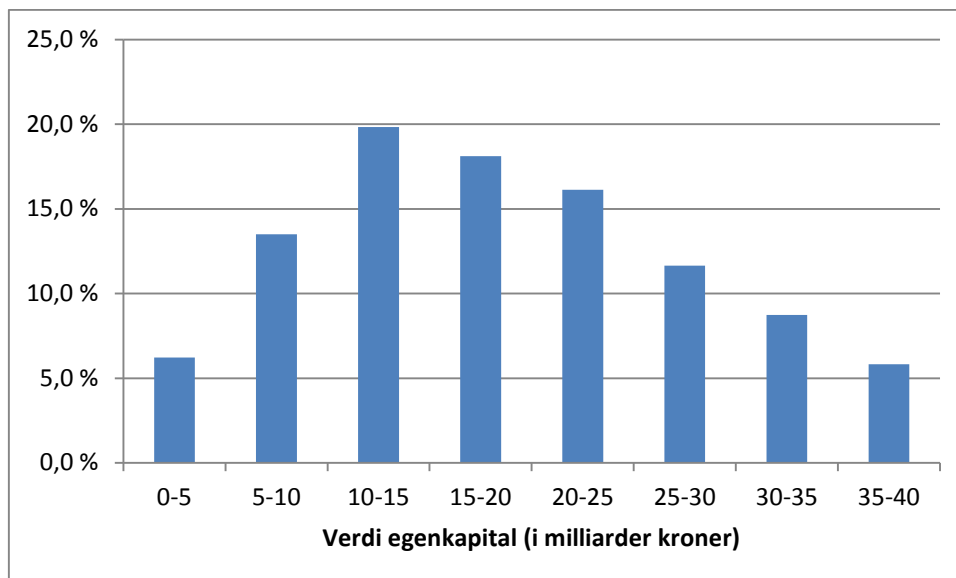
Veksten i driftsinntektene følger en diskret fordeling. Veksten varierer mellom følgende sannsynligheter:

Sannsynlighet	Vekst
0,1	1 %
0,25	2 %
0,35	3 %
0,2	4 %
0,1	5 %

Kolonnediagrammet under viser 951 av 1000 simuleringer. De simuleringene som ikke er tatt med er simuleringer med en verdi av egenkapital på over 100 milliarder kroner og negative verdier. Oversikten under viser at de fleste av simuleringene (30,2 %) har en verdi av egenkapital mellom 10 og 20 milliarder kroner. 79,6 % av simuleringene havnet under et intervall mellom 0 og 40 milliarder kroner.



Kolonnediagrammet på neste side viser kun egenkapitalverdier fra 0 til 40 milliarder kroner, og med en intervallavstand på 5 milliarder for hver kolonne. Diagrammet viser at de fleste simuleringene havnet innenfor et intervall på 10 til 15 milliarder kroner. Verdiene i dette diagrammet er jevnere fordelt mellom intervallene enn i det første diagrammet med intervallavstand på 10 milliarder.



8. MULTIPPELVURDERING

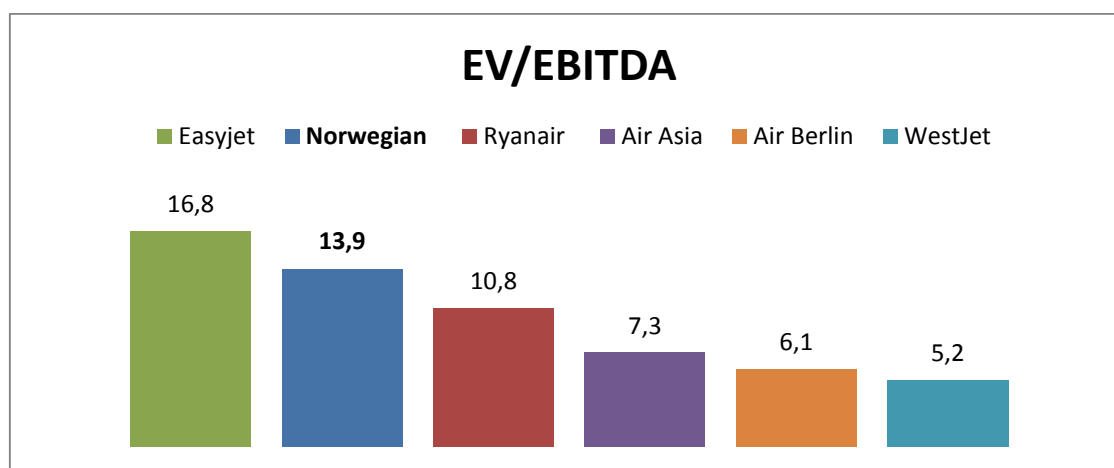
En alternativ metode for å vurdere verdien av et selskap på, er ved bruk av multippelvurdering, som er en markedsbasert tilnærming. Multippelvurdering tar utgangspunkt i resultatregnskapet og balansen til selskapene med den hensikt å beregne forskjellige multipler som sammenlignes med lignende type selskap for å estimere en relativ verdi av selskapet. Fordelen med multippelvurdering er at denne type tilnærming er mindre tidkrevende enn inntjeningsbaserte metoder, samtidig som det er markedet som bestemmer mye av verddivurderingen. Ulempene med denne metoden er at det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper og at metoden ikke tar like mye hensyn til individuelle forskjeller mellom selskapene. (Kaldestad & Møller, 2011)

Tabellen under viser hvilke multipler som blir brukt i denne multippelvurderingen:

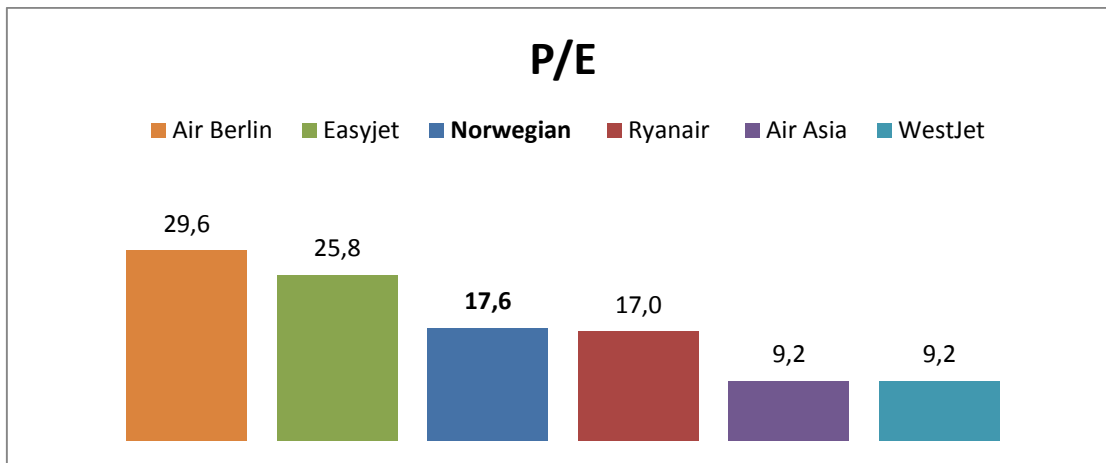
Multipler i multippelvurderingen	
EV/Salg	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Salg
EV/EBIT	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Driftsresultat
EV/EBITDA	(Markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)/Driftsresultat før avskrivninger
P/E	Markedsverdi EK/Resultat etter skatt
P/B	Markedsverdi EK/Bokført verdi EK

EV/Salg, EV/EBIT, EV/EBITDA, og P/E er resultatorienterte multipler, mens P/B er en balanseorientert multipl. For at multiplvurderingen skal være mest mulig pålitelig er de sammenlignbare selskapene i likhet med Norwegian også lavprisflyselskaper. Multiplene er beregnet ved bruk av de forskjellige årsregnskapene til de forskjellige selskapene for året 2012. Tabellen under viser multiplene til Norwegian og noen av Norwegianers konkurrenter:

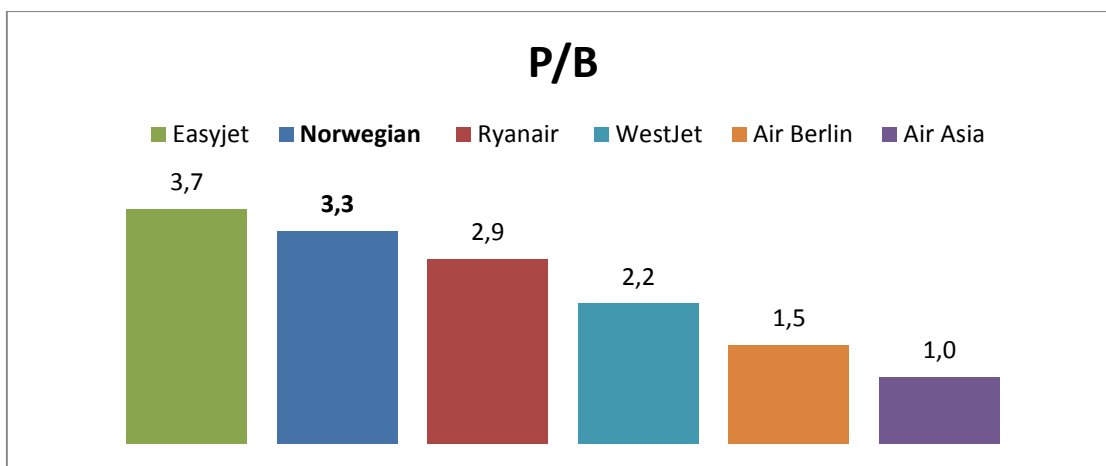
	Norwegian	Ryanair	Easyjet	Air Asia	WestJet	Air Berlin
EV/Salg	0,9	2,4	1,9	2,4	0,9	0,2
EV/EBIT	27,1	15,7	21,7	11,4	7,7	12,5
EV/EBITDA	13,9	10,08	16,8	7,3	5,2	6,1
P/E	17,6	17,0	25,8	9,2	13,3	29,2
P/B	3,3	2,9	3,7	1,0	2,2	1,5



Stolpediagrammet viser EV/EBITDA fra største ti minste verdier. Norwegian's verdi er markert med fet skrift.



Stolpediagrammet viser P/E fra største til minste verdier. Norwegians verdi er markert med fet skrift.



Stolpediagrammet viser P/B fra største til minste verdier. Norwegians verdi er markert med fet skrift.

Ved hjelp av multiplerverdiene til de andre selskapene kan man også anslå verdien av Norwegian. Dette gjøres ved å multiplisere Norwegians regnskapstall med multiplene fra konkurrentene. Ved beregning av EV-multipler, må netto rentebærende gjeld trekkes fra og bankinnskudd legges til for å finne verdien på egenkapitalen. (Kaldestad & Møller, 2011). Norwegians egenkapital kan for eksempel bli beregnet ved å ta utgangspunkt i Ryanairs EV/Salg. Norwegians Salg var i 2012 omtrent 12,86 milliarder, rentebærende gjeld på omtrent 4,65 milliarder og bankinnskudd på omtrent 1,73 milliarder. Med disse opplysningene blir verdien på egenkapitalen beregnet slik:

$$2,4 \times 12,86 \text{ mrd.} - 4,65 \text{ mrd.} + 1,73 \text{ mrd.} = 27,94 \text{ mrd.}$$

Tabellen under viser hvilke egenkapitalverdier Norwegian får med de ulike multiplene til konkurrentene:

	Ryanair	Easyjet	Air Asia	WestJet	Air Berlin
EV/Salg	28,4 mrd.	21,0 mrd.	27,4 mrd.	9,0 mrd.	-0,3 mrd.
EV/EBIT	3,4 mrd.	5,8 mrd.	1,7 mrd.	0,2 mrd.	2,1 mrd.
EV/EBITDA	5,6 mrd.	10,3 mrd.	2,8 mrd.	1,2 mrd.	1,9 mrd.
P/E	7,8 mrd.	11,8 mrd.	4,2 mrd.	6,0 mrd.	13,5 mrd.
P/B	7,0 mrd.	8,9 mrd.	2,5 mrd.	5,3 mrd.	3,7 mrd.

Tabellen under viser minste og største verdi for hver multiplene:

	Minste verdi	Største verdi
EV/Salg	-0,3 mrd.	28,4 mrd.
EV/EBIT	0,2 mrd.	5,8 mrd.
EV/EBITDA	1,2 mrd.	10,3 mrd.
P/E	4,2 mrd.	13,5 mrd.
P/B	2,5 mrd.	8,9 mrd.

Tabellen viser at største og minste verdi av egenkapital varierer mellom de ulike multiplene.

Minste verdi av alle multiplene er -0,3 milliarder og største verdi er 28,4 milliarder.

Markedsverdien til Norwegian er omtrent 8 milliarder kroner i skrivende stund.

Egenkapitalverdien til Norwegian er derfor mest sannsynlig ikke lavere enn 8 milliarder, og EV/EBIT er derfor ikke et godt mål på verdien av Norwegian. EV/Salg viser den største verdien med en verdi på 28,4 milliarder kroner, og er betydelig høyere enn den største verdien til de andre multiplene. En egenkapitalverdi på 28,4 milliarder kroner virker derfor å være i største laget. Simuleringen av egenkapitalverdien viser at verdien mest sannsynlig ligger innenfor intervallet 10 til 20 milliarder. Multiplervurderingen bekrefter at et intervall på 10 til 20 milliarder kan være et realistisk anslag på Norwegian's egenkapitalverdi.

9. KONKLUSJON

Verdien av egenkapitalen til Norwegian ble beregnet ved å estimere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av en proforma-modell. Med utgangspunkt i denne modellen ble det foretatt 1000 simuleringer, hvor verdien av egenkapitalen varierte med forskjellig lønn, flydrivstoff, avkastningskrav og vekst i driftsinntekter. Majoriteten av simuleringene havnet innenfor et intervall på 10 til 20 milliarder kroner. Multipelvurderingen indikerer også at det er sannsynlig at verdien av Norwegian ligger innenfor dette intervallet. Det blir en umulig oppgave å gi et eksakt svar på hva egenkapitalverdien til Norwegian er, blant annet fordi det er vanskelig å prognostisere hvordan inntektene og kostnadsstrukturen utvikler seg i fremtiden. Konklusjonen er derfor at verdien av Norwegian Air Shuttle ASA ligger mellom 10 og 20 milliarder kroner. Dagens børsverdi for Norwegian er omtrent 8 milliarder kroner, og det forventes derfor at aksjekursen vil stige i fremtiden.

10. KRITIKK TIL OPPGAVEN

Korrigerer av poster som ikke gjentar seg kunne sikkert vært gjort grundigere. I oppgaven har jeg valgt å forenkle denne biten for å unngå større feil. Et eksempel er behandlingen av leasing, hvor jeg velger og ikke gjøre justeringer i fare for å gjøre mer skade enn hva det gagnar verdivurderingen.

Det er mulig at en mer realistisk metode for å beregne egenkapitalverdien er en to-trinns verdsettelsesmodell, der man bruker én vekstfaktor de første årene og én vekstfaktor ved beregning av terminalverdien. Dette kan være mer realistisk fordi driftsinntektene til Norwegian har økt med over 20 prosent i gjennomsnitt de siste årene, og vil sannsynligvis fortsette å øke i noen år fremover.

Ved en mer grundig undersøkelse av lignende type selskap som Norwegian, kunne man kanskje funnet selskap som ligner enda mer enn de selskapene som blir brukt i multippelvurderingen. Problemet er at ikke alle selskap er børsnotert, som gjør at det blir vanskelig å finne regnskapstall for disse selskapene.

REFERANSELISTE

- dagbladet.no*. (2012, Mars 23). Hentet Mars 17, 2014 fra
<http://www.dagbladet.no/2012/03/23/tema/reise/norwegian/fly/dreamliner/20784500/>
- http://annualreport.norwegian.no/*. (2012). Hentet Mars 10, 2014 fra
http://annualreport.norwegian.no/2012/corporate_structure
- reiselivsavisen.no*. (2012, Juli 31). Hentet Mars 23, 2014 fra
<http://www.reiselivsavisen.no/wip4/ryanair-snuser-paa-kinesisk-fly/d.epl?id=1351808>
- aftenposten.no*. (2013, Juli 17). Hentet Mars 19, 2014 fra
<http://www.aftenposten.no/meninger/leder/I-grasonene-for-arbeidsmiljolooven-7257511.html#.Uym8bKh5OM5>
- dagbladet.no*. (2013, Mars 8). Hentet Mars 23, 2014 fra
<http://www.dagbladet.no/2013/03/08/nyheter/sas/norwegian/regnskap/konkurranse/26130714/>
- e24.no*. (2013, September 27). Hentet Februar 26, 2014 fra
<http://www.vg.no/reise/artikkel.php?artid=10151893>
- e24.no*. (2013, Januar 8). Hentet Februar 26, 2014 fra <http://e24.no/boers-og-finans/dreamliner-tok-fyr/20320881>
- e24.no*. (2013, September 5). Hentet Februar 26, 2014 fra
<http://e24.no/naeringsliv/dreamliner-troebbel-for-norwegian/21526080>
- e24.no*. (2013, September 8). Hentet Februar 26, 2014 fra
<http://e24.no/naeringsliv/norwegian-vet-ikke-om-boeing-tar-regningen-for-dreamliner-erstatte/21603363>
- e24.no*. (2013, September 16). Hentet Februar 26, 2014 fra <http://e24.no/boers-og-finans/nye-dreamliner-problemer-for-norwegian/21609392>
- e24.no*. (2013, September 25). Hentet Februar 26, 2014 fra <http://e24.no/boers-og-finans/halvparten-av-norwegians-flyavganger-har-vaert-forsinket/21615845>
- nrk.no*. (2013, Oktober 30). Hentet Mai 9, 2014 fra http://www.nrk.no/norge/_-norwegian-folger-i-ryanairs-spor-1.11329015
- regjeringen.no*. (2013, September 29). Hentet Mars 14, 2014 fra
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/tema/luftfart/luftfart--en-internasjonalt-naring.html?id=426503>
- ssb.no*. (2013, Desember 16). Hentet Mars 14, 2014 fra <https://www.ssb.no/ppp/>

ssb.no. (2013, Desember 12). Hentet Mars 16, 2014 fra <https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/statistikker/flytrafikk/kvartal/2013-12-12#content>

storm.no. (2013, April 24). Hentet Mars 17, 2014 fra <http://www.storm.no/nyheter/daarlig-nytt-for-alle-som-flyr-4024435.html>

vg.no. (2013, September 10). Hentet Februar 26, 2014 fra <http://www.vg.no/reise/artikkel.php?artid=10151700>

e24.no. (2014, Januar 13). Hentet Mars 20, 2014 fra <http://e24.no/boers-og-finans/nytt-superaar-for-flyindustrien-boeing-og-airbus-hadde-hver-sin-rekord/22715287>

ssb.no. (2014, Februar 6). Hentet Mars 16, 2014 fra <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/lonnsamf/aar/2014-02-06#content>

aftenposten.no. (u.d.). Hentet Mars 12, 2014 fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Regjeringen-foreslar-nye-regler-for-skatt-pa-boliginntekter-7338740.html#.UyCVVj95OM4>

Airbus Group. (2014, Februar 26). *Annual Results 2013*. Airbus Group.

cicero.uio.no. (u.d.). Hentet Mars 17, 2014 fra <http://www.cicero.uio.no/fulltext/index.aspx?id=9857&lang=no>

corporate.easyjet.com. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra http://corporate.easyjet.com/about-easyjet.aspx?sc_lang=en

E24. (u.d.). *e24.no*. Hentet April 25, 2014 fra <http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NAS.OSE>

e24.no. (u.d.). Hentet Mars 12, 2014 fra <http://e24.no/makro-og-politikk/oeker-co2-avgiften-med-50-prosent/22580583>

iata.org. (u.d.). Hentet Mars 24, 2014 fra <http://www.iata.org/about/members/Pages/airline-list.aspx?All=true>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). Verdivurdering. I Y. Kaldestad, & B. Møller, *Verdivurdering*. Revisorforeningen.

Langli, J. C. (2010). Årsregnskapet. I J. C. Langli, *Årsregnskapet 9. utgave*. Gyldendal Norsk Forlag AS.

luftfartstilsynet.no. (u.d.). Hentet Mars 19, 2014 fra <http://www.luftfartstilsynet.no/regelverk/>

Lund, J. (2013, November 4). *e24.no*. Hentet Mars 23, 2014 fra <http://e24.no/kommentarer/kommentar-fra-varemerke-til-merkevare/22615946>

Norges Bank. (u.d.). *norges-bank.no*. Hentet April 25, 2014 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norwegian. (u.d.). *norwegian.no*. Hentet april 5, 2014 fra
http://annualreport.norwegian.no/2012/consolidated_accounts/balance_sheet

norwegian.no. (u.d.). Hentet Mars 24, 2014 fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/selskapet/ledelse/>

norwegian.no. (u.d.). Hentet Februar 2, 2014 fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/>

norwegian.no. (u.d.). Hentet Februar 10, 2014 fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/var-historie/>

norwegian.no. (u.d.). Hentet Mars 24, 2014 fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/visjon-og-verdier/>

purehelp.no. (u.d.). Hentet Mai 9, 2014 fra
<http://www.purehelp.no/company/corp/norwegianairshuttleasa/965920358>

Pwc. (u.d.). *pwc.no*. Hentet April 25, 2014 fra
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.jhtml>

regjeringen.no. (u.d.). Hentet Mars 12, 2014 fra
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/sd/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-26-20122013/4.html?id=722142>

ryanair.com. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra <http://www.ryanair.com/no/about>

sas.no. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra <http://www.sas.no/om-sas-norge/presse/flyflaten/>

sas.no. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra <http://www.sas.no/om-sas-norge/punktlighet/>

snl.no. (u.d.). Hentet Mars 11, 2014 fra <http://snl.no/flygning>

The Boeing Company. (u.d.). *boeing.com*. Hentet Mars 20, 2014 fra
http://www.boeing.com/news/releases/2014/q1/140129_nr.pdf

transportmiljo.no. (u.d.). Hentet Mars 17, 2014 fra <http://www.transportmiljo.no/tema/fly/>

wikipedia.org. (u.d.). Hentet Mars 4, 2014 fra <http://no.wikipedia.org/wiki/Lavprisflyselskap>

wikipedia.org. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra
http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_airlines_in_Europe

wikipedia.org. (u.d.). Hentet Mai 10, 2014 fra http://no.wikipedia.org/wiki/Air_Berlin

wikipedia.org. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra <http://no.wikipedia.org/wiki/Lufthansa>

wikipedia.org. (u.d.). Hentet Mars 3, 2014 fra
http://no.wikipedia.org/wiki/Scandinavian_Airlines#Fl.C3.A5te

VEDLEGG

Vedlegg 1: Proforma-modell

Vekst i inntekter	4,0%					
Avkastningskrav	6,2%					
Salgs og distribusjonskostnader i % av inntekter	2,1%					
Flydrivstoff/inntekter	29,1%					
Fly-lease/inntekter	8,0%					
Flyplassavgifter/inntekter	13,5%					
Ekspedisjonsgebyr/inntekter	8,4%					
Vedlikeholdskostnader/inntekter	6,2%					
Andre fly-utgifter/inntekter	3,8%					
Lønn/inntekter	16,1%					
Avskrivninger og amortiseringer/anleggsmidler	4,3%					
Andre driftskostnader/inntekter	4,2%					
Fordringer/inntekter	8,5%					
Lager/inntekter	0,5%					
Anleggsmidler/inntekter	70,1%					
Kortsiktig gjeld/inntekter	37,7%					
Langsiktig gjeld/inntekter	36,2%					
Vekst i tilknyttet selskap	30,0%					
Rentekostnad/langsiktig gjeld	2,6%					
Renteinntekt/Gjennomsnittlig bankinnskudd	3,4%					
Skattekostnad	28,0%					
Resultatregnskap (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	12 859 042	13 373 404	13 908 340	14 464 673	15 043 260	15 644 991
Salgs og distribusjonskostnader	274 954	280 841	292 075	303 758	315 908	328 545
Flydrivstoff	3 740 508	3 890 128	4 045 733	4 207 563	4 375 865	4 550 900
Fly-lease	1 032 915	1 074 232	1 117 201	1 161 889	1 208 364	1 256 699
Flyplassavgifter	1 730 217	1 799 426	1 871 403	1 946 259	2 024 109	2 105 074
Ekspedisjonsgebyr	1 077 334	1 120 427	1 165 244	1 211 854	1 260 328	1 310 742
Vedlikeholdskostnader	792 565	824 268	857 238	891 528	927 189	964 277
Andre operasjonelle kostnader	482 932	502 249	522 339	543 233	564 962	587 561
Lønn	2 068 202	2 150 930	2 236 967	2 326 446	2 419 504	2 516 284
Avskrivninger og amortiseringer	385 244	385 244	400 654	416 680	433 347	450 681
Andre driftskostnader	534 336	555 709	577 938	601 055	625 098	650 101
Driftsoverskudd	739 835	789 949	821 547	854 409	888 585	924 128
Renteinntekter	47 543	68 499	86 968	106 871	128 377	151 690
Rentekostnader	-118 845	-125 846	-130 879	-136 115	-141 559	-147 222
Gevinst/tap fra Norwegian Finans Holding ASA	32 840	42 692	55 500	72 149	93 794	121 933
Resultat før skatt	701 373	775 294	833 135	897 315	969 197	1 050 529
Skattekostnad	196 384	217 082	233 278	251 248	271 375	294 148
Årsresultat	504 989	558 212	599 857	646 067	697 822	756 381
Utbytte	0	0	0	0	0	0
Tilbakeholdt overskudd	504 989	558 212	599 857	646 067	697 822	756 381
Balanse (NOK 1000)						
Anleggsmidler	9 013 047	9 373 569	9 748 512	10 138 452	10 543 990	10 965 750
Lager	68 385	71 120	73 965	76 924	80 001	83 201
Fordringer	1 096 558	1 140 420	1 186 037	1 233 479	1 282 818	1 334 130
Bankinnskudd	1 779 238	2 310 267	2 881 853	3 498 518	4 165 762	4 890 343
Egenkapital	2 458 821	3 017 033	3 616 890	4 262 957	4 960 778	5 717 159
Langsiktig gjeld	4 654 055	4 840 217	5 033 826	5 235 179	5 444 586	5 662 370
Kortsiktig gjeld	4 844 352	5 038 126	5 239 651	5 449 237	5 667 207	5 893 895

Beregning av kontantstrøm (NOK 1000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat		558 212	599 857	646 067	697 822	756 381
Korrigerings for avskrivninger		385 244	400 654	416 680	433 347	450 681
Økning i lager		-2 735	-2 845	-2 959	-3 077	-3 200
Økning i fordringer		-43 862	-45 617	-47 441	-49 339	-51 313
Økning i langsiktig gjeld		186 162	193 609	201 353	209 407	217 783
Økning i kortsiktig gjeld		193 774	201 525	209 586	217 969	226 688
Økning i anleggsmidler		-360 522	-374 943	-389 940	-405 538	-421 760
Korrigerings for renteinntekter		-49 319	-62 617	-76 947	-92 431	-109 217
Korrigerings for rentekostnader		90 609	94 233	98 003	101 923	106 000
Netto kontantstrøm		957 562	1 003 857	1 054 400	1 110 083	1 172 044
Salg av selskapet						56 431 762
Netto kontantstr. inkl. salg		957 562	1 003 857	1 054 400	1 110 083	57 603 807
Vekstfaktor (=vekst i inntekter)	4,0 %					
Avkastningskrav	6,2 %					
Nåverdi kontantstr.	46 269 549					
Gjeld	-9 498 407					
Verdi egenkapital (NOK 1000)	36 771 142					

	Vekst→												
	36 771 142	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
Avkastning- skrav↓	4 %	23 933 602	40 631 409	90 724 828	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	5 %	15 543 289	23 879 874	40 553 045	90 572 557	-	-	-	-	-	-	-	-
	6 %	10 510 114	15 505 330	23 830 690	40 481 410	90 433 568	-	-	-	-	-	-	-
	7 %	7 155 467	10 481 533	15 470 633	23 785 799	40 416 131	90 307 126	-	-	-	-	-	-
	8 %	4 759 944	7 133 072	10 455 451	15 439 019	23 744 967	40 356 862	90 192 546	-	-	-	-	-
	9 %	2 963 846	4 741 914	7 112 671	10 431 732	15 410 323	23 707 974	40 303 276	90 089 184	-	-	-	-
	10 %	1 567 341	2 949 045	4 725 523	7 094 159	10 410 250	15 384 387	23 674 615	40 255 070	89 996 437	-	-	-
	11 %	450 531	1 555 015	2 935 620	4 710 684	7 077 435	10 390 888	15 361 066	23 644 696	40 211 957	89 913 740	-	-
	12 %	-462 881	440 153	1 543 862	2 923 498	4 697 316	7 062 406	10 373 532	15 340 222	23 618 037	40 173 669	89 840 100	-
	13 %	-1 223 759	-471 692	430 789	1 533 821	2 912 612	4 685 342	7 048 983	10 358 080	15 321 726	23 594 468	40 139 519	-
	14 %	-1 867 317	-1 231 288	-479 618	422 386	1 524 836	2 902 898	4 674 692	7 037 084	10 344 433	15 305 456	23 573 028	-
	15 %	-2 418 705	-1 873 782	-1 238 038	-486 705	414 896	1 516 851	2 894 296	4 665 297	7 026 630	10 332 498	15 291 137	-
	16 %	-2 896 368	-2 424 276	-1 879 556	-1 244 048	-492 994	408 271	1 509 818	2 886 751	4 657 093	7 017 550	10 322 249	-
	17 %	-3 314 137	-2 901 181	-2 429 230	-1 884 673	-1 249 355	-498 525	402 470	1 503 688	2 880 209	4 650 022	7 009 000	-
	18 %	-3 682 590	-3 318 301	-2 905 439	-2 433 598	-1 889 165	-1 253 994	-503 337	397 452	1 498 416	2 874 620	4 644 551	-
	19 %	-4 009 954	-3 686 194	-3 321 965	-2 909 171	-2 437 407	-1 893 064	-1 257 997	-507 463	393 177	1 493 960	2 869 000	-
	20 %	-4 302 722	-4 013 072	-3 689 345	-3 325 152	-2 912 401	-2 440 685	-1 896 397	-1 261 395	-510 938	389 611	1 490 000	-

Vedlegg 2: Verdsetting med simulering

Vekst i inntekter	4,0%		Andel lønn mellom:		Andel flydrivstoff mellom:		Avkastningskrav normalfordelt:
Avkastningskrav	5,5%						
Salgs og distribusjonskostnader i % av inntekter	2,1%		14 %		26 %		μ
Flydrivstoff/inntekter	30,0%		og		og		σ 6 %
Fly-lease/inntekter	8,0%		18 %		32 %		
Flyplassavgifter/inntekter	13,5%		av inntekter		av inntekter		1 %
Ekspedisjonsgebyr/inntekter	8,4%						
Vedlikeholdskostnader/inntekter	6,2%		Simulert verdi:		Simulert verdi:		Simulert verdi:
Andre fly-utgifter/inntekter	3,8%		17,0 %		30,0 %		5,5 %
Lønn/inntekter	17,0%						
Avskrivninger og amortiseringer/anleggsmidler	4,3%						
Andre driftskostnader/inntekter	4,2%						
Fordringer/inntekter	8,5%						
Lager/inntekter	0,5%						
Anleggsmidler/inntekter	70,1%						
Kortsiktig gjeld/inntekter	37,7%						
Langsiktig gjeld/inntekter	36,2%						
Vekst i tilknyttet selskap	30,0%						
Rentekostnad/langsiktig gjeld	2,6%						
Renteinntekt/Gjennomsnittlig bankinnskudd	3,4%						
Skattekostand	28,0%						
Nåverdi kontantstr.	53 790 758						
Gjeld	-9 498 407						
Verdi egenkapital (NOK 1000)	44 292 351						
			44 292 351				
	1	-351 748 879		Egenkapital	Intervall	Frekvens	Prosent
	999	7 909 926		0-10	10 000 000	142	15,1 %
	1000	54 083 940		10-20	20 000 000	296	31,4 %
				20-30	30 000 000	228	24,2 %
				30-40	40 000 000	116	12,3 %
				40-50	50 000 000	62	6,6 %
				50-60	60 000 000	32	3,4 %
				60-70	70 000 000	30	3,2 %
				70-80	80 000 000	16	1,7 %
				80-90	90 000 000	15	1,6 %
				90-100	100 000 000	6	0,6 %
						943	

Vedlegg 3: Nøkkeltallanalyse

Nøkkeltallanalyse	2009	2010	2011	2012	Gjennomsnitt
Vekst i salget		17,6 %	22,5 %	22,1 %	20,7 %
Salgs og distribusjonskostnader/inntekter	2,0 %	2,0 %	1,9 %	2,1 %	2,0 %
Flydrivstoff/inntekter	19,5 %	24,3 %	29,4 %	29,1 %	25,6 %
Flylease/inntekter	8,5 %	9,1 %	7,9 %	8,0 %	8,4 %
Flyplassavgifter/inntekter	14,2 %	15,1 %	14,8 %	13,5 %	14,4 %
Ekspedisjonsgebyr/inntekter	9,9 %	10,0 %	9,3 %	8,4 %	9,4 %
Vedlikeholdskostnader/inntekter	9,0 %	8,1 %	6,8 %	6,2 %	7,5 %
Andre fly-utgifter/inntekter	4,5 %	4,7 %	4,2 %	3,8 %	4,3 %
Lønn/inntekter	17,8 %	17,8 %	17,4 %	16,1 %	17,3 %
Avskrivninger og amortiseringer/anleggsmidler	5,5 %	4,2 %	4,5 %	4,3 %	4,6 %
Andre driftskostnader/inntekter	5,4 %	4,6 %	4,5 %	4,2 %	4,7 %
Fordringer/inntekter	11,4 %	9,8 %	10,2 %	8,5 %	10,0 %
Lager/inntekter	0,6 %	0,8 %	0,8 %	0,5 %	0,7 %
Anleggsmidler/inntekter	37,2 %	52,2 %	61,7 %	70,1 %	55,3 %
Kortsiktig gjeld/inntekter	31,8 %	29,7 %	37,9 %	37,7 %	34,3 %
Langsiktig gjeld/inntekter	15,0 %	26,4 %	29,1 %	36,2 %	26,7 %

Vedlegg 5: Historiske resultatregnskap

Resultatregnskap (NOK 1000)	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	7 309 189	8 597 667	10 532 191	12 859 042
Salgs og distribusjonskostnader	149 415	167 859	198 930	274 954
Flydrivstoff	1 423 328	2 092 859	3 093 514	3 740 508
Flylease	620 114	778 411	829 667	1 032 915
Flyplassavgifter	1 037 716	1 295 913	1 561 369	1 730 217
Ekspedisjonsgebyr	722 658	863 551	982 191	1 077 334
Vedlikeholdskostnader	659 796	697 196	711 597	792 565
Andre operasjonelle kostnader	325 371	405 787	441 657	482 932
Lønn	1 303 299	1 531 211	1 836 194	2 068 202
Avskrivninger og amortiseringer	148 882	186 707	293 950	385 244
Andre driftskostnader	396 058	397 735	472 908	534 336
Andre tap/gevinst -netto	-49 315	-29 732	-305 720	336 385
Sum driftskostnader	6 737 323	8 387 498	10 116 258	12 455 590
Driftsoverskudd	571 866	210 169	415 934	403 452
Renteinntekter	23 206	40 292	35 665	47 543
Rentekostnader	-20 933	-40 159	-70 246	-118 845
Netto finansposter	47 974	26 600	-268 911	186 888
Gevinst / tap fra tilknyttet selskap	3 200	6 328	19 518	32 840
Resultat før skatt	623 040	243 098	166 540	623 181
Skattekostnad	176 789	72 214	44 416	166 535
Årsresultat	446 251	170 884	122 125	456 646

Vedlegg 6: Historiske balanseregnskap

Balanse (NOK 1000)	2 009	2 010	2 011	2 012
Immaterielle eiendeler	190 543	210 293	236 216	237 774
Utsatt skattefordel	157	270	2 069	4 293
Bygninger	3 933	9 525	9 525	9 525
Fly, deler og installasjoner på fly	974 892	2 092 136	3 869 159	5 579 757
Utstyr og inventar	30 905	26 175	31 991	58 476
Finansiell leasing	26 092	31 203	27 882	24 562
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	7 236	2 689	2 689	2 689
Investering i tilknyttet selskap	47 943	62 272	82 091	116 050
Forskuddsbetaling Boeing-kontrakt	1 410 992	2 002 600	2 126 954	2 844 359
Andre fordringer	26 391	53 242	113 061	135 562
Sum anleggsmidler	2 719 084	4 490 405	6 501 638	9 013 047
Lager	40 825	66 191	81 994	68 385
Kundefordringer og andre fordringer	829 893	842 143	1 072 497	1 096 558
Avledet finansielt instrument	23 688	43 395	242 790	0
Kontanter og kontantekvivalenter	1 408 475	1 178 416	1 104 946	1 730 895
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	0	0	0	10 172
Sum omløpsmidler	2 302 881	2 130 144	2 502 227	2 906 011
Sum eiendeler	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 058
Aksjekapital	3 421	3 457	3 488	3 516
Overkurs	1 041 894	1 055 083	1 075 463	1 093 549
Annen innskudd egenkapital	47 421	54 521	63 365	63 365
Andre fond	-11 032	-7 944	-9 638	-9 335
Opptjent egenkapital	519 902	690 785	812 910	1 269 556
Sum egenkapital	1 601 607	1 795 904	1 945 589	2 420 651
Pensjonsforpliktelser	97 558	121 672	151 187	0
Avsetning til periodisk vedlikehold	70 336	94 961	81 865	175 306
Utsatt skatt	17 806	89 483	134 646	301 042
Lån	878 878	1 943 903	2 682 888	4 166 854
Finansiell leasing	28 829	20 007	15 485	10 853
Sum langsiktig gjeld	1 093 407	2 270 026	3 066 069	4 654 055
Kortsiktig lån	675 303	520 972	1 551 918	1 349 359
Leverandørgjeld og annen gjeld	746 549	1 063 436	1 230 935	1 564 955
Flytrafikk avregningsgjeld	792 713	954 232	1 208 326	1 739 681
Avledet finansielt instrument	1 227	15 003	539	190 356
Betalbar skatt	111 158	976	488	0
Sum kortsiktig gjeld	2 326 951	2 554 620	3 992 205	4 844 352
Sum gjeld	3 420 357	4 824 646	7 058 275	9 498 407
Sum egenkapital og gjeld	5 021 965	6 620 549	9 003 864	11 919 058

Vedlegg 7: Multippelvurdering

	Norwegian (NOK 1000)	Ryanair (M EUR)	Easyjet (M GBP)	Air Asia (MYR 1000)	WestJet (CAD 1000)	Air Berlin (M EUR)
Salgsinntekter	12 859 042	4 390	3 854	4 946 091	3 133 492	4 312
EBITDA	788 696	992	428	1 595 794	561 121	144
Driftsresultat (EBIT)	403 452	683	331	1 028 618	375 720	70
Resultat etter skatt	456 646	560	255	662 858	242 392	7
Børsverdi	8 020 000	9 524	6 579	6 119 000	3 220 000	201
Bankinnskudd	1 730 895	2 708	645	2 232 731	1 408 199	328
Langsiktig gjeld	4 654 055	3 879	1 237	7 793 393	1 086 457	999
Bokført egenkapital	2 420 651	3 306	1 794	5 902 099	1 472 305	130
Enterprise Value	10 943 160	10 695	7 171	11 679 662	2 898 258	872
EV/Salg	0,9	2,4	1,9	2,4	0,9	0,2
EV/EBITDA	13,9	10,8	16,8	7,3	5,2	6,1
EV/EBIT	27,1	15,7	21,7	11,4	7,7	12,5
P/E	17,6	17,0	25,8	9,2	13,3	29,6
P/B	3,3	2,9	3,7	1,0	2,2	1,5
	(NOK 1000)	Ryanair	Easyjet	Air Asia	WestJet	Air Berlin
EV/Salg		28 404 278	21 003 200	27 442 085	8 970 542	-321 977
EV/EBITDA		5 579 969	10 291 183	2 849 329	1 150 550	1 854 202
EV/EBIT		3 394 438	5 817 487	1 657 922	189 019	2 104 140
P/E		7 766 244	11 781 467	4 215 408	6 066 207	13 514 707
P/B		6 973 466	8 877 070	2 509 609	5 294 077	3 741 598

Vedlegg 8: Oversikt over nøkkeltall i regnskapsanalyse

Egenkapitalrentabilitet etter skatt	$\frac{\text{Ordinært resultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$
Totalkapitalrentabilitet	$\frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$
Rentabilitet på sysselsatt kapital	$\frac{(\text{Ordinært resultat} + \text{rentekostnader} \times (1 - \text{skattesats})) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig sysselsatt kapital}}$
Rentabilitet av hovedformålet	$\frac{\text{Driftsresultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig kapital investert i hovedformålet}}$
Arbeidskapital	omløpsmidler – kortsiktig gjeld
Likviditetsgrad 1	$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
Likviditetsgrad 2	$\frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
Gjeldsgrad	$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$
Egenkapitalprosent	$\frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Total kapital}}$
Arbeidskapital i % av omsetning	$\frac{\text{Arbeidskapital} \times 100}{\text{Driftsinntekter}}$

Vedlegg 9: Definisjoner

EBITDA	Driftsresultat før avskrivninger
EBIT	Driftsresultat
Enterprise value	Markedsverdi egenkital + rentebærende gjeld – bankinnskudd

Vedlegg 10: Multipler

EV/Salg	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Salgsinntekter}}$
EV/EBITDA	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$
EV/EBIT	$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{Driftsresultat}}$
P/E	$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$
P/B	$\frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{bokført verdi av egenkapital}}$