

HANDELSHØYSKOLEN BI

Trondheim, våren 2010

# Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA

av

Hakan Narci

Veileder: Terje Berg



Utredning i fordypningsområdet innen økonomistyring og investeringsanalyse ved Handelshøyskolen BI og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Handelshøyskolen BI

---

## Sammendrag

Denne utredningen er skrevet med det formål å gjøre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA.

Del 1 inneholder en presentasjon av selskapet, herunder dets, økonomiske utvikling, samt forretningsområder. I del 2 har jeg foretatt en analyse av de makroøkonomiske forholdene i Verden, Europa og Norge, som viser effekten av finanskrisen og fremtidsutsiktene for flyindustrien, samtidig som Norwegian Air Shuttle ASA sin posisjon i markedet belyses. I del 3 følger en omfattende strategisk analyse av både fly industrien generelt og Norwegian Air Shuttle ASA spesielt, som viser at selskapet opererer under hard konkurranse både nasjonalt og internasjonalt, men til tross for dette ser fremtidsutsiktene lys ut. I del 4 følger en regnskapsanalyse av selskapet, med fokus på selskapets utvikling i avkastning på investert kapital og finansiell risiko. Denne analysen viser at selskapet har hatt høy volatilitet de siste årene, og at deres finansielle risiko er middels.

Videre i del 5 presenterer og utdyper jeg ulike metoder for verdsettelse som jeg finner relevante i forhold til oppgaven; I del 6 dreier det seg om behandling av operasjonell leasing i verdsettelse og hvordan behandle Norwegians Air Shuttle ASA fremtidige leasingforpliktelser. I del 7 beregner jeg avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen for Norwegian Air Shuttle ASA. I del 8 fremkommer det sentrale, altså essensen i oppgaven, nemlig anvendelse av verdsettelsesteori for å estimere markedsverdien av egenkapitalen til selskapet. Dette med hovedvekt på FCFF analyse.

Denne analysen kommer frem til en verdi per aksje på 184 NOK, noe som tyder på at aksjen er undervurdert, siden aksjen per i dag (09 april 2010) handles til 155 NOK på Oslo børs. FCFF - analysen underbygges til slutt med sensitivitets- og multiplikatoranalyser.

---

## Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>I</b>
<b>INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
<b>1.0 NORWEGIAN AIR SHUTTLE.....</b>	<b>2</b>
1.1 NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA.....	2
1.2 NORWEGIAN ØKONOMISKE UTVIKLING .....	3
1.3 SELSKAPETS UTVIKLING.....	5
<b>2.0 MAKROØKONOMISKE PERSPEKTIVER .....</b>	<b>7</b>
2.1 DET GLOBALE MARKEDET.....	7
2.2 DET EUROPEISKE MARKEDET .....	9
2.3 DET NORSKE MARKEDET .....	11
<b>3.0 STRATEGISK ANALYSE.....</b>	<b>12</b>
3.1 INDUSTRIANALYSE.....	12
3.1.1 <i>Trussel fra substitutter</i> .....	13
3.1.2 <i>Kunders forhandlingsmakt</i> .....	13
3.1.3 <i>Trussel fra nye aktører</i> .....	14
3.1.4 <i>Leverandørers forhandlingsmakt</i> .....	16
3.1.5 <i>Rivalisering mellom eksisterende selskaper</i> .....	16
3.2 KONKURRANSEANALYSE AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE AS .....	20
3.3 SWOT – ANALYSE AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE.....	25
<b>4.0 REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>26</b>
4.1 UTVIKLING I VERDISKAPNING .....	27
4.2 ANALYSE AV SELSKAPSSPESIFIKK FINANSIELL RISIKO OG KONKURSFARE.....	29
4.2.1 <i>Likviditetsanalyse</i> .....	29
4.2.2 <i>Soliditetsanalyse</i> .....	30
4.3 OPPSUMMERING .....	31
<b>5.0 VERDSETTELSESTEORI.....</b>	<b>32</b>
5.1 BALANSERTE METODER .....	32
5.1.1 <i>Likvidasjonsverdi</i> .....	32
5.1.2 <i>Substansverdi</i> .....	32
5.2 INNTJENNINGSBASERTE METODER.....	33
5.2.1 <i>kontantstrøm baserte modeller</i> .....	33
5.2.2 <i>Resultatbaserte modeller</i> .....	34
5.3 TERMINALVERDI .....	35
5.4 OPPSUMMERING .....	36
<b>6.0 BEHANDLING AV NORWEGIANS LEASING AVTALER .....</b>	<b>37</b>

---

6.1 FINANSIERING AV NYE FLY.....	39
<b>7.0 AVKASTNINGSKRAV.....</b>	<b>40</b>
7.1 AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITAL .....	40
7.2 AVKASTNINGSKRAV PÅ TOTALKAPITALEN .....	42
<b>8.0 VERDSETTELSE AV NORWEGIAN AIR SHUTTLE AS .....</b>	<b>44</b>
8.1 EKSPLISITT PERIODE.....	45
8.1.1 Passasjerinntekter .....	45
8.1.2 Driftskostnader.....	48
8.1.3 Leasing kostnader.....	51
8.1.4 Avskrivninger.....	51
8.1.5 Skattekostnader .....	51
8.1.6 Investeringer forbindelse med leasingforpliktelser & kalkulatorisk rente på leasing..	52
8.1.7 Endring arbeidskapital.....	52
8.1.8 investeringer.....	52
8.2 BEREGNING AV SELSKAPSVERDI .....	53
<b>9.0 FØLSOMHETSANALYSE.....</b>	<b>54</b>
<b>10.0 MULTIPLIKATORANALYSE.....</b>	<b>56</b>
<b>11.0 SVAKHETER VED OPPGAVEN.....</b>	<b>58</b>
<b>12.0 KONKLUSJON.....</b>	<b>60</b>
<b>LITTERATURLISTE .....</b>	<b>61</b>
<b>VEDLEGGOVERSIKT .....</b>	<b>65</b>

## **Innledning**

Problemdefinisjon og bakgrunn for utredningen

Hovedformålet med denne utredningen er å gjøre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA.

Det er flere aspekter ved Norwegian som gjør selskapet interessant. Flyindustrien har i løpet av de siste 10 årene gjennomgått drastiske endringer som en følge av offentlige reguleringer og lavprisaktørens inntreden. Dette har ført til at konkurransen har endret seg markant. De tradisjonelle selskapene strever for å tilpasse seg markedets priser, mens lavprisaktørene vokser på bekostning av de tradisjonelle selskapene. Norwegian har hatt en sterk vekst helt siden selskapet ble etablert som et lavprisselskap, noe som har hatt store konsekvenser for SAS som er den største konkurrenten både på innen- og utenriks markedet. Tidligere har jeg skrevet strategi oppgave om SAS, jeg fikk da sansen for flybransjen, og har siden fulgt med på utviklingen i flyindustrien. Norwegian har blitt viet mye oppmerksomhet i media, da med spesielt fokus på rivaliseringen i det norske flymarkedet. Etter min mening er aksjen fortsatt underanalysert, og når jeg da ved slutten av studiet skulle skrive en økonomiutredning innenfor emneområdet økonomistyring og investeringsanalyser var valget enkelt, det måtte bli en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle.

Denne oppgaven er skrevet på bakgrunn av allmenn tilgjengelig informasjon. Norwegian er notert på Oslo børs og prissensitiv informasjon kan derfor ikke offentliggjøres (til utenforstående). I mine beregninger er ved flere sammenhenger/punkter basert på antakelser, som jeg mener har godt feste i virkeligheten som blir begrunnet fortløpende i oppgaven.

Videre har jeg satt en tidsbegrensning for oppgaven slik at jeg benytter meg av informasjon ikke nyere enn 31.12.2009, siden jeg begynte å skrive oppgaven tidlig Januar 2010. Derfor er hendelser som vulkan utbruddet som har påført flybransjen tap ikke hensyntatt.

---

## 1.0 Norwegian Air Shuttle

### 1.1 Norwegian Air Shuttle ASA

Norwegian Air Shuttle ble stiftet 1. September 1993. Med tre Fokker F-50 videreførte Norwegian en del av driften til Busy Bee som hadde kontrakt med Forsvaret. Etter at Forsvaret ikke valgte å forlenge kontrakten, konsentrerte det nå selvstendig eide Norwegian seg om regionale flygninger i nært samarbeid med Braathens S.A.F.E. Driften økte i omfang, og per 2002 benyttet selskapet seks Fokker F-50 for å betjene flyplassene ved Haugesund, Kristiansund, Molde, Stavanger og Trondheim på vegne av Braathens. Ved enden av 2001 fusjonerte SAS AB og Braathens S.A.F.E. På dette tidspunktet bestemte SAS at Norwegian ikke fikk forlenget kontrakten.

Norwegian opprettet sin første uavhengige rute mellom Stavanger og Newcastle. Ruten ble fort lagt ned på grunn av ulønnsomhet. Med 7 ny leasede Boeing 737-300 tok Norwegian opp konkurransen med SAS Braathens på de fire mest trafikkerte rutene i Norge, nemlig rutene fra Oslo til Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø.

Med ticker NAS ble Norwegian aksjen børsnotert i 2003. Emisjon ga selskapet soliditet som var nødvendig i priskrigen med SAS Norge. Kursen til Norwegian har svingt sterk siden den gang. Laveste kursen var på 6,75 NOK den 26.10.04, dvs at verdien sank fra åpningskursen som var på 30 NOK den 18.12.03.

Hovedårsaken til de kraftige svingningene var priskrigen som Norwegian satte i gang (se kap. 2.5), samt store sesongvariasjoner i bransjen. Som vi ser av grafen nedenfor, nådde kursen en topp på 169 i 4 kvartal 2009.

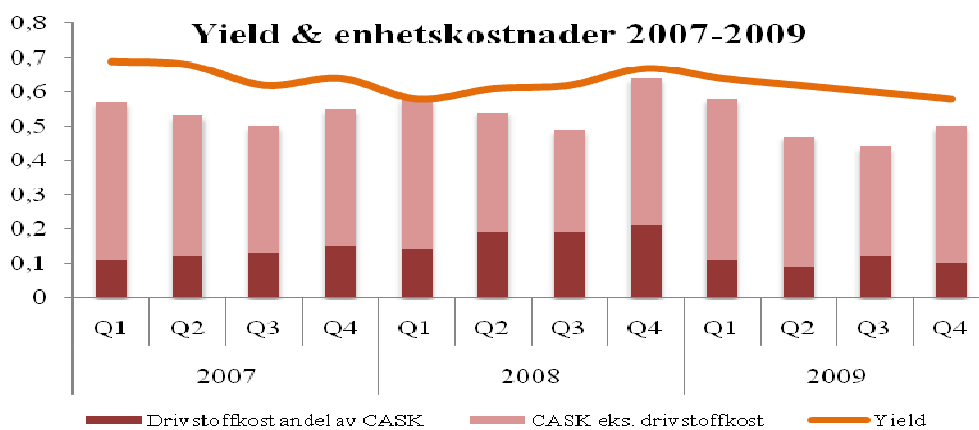


Figur 1: Historisk kursutvikling 2005-2010 Norwegian(kilde:Hegnar online)

## 1.2 Norwegian økonomiske utvikling

I dette avsnittet vil jeg først ta for meg Norwegians økonomiske utvikling, effektivitets utvikling og til slutt trafikktutvikling for å få et overblikk over det økonomiske omfang av Norwegians forretningsvirksomhet.

Grafen under viser utvikling i yield<sup>1</sup> og enhetskostnader per flydde setekilometer. Som du ser er inntekten på investert kapital noe høyere enn kostnadene i perioden. Selskapet klarer da å holde kostnadene lavere enn inntektene i det lange løp. Jeg har valgt å skille ut drivstoff kostnadene, da dette utgjør en stor del av kostnadene, samt at det er knyttet stor usikkerhet til den.



Figur 2: Historisk endring i yield og enhetskostnader (kilde: Norwegian, kvartalsrapporter)

Av grafen ser vi at både enhetskostnadene per ASK<sup>2</sup> og yielden har hatt en avtagende trend.

Som et lavprisselskap vil det være naturlig for Norwegian å ha hovedfokus på kapasitetsutnyttelse. I 2009 hadde Norwegian en økning i produksjonen på 18 % i antall setekilometer (ASK). Til tross for dette klarte selskapet å oppnå en passasjerfaktor<sup>3</sup> på 78 %, en reduksjon på bare 1 % sammenlignet med 2008.

<sup>1</sup> Yield: Enhetsinntekt – gjennomsnittelig trafikkinntekt per RPK.

<sup>2</sup> ASK: Tilbudte setekilometer. Antall tilgjengelige passasjer seter multiplisert med strekningen som flys

<sup>3</sup> Load faktor: Antall fylte setekilometer i %.

Dette forteller oss at selskapet er kabale til å utnytte kapasiteten til tross for vekst i ASK

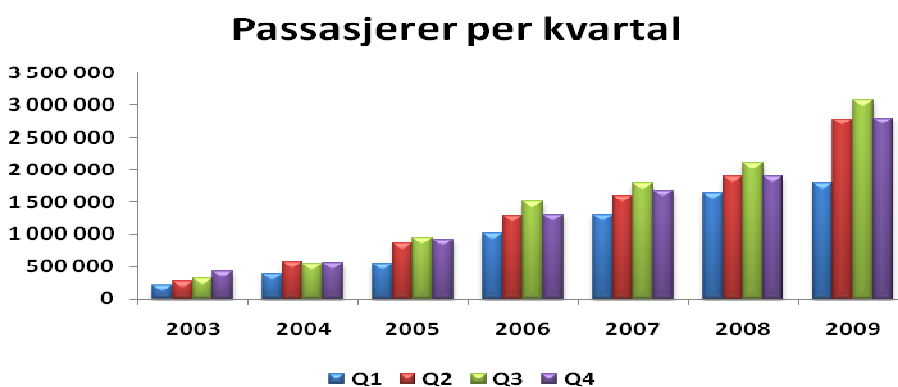


Figur 3: Historisk %-vise endring i kabinfaktor og ASK i mill (kilde: Norwegian.no)

Graf 3 viser at årlig gjennomsnittelig passasjerfaktor ligger på rundt 80 % og en høy vekst i antall sete kilometer frem til 2009.

Basert på disse tallene og markedsutviklingen, kan vi konkludere med at Norwegian har klart både å redusere enhetskostnadene og oppnå høy kapasitetsutnyttelse, til tross for den sterke veksten.

Ved å se på Norwegian trafikkutvikling hvert kvartal får man et overblikk over Norwegians vekst siden 2003.



Figur 4: Passasjer utvikling kvartalsvis fra 2003-2009. (kilde: Norwegian.no)

Som vi ser av grafen har Norwegian hatt en eventyrlig vekst siden oppstarten. Åpning av mange nye destinasjoner, økt antall flyavganger og en sterk kapasitetsøkning har sørget for en stabil høy vekst i antall passasjerer.

I 3. kvartal 2009 hadde Norwegian en økning på 19 % i antall passasjerer, mens SAS hadde en passasjerreduksjon på 17 %, og kapasitetsreduksjon på 20 %.



---

### ***1.3 Selskapets utvikling***

Helt siden Norwegian entret det norske flymarkedet har veksten vært kraftig på alle fronter, til tross intens konkurranse i markedet. Med 7 Boeing 737-300 fly på fire innenriks ruter i 2002 til 45 Boeing 737-300/800 på 200 ruter til 90 destinasjoner i 2009. Norwegian er Skandinavias største lavprisselskap og det fjerde største i Europa<sup>4</sup>. Siden 2002 har selskapet opprettet flere baser fortløpende, i takt med selskapets ekspansjon. Norwegian har baser i Trondheim og Bergen, hovedbase på Gardermoen, mens den tekniske basen ligger i Stavanger.

Internasjonalt har Norwegian baser i Polen, Sverige og Danmark. Fra Warszawa flyr Norwegian til destinasjoner i Europa med polsk besetning. Disse rutene ble opprettet på grunn av den økende etterspørselen og Polens integrering i det Europeiske markedet. Juli 2007 kjøpte Norwegian opp det svenske flyselskapet FlyNordic AB fra Finnair. Fra våren 2008 ble FlyNordic og Norwegian markedsført under ett navn for å utnytte Norwegian's merkenavn. Dette oppkjøpet var strategisk viktig for å ytterligere styrke sin posisjon som lavpris selskap i Norden. I oktober 2008 kunngjorde Norwegian at de ville ta over rutene som konkurrammede Sterling driftet, og opprettet base i København.

Norwegian har 48 fly i flåten og får levert til sammen 39 nye fly av typen Boeing 737-800 frem mot 2014. Dette gir selskapet store utviklings muligheter, samt en lengre rekkevidde. Både lanseringen av første langdistanse ruten til Dubai vinter 2008 og Norwegian's nye avtale med Star Tour om å fly deres reisende vinter 2010/11, er en følge av de nye flyene. I følge Norwegian vil den nye flåten vil bli en av Europas mest moderne og miljøvennlige når alle flyene er levert.

I slutten av 2007 lanserte selskapet internetbanken BankNorwegian AS.

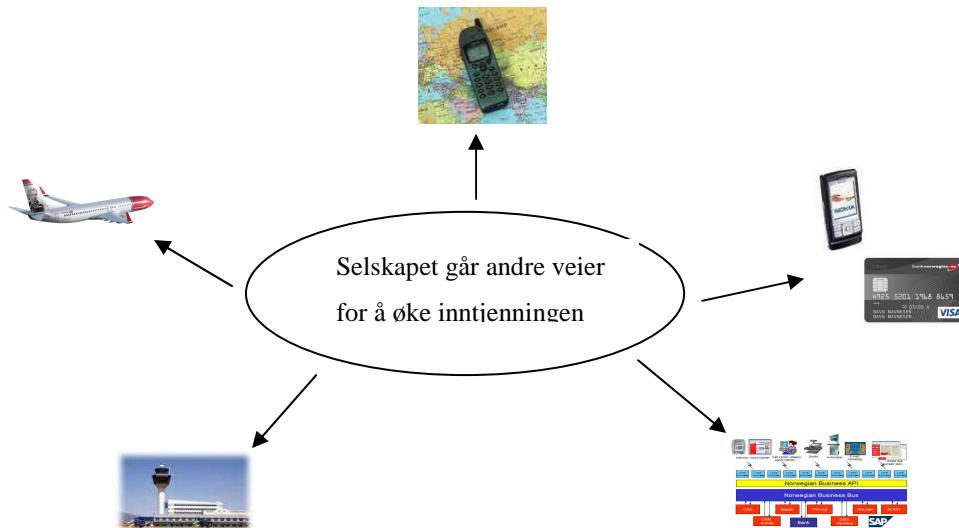
Flyselskapets lojalitetsprogram kjøres i samarbeid med banken.

Tidlig januar 2008 lanserte Norwegian mobil selskapet *Norwegian Call*.

Konseptet er slik at du får *CashPoints* for både samtaler, SMS'er og surfing og disse poengene kan brukes til å betale flyreiser med. Dermed drar Norwegian administrerende direktør Bjørn Kjos poengsystemer fra flybransjen inn i mobilmarkedet.

---

<sup>4</sup> <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta1/>



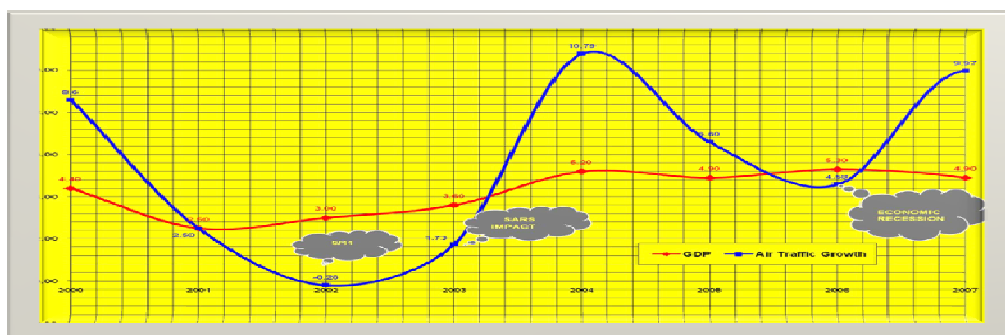
Figur 5: Norwegian ekspansjon til nye forretningsområder.

Dette er en del av strategien til Norwegian, og det er en fornuftig videreutvikling av selskapet der de får utnyttet kundebasen til å utvikle nye områder. Målet med denne ekspansjonen til de nye forretningsområdene er å skape mer lojale kunder, ettersom bruk av andre tjenester enn fly gir bonuspoeng som kan brukes til å betale flyreiser. Dermed "limer" Norwegian kundene fast. Ved verdsettelsen ser jeg på verdien av Norwegian Gruppens aktivitet innenfor flyaktivitet operasjoner i Norge, Sverige, Danmark og Polen, og synergien som vil mest sannsynlig skapes på lang sikt av de nevnte datterselskapene.

## 2.0 Makroøkonomiske perspektiver

### 2.1 Det Globale Markedet

Den kommersielle lufttransportbransjen er ekstremt syklisk, og etterspørselen i bransjen er svært elastisk på grunn av inntektsnivå, demografiske tendenser, og kostnadene ved internasjonal flytrafikk (forretnings- og fritidsreiser). En mer stabil økonomisk vekst vil gi mer solid fundament for trafikkvekst. Dette illustreres i grafen under som viser sammenhengen mellom BNP og vekst i flyindustrien globalt.



Figur 6: Grafen viser forholdet mellom BNP og vekst i flytraffiken (kilde: ICAO)

Ifølge det internasjonale pengefondet (IMF) kommer verdens gjennomsnittlige vekst i BNP fra 2010 til 2014 til å ligge på ca 4.2 %, mens for EU 1.9 % og nord og sør Amerika på 3.8 %. Standeravviket for BNP sammenlagt for de ulike kontinentene er på ca 1.74, noe som innebærer at fly bransjen kommer til å være volatil i de kommende år. I tillegg, basert på grafen, kan det sies at flybransjen er svært sensitiv, og dette på grunn av hendelser som; epidemier, krig, oljekriser påvirker veksten i stor grad.

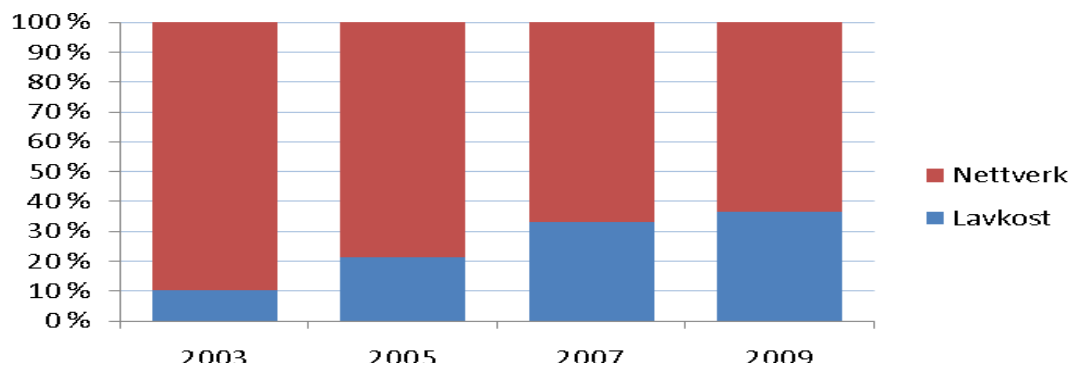
Ved utgangen av 2008, stoppet veksten i verdensøkonomien opp for første gang siden slutten av andre verdenskrig. Banksektorens tap av milliarder, og en utbredt frykt for en resesjon er forventet i den økonomiske utviklingen i kommende år.

Tabellen under viser BNP i ulike kontinenter for 2009.

	Q1	Q2	Q3	Q4	Hele Året
Verden	-3,2 %	-3,2 %	-2,1 %	0,1 %	-2,1 %
Europa	-5,0 %	-4,9 %	-4,1 %	-1,9 %	-4,0
Nord Amerika	-3,2 %	-3,8 %	-2,4 %	-0,4 %	-2,5 %
Sør Amerika	-2,5 %	-3,4 %	-2,5 %	0,2 %	-2,0 %
Asia	-1,4 %	-0,3 %	0,9 %	3,4 %	0,7 %
Midtøsten	0,7 %	-0,5 %	-0,9 %	-0,4 %	-0,3 %

Tabell 1: Kilde: IHS Global Insight

I løpet av en 10 års periode har flybransjen endret seg drastisk. Etter at lavpris selskaper kom på banen har konkurranse intensiteten økt dramatisk. Lavpris selskaper står nå for 16 % av all flyreiser i verden sammenlignet med bare 6 % i 2001<sup>5</sup>. Det norske flymarkedet er også preget av denne trenden som figuren viser.



Figur7: Fordeling mellom lavkostselskaper og nettverkselskaper. Første tertial 200- 2009

Dette har medført en priskrig mellom lavprisselskapene og de tradisjonelle selskapene. De tradisjonelle strever for å tilpasse seg markedets priser. I tillegg har finans krisen gitt de tradisjonelle flyoperatørene enorme markedsmessige utfordringer. Det tok ikke lang tid før krisen hadde rammet hele verden og ble ytterligere forsterket av spredningen av svineinfluensa. Hendelsene som er nevnt ovenfor har preget markedet i lang tid og har påført bransjen store tap.

I løpet av 2008 var det ca 40 flyselskaper som gikk konkurs. I 2010 gikk Japan Airlines konkurs, selskapet var verdens sjette største flyselskap. Industriens RPK<sup>6</sup> falt med 4,2 %, 2008 sammenlignet med 2009 fram til 3 kvartal, I Europa falt den med 5,3 % i samme periode (IATA, publications). Til tross for nedgangs-konjunktur ser analytikere verden over en forbedring i flytrafikken i slutten av 2009. Denne oppgangen er spesielt forårsaket av økt flytrafikk til Midtøsten og ASIA Pacific. Figuren under viser utviklingen uttrykt ved volum billettsalg i forretnings- og fritidssegmentet.

<sup>5</sup> <http://www-935.ibm.com/services/us/gbs/bus/pdf/g510-6619-00-aviation2010.pdf>

<sup>6</sup> RPK: Revenue passenger kilometres (betalte passasjerkilometer)



Figur 8: Trafikk utvikling uttrykt v/billett salg i forretnings- og fritidssegmentet. Kilde DVB Bank SE7

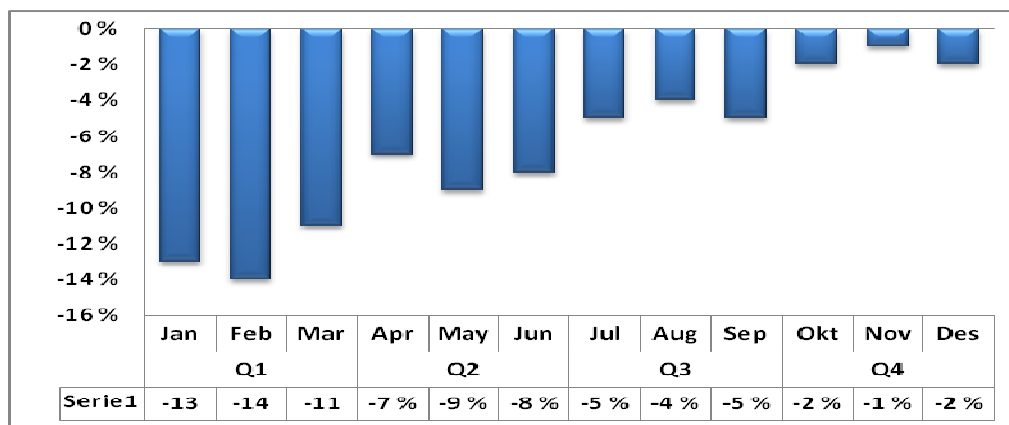
Som vi ser av grafen har trenden vært avtakende for begge segmentene fra midten av 2008 til Q2 2009, noe som hovedsakelig skyldes finanskrisen. Men det ser ut som om trenden har snudd og er stigende hvis utviklingen fortsetter som den har gjort i Q4 2009.

Den globale flytrafikken kjennetegnes for å være ekstrem syklisk, og høyere vekst enn økonomien generelt (figur 4), og største veksten er i Midtøsten og ASIA

## 2.2 Det Europeiske Markedet

Konkurransesstrukturen i europeisk luftfart er fundamentalt forskjellig fra det norske markedet. Større tradisjonelle selskaper med globale allianser, samt et stort antall lavprisselskaper sørger for en betydelig konkurranse om passasjerene. Det siste 10 året har markedet opplevd en signifikant deregulering. Noe som både forklarer økningen i antall nye aktører (spesielt lavpris selskaper) i samme periode, og den høye konkurranse intensiteten som er til fordel for passasjerene, i form av reduserte priser, som var på 15 %, 2009 sammenlignet med 2008 (ELFAA og AEA). Den Finansielle krisen i 2008 har generelt forverret det økonomiske forholdet, i flybransjen har det hatt størst effekt på folks reisefrekvens. Grafen under viser etterspørselstrend i markedet for 2009. Som vi ser er det en kraftig reduksjon i antall passasjerer, men trenden er avtagende.

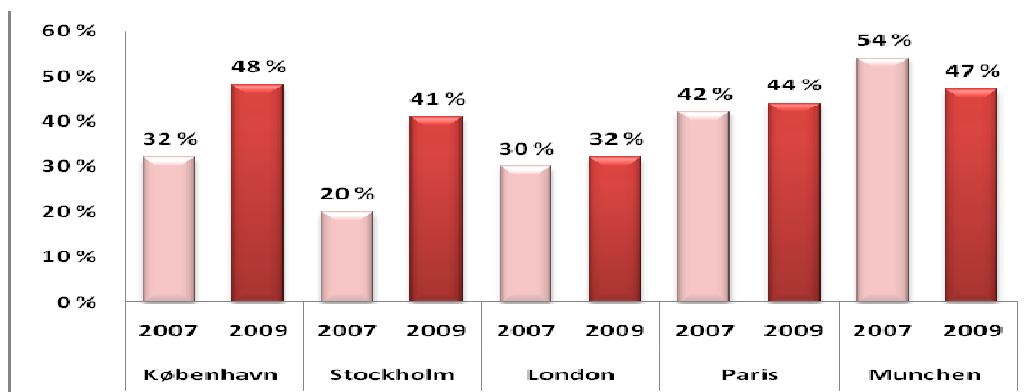
<sup>7</sup> [http://www.dvbbank.com/downloads/research/aviation/air\\_news\\_summary\\_1\\_2010.pdf](http://www.dvbbank.com/downloads/research/aviation/air_news_summary_1_2010.pdf) (side 1)



Figur 9: % - vis endring i antall passasjerer i europeiske markedet, Kilde: EAE

Flere tradisjonelle selskaper svarte med å redusere produksjonen i form av ASK som en konsekvens av lav passasjerfaktor. I motsetning til de tradisjonelle har lavpris aktører kommet bedre ut av krisen med økt rute frekvenser, samt lansering av nye ruter til nye destinasjoner. Ifølge AEA, viser markedstall en reduksjon i total sete kilometer(ASK) på 5,4 %, og en reduksjon i antall passasjerer totalt sett både innenriks og utenriks i Europa på 20 millioner i 2009.

Blant de destinasjoner som har et høyt volum av forretnings- og fritidsreisende er København, Stockholm, London, Paris og München. Disse destinasjonene er betjent av Norwegian. Grafen under viser selskapets punkt til punkt trafikk på de største rutene fra Oslo i 2007 og 2009. Utviklings trekk viser at Norwegian har økt markedsandeler på de fleste strekninger fra 2007 til 2009. Denne trenden er forventet å fortsette i de kommende år.

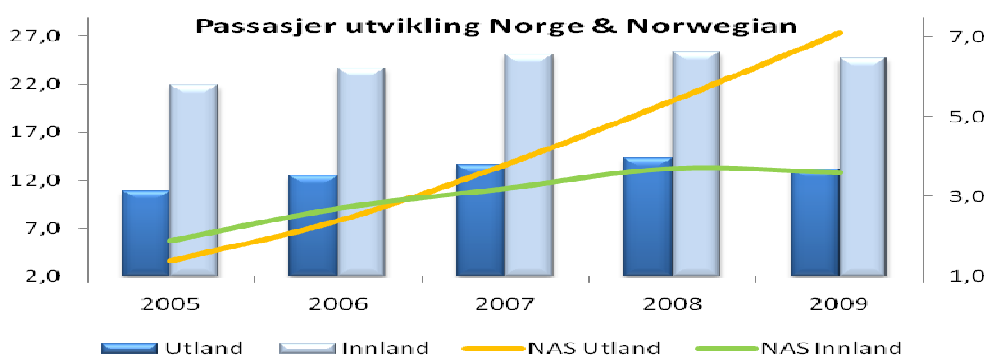


Figur 10: Markedsandeler på de største rutene fra Oslo (OD), Q1 2009 /2007. Kilde: Avinor

### 2.3 Det Norske Markedet

Flybransjen i Norge er preget av et duopol bestående av Norwegian, SAS og Widerøe (eid av SAS). Den største aktøren, SAS med flere tiårs erfaring i luftfartsbransjen hadde 60 % markedsandeler på innenriksruter i slutten av 2007<sup>8</sup>. Helt siden Norwegian entret markedet i 2003 har både økningen i antall destinasjoner og frekvens av flyreiser medført til en betydelig økning i markedsandeler fra 9 % i 2003 til 47 % i 4 kvartal 2009. Den tredje operatøren, Widerøe som betjener mindre trafikkerte destinasjoner har hatt en nedgang til 14 % fram til 2009. Totalt var det nærmer 40,6 millioner passasjerer innenriks som landet og tok av fra norske flyplasser i 2009 (Avinor). Reduksjonen fra 2008 var på 3,2 %, som en følge av finansielle krisen. I samme periode ble antall utenriks passasjerer redusert fra 14,3 mill til 13,5 mill med ca 5,5

Norwegian vokser betydelig og økte antall passasjerer fra 2008 til 2009 med 18 % fra 9,1 millioner til 10,1 millioner. Grafen under viser passasjerutviklingen for Norwegian og norske flyplasser. Den loddrette sekundæraksen uttrykker tall for Norwegian. Det er større konkurranse på internasjonale ruter. Her er det en intens kamp både mellom lavpris aktører (blant annet Ryanair og Wizzair) og de tradisjonelle (Lufthansa, SAS, KLM). Til tross for den intense konkurransen har Norwegian klart å øke markedsandeler, spesielt i utenriks markedet, se graf.



Figur 11: Tall i Mill: Passasjer utvikling. kilde Avinor & Norwegian Q4 presentasjon 2008.

Disse analysene viser at flybransjen er høyt påvirket av økonomien, men de ulike parametrene viser forbedring til tross for at verden nylig gikk gjennom en finans krise. På kort sikt kommer dette til å gi en lavere vekst i flyindustrien enn tidligere år, mens på lang sikt vil en forbedring av økonomien resultere i økt kjøpekraft hos både konsumenter og bedrifter som igjen vil føre til at flere reiser hyppigere.

<sup>8</sup> <http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/prospectuses/>

## 3.0 Strategisk analyse

For å estimere solide fremtidige anslag på ulike faktorer som er avgjørende for verdiskapningspotensialet, trengs en grundig strategisk analyse for en god fundamental verdsettelse av et hvert selskap, dette vil da være en viktig rammeverk som best mulig lar seg oversette til tall som en kan predikere kontantstrømmen ut fra.

### 3.1 Industrianalyse

Alle bransjer og industrier har forskjellig lønnsomhetspotensialet. I det følgende del skal jeg presentere hvordan eksterne faktorer kan endre premissene for økonomisk profitt. Her er det viktig å finne en modell som best mulig lar seg oversette til tall som en kan predikere CF ut fra. Det kan gjøres på forskjellig måter. Jeg har valgt å benytte meg av en av de mest kjente, Porters konkurransekraft modell (Porter 1979). Leverandører, substitutter, kunder og utgangs-/inngangs barrierer er faktorer som modellen ser på da de former bransjens lønnsomhet.

Figur 12: Porters five forces



Hentet fra: <http://itstrategyblog.com/wp-content/uploads/2008/01/porters-five-forces.JPG>

Graden av lønnsomhet bestemmes av styrken på kreftene til hver av de faktorene. Forskning viser at faktorene generelt kan forklare 10- 20 % av variasjonen mellom selskapers fortjeneste, for flyindustrien er den noe høyere, i tillegg er den statistisk.(Copeland et al, 2000)

Modellen er uansett svært nyttig. Under ser vi nærmere på hvert av de punktene, og forklarer hvordan det påvirker flymarkedet.



### 3.1.1 Trussel fra substitutter

Trusselen fra substitutter oppstår hvis det kommer et alternativt produkt på markedet som tilfredsstiller kundenes behov på en annen måte. Typiske substitutter vil være tog, buss og bil på innenlands strekninger i Norge. Selv om buss og tog går ofte og rimelig mellom de store byene, samt at personbil kan være effektivt, blir som regel denne type transport for langsom på grunn av geografiske distanser. Transport infrastrukturen i Norge er i relativt dårlig forfatning sammenlignet med USA og Vest Europa. En reell trussel kan komme fra høyhastighets tog hvis noen skulle være villig til å foreta en såpass stor investering i et land med bare 4,8 millioner mennesker, og relativt høye drifts- og vedlikeholdskostnader vil resultere i høye priser. I følge Deutsche Bahn vil investeringen koste ca 220 milliarder kroner. Det er liten sannsynlighet for at en slik kostbar investering skulle finne sted<sup>9</sup>. I Europa har de nevnte substituttene fått høyere konkurranseintensitet etter at lavprisselskapene kom på banen. På grunn av de lave prisene velger folk som tidligere benyttet tog, bil og buss, nå fly. Jeg vurderer da truslene fra substitutter som lave.

### 3.1.2 Kunders forhandlingsmakt

Det er to faktorer som bestemmer kundenes forhandlingsmakt: pris sensitivitet og relativ forhandlingsmakt. I flybransjen vil konsumentene i utgangspunktet ha lav forhandlingsmakt, siden de er mange, og har forskjellige preferanser. Ifølge Palepu, (2007) har muligheten til å bestille billetter på internett økt kundeness forhandlingsmakt siden de kan sammenligne priser fra forskjellige flyselskaper.

I flymarkedet kan man dele konsumentene inn i fritids- og forretningsreisende. Fritidsreisende har høy prissensitivitet og lav forhandlingsmakt, mens forretningsreisende kunder har lav prissensitivitet men relativ høy forhandlingsmakt. For Norge er forretningsreisende viktigste segmentet innenriks. Utenriks er antall fritidsreisende viktigst, men her er det som regel store sesongvariasjoner. Samtidig er muligheten for prisshopping større siden antall leverandører øker. Siden forretningsreisende er et viktig segment, samt storkundeavtaler med bedrifter, vurderer jeg kundenes forhandlingsmakt til å være medium.

---

<sup>9</sup> <http://www.nettavisen.no/nyheter/article2856422.ece>

### 3.1.3 Trussel fra nye aktører

Flybransjen kjennetegnes generelt som store organisasjoner med stordriftsfordeler, industrien er preget av lave marginer. I løpet av de siste 10-15 årene har antall aktører økt betraktelig, med både ekstreme lavpris selskaper og premium produsenter. Videre skal jeg ta for meg tre typiske etableringsbarrierer i flyindustrien, dette er flyplasskapasitet, bonusprogram og ”hub-and-spoke” rutenett.

#### **Flyplasskapasitet**

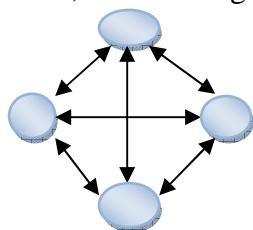
Tidsluke er et fastlagt tidspunkt allokert til et fly for dets avganger og ankomster på en gitt dato på en bestemt flyplass. Etter hvert som konkurranseintensiteten i det europeiske markedet har eskalert, har riktig koordinering av ankomst og avganger i forhold til andre avganger til nye destinasjoner blitt et viktig element på flyplasser. Siden flyplasser konsentrerer flyaktivitet rundt et begrenset antall topp perioder i løpet av dagen, skapes det et press på kapasiteten. På flere av de største flyplassene i Europa blant annet på Oslo lufthavn Gardemoen er slike tidsluker blitt en knapp ressurs, noe som er et etableringshinder for nye aktører. Lavpris aktørene derimot benytter seg av mindre flyplasser med mye lavere kapasitetspress som ofte ligger et lengre fra storbyene. Som for eksempel Norwegians ruter til Hahn i Frankfurt. De vil si at etableringshindringer er lave hvis nye aktører velger de mindre flyplassene.

#### **Bonusprogram**

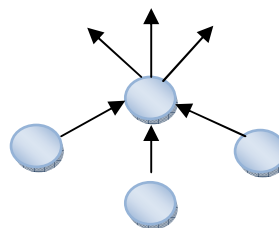
Bonusordninger tilbys av de fleste store flyselskapene. Kundene får poeng for sine reiser, som igjen kan brukes til å reise gratis med selskapet etter å ha spart opp en viss mengde poeng. I 2002 ble bonusordninger på innenriks ruter i Norge avskaffet av konkurransetilsynet. Denne lovendringen var en avgjørende faktor for Norwegian avgjørelse om å entre det norske flymarkedet. Grunnen til at bonusprogrammer representerer et etableringshinder er at de påfører kundene byttekostnader, samt vanskeliggjør sammenligning av ulike selskapers produkter. Slike ordninger er spesielt viktig for forretningssegmentet som reiser hyppig og utenlands. I Norge har bonussystemer derimot kommet på banen igjen, Norwegian har kommet opp med et nytt konsept som gir kundene flypoeng vis man ringer med Call Norwegian, mens SAS gir bonus til bedrifter. Disse tiltakene fra eksisterende aktørene sørger for høye etableringshindringer.

## Hube & Spoke rutenett

Flyindustrien kan karakteriseres som et system av ruter som binder sammen noder (flyplasser), altså en nettverksbransje. Flyselskaper følger vanligvis to typer rutenett systemer: Punkt til punkt og Hub-and-Spoke rutenett. Lavpris selskapene er kjent for å benytte ”punkt til punkt”-rutenett, mens de tradisjonelle selskapene bruker ”hube and Spoke”- rutenett. Det sist nevnte systemet organiserer selskapene sitt rute nett slik at de bruker en eller flere flyplasser som sentrale *hub*, det vil si knutepunktet fungerer som en ”mateflyplass” fra mindre sentrale flyplasser, i motsetning til *punkt til punkt* systemet.

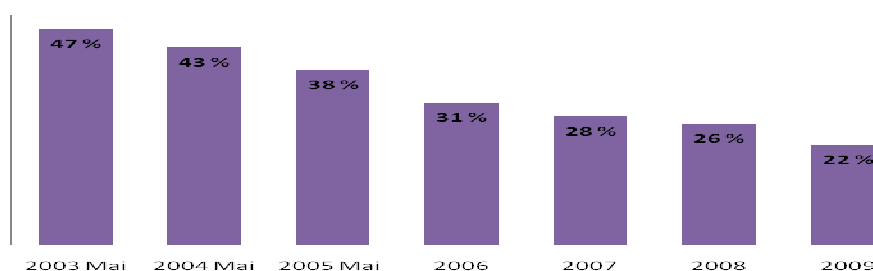


Figur 13: Punkt til punkt rutenett



Figur 14: Hub- and spoke rutenett

Hub-and spoke systemet gjør at flyselskapene klarer å maksimere antall passasjerer på hver flyvning ved å konsolidere trafikken via en hub fra mindre flyplasser, samtidig som de tilbyr forbindelser til både nasjonale og internasjonale destinasjoner. Dette mer kompliserte rute systemet gir kundene et mye større rutealternativ, som i sin tur maksimerer inntektsmulighetene og stordriftsmulighetene. Ulempen med dette er økningen i fly-tiden på bakken og dermed lavere fly utnyttelse tid, noe som øker flyselskapenes enhetskostnader. Lavprisaktørens økende markedsandeler gir en fallende trend i bruk av hub & spoke rutenettet. Lavprisaktørene tilbyr som regel langt lavere priser enn de tradisjonelle selskapene, dette har skapt enkeltmarkeder som tradisjonelt ikke har vært der. Lavprisselskapenes bruk av flyplassen Orly istedenfor Charles De Gaul, ved flygninger til Paris er et eksempel på dette. Dette fører til at det blir mindre flygninger til ”hubene”, noe som reduserer muligheter for skalafordeler som ligger til grunn i dette systemet. Under illustrer grafen den fallende andelen av transfertrafikk på København lufthavn.



Figur 15 Transferandel Kastrup, % av totaltrafikk (Kilde: [www.cph.dk](http://www.cph.dk))

Denne trenden gjør at inngangsbarrierer reduseres.

Utgangsbarrierer i flybransjen avhenger i stor grad av de globale konjunktorene. Hvis det er oppgangstider vil det være lett å få solgt fly, noe som fører til at utgangsbarrierer i form av investeringer ikke er betydelige. Mens i nedgangstider er etterspørselen etter fly veldig lav, derfor vil det være krevende å få solgt fly, og flyene har ingen alternative bruksområder enn flytransport.

Etableringsbarrierene har blitt mindre og mindre de siste årene, noe som forklarer de siste årenes mange nyetablerere (først og fremst lavprisaktører). Ettersom vi befinner oss i en global nedgangskonjunktur hvis vi benytter BNP som indikator, se Kap. 2.1 tabell 1, eksisterer det utgangsbarrierer i form av investeringer (sunk costs). Dette vil mest sannsynlig endre seg dersom vi går inn i en global oppgangskonjunktur.

#### *3.1.4 Leverandørers forhandlingsmakt*

Siden det er duopol i det norske markedet har deres leverandører veldig liten makt ovenfor flyselskapene. Da det er bare to flyselskaper, er leverandørene avhengige av flyselskapenes eksistens for å overleve. Dette kan være bedrifter som har ansvaret for flyhandling, renhold, levering av mat, drivstoff etc. Det vil si at Norwegian har relativt høy forhandlingsmakt ovenfor sine leverandører, noe som er essensielt for å forhandle frem gunstige avtaler for å kunne holde kostnadsnivået nede. Leverandørenes forhandlingsmakt anser jeg som lav.

#### *3.1.5 Rivalisering mellom eksisterende selskaper*

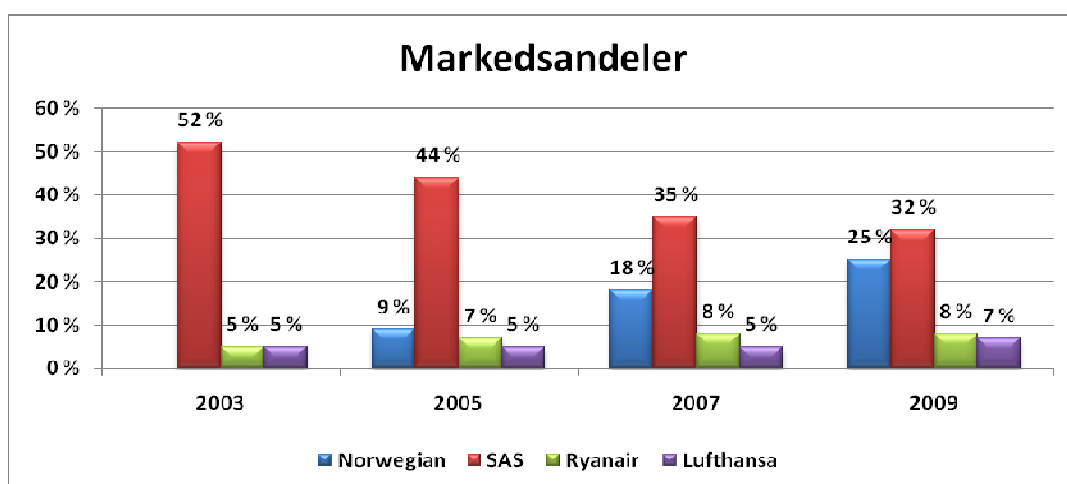
I de fleste industrier er den gjennomsnittlige fortjenestemarginen sterkt influert av rivaliseringsintensitet blant de eksisterende selskapene i bransjen (Palepu, 2007), mens Hill and Jones (2004) argumenterer for at det er en korrelasjon mellom de verdier som blir overført til kundene og rivaliseringsintensitet i markedet. Jo høyere intensitet, desto større verdier som overføres til kundene. Jeg vil her bruke teori fra Hill and Jones (2004) og Palepu (2007) samtidig som jeg analyserer markedets situasjon for Norwegian.

Industriens vekstrate er avgjørende for selskapers strategi for å øke sine markedsandeler. I en bransje der veksten er høy vil det vanligvis ikke være nødvendig å ta markedsandeler fra hverandre. Mens i stagnerende bransjer er

eneste muligheten for vekst blant eksisterende selskaper å ta markedsandeler fra andre (Palepu, 2007). På innenlands markedet er konkurransen mellom Norwegian og SAS hard, og preget av priskrig på de aller fleste strekningene. Selv om priskrigen gir stadig flere muligheten til å reise med fly har veksten i antall passasjerer vært avtagende, fra 2008 til 2009 med 4,1 % (Avinor). Dette kan forklares både ved at det er mangel på nye store destinasjoner, og at de fleste store destinasjonene er veldig godt dekket.

Hvis det er muligheter for stordriftsfordeler ved å vokse medfører det som regel til økt konkurranse. I slike situasjoner vil incentivene være høye for å trappe opp konkurransen om markedsandelene. Det samme gjelder hvis andelen av faste kostnader er høye i forhold til variable kostnader (Palepu, 2007). Flyindustrien er et godt eksempel, siden det er en bransjen med naturlig sterk priskonkurranse og en konstant kamp om markedsandeler. Her vil det være viktig for Norwegian og kutte kostnader. Selv om SAS er nesten dobbelt så stort som Norwegian ser det ut som om de ikke er i stand til å utnytte denne posisjonen til å oppnå stordriftsfordeler.

Utenriks er bransjen preget av flere aktører, lavprisaktører som Ryanair og de mer tradisjonelle SAS, Lufthansa. Under ser vi en graf som illustrer utviklingen utenriks i markedsandeler mellom ulike flyselskaper fra 2003 til 2009



Figur 15: Selskaperens markedsandeler på ruteflygninger mellom Norge og utlandet, 1Q, Avinor

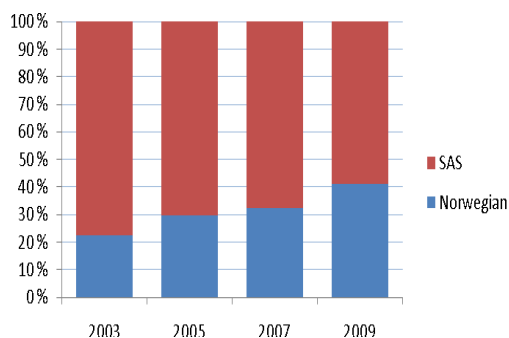
Grafen viser at Norwegian hittil har kapret markedsandeler i utenriksmarkedet. Ifølge Avinor har Norwegian økt sin markedsandel med 7 % fra 2007 til 2009, mens SAS` andel har gått ned fra 35 til 32 %. Helt siden Norwegian inntreden har

andelen økt til 25 %, mens SAS gikk fra å ha drøyt halvparten av utenrikspassasjerene i 2003 til en markedsandel på 32 %. De øvrige har mer eller mindre konsoliderte posisjoner.

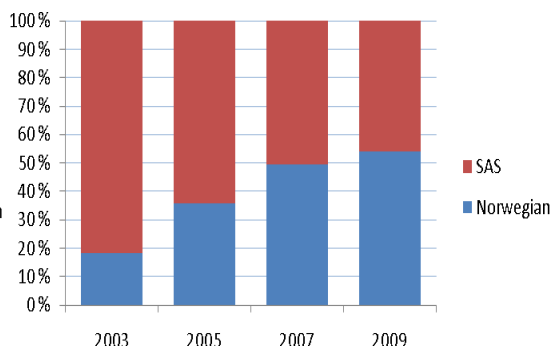
Innenriks er konkurransen preget av de samme forholdene som utenriks.

Her ser vi utviklingen i markedsandelene for Norwegian og SAS i fritids- og forretningssegmentet.

Figur 16.



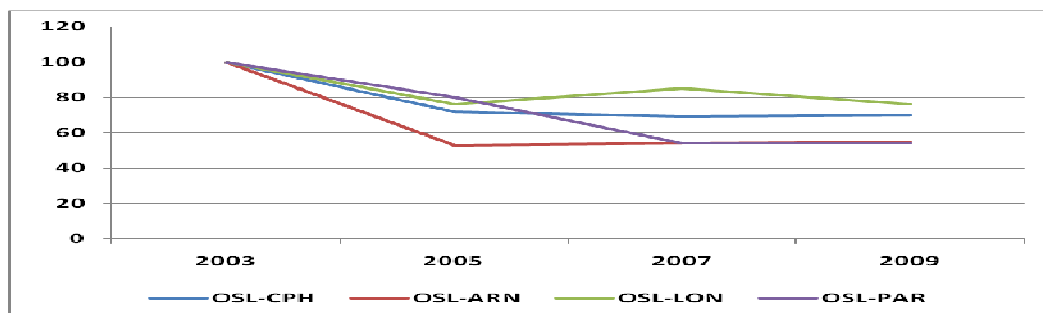
Figur 17.



Kilde: Avinor

Graf 1 viser markedsandeler i forretningsmarkedet på strekningene Oslo-Stavanger, Oslo-Bergen, Oslo-Trondheim og Oslo-Tromsø, mens figur 2 viser samme for fritidsmarkedet. Her kan vi lett observere at Norwegian har vokst på bekostning av SAS.

I flyindustrien er produkter relativt like, og elementer som service, punktlighet, hyppighet er såpass like for både Norwegian og hovedkonkurrenten SAS at diversifisering basert på disse punktene vil neppe skille dem. Dette blir forklart nærmere i Kap. 3.2. Dermed står vi igjen med pris som en viktig faktor. Ifølge Palepu (2007) vil antall selskaper og deres relative størrelse avgjøre prisstrategien. Før Norwegian kom på banen hadde SAS monopol, noe som førte til høye priser. Grafen under viser prisutviklingen på utvalgte destinasjoner i fritids- og forretningsmarkedet(2003=100).



Figur 18: Prisindeks på ruteflygninger fra Oslo til hovedbyer, første tertial 2009. Avinor

Mellom 2003 til 2005 har prisene blitt betydelig redusert, mens fra 2005 til 2007 er trenden fortsatt synkende. Dette kan hovedsaklig forklares av økningen i antall lavprisaktører i markedet. Prisene har mer eller mindre stabilisert seg på et lavere nivå i 2009 enn i samme periode i 2003. Forretningsreisende har falt med ca 5 % fra 2007 til 2009, mens fritidsreisende har hatt en økning på ca 6 % (Avinor).

Konkurransen intensiteten mellom eksisterende selskaper vil jeg karakterisere som høy basert på markedsforholdene og utviklingen. Her er det hard kamp om markedsandelene både innenriks og utenriks. Markedet som Norge opererer i er preget av sterk konkurranse. Men den globale utviklingen er til større fordel for lavprisaktører, som har tilpasset seg markedets priser. Billettprisene har stabilisert seg på et akseptabelt nivå. Både kunder og leverandører har begrenset makt, og trusselen fra substitutter er lav. Trusselen fra inntrengere er begrenset, fordi lønnsomheten er lav, men etableringsbarrierer er her lav. For Norwegian ser framtidsutsiktene positive ut, og de vil fortsatt profittere på økte markedsandeler innenlands samt mer trafikk til utlandet.

### 3.2 Konkurransanalyse av Norwegian Air Shuttle AS

En viktig faktor som er avgjørende for et selskaps lønnsomhet er måten bedriften har posisjonert seg på i bransjen den konkurrer i. Posisjonering i forhold til konkurrenter der bedriften opparbeider et varig konkurransefortrinn som gir god lønnsomhet. Her har jeg valgt å benytte meg av Porters (1992) rammeverk om generiske strategier som forklarer hvordan en bedrift gjennom posisjonering i industrien kan oppnå varige konkurransefortrinn.

#### 2.1 Porters Generiske Strategier



Hentet fra: [http://www.nb.no/utlevering/contentview.jsf?urn=URN:NBN:no-nb\\_digibok\\_2007091800077#&struct=DIV28](http://www.nb.no/utlevering/contentview.jsf?urn=URN:NBN:no-nb_digibok_2007091800077#&struct=DIV28)

Et fundamentalt grunnlag for å oppnå resultater over gjennomsnittet på lang sikt er konkurransefortrinn som kan opprettholdes (Porter 1992, s.29). Jeg vil her kort forklare de tre hovedtypene konkurransefortrinn (differensiering, fokusering og kostnadslederskap) og plassere Norwegians strategi i en av disse.

#### *Differensiering*

Her forsøker bedriften å bli unik i sin bransje ved å tilby produkter med unike attributter som konsumentene verdsetter, slik at bedriften rettferdiggjør høyere priser enn konkurrenter og oppnår lønnsomhet over gjennomsnittet (Porter 1992, s.32). I følge Pindyck og Rubinfeld (2001) kan ikke en bedrift ta høyere priser for sine produkter uten å miste mesteparten av kundegrunnet sitt når produktene er homogene, det vil si perfekte substitutter. Finanskrisen i 2008 har ført til tøffere økonomiske tider og høyere konkurranseintensitet i de fleste bransjer. Noe som har gjort at reisende generelt er blitt mer opptatt av pris. Norwegians suksess



---

mener jeg er en indikasjon på at villigheten for å betale for service om bord er blitt mindre, særlig på kortere flyruter, mens på lengre strekninger er komfort og service viktigere.

Selv om en mulig definisjon av lavprisaktører vil være subjektiv, vil vurderingen innebære den mengden av mindre betydelige tjenester på flyreiser. Filosofien her er at selskapet skal ha en kontinuerlig søken etter å finne nye måter å redusere kostnader på som er forbundet med mindre vitale tjenester. Til tross for dette, har skillet mellom lavprisaktører og de tradisjonelle selskapene blitt mindre.

Lavprisselskapenes streven etter å finne nye måter å øke inntekten på gjør at de har begynt å legge tilbake tjenester som setevalg ved bestilling av flybillett, mat og drikke om bord. Som det må betales for når tjenesten forbrukes. Samtidig er det også en bemerkelsesverdig endring hos de tradisjonelle selskapene, Siden de strever med å tilpasse seg markedets priser, forsøker de å redusere kostnader ved å fjerne eller reduserer mindre vitale tjenester.

Denne utviklingen gjør at flyreiser går mot å bli homogene produkter som er vanskelig å differensiere.

### ***Kostnadsledelse***

Av de tre strategiene er kostnadslederskap den klareste måten å oppnå konkurransefortrinn på. Her satser bedriften på å oppnå de laveste produksjonskostnadene i bransjen. Foretaket driver ikke med noe form for segmentering slik at målet er å dekke behovene til alle kundene i bransjen. Oppnåelse av kostnadsfortrinn er avhengig av bransjestrukturen som selskapet operer i. Kildene til kostnadsmessige fortrinn kan være stordriftsfordeler, fordelaktig tilgang på råvarer, enerett på teknologi, effektiv produksjon og/eller enklere produktdesign (Porter, 1992).

Ved oppnåelse av kostnadslederskap vil lønnsomheten for bedriften være over snittet i bransjen, forutsatt at bedriften kan sikre prisen nær opptil konkurrentenes pris for samme varen. Dette gir rom for reduisering av priser slik at kostnadslederen tvinger sine konkurrenter til å redusere prisene sine eller å gå ut av bransjen. En konsekvens av denne strategien kan føre til at flere selskaper

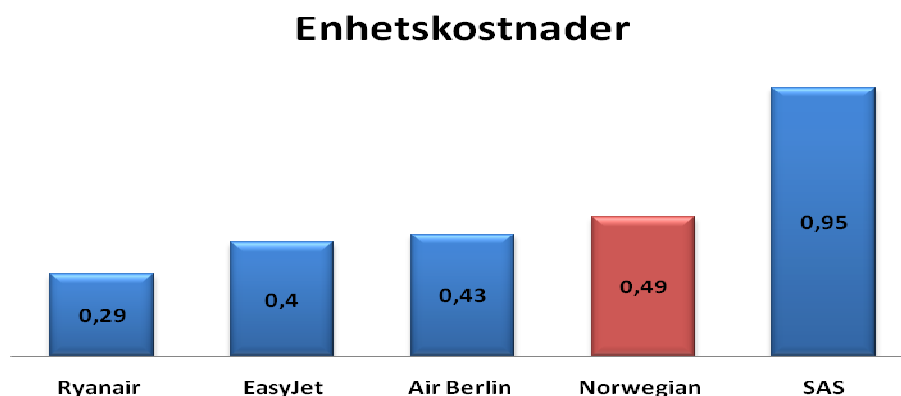
---

konkurrer om å være kostnadsleder, noe som fører til intens rivalisering om markedsandelene. (Porter 1992, s.32).

Videre skal jeg finne ut om Norwegian har et konkurransefortrinn ovenfor SAS som er største konkurrenten både på innenriks og utenriks markedet. Jeg vil her vurdere om det er varige konkurransefortrinn og om det gir selskapet en bedre lønnsomhet enn sine konkurrenter. Her vil selskapets strategi og ledelsens evne til å gjennomføre den være en viktig faktor. Ettersom Norwegian er et lavprisselskap er det nærliggende å anta at bedriften følger en kostnads leder strategi. Av de ulike måtene en kan oppnå kostnadslederskap på har Norwegian valgt å utnytte stordriftsfordeler (trenger ikke særlig mye større administrasjon for å ha 150 fly vs 70 fly) og effektiv produksjon. Norwegian er relativt sett et ungt selskap der filosofien bak alle operasjonene i alle ledd skal baseres på kostnadseffektivitet. Her er organisasjonsstrukturen designet slik at beslutningsveiene er korte, der raske avgjørelser kan tas om det skulle være nødvendig. Norwegian har foretatt et viktig strategisk valg der de har outsourcet operasjoner som ligger utenfor kjerneområdet sitt, som for eksempel bagasjehåndtering og håndtering av passasjerer på flyplasser. Dette gjør at Norwegian kan konsentrere seg om det de anser som sin kjernevirksomhet.

For at Norwegian skal kunne redusere sine kostnader er høy effektivitet viktig. Jeg vil her se på flere effektivitets mål som enhetskostnader, effektiv distribusjon av billetter, utnyttelses grad av flyene og antall passasjerer pr ansatt.

Som vi ser av figuren under er Norwegian på et betraktelig lavere nivå på enhetskostnader per sete per kilometer, enn sin hovedkonkurrent, SAS.

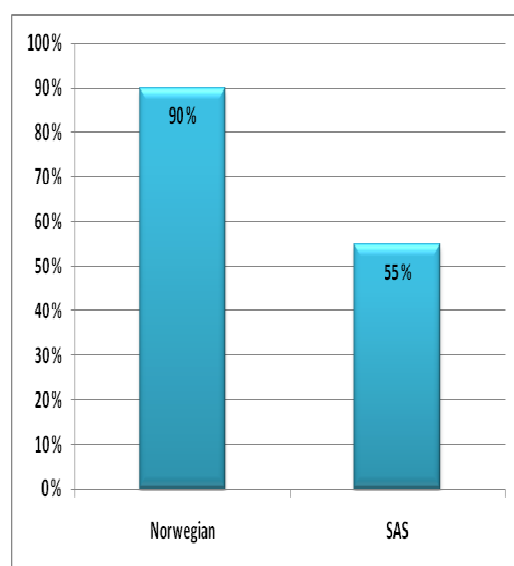


Figur 19: Enhetskostnader per sete per kilometer. Kilde Selskapene årsrapporter, internett

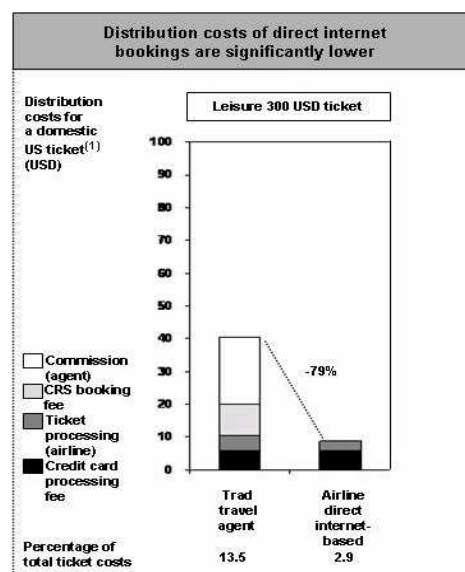
Til tross for SAS sine intense kostnads reduksjoner på flere milliarder de siste årene som en følge av nye budsjettskutt. Må SAS redusere enhetskostnadene med ca 52 % for å komme på samme nivå som Norwegian. Innenriks har Norwegian klart å etablere seg som kostnadslederen, mens utenriks ligger selskapet bak.

En viktig årsak til Norwegians lave kostnader er flyflåten. De fleste flyene er Boeing 737-300 som fortløpende skiftes ut med 737-800. At Norwegian har ensartet flytype gir store besparelser pga mindre variasjon i utstyr, infrastruktur og hjelpemidler, enklere vedlikehold, mindre behov for delelager, samt enklere administrasjon. (Norwegian årsrapport, 2008). De nye Boeing 737-800 flyene vil gi betydelige reduksjoner på drivstoffkostnadene. Denne fordelene gir Norwegian økt konkurransekraft.

Den mest kostnadseffektive salgskanalen ifølge Boston Consulting Group (bcg.com) er internett. Norwegian har i løpet av de siste årene oppnådd å ha en høy andel av billettsalg over internett. Ifølge Norwegians administrerende direktør Bjørn Kjos er det hovedsakelig pga enkle og oversiktelig internett sider, samt at de er lett å finne fram til lavpris billetter (Norwegian, 2006). Den høye graden av salgandelen bidrar til å holde kostnadene lave. Dette skyldes elimineringen av produksjonen av papirbilletter, lønnsreduksjoner i ulike avdelinger som salg og kundeservice. Figur 21 viser at selskapet kan spare opptil 79 % ved bruk av internett og billettløse reiser (BCG, 2002). Mens figur 20 viser Norwegians og SAS andel av billett salg over internett.



Figur 20: Andel av billett salg over internett, 2009.

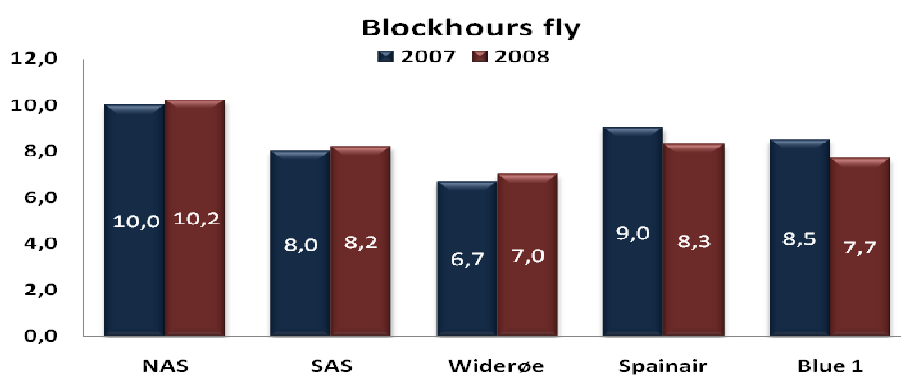


Figur 21: Kilde www.bcg.com

Kilde: månedlige rapporter, Norwegianr & [http://www.bcg.com/publications/files/airline\\_finance.pdf](http://www.bcg.com/publications/files/airline_finance.pdf)

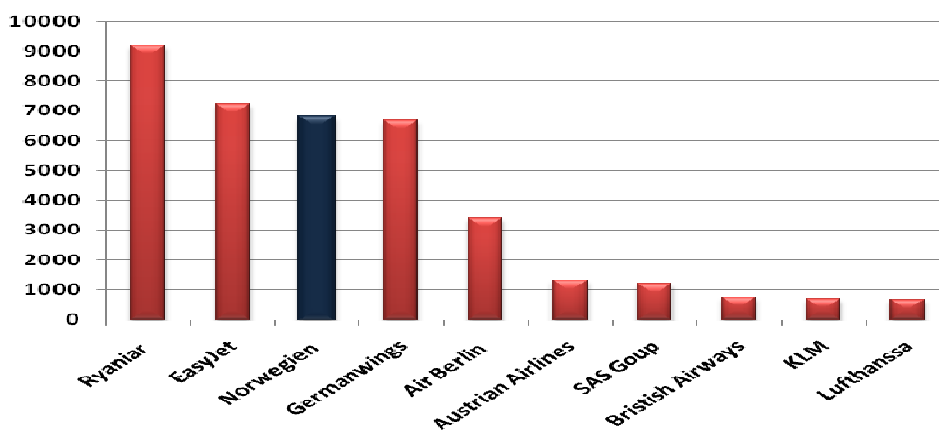
Som vi ser av figur 20 oppnår Norwegian store kostnadsbesparelser ved at de selger nærere 90 % av flybillettene over internett, noe som gir rom for lavere priser for deres kunder og gir selskapet konkurransefortrinn.

Blockhours er antall timer hvert fly er i luften pr døgn. Som grafen under viser ser vi at Norwegian presterer bedre enn sine konkurrenter. Den opparbeidete kompetansen og erfaringen sørger for å forsterke slike konkurransefortrinn som igjen forsterker den varige konkurransefordelen som resultere i høyere lønnsomhet enn konkurrentene.



Figur 22: Block hours fly pr døgn. Kilde Selskapenes årsrapporter

Det tredje effektivitets målet ser på totalt antall passasjere i forhold til hvor mange ansatte flyselskapene har. Her ser vi at Norwegian også gjør det bra her, ca 6800 passasjere pr ansatt, spesielt når man sammenligner med hovedkonkurrenten SAS som har 1200 passasjere per ansatt.



Figur 23: Antall ansatte i forhold til antall passasjere. Kile selskapenes årsrapporter.

### 3.3 SWOT – analyse av Norwegian Air Shuttle

Basert på den eksterne og interne analysen har jeg kommet fram til følgende punkter som fremkommer i Swot matrisen.

Tabell 4.2.1 Swot Matrise

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Måten selskapet er organisert på</li> <li>• Sterkt merkenavn</li> <li>• Høy kontantbeholdning</li> <li>• Kostnadsleder i innenriksmarkedet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ikke kostnadsleder på utenriksmarkedet</li> <li>• Ikke varige konkurransefortrinn</li> <li>• For høy fokus på ekspandering istedenfor effektivisering.</li> </ul>
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bestilling av nye fly</li> <li>• Opsjon på ekstra fly</li> <li>• Organisk vekst</li> <li>• Moderne flåte</li> <li>• Høy effektivitet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Økende konkurranse, fallende enhetsinntekter</li> <li>• Den raske ekspandering trues at økt konkurranse som kan føre til store tap.</li> <li>• Stor usikkerhet i jet fuel prisene.</li> <li>• Ringvirkninger pga finansielle uroen, begrenset kjøpekraften hos konsumenter.</li> </ul>

Ut i fra de analysene jeg har gjennomført kan vi konkludere med at de områdene Norwegian har utnyttet for å bli kostnadsleder er ikke unike nok til å gi varige konkurransefortrinn, men det gir en god utgangspunkt til å oppnå bedre lønnsomhet enn hovedkonkurrenten SAS. Generelt er marginene relativt lave, hovedsakelig skyldes dette den høye konkurranseintensiteten blant de eksisterende aktørene. SWOT matrisen viser flere positive muligheter som Norwegian kan utnytte. Dette er blant annet muligheter som nye flyene vil i framtiden. Kundene kan tilbys bedre og bredere tilbud i form av nye destinasjoner og økt frekvens på allerede eksisterende ruter, samt besparelser gjennom lavere drivstoff forbruk. Den finansielle turbulensen har i mer eller mindre grad stabilisert seg, men har ført til stigende råvarepriser/drivstoff noe må Norwegian sette mottiltak for.

---

## 4.0 Regnskapsanalyse

Tidligere i oppgaven så vi på de strategiske forutsetningene for markedet som Norwegian opererer i for å anslå hvordan markedsutviklingen vil være i framtiden, slik at man kan føre det videre til prognoser for å se selve veksten hos Norwegian. I dette kapitlet skal jeg se på selskapets historikk som vil gi oss en mer inngående forståelse av tidligere verdiskapning for selskapet som gir et nødvendig perspektiv for å utvikle og evaluere estimater på fremtidig ytelse. Anvendelsen av disse to analysene uttrykker både utviklingen som har vært og utsikter for framtiden.

Utgangspunktet for denne analysen er Norwegians konsernregnskap for årene 2007, 2008 og 2009. I tillegg vil jeg sammenligne Norwegians prestasjoner med konkurrentene Easyjet, Ryanair og SAS Group for regnskapsåret 2009. På den måten får jeg belyst forskjellene mellom lavprisselskaper og de tradisjonelle selskapene. SAS er her egentlig irrelevant, men i og med at selskapet er den største konkurrenten både innen- og utenlands taes de allikevel med.

For å få et rask overblikk over situasjonen vil det være nyttig å se på både balanse- og resultatregnskapet. Den foreløpige balansen per 31.12.09 (4. kvartal) viser at Norwegian har ca 1 408 MNOK i kontanter. Ettersom selskapet leaser de fleste flyene er anleggsmidlene begrenset i størrelse, ca 2 mrd. Den kortsiktige gjelden tilløper på ca 2 mrd, dette er knyttet til forhåndsbetalte, ikke-produserte flyreiser.

Resultatregnskapet fra 3. kvartal i 2009 viser at Norwegian har allerede generert inntekter tilsvarende 90 % av hele 2008. Historisk sett har Norwegian et svakt første kvartal (se figur 4, kapitel 1.2), noe som også er tilfelle i 2009, men inntektene tar seg fort opp spesielt i 3 og 4 kvartal. Hovedårsaken til denne trenden er sesongvariasjoner. På grunn av økonomiske nedgangstider har Norwegians totale vekst vært noe lavere i forhold til tidligere år

Videre vil jeg se på ulike forholdstall som belyser utvikling i lønnsomhet, likviditet og soliditet (Se vedlegg 3 og 4 for nærmere forklarende tabeller og anvendte formler).

#### 4.1 Utvikling i verdiskapning

I lønnsomhetsanalysen ser man på selskapets avkastning på investert kapital (Tellefsen & Langli 2005). Jeg har valgt å se på generelle forholdstall som totalkapitalrentabilitet, og egenkapitalrentabilitet, samt en vurdering av de ulike elementene som anvendes i beregningene for å komme fram til de ulike forholdstallene.

Driftsmessige nøkkeltall.

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Driftsinntekter</b>	7 309	6 226	4 226	2 150	2 941	44 918
<b>Totalkapital rentabilitet</b>	<b>14,6 %</b>	<b>-10,8 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>N/A</b>
<b>Kapitalens omløpshastighet</b>	<b>1,78</b>	<b>2,26</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,46</b>	<b>1,05</b>
<b>Resultatgrad</b>	<b>0,082</b>	<b>-0,048</b>	<b>0,037</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>N/A</b>

Tabell 2: Beregning av totalkapitalrentabilitet. Norwegian tall i MNOK, Easyjet & Ryanair i MEURO og SAS i MSEK

Som det fremgår av tabellen over, har Norwegian hatt en svært volatil men positiv utvikling som en følge av den raske veksten med en årlig gjennomsnittlig vekst (CAGR)<sup>10</sup> på over 20 % de siste 3 årene. Samtidig har driftskostnader økt med 18 % i gjennomsnitt årlig disse årene. Blant driftskostnadene er det drivstoff som representerer den største kostnaden. I 2009 utgjorde den 23,2 %, mens i 2008 var den på 35,8 %. Denne forbedringen skyldes at Norwegian har i større grad forsikret seg mot fluktuasjoner i drivstoff priser. Til tross for økonomisk nedkjøling i de siste årene og at det eksisterer store sesongvariasjoner der selskapene opplever synkende etterspørsel i vintermånedene, har Norwegian klart seg bra i perioden.

Totalkapitalrentabiliteten tar hensyn til de fleste interessenter som har investert i selskapet. Ved å bruke gjennomsnittlig investert kapital i nevneren tar man hensyn til endringer i kapitalen gjennom året. I tillegg er ikke ekstraordinære kostnader og inntekter inkludert i beregningene, noe som gjør sammenligning med andre år enklere, og vi får fram lønnsomheten på den normale driften.

<sup>10</sup> CAGR: Compound Annual Growth Rate

Som vi ser av tabellen oppnår Norwegian en høyere avkastning på totalkapitalen i forhold til sine konkurrenter for året 2009.

Resultatgraden uttrykker hvor mye selskapet sitter igjen med per salgskrone. I 2009 er resultatgraden bedre enn de tidligere årene, noe som indikerer at selskapet er i stand til å utvikle en mer kostnadseffektiv drift. Det viktig er at kabinfaktoren<sup>11</sup> er høy og enhetskostnadene nede for å ha flest mulig passasjerer å fordele faste kostnader på, og oppnå et høyt dekningsbidrag siden marginene er lav i bransjen. Samtidig er det veldig viktig for Norwegian å utnytte kapasiteten for å få lavest mulig variable kostnader i forhold til faste. Dette er faktorer som Norwegian vil få større mulighet til og konsentrer seg om når veksten i produksjonen stabiliserer seg og selskapet kan fokusere i høyere grad på slike oppgaver for å bedre lønnsomheten. Sammenlignet med de andre selskapene ser vi at Norwegian oppnår en lav resultatgrad.

Kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor effektiv bedriften klarer å utnytte kapitalen som er investert. Sammenlignet med de andre selskapene ser vi at Norwegian utnytter den investerte kapitalen svært effektivt, noe som resultere i bedre lønnsomhet.

Driftsmessige nøkkeltall.

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>35,7 %</b>	<b>-1,1 %</b>	<b>22,0 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>-6,9 %</b>	<b>-16,3 %</b>

Tabell 3: Beregning av egenkapitalkapitalrent.. Norwegian tall i MNOK, Easyjet & Ryanair i MEURO og SAS i MSEK

Egenkapitalrentabilitet viser oss hvilken avkastning eierne har på sin investering. Ved beregning bruker vi årsresultat som er igjen fra driften som teller og gjennomsnittelig egenkapital som nevner for å ta hensyn til endringer i den. Her ser vi at Norwegian scorer høyt ved sammenligning med de andre selskapene. Fra 2006 til 2008 var gjennomsnittelig EK – rentabilitet for alle norske foretak på 15,7 % (SSB), også her scorer Norwegian sterkt og har en høy avkastning, men som vi ser har egenkapitalrentabiliteten har hatt lignede trend som

<sup>11</sup> Kabinfaktor: gjennomsnittlig belegg (Load Factor), RPK dividert med ASK, uttrykt i prosent



totalkapitalrentabiliteten, der den har vært svært volatil de siste 3 årene. Dette representerer stor usikkerhet.

## 4.2 Analyse av selskapsspesifikk finansiell risiko og konkursfare

Selskapsspesifikk er risiko knyttet til blant annet bedriftens evne til å betjene fremtidige forpliktelser og evne til å betale gjeld. Dette er risiko relatert til bedriftens finansieringsform og utviklingen i den. Denne analysen kan deles inn i likviditetsanalyse som representere kortsiktig risiko og soliditetsanalyse som representere langsiktig risiko (Olav Lilleberg: Forlesning).

### 4.2.1 Likviditetsanalyse

Hensikten med denne analysen er å kartlegge hvorvidt selskapet har nok likvide midler til å betale den kortsiktige gjelden etter hvert som den forfaller. For å analysere denne type risiko er likviditetsgrad 1 og 2 mye brukt.

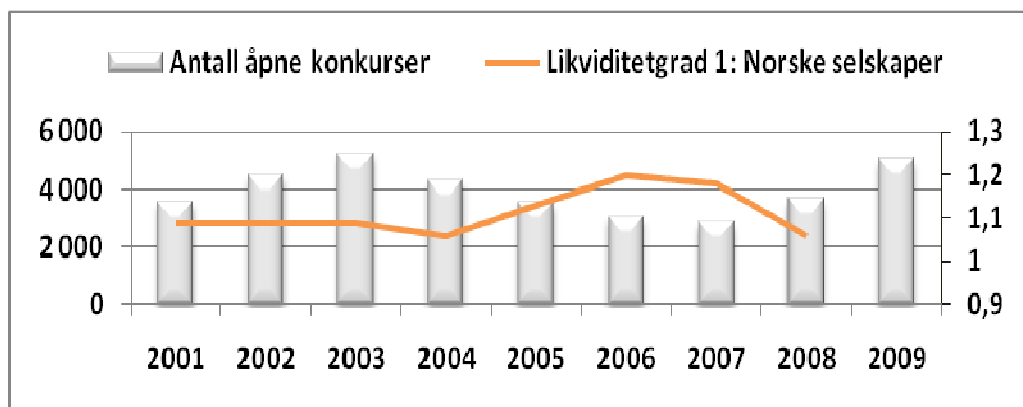
Nøkkeltall for likviditet/kredittrisiko.

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
Likviditetsgrad 1	0,989	0,951	1,037	1,4	1,8	0,719
Likviditetsgrad 2	0,605	0,367	0,8159	0,74	1,15	0,234

Tabell 4: Beregning av likviditetsgrader. Norwegian tall i MNOK, Easyjet & Ryanair i MEURO og SAS i MSEK

Tommelfinger regelen tilsier at likviditetsgrad 1 uttrykker at omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden, mens de mest likvide omløpsmidlene bør vær like stor som den kortsiktige gjelden. Fra tabellen ser vi at Ryanair skiller seg godt ut her, og ligger godt an i forhold til sine kortsiktige forpliktelser med L1 på 1,8 og L2 på 1,15. I løpet av de tre årene har Norwegian fått redusert både likviditetsgrad 1 og 2, men uansett synes dette ikke å representere så stor risiko som teorien uttrykker. I 2008 var likviditetsgraden for alle norske aksjeselskaper utenom finansielle aksjeselskaper 1,06 (SSB). Dette er lavere enn det tommelfinger tilsier. Man kan da argumentere for at teorien er konservativ da de aller fleste norske selskaper har tilfredsstillende likviditet.

Figuren under viser utviklingen i antall konkurser og likviditetsgrad 1 fra 2001 til 2009.



Figur 24: Sammenheng mellom konkurser og likviditetsgrad. Kilde SSB

Fra 2001 til 2004 har likviditetsgraden stabilisert seg på litt under 1,1 mens antall konkurser fra år til år er økende. Fra 2005 til 2007 øker likviditetsgraden med bare 0,1 til 1,2 noe som medfører kraftige reduksjoner i antall konkurser. Dette kan være en indikasjon på at en likviditetsgrad 1 på 2 som tommelfinger regelen tilseir virker da litt for unødvendig høyt.

Likviditetsgrad 2 for Norwegian har vært veldig volatil over årene, noe som delvis er forårsaket av flyfinansiering, siden Norwegian har styrket flyflåten i perioden. Graden viser at de mest likvide midlene dekker opptil 60 % av kortsiktige gjelden. SAS har veldig lav likviditetsgrad noe som uttrykker høy risiko og sjansen for mislighold av kreditt er stor.

#### 4.2.2 Soliditetsanalyse

Nøkkeltall for egenkapitalgrad og gjeldsgrad

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
Gjeldsgrad	2,13	2,54	3,59	1,8	1,6	1,15
Egenkapitalprosent	32,0 %	28,0 %	22,0 %	35,6 %	38,0 %	27,0 %
Arbeidskapital i % av totalkapital	-0,5 %	-2,5 %	2,0 %	11,2%	18,2 %	-12,0 %
Langsiktig kapital % av anleggsmidler	93,0 %	95,0 %	104,0 %	162,0 %	137,5 %	83,0 %
Rentedekningsgrad	N/A	N/A	N/A	2,9	-2,4	N/A

Tabell 5: Norwegian tall i MNOK, Easyjet & Ryanair i MEURO og SAS i MSEK

Gjeldsgraden og egenkapitalprosentene uttrykker Norwegians soliditet.

Egenkapitalprosenten har hatt en stabil økning gjennom de tre årene, mens gjeldsgraden har vært avtakende i samme periode. Arbeidskapitalen er noe lav noe som hovedsakelig skyldes forhåndsbetaling av flybilletter. Den langsiktige kapitalen har vært stabil men avtagende, som vi ser har Norwegian nesten like mye langsiktig kapital som anleggsmidler. SAS har lavt gjeldsgrad mens arbeidskapitalgraden er bekymringsverdig og øker risikoen. Easyjet og Ryanair har både høyt tilfredsstillende gjeldsgrad og egenkapitalprosent. Vi ser da fra tabellen at alle selskapene har middels god soliditet.

### ***4.3 Oppsummering***

Som regnskapsanalysen viser er det vanskelig å finne trender i selskapets finansielle utvikling for de siste årene.

Som en kort oppsummering kan vi si at Norwegians finansielle posisjon er sterk preget av å være en "ung" og ekspansiv bedrift, og dette i en industri med pressede marginer. Generelt gir selskapet en god avkastning på både egenkapital og totalkapitalen i forhold til sine konkurrenter.

Likviditeten er noe lav som en følge av mye kortsiktig gjeld, men Norwegian har store kontantreserver som gir en god likviditet på kort sikt. En egenkapitalprosent på 32 % gir selskapet en sterk soliditet, finansieringen preges av at selskapet bruker hovedsakelig operativ leasing for finansiering av anleggsmidlene, noe som jeg kommer tilbake til i kapittel 6.

---

## 5.0 Verdsettelsesteori

Ved verdsettelse av et selskap kan flere forskjellige grunnmetoder anvendes. Det er vanlig å dele de opp i to hovedkategorier: *balansebaserte og inntjeningsbaserte* metoder. Av de ulike verdsettelses metoder jeg kommer til å utrede har jeg valgt Kontantstrømanalyse og Multippel analyse i verdsettelsen av Norwegian.

### 5.1 Balanserte metoder

Metodene under denne kategorien er likvidasjonsverdi og substansverdi. Felles for disse metodene er at man skal prøve å finne bedriftens reelle verdier, ved å foreta en verdsettelse av bedriftens eiendeler, og deretter trekke fra selskapets finansielle forpliktelser.

#### 5.1.1 Likvidasjonsverdi

Denne metoden anvendes som regel ved konkurs eller et oppkjøp, altså realisering eller likvidering av bedriftens verdier. Dersom man avviker aktiviteten er likvidasjonsverdi den teoretiske laveste verdien som eierne er villig til å akseptere. Ved en likvidasjon er det ofte slik at man må gi betydelige prisavslag når eiendelene selges, samt at det kan knytte seg store avviklingskostnader til slike prosedyrer.

#### 5.1.2 Substansverdi

Substansverdien av en bedrift er markedsverdien av eiendelene fratrukket bedriftens gjeld. Forutsetninger som modellen baserer seg på er at bedriften er et "going concern". Her antar man at selskapet drives på samme måte i all overskuelig framtid. For å estimere verdien av eiendelene bør de være uavhengig av virksomheten i selskapet, siden metoden er avhengig av at man har et annenhånds marked. Selv om man bruker markedsverdien som en verdsettelsesfaktor som tar hensyn til den fremtidige verdien som eiendelen vil generere, kan virkelig verdi på eiendelene avvike fra substansverdien. Selv om det av og til kan være tilstrekkelig å benytte seg av takster eller gjenanskaffelsesverdi som en substitutt for annenhåndsmarked, har denne modellen visse begrensninger. (Boye og Meyer, 1998 s. 93) Dette skyldes som regel at bedriften får mer ut av eiendelene enn andre bedrifter i samme bransje.

---

## 5.2 Inntjeningsbaserte metoder

I motsetning til de balanserte metodene tar modellene i denne kategorien utgangspunkt i hva selskapet som helhet kan forvente å kunne skape av inntjening framover. De inntjeningsbaserte metodene er de mest benyttede metodene, og blir stort sett alltid brukt dersom selskapet skal fortsette driften (Sverre Dyrnes, 2010)

### 5.2.1 kontantstrøm baserte modeller

Av de teoretiske modellene innenfor verdivurdering er kontantstrømanalysen den mest riktige metoden for verdiberegning av selskaper, prosjekter eller divisjoner. Innenfor DCF<sup>12</sup> analyser skiller man vanligvis mellom to metoder. Fri kontantstrøm til selskapet (FCFF<sup>13</sup>) og fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE<sup>14</sup>). FCFF gir uttrykk for den frie kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle kapitalinnskytere; lånegivere og aksjonærer, som har krav på en del av selskapets frie kontantstrøm. Dersom man benytter seg av totalkapitalmetoden (FCFF) neddiskonteres den frie kontantstrømmen til totalkapitalen med et passende avkastningskrav som gjenspeiler risikoen til selskapet. FCFE gir i motsetning til FCFF uttrykk for den frie kontantstrømmen til egenkapitalen etter belastning for gjeldsbetjeningen.

Totalkapital – og egenkapital metoden skal gi samme resultat for verdi av egenkapitalen, hvis man er konsistent i antagelsene om fremtidig vekst og i beregning av avkastningskravene til FCFF og FCFE. Av disse metodene foretrekkes som regel totalkapitalmetoden: beregning av egenkapitalens avkastningskrav baseres på kapitalstrukturen, derfor vil avkastningskravet endres hvis kapitalstrukturen endres. Dette medfører at det blir vanskelig og matche riktig diskonteringsfaktor med riktig kontantstrøm. Men ved benyttelse av totalkapitalmetoden neddiskonterer man med et konstant avkastningskrav, noe som forenkler verdivurderings prosessen. Ved å se bort ifra kostnader relatert til finansielle forpliktelser, samt anta et nøytralt skattesystem, vil avkastningskravet være uavhengig av kapitalstruktur. (Miller og Modigliani)

---

<sup>12</sup> DCF: Discounted Cash Flow

<sup>13</sup> FCFF: Free Cash Flow Firm

<sup>14</sup> FCFE: Free Cash Flow Equity

---

### 5.2.2 Resultatbaserte modeller

Slike metoder baserer seg på resultater som kan anses som tilnærminger til selskapets frie kontantstrømmer. Resultatmodellene vil da være mindre nøyaktig ettersom den bedriftsøkonomiske mest korrekte måte vil være å neddiskontere bedriftens frie kontantstrøm. Blant resultatmodellene er multiplikator metodene (peer-group analyse) de mest brukte, i dette avsnittet vil jeg kort presentere disse.

#### **Multiplikator modellen**

Multipelmetoder er en form for komparativ verdsettelse. Hensikten med denne relative verdsettelsen er å komme frem til verdien av en bedrift basert på hvordan lignende selskaper er priset i markedet (Damodaran, 2002 s.455).

Multipelanalyse er en foretrukket metode blant analytikere og praktikere i dag, blant annet fordi man i motsetning til andre metoder slipper å lage detaljerte prognoser for viktige variabler fremover i tid, noe som forenkler beregningene. I tillegg er analysene lettere å forstå, og dermed lettere å formidle (Sverre Dynes, 2010).

Ideelt bør man sammenligne selskaper i samme bransje, som er mest lik hverandre i forhold til finansielle og operasjonelle karakteristikk. Disse modellene forutsetter at selskapet man sammenligner med er riktig priset, hvilket ikke alltid er tilfellet. Det vil si at denne type metode overlater variabler som vekstvilkår og fremtidig profitt til markedet. Ved anvendelse av denne type metoder er det viktig å ta hensyn til tidsrom, spesielt for bedrifter i sterk vekst og være oppmerksom på forskjeller i vekstpotensial og risikoen mellom bedrifter.

Modellen gir muligheter til å sammenligne både resultatbaserte tall fra regnskapet (EV/Salg, Pris/Salg) og andre tallstørrelser fra egenkapitalen (P/E, P/B)

#### **Resultatmultiple**

P/E<sup>15</sup>-metoden viser pris i forhold til generert resultat pr aksje, og er den metoden som blir mest brukt til daglig. Man kan finne P/E ved å dividere aksjekursen på årsresultat pr. aksje. I følge Penman, (2008) reflekterer P/E hva investorer forventer av selskapets fremtidige resultater, videre påpeker forfatteren at P/E

---

<sup>15</sup> P/E: Price/Earnings Ratio

---

metoden sammenliger dagens resultater i nevneren med fremtidige resultater i telleren: Det vil si at hvis forventningene for fremtidige inntekter ventes å være lavere enn dagens vil P/E få en lav verdi, og høy verdi hvis det motsatte er tilfelle.

En annen resultatmultiplum som benyttes ofte er EV<sup>16</sup> som tar hensyn til verdien av hele selskapet, forhold til for eksempel EBITDA<sup>17</sup> eller EBIT<sup>18</sup>. Denne metoden vil da gi oss et estimat for inntjenningen til hele selskapet. P/E kan være misvisende da det er avhengig av kapitalstrukturen. Her vil EV/EBIT gi en mer korrekt verdi når vi sammenligner selskaper med forskjellig gjeldsgrad.

### **Inntektsmultiple**

En annen måte å sammenligne verdien av selskaper på er EV/Salg metoden. Denne modellen sammenliger en bedriftsverdien mot inntektene den generer. Som regel benytter analytikere denne metoden på relativt nye selskaper i industrier som opplever høy vekst. Uansett om et selskap går i overskudd eller ikke vil det alltid generere inntekter, derfor vil denne metoden være egnet for selskaper med negativt resultat. Fordelene ved denne metoden sammenlignet med P/E er behandlingen av inntekter i regnskapsstandarder er relativt like. Derfor er det lite rom for manipulering av inntekter, og selskaper i forskjellige industrier kan sammenlignes ved bruk av denne metoden. (Damodaran, 2002).

### **5.3 Terminalverdi**

Siden det vil være ekstremt vanskelig og forutsette utviklingen i selskapet i all framtid er det vanlig å beregne de fremtidige kontantstrømmene i en begrenset periode, budsjettperioden. For så å utarbeide antagelser om hvilke kontantstrømmer som kommer til å bli generert videre, dette uttrykkes i sluttverdien. Her må vi utarbeide antagelser om hvilke kontantstrømmer som kommer til å bli generert videre. Terminalverdien beregnes som en evig annuitet med Gordons formel for vekst.

$$(5.1) \quad TV_N = \frac{FCF_N * (1+g)}{WACC - g}$$

---

<sup>16</sup> EV: Enterprise Value

<sup>17</sup> EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

<sup>18</sup> EBIT: Earnings Before Interest & Tax

Her er g forventet vekstrate som fri kontantstrøm vokser med i all evighet. Ved beregning av sluttverdi forutsetter man at veksten i FCF er lik veksten i økonomien generelt. Dette begrunnes med at det er veldig sjeldent at et selskap eller en bransje vokser hurtigere enn økonomien generelt over lengre perioder ettersom overskudd og vekst tendere til å stabilisere seg mot et normalnivå.

#### ***5.4 Oppsummering***

Som vi ser av argumentasjonen ovenfor er det både fordeler og ulemper ved de fleste metoder, en universell metode som en alltid kan stole på, vil være en utfordring og finne. Teoretisk sett vil det være mest korrekt å bruke FCF metodene, ettersom man kjøper selskapets kontantstrøm når en investerer i virksomheten. Av FCFE- og FCFF-modellene, tar jeg utgangspunkt i kontantstrømmen til FCFF metoden (total kapitalen) som nevnt i begynnelsen, og neddiskonterer de fremtidige kontantstrømmene med et avkastningskrav til total kapitalen. Videre skal man trekke ifra selskapets rentebærende gjeld og nåverdien av selskapets leasingforpliktelser får så å dele verdien på antall aksjer. (Damodaran, *Dealing with Operating Leases in Valuation*", 1999)

Den strategiske analysen viste oss at fly industrien er svært volatil, derfor vil det knytte seg stor usikkerhet til estimatene. Derfor vil jeg støtte opp resultatene med sensitivitetsanalyser. Videre i oppgaven vil jeg utføre multiplikator analyse for å vurdere rimeligheten av verdianslaget fra kontantstrøm analysen fra selve verdsettelsen av Norwegian.



---

## 6.0 Behandling av Norwegians leasing avtaler

For å redusere kapitalbindingen og øke fleksibiliteten leaser flyselskapene en betydelig andel av flyflåten. Det vil si at selskapene leier i stedet for og eie anleggsmiddelet. Måten leasing føres på i regnskapet er avhengig av kontraktinngåelsen mellom de ulike partene. Man skiller da mellom finansiell leasing (se nærmere forklaring vedlegg 11) og operasjonell leasing. Fremstillingen baseres delvis på Damodarans artikkel ” *Dealing with Operating Leases in Valuation*” (1999)

Per dags dato kan Norwegians leasingsavtaler karakteriseres som operativ leasing, og utgjør en betydelig kostnadspost for Norwegian.

Operasjonell leasing er som oftest forbundet med tradisjonell leie. Ved denne form for leasing ligger eierskapet hos utleier. Avtalen vil være av kortsiktig karakter og med kort oppsigelsestid. Vedlikehold og reparasjoner utføres vanligvis av utleier. Utleier vil i dette tilfelle ha en stor økonomisk interesse i utleieobjektet ettersom nåverdien av leasingkostnadene er ofte mindre enn kjøpsprisen. Operativ leasing behandles regnskapsmessig som en driftskostnad hos leietaker og i tillegg føres ikke verdien av eiendelen de leaser i balansen.

Ifølge Damodaran (1999) representerer leasingkostnaden en finanskostnad og bør derfor spesialbehandles siden de blir regnskapsført som driftskostnader. I tillegg argumenteres det for at nåverdien av de fremtidige leasingkostnadene skal føres i balansen som en eiendel som avskrives etter gjeldende regnskapsregler, og en post for langsiktig gjeld som det beregnes en rente på. Noe som også gir en mer riktig WACC, ettersom operativ leasing vil gi utslag når du beregner WACC, da den finansielle gjelden blir for lav sett i forhold til de virkelige forpliktelsene et flyselskap har.

Ved beregninger av kontantstrømanalysen må jeg foreta en del justeringer for å få en korrekt egenkapitalverdi. En kalkulatorisk leasingkostnad etter skatt legges til EBIT for å reflektere leasingselskapenes andel av selskapets verdi, denne baserer seg på gjeldsavkastningskravet. Endringer i nåverdien av leasingforpliktelsene vil tilsvare en lik endring i investeringer, noe som representerer et negativt

kontantstrøms faktor. Etter denne justeringen estimeres fri kontantstrøm til totalkapitalen, deretter fratrekkes både gjelden og nåverdien av leasingforpliktelsene for å finne egenkapitalen. Denne endringen vil ikke ha noen effekt på verdien av selskapets egenkapital så lenge gjeldsgraden er relativt stabil og de operative leasingforpliktelsene er riktig beregnet.

Norwegians leasingavtaler er klassifisert som operasjonell leasing, jeg vil se på hvilken effekt enn oppnår når man omklassifiserer leasingkostnadene til finansiell leasing.

Notene som vi finner i selskapet gir informasjon om leasingforpliktelsene for de neste 5 årene. Siden jeg forutsetter at Norwegian kommer til å lease flyene i fremtiden må jeg justere disse tallene for å fremstille de fremtidige leasingforpliktelsene.

TALL I TNOK	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
TOTALE LEASINGKOSTNADER	487274	653996	775496	905951	1046071	1121071	1071671
<b>NÅVERDI = 4 311 863</b>							

Tabell 6: Norwegians leasingkostnader

Omklassifiseringen til finansiell leasing gir oss en nåverdi på 4 311 863 000 for de fremtidige utbetalinger (se vedlegg 1 for beregninger). Norwegian benytter en diskonteringsrate på 5,5 % for å finne nåverdien av de fremtidige leasingforpliktelsene. Norwegians diskonteringsrate tar utgangspunkt i eldre fly med lavere leasingkostnad. Siden selskapet vil besitte nyere fly med en høyere leasingkostnad vil det være naturlig og justere diskonteringsraten. Moody's benytter 7,5x leasingforpliktelsene (tilsvarer en diskonteringsrate på 13,3 %), dette kommer fra bransje standard som varierer mellom 7x-8x (Arctic Securities, Kenneth Sivertsen). Jeg velger derfor å sette diskonteringsraten i mellom til 8 %.

Omklassifiseringen forbundet med operativ leasing vil gi et mer riktig verdi når man sammenligner Norweigans multiplum med andre selskaper i bransjen. Dette vil ikke ha noen effekt hvis man bruker egenkapitalmultiplum som P/E eller P/B, men vil ha utslag ved bruk av multiplum med selskapsverdi (total kapital), der enn må justere. EV/EBITDA og EV/EBIT er eksempler på slike multipler.

Siden måten enn behandler operasjonell leasing på påvirker selve verdsettelsen, må man klassifisere leasingforpliktelsene som gjeld for å få mest riktig verdsettelse. Ved både beregninger av Norwegians kontantstrøm og multipell analyser vil jeg benytte denne metoden.

### ***6.1 Finansiering av nye fly***

Som tidligere nevnt la Norwegian inn en ordre på 42 nye fly i 2007. I løpet av de neste 4 årene vil selskapet motta 39 nye Boeing 737-800 fly. Avtalen er 85 % sikret gjennom en export- import avtale (Norwegian Air Shuttle Presentation 2007 Q4).

Finansiering av flyene kan skje på flere måter. Selskapet kan lånefinansiere som en følge av eksport- import avtalen med Ex-Import banken i USA. Andre alternative er hel eller delfinansiering gjennom en emisjon, og låne deler av beløpet til markedsrente. Dette gir samtidig en bedre soliditet. Tredje alternative er ”*sale lease back*” metoden, hvor selskapet kjøper flyene og selger flyene umiddelbart for så å lease de tilbake.

Hvis Norwegian går over fra å lease sine fly til å eie dem selv vil det være en fundamental endring i Norwegians driftsstruktur. For eksempel vil balansen se helt annerledes ut og på sikt vil leasingkostnader reduseres mens avskrivninger og finanskostnader vil øke. Dette vil være en såpass stor endring som jeg mener jeg ikke har nok kunnskap og informasjon om, til å foreta en nøyaktig verdsettelse. Gjeldsstrukturen vil endre seg drastisk siden selskapet må låne store summer for å kjøpe de nye flyene, noe som gjør beregningene av avkastningskravet svært vanskelig. Jeg velger derfor å forutsette at selskapet benytter seg av *sale lease back metoden* for å finansiere kjøp av fly. Dette medfører at selskapet leaser alle nye flyene, og netto kjøp og salg av flyene blir da null.

---

## 7.0 Avkastningskrav

Ettersom jeg bruker FCFE som er tilgjengelige for investorer er det nødvendig med et avkastningskrav som tar hensyn til dette. I dette kapitlet skal jeg kort nevne teorien bak vektet gjennomsnittelig kapitalkostnad, og beregne Norwegians egenkapital- og total kapital avkastningskravet.

### 7.1 Avkastningskrav på egenkapital

For å beregne eiernes egenkapitalkrav har jeg benyttet Capital Asset Pricing Modell eller CAPM modellen. Ifølge Bøhren & Michalsen (2006) sier KVM modellen om hva en veldiversifisert investor kan forvente seg av avkastning i aksjemarkedet. Kapitalverdimodellen er en funksjon av markedets risikofrie rente, markedets risikopremie og bedriftens systematiske risiko.

$$\text{CAPM} = r_f + [E(r_m) - r_f] * \beta$$

#### Markedets risikofrie rente.

Den risikofrie renten uttrykker avkastningen for en investor uten risiko.

Det er vanlig blant praktikere å bruke rentesatsen til mellomlange statsobligasjoner på 2-3 års løpetid som markedets risikofrie rente. Begrunnelsen for dette er at når en benytter avkastningskravet ved et verdiestimat på grunnlag av budsjetterte fremtidige kontantstrømmer, så forutsetter man at de fremtidige prisendringene vil tilsvare forventet endring de nærmeste årene. Når man benytter den mellomlange statsrenten ved beregningen av avkastningskravet blir det med andre ord konsistens mellom prisendringensforutsetningen bakt inn i renten og prisendringensforutsetningen som er bakt inn i kontantstrømmene (Boye, 2005)

Ifølge Koller, Goedhart og Wessels (2005) burde man benytte langsiktige (10 års) statsobligasjoner for fastsettelse av risikofrie renten, ettersom investeringer i virksomheter vanligvis er langsiktige. Terminalverdien står vanligvis for 50 – 70 % av den totale nåverdien (Sverre Dyrnes, 2009), i tillegg vil det være skjønsmessige vurderinger av ulike faktorer i verdsettelsen. Det knyttes derfor stor usikkerhet til de verdiestimatene, spesielt terminalverdien ettersom endringer i ulike faktorer vil få stort utslag på denne. Siden en stor andel av nåverdien er

---

knyttet til langsiktige estimater velger jeg derfor å bruke den 10-årige statsobligasjonsrenten siden jeg mener denne renten er det beste estimatet for framtidig risikofri rente, dermed får vi en risikofri rente på 3,87 % (Norges Bank)

### **Markedets risikopremie.**

Markedets risikopremie reflekterer investors krav til avkastning for å investere i aksjemarkedet istedenfor risikofrie plasseringer. På grunn av ulike faktorer som globalisering, mer transparente markeder og økt likviditet hevdes det at risikopremien ved Oslo Børs har hatt avtakende trend ifølge Kinserdal (2005), i motsetning til dette, hevder Kinserdal (2005) at hovedindeksens volatilitet de siste 10 årene ikke viser en avtakende trend. Estimering av markedets risikopremie kan gjøres på flere ulike måter, jeg har valgt å benytte meg av tall fra Finansdepartementet (Statens pensjonsfond)<sup>19</sup>, deres estimering gir en forventet langsiktig årlig realavkastning på 5 %, da jeg bruker nominelle tall må vi legge til inflasjonsmålet på 2,5 % som gir oss en risikopremie på 7,5 %.

### **Egenkapitalbeta**

I henhold til KVM er avkastningen til en aksje drevet av beta som representerer den systematiske risikoen. Beta uttrykker samvariasjonen med markedet, og for markedet som helhet er beta lik 1. En beta verdi på 2 for et selskap indikerer at selskapsverdi vil øke med 2 %, hvis markedet har en økning på 1 %.

For å estimere Norwegians systematiske risiko vil jeg gjennomføre en regresjonsanalyse med månedlige avkastningstall i forhold til avkastningen på Oslo Børs (OBX All Shares). Jeg benytter her 5 år månedlige data, fra januar 2005 til januar 2010. Dette er standard for denne typen analyser, og for det andre er historiske priser eldre enn 5 år ikke tilgjengelig på Oslo Børs. Med totalt 57 observasjoner gitt regresjonen følgende resultat. (Se vedlegg 2 for nærmere informasjon)

Regresjonsresultat:

Beta	1.07
R <sup>2</sup>	0,17

---

<sup>19</sup> <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/8.html?id=599202>

Resultatet viser oss at egenkapital betaen er høyere enn 1, dette kan delvis forklares med at Norwegian har hatt store svingninger i perioden, med 13,7 som laveste verdi til 149 som topp, samt konkursfrykten i den tidlige fasen på grunn av likviditet problemer som en følge av priskrigen med SAS. Aksjens systematiske risiko ( $R^2$ ) er her ganske lav, usystematiske risikoen står får 83 %. Det er her viktig å merke seg at det er stor usikkerhet knyttet til både NAS aksjen og Oslo Børs på grunn av finanskrisen i 2008.

Siden det er en del usikkerhet knyttet til beta estimeringen på 1,07, vil det være fornuftig å justere Norwegians beta verdi med andre internasjonale flyselskaper. Som det fremkommer av vedlegg 2.1 ser vi at gjennomsnittelig betaverdi for tilfeldige relevante valgte lavpris- og tradisjonelle selskaper er på 1,83. At betaen er relativt høy kan delvis forklares av figur 4 i Kap 2.1 som viser flyselskapers vekst i forhold til BNP globalt har vært volatil. Av flere analytikerrapporter kommer det frem at analytikerne bruker en betaverdi på ca 1,4 i sine estimeringer på grunn av usikkerheten knyttet til Norwegian aksjen.

I beregningen av egenkapitalkrav vil jeg ta utgangspunkt i analytikernes betaverdi på 1,4, dette på grunn av den lave forklaringsgraden i regresjonsanalysen. De fleste andre flyselskaper har relativt sett høyere forklaringsgrad, det vil si høyere andel systematisk risiko enn Norwegian, noe som ytterligere støtter argumentet om å ikke tillegge regresjonsresultat altfor mye vekt.

Angående skattesatsen velger jeg å benytte meg av 28 % da den effektive skattesatsen de siste årene har vært veldig nær den nominelle på 28 %.

Basert på antagelsene blir det nominelle egenkapitalkravet etter skatt:

$$\text{CAPM} = r_f + [E(r_m) + r_f] * \beta = \underline{\underline{9,4 \%}}$$

## ***7.2 Avkastningskrav på totalkapitalen***

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen benytter jeg meg av formelen for WACC, som er veid sum av kostnadene for gjeld og egenkapital, hvor vektene er andel av gjeld og egenkapital regnet i markedsverdi.

$$\text{WACC} = k_{EK} * w_{EK} + k_G * w_G (1 - s_B)$$

$k_{EK}$  = Avkastningskrav på egenkapital

$w_{EK}$  = Egenkapital andelen av totalkapitalen

$k_G$  = Avkastningskrav på gjeld

$w_G$  = Gjelds andelen av totalkapitalen

$s_B$  = Selskaps skatt

Markedsverdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere antall utestående aksjer med aksjeverdien. Per 31.12.2009 er det 34 209 858 utestående aksjer i Norwegian (4Q Report, Norwegian.no) Jeg har valgt å benytte den gjennomsnittlige aksjekursen for de siste 3 ukene for å utjevne kortsiktige svingninger. Med en gjennomsnittlig aksjekurs på 145,43 blir markedsverdien av egenkapitalen per 27.03.2010 på 4 975 253 682.

Norwegian har en langsiktig rentebærende gjeld på 1 583 MNOK (Q4 Report, Norwegian.no), legger vi til selskapets operative leasingavtaler får vi 5 894 863 000 NOK.

I mangel på bedre informasjon forutsetter jeg at den langsiktige gjelden er obligasjonslån med 3 måneders rente på NIBOR + 2 (Norges Bank). Dette fremkommer av eldre årsrapporter og kvartalsrapporter, da årsrapport for 2009 ikke er tilgjengelig. Jeg har valgt å benytte meg av gjennomsnittlige treårs NIBOR rente for å ta hensyn til fluktuasjoner i rentemarkedet. Gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR for de 3 siste år er 4,55 % (Norges Bank). Dette gir en rente på 6,55 % for obligasjonslånet. Jeg bruker 8 % som diskonteringsrente for fremtidige leasingforpliktelsene.

Vekter vi gjennomsnitt av Norwegians renter gir det oss en gjeldskostnad på 7,6 %. Egenkapitalandelen blir da 45,8 % og gjeldsandelen er 54,2 %. Skattesatsen for Norwegian er 28 %.

Det nominelle avkastningskravet etter skatt til totalkapitalen blir da:

$$WACC = 9,4 \% * 45,8 \% + 7,6 \% * 54,2 \% (1 - 28 \%) = \underline{7,3 \%}$$

## 8.0 Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle AS

Jeg vil i det følgende kapittel gå gjennom kjernedelen av oppgaven, FCFF-analysen.

På bakgrunn av regnskapsanalysen og strategiske analysen skal jeg budsjettere selskapets fremtidige frie kontantstrøm til totalkapitalen. Mine estimater for selskapets inntekter, kostnader, eiendeler og gjeld bygger på de fortsetninger jeg har gjort tidligere i oppgaven. Her vil det være naturlig nok krevende å fastslå estimater med stor grad av sikkerhet. Derfor vil kontantstrømanalysen innholde en god del forutsetninger og en rekke antagelser basert på skjønn.

Før vi estimerer kontantstrømmen til selskapet, må vi bestemme hvor mange år det er rimelig å budsjettere kontantstrømmen med, for å oppnå en viss treffsikkerhet. Dette kalles den eksplisitte perioden. Jeg vil anta en eksplisitt periode på 6 år, fra 2010 til 2015. Den eksplisitte perioden etterfølges av terminalverdien. Denne perioden er forventet å preges av at de tradisjonelle selskapene, spesielt SAS har tilpasset seg de nye konkurranseforholdene gjennom lavere kostnader. Her forutsettes det en ny likevekt der de tradisjonelle selskapene og lavpris-selskapene konkurrerer side om side, og at bransjen vokser mer eller mindre grad med økonomien. Fri kontantstrøm til FCFF kan defineres slik:

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
-	EBITDAR <sup>20</sup>
-	Leasing
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Avskrivninger
+	Kalkulatorisk rente på leasing e. skatt
+/-	Reduksjon/Økning i Arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	Investeringer
+/-	Reduksjon/Økning i leasing forpliktelser
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

<sup>20</sup> Earnings Before Interest tax Depreciation Amortation and Rentals (leasing)



Her må jeg beregne fri kontantstrøm til eiere og leasingselskapene ettersom nåverdien av leasingforpliktelsene behandles som gjeld. Først trekkes leasingkostnader ifra siden de gir redusert skatt, deretter legges en kalkulatorisk rente til. Leasingrenten finnes ved å multiplisere nåverdien av de fremtidige leasingkostnadene med gjeldsavkastningskravet etter skatt, siden denne renten legges til etter at skatt er beregnet. Dette gir oss FCFF til leasingselskapene og eiere, videre trekkes nåverdien ifra leasingforpliktelsene og gjelden for å finne egenkapitalen.

### ***8.1 Eksplisitt periode.***

Som tidligere nevnt vil jeg nå, på basis av tidligere analyser forutsi fremtidig utvikling i hvert overforstående punkt, andre diverse poster, og forklare hvordan de er bygd opp. (se vedlegg 5 for fremtidige resultatregnskapet)

Som tidligere nevnt har Norwegian hatt en eventyrlig vekst siden oppstart, denne utviklingen ser ut til å fortsette. Veksten i inntekter og kostnader blir i stor grad påvirket av produksjon i antall setekilometer (ASK). I 2010 har selskapet som mål å øke produksjonen med 30 % (Norwegian Interim report Q4 2009). På grunn av den økonomiske nedkjølingen antar jeg en økning på 20 % i 2010. Videre i den eksplisitte perioden er det flere ulike faktorer som antall fly, begrensninger i tilgjengelige destinasjoner og andre faktorer som bestemmer utviklingen i produksjonen for selskapet. Jeg legger til grunn en følgende utvikling i ASK.

	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
ASK (000)	13 555 000	16 266 000	21 145 800	25 374 960	29 181 204	32 099 324	33 704 291
Vekst i %	18 %	20 %	30 %	20 %	15 %	10 %	5 %
Antall fly	46	53	58	66	75	80	75

#### ***8.1.1 Passasjerinntekter***

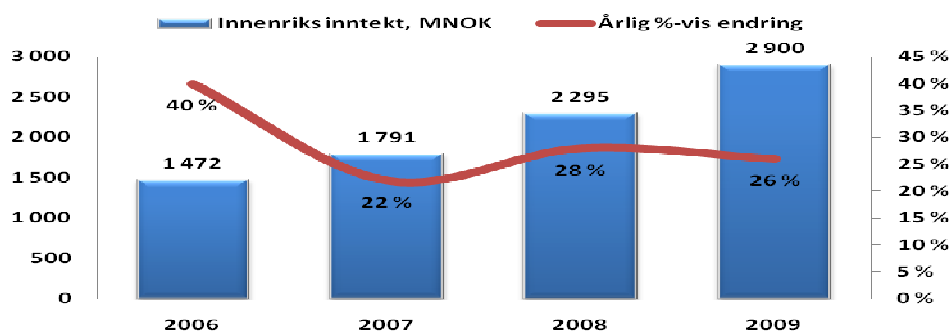
I 2009 utgjorde inntektene fra flytrafikk 87,4 % av totale inntekter, denne resultatposten er den mest avgjørende i prediksjonen av kontantstrømmen.

Billettinntektene kan deles inn i to komponenter.

- Betalte passasjerkilometer (RPK<sup>21</sup>)
  - Finnes ved å multiplisere antall betalende passasjerer med den strekningen som flys
- Prisutvikling (Utvikling i enhetsinntekter)
  - Hvor mye en passasjer i gjennomsnitt betaler for å fly 1 kilometer, gjennomsnittlig trafikkinntekt per RPK,

Disse to multiplisert gir inntekten fra flytrafikken. Betalte passasjerkilometer vil avhenge av antall produserte setekilometer (ASK) og i hvilke grad selskapet klarer å fylle opp setene, mens enhetsinntektene påvirkes sterkt av konkurranseforholdene.

Innenlands dekker Norwegian alle store byer. De har i løpet av den siste tiden økt frekvenser på eksisterende ruter og åpnet nye ruter til mindre byer. Dette innebærer at veksten i inntekter vil være avhengig av hyppighet og økte markedsandeler. I 2009 hadde Norwegian en markedsandel på 47 % på de største rutene innenlands, og inntektene innenriks økte med 26 % fra 2008 til 2009. Grafen under ser vi historiske utviklingen i billettinntekter innenlands.



Figur 25 : Historisk utvikling i billettinntekter innenriks. Kilde Norwegian Q4 presentasjon

Det vil være naturlig å anta at denne veksten vil avta etter hvert som de største destinasjonene blir dekket, men Norwegian vil fortsatt vokse på bekostning av SAS innenriks. Nylig mottok SAS 5 Mrd fra myndighetene i Norden i form av emisjon (dagens næringsliv)<sup>22</sup>, dette for å dekke tap som var et resultat av priskrigen mot lavprisaktører. Dette indikerer at SAS ikke har klart å tilpasse seg markedsprisene. Basert på tidligere analyser mener jeg det er grunn til å anta at denne veksten vil

<sup>21</sup> RPK = revenue passager kilometers

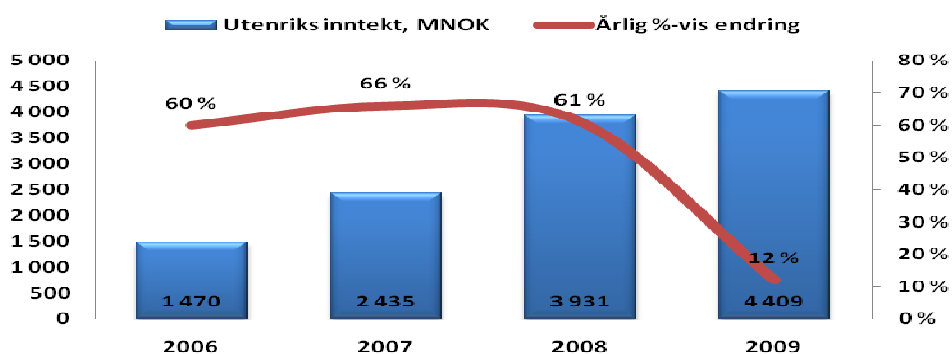
<sup>22</sup> <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1834613.ece>

fortsette i eksplisitte perioden, men vil gradvis avta siden SAS vil tilpasse seg i det lange løp.

	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Vekst i %	26 %	8 %	12 %	14 %	12 %	6 %	4 %
Driftsinntekter Norge	<b>2899736</b>	<b>3131715</b>	<b>3507521</b>	<b>3998574</b>	<b>4478402</b>	<b>4747107</b>	<b>5221817</b>

Tabell: Driftsinntekter innenriks i eksplisitt periode

Utenriksmarkedet er der Norwegian vokser mest. Her er det fortsatt store muligheter for videre ekspansjon. De siste tre årene har den største delen av økningen i antall produserte setekilometer (ASK) blitt produsert på utenlandsflygninger fra Norge, Danmark, Sverige og Polen. Tidligere, gjennom god utnyttelse av kapasiteten har selskapet klart å øke inntektene mer enn produksjonen. Grunnet høyere konkurranse i industrien har enhetsinntektene fra februar 2009 til februar 2010 falt med 17 % (Traffic figures. Norwegian.no). Til tross for dette forventer aksjemarkedet høy vekst i 2010, som en følge av en veldig kald vinter denne sesongen og en våt sommer i fjor. Ifølge analytikerrapporter, kommer antall reisende i 2010 til å være på 2007 nivå. Med dagens lave rentenivå og bedre arbeidsmarked, burde Norwegian fortsatt oppleve høy vekst i 2010 (Arctic Securities, Kenneth Sivertsen). Grafen under viser utvikling i utenriksinntekt for Norwegian de siste årene.



Figur 26 : Historisk utvikling i billettinntekter utenriks. Kilde Norwegian Q4 presentasjon

Til tross for en lavere vekst i inntekter enn normalt utenriks fra 2008 til 2009 pga finanskrisen er det grunn til forvente høy vekst i eksplisitte perioden da økonomien opplever vekst som analysene i Kap. 2.0 viste.

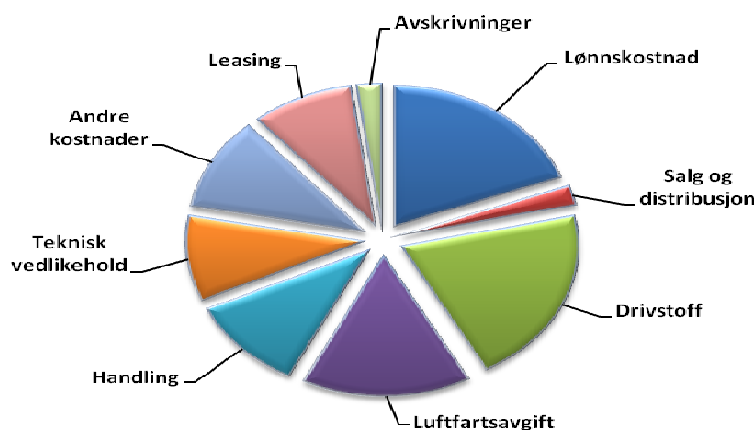
	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Vekst i %	12 %	14 %	20 %	25 %	18 %	14 %	10 %
Driftsinntekter ute.	<b>4409454</b>	<b>5026778</b>	<b>5931598</b>	<b>7414497</b>	<b>8749106</b>	<b>9973981</b>	<b>10971379</b>

### 8.1.2 Driftskostnader

For å kunne tilby lave kostnader er det avgjørende å holde kostnadene lav. De totale kostnadene er avhengig av:

- Enhetskostnader (driftskostnad per fløyet sete kilometer)
  - Enhetskostnadene er avhengig av sektorlengden, siden økt lengde bidrar til lavere enhetskostnader.
- Antall flydde setekilometer (ASK)
  - Som igjen er avhengig av kabinfaktor<sup>23</sup> og rutetilbud og hyppighet.

Figur 7.1 viser fordelingen av driftskostnadene, 2009.



#### Lønnskostnad.

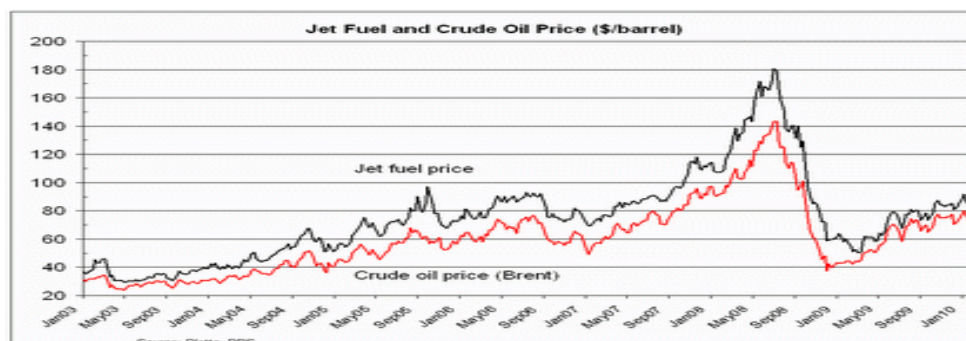
Lønnsutgiftene vil være avhengig av antall ansatte og gjennomsnittlig lønnsutbetalinger. Antall ansatte vil gradvis øke etter hvert som selskapet vokser, her vil det spesielt være et behov for kabinansatte og piloter. Norwegians videre ekspansjon er viktig, grunnen til det er stordriftsfordeler, for eksempel trenger ikke selskapet større administrasjon for å administrere 40 fly VS 100, dermed utnytter man administrasjonen mer effektivt. Utviklingen i lønnskostnadene de tre siste årene har økt med 47 % gjennomsnittlig, mens ASK økt med 39 % i samme periode. Det er vanskelig å forutse utviklingen i lønn, men jeg vil anta at denne trenden vil være det samme på kort sikt. På lang sikt vil selskapet dra nytte av stordriftsfordeler slik at lønnskostnadene vil ha en lavere vekst enn ASK.

## Salg og Distribusjon

I løpet av de siste årene har Norwegian gjennomsnittlig solgt ca 90 % av flybillettene over internett. Det er derfor lite rom for kostnadsbesparelser i de ulike distribusjonsleddene, og det vil eksistere stordriftsfordeler siden økning i kostnader ikke vil øke i takt med antall solgte billetter.

## Drivstoff

For å determinere den fremtidige utviklingen i drivstoff kostnadene er naturlig nok ASK en god kostnadsdriver, samt utvikling i drivstoffpriser, som korrelere godt med oljepris og forholdet mellom USD/NOK. Grafen viser prisutviklingen i drivstoffprisene.



Figur 27: Prisutvikling jet fuel. Kilde IATA

Som vi ser er det vært en stigende trend det siste året, og ifølge IATA kommer dette til å fortsette i 2010, det er knyttet stor usikkerhet til estimer på lang sikt.

Norwegian vil i større grad satse på langdistanse ruter med de nye Boeing 738 flyene, her vil det være viktig å ihensynta sektorlengde siden gjennomsnittelig økt sektor lengde gir lavere drivstoffkostnader. Som tidligere nevnt har Norwegian lagt inn en ordre på 48 nye Boeing 737-800 som bruker ca 20 % mindre drivstoff enn den gamle typen.

Fra 2007 til 2008 økte drivstoffkostnadene med 118 % som en følge av høye drivstoff priser, der prisen økte fra \$80 til \$145 per fat. Dette har ført til at Norwegian har begynt å sikre bensinutgiftene med terminkontrakter, samt drivstoffavgift på billettene. Dette og markedsutviklingen i jet fuel priser sørget for en nedgang i bensin utgifter på 36 % fra 2008 til 2009 til tross for en økning i

<sup>23</sup> Kabinfaktor: Forholdet mellom RPK og ASK i %. Forklarer graden av utnyttelsesgrad av antall tilgjengelige seter

---

ASK på 18 % i samme periode. Denne volatile utviklingen de siste årene gjør det vanskelig og forutse drivstoffprisene. Jeg forutsetter derfor en drivstoffkostnad som korrelerer mer eller mindre med utviklingen i ASK på sikt.

### **Luffartsavgift**

Disse kostnadene er avhengig av antall flygninger, og vil øke etter hvert som rutenettverket utvides. Det er relativt høye forventinger til Norwegian's videre ekspansjon i fremtiden, og historisk har luftfartskostnader økt proporsjonalt med utviklingen i ASK. ASK har gjennomsnittelig økt med 34 % de siste 4 årene, mens lufthavnkostnadene gjennomsnittelig har økt med ca 40 %. Flyselskapene får rabatt på grunn av det høye "volumet" i antall flygninger, noe som gjør at økningen blir mindre proporsjonal. Jeg vil derfor forutsette at lufthavnkostnaden øker etter hvert som ASK øker, men at økningen blir mindre proporsjonal på grunn av volum rabatten.

### **Handling**

Kostnader relatert til denne posten er avhengig av antall reisende passasjerer, altså RPK og ASK. Etter hvert som rutene i Norge blir godt dekket, vil den største veksten være forårsaket av stadig flere nye ruter i utlandet. Dette gir lavere kostnad som en følge lavere prisnivå, samtidig som Norwegian vil dra nytte av stordriftsfordeler og økt effektivisering. Utviklingen i handlingskostnadene vil følge utviklingen i ASK på kort sikt, men på lang sikt vil stordriftsfordeler, samt et høyere fokus fra ekspansjon til effektivisering sørge for lavere kostnader utover perioden.

### **Vedlikeholdskostnader**

Tekniske vedlikeholdskostnader er en funksjon av antall fly og utvikling i ASK. Som tidligere nevnt har Norwegian bestilt nye fly, og etter hvert som flyflåten styrkes vil kostnader relatert til teknisk vedlikehold øke. På sikt vil Norwegian's flåte bestå av bare en flytype. Dermed kreves mindre lager for flydeler, noe som fører til store kostnadsbesparelser. Men størrelsen på kostnadene relatert til selve vedlikehold av flyene er lik for alle flytyper siden disse kostnadene er pålagt av staten. Jeg vil anta utviklingen noe mindre proporsjonal forhold til ASK, på grunn av det nevnte, samt at en del vedlikehold blir foretatt i Polen.

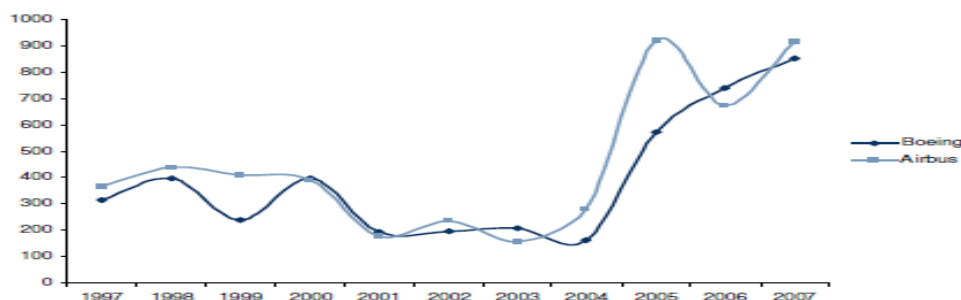
### Andre kostnader

Her har vi driftsrelaterte- og ikke driftsrelaterte kostnader, i tillegg har vi kjøp av kapasitet fra andre flyselskaper. I mangel på andre variabler antar jeg at disse kostnadene vil følge utviklingen i ASK.

(se vedlegg 6 for budsjettering av driftskostnadene)

#### 8.1.3 Leasing kostnader

Leasingkostnadene drives av antall fly og leasingkostnaden per fly. Se vedlegg 7 for beregning av leasingkostnaden i eksplisitte perioden. De nye Boeing 737-800 er ment å erstatte utfasingen av de eldre 737-300 flyene. På grunn av den sterke veksten blant lavprisaktørene har det blitt mye vanskeligere, og dyrere å få leaset fly. Grafen under viser utviklingen i ordre til Airbus og Boeing.



Figur 28: Utvikling i ordreboken til Airbus og Boeing. Kilde Presentasjon Bjørn Kjos, 2007

#### 8.1.4 Avskrivninger

Dette er hovedsaklig avskrivninger på de få flyene som selskapet eier, reservedeler til disse flyene, samt utstyr til leasede fly, annet utstyr og inventar, og immaterielle eiendeler.

Per 31.12.09 eier selskapet 2 Boeing 737-800 og 5 737-300. Flyene avskrives lineært over 30 år. Reservedelene til disse flyene er knyttet til ulike typer vedlikehold. Det vil si at disse avskrivningskostnadene vil holde seg stabil i eksplisitte perioden. Utstyr på leasede fly vil øke etter hvert som antall leasede fly øker. Avskrivninger knyttet til inventar er forventet å øke ettersom Norwegian utvider sine operasjoner i utlandet. Avskrivninger på immaterielle eiendeler forventer jeg øker med 20 % de første 2 årene på grunn av forventet vekst og stabilisering av disse i resten av perioden.

#### 8.1.5 Skattekostnader

I interimrapporten for 4Q 2009, anslår Norwegian at om lag 65 % av skatt på inntekt for året forventes å bli betalbar skatt, mens resterende er endring i utsatt

---

skatt. I mangel på bedre informasjon benytter jeg dette som grunnlag for utsatte skattefordelen. Jeg har valgt å se bort fra at skattekostnaden betales året etter inntektsåret. Jeg mener dette er rimelige forenklinger siden skattekostnader utgjør et relativt lite kontantstrømelement i dette tilfellet. Per 31.12.09 gir dette en skattefordel på 61,876 millioner. Denne skattefordelen vil jeg korrigere for, ved å redusere betalbar skatt de første årene med positivt resultat før skatt, til fordelen er fullt utnyttet. Selskapets skattesats settes lik 28 %.

#### *8.1.6 Investeringer forbindelse med leasingforpliktelser & kalkulatorisk rente på leasing*

Endring i leasingforpliktelsene vil avhenge av antall leasede fly, ettersom en økning i nåverdien av leasingforpliktelsene ses på som en investering, representerer dette en utgift (se vedlegg 8 for beregninger). Som tidligere nevnt må det legges til en kalkulatorisk rente på de fremtidige leasingkostnadene for å komme fra til FCF. Denne renten uttrykker rentekostnader hos utleier.

#### *8.1.7 Endring arbeidskapital*

Vanligvis vil endringene i denne posten avhenge av selskapets vekst. En positiv vekst fører som regel til høyere kapitalbinding som gir en negativ kontantstrømseselement. For Norwegian derimot er dette ikke tilfelle. Som tidligere nevnt betales flyreisene før de leveres, altså kommer inntektene før kostnadene. Disse innbetalingene brukes til å finansierer driften, og fører til en negativ endring i arbeidskapital. Jeg forutsetter at endringen i arbeidskapital avhenger av veksten i flyinntekter.

#### *8.1.8 investeringer*

Denne posten vil hovedsakelig være avhengig av investeringer i reservedeler og utstyr, ettersom jeg har forutsatt at selskapet vil fortsette å lease fly. Jeg tar derfor utgangspunkt i dette. Jeg forutsetter at utviklingen i investeringer hovedsakelig følger endringene i produksjonen (ASK). På kort sikt vil investeringene være noe høy for å håndtere den høye veksten, mens på lengre sikt eksplisitte perioden vil den stabilisere seg.

(se vedlegg 9 for estimering av diverse poster i FCF)



## 8.2 Beregning av selskapsverdi

Verdien på selskapet estimeres ved å summere nåverdien av kontantstrømmene fra eksplisitt perioden og legge til terminal verdien, jeg henviser til vedlegg 10 og 11. Videre trekker vi ifra rentebærende gjeld og nåverdien av de fremtidige leasingforpliktelsene.

<b>Beregning av verdi per aksje.</b>	
Nåverdi av FCF	2 577 770
Nåverdi av terminalverdi (79 %)	9 613 417
<b>Selskapsverdi</b>	<b>12 191 187</b>
Netto gjeld	5 894 863
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>6 296 324</b>
Antall utestående aksjer	34 209 859
<b>Verdi per aksje (NOK)</b>	<b>184</b>
Aksje pris per 09.april.2010	155

Tabell 7: Beregning av selskaps og egenkapitalverdi.

Jeg har gjennom mine beregninger kommet fram til en selskaps verdi på 12 088 476 TNOK, og en egenkapitalverdi på 6 193 613 TNOK. Delt på antall utestående aksjer gir det en verdi per aksje på 181 NOK. Per 09.april 2010 handles NAS - aksjen til 155 NOK. I forhold til mine analyser er med andre ord denne prisen noe for lav i forhold til selskapets fremtidige inntjeningsmuligheter.

Imidlertid er det meget stor usikkerhet knyttet til beregningen av aksjeverdien på 184 NOK: For det første ser vi at 79 % av verdien stammer fra sluttverdien. Det vil si at nåverdien blir ekstremt sensitiv for hvilke forutsetninger vi legger til grunn for vekst etter eksplisitt periode, og også for kontantstrøm i 2015 som terminalverdien er bygget på.

Denne usikkerheten kan identifiseres ved ulike metoder. Som tidligere nevnt blir verdianslaget nær verdiløs uten sensitivitets- og multippelsammenligninger. Jeg vil derfor utføre analysene for å vurdere rimeligheten av verdianslaget fra kontantstrøm analysen fra selve verdsettelsen av Norwegian.

## 9.0 Følsomhetsanalyse

Det er essensielt at antakelsene som ligger til grunn for avkastningskravet er fornuftig. Små endringer i betaverdi eller renter vil ha stor effekt på aksjeverdien. Som tidligere nevnt er det knyttet stor usikkerhet til terminal verdien som utgjør 79 % av den total nåverdien. Tabellen under viser sensitivitetsanalyser som predikerer aksjens verdi for endringer i WACC og vekstrate etter eksplisitt periode. I sensitivitetsanalysen ser jeg på to dimensjoner samtidig da det ofte gir bedre innsikt.

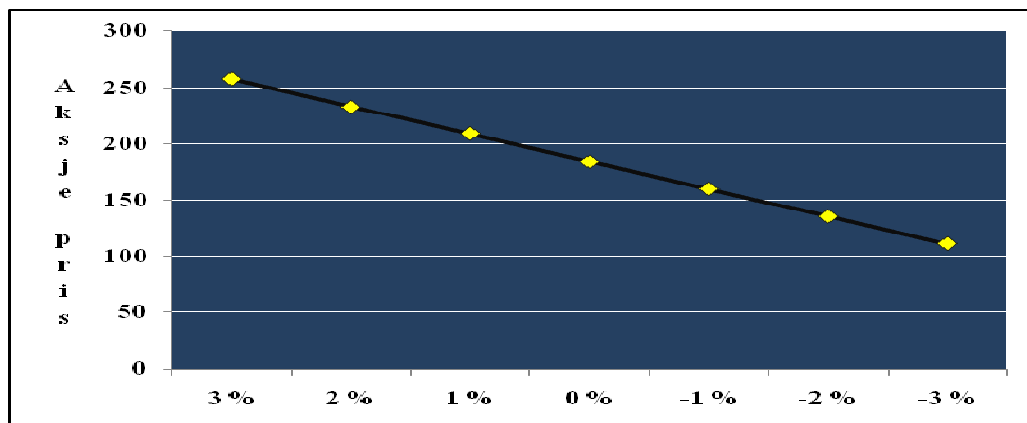
		WACC						
		5,1 %	6,1 %	6,6 %	7,1 %	7,6 %	8,1 %	9,1 %
Årlig terminal vekst	1,0 %	276	185	134	114	96	80	276
	2,0 %	399	256	184	156	132	112	399
	2,5 %	496	307	218	<b>184</b>	156	131	496
	3,0 %	640	374	259	218	184	155	640
	4,0 %	1318	603	387	318	264	220	1318

Tabell 8: Sensitivitetsanalyser for WACC og vekst i terminalverdi

Som det fremgår av tabellen over vil en liten endring i WACC og/eller terminalvekst kunne påvirke nåverdien ganske kraftig, det vil si at verdiberegningen er svært sensitiv for endringer i avkastningskrav eller terminalverdiens vekstrate.

Ettersom endringer i terminalverdien har så stor effekt på nåverdien, betyr dette at også endringer i de faktorene som terminal er bygget på vil ha stor effekt på nåverdien. Dette kan både være operasjonelle (yield, inntekter osv) og eksterne (valutakurser, bensinpriser).

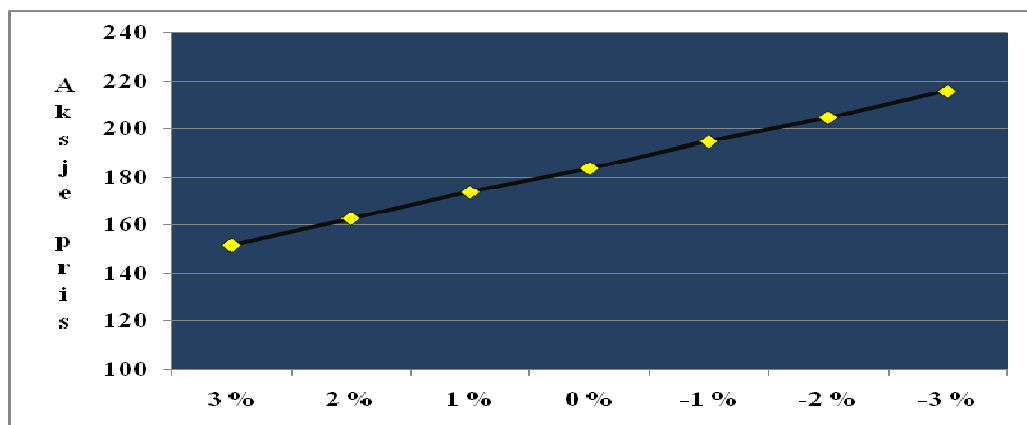
I grafen under ser jeg på endringer inntekter i forhold aksjeprisen. Denne analysen viser at aksjeprisen er veldig sensitiv ovenfor denne variabelen.



Figur 29: Aksje pris følsomhet i forhold til inntekter

Tre prosent nedgang i inntekter reduserer aksje prisen med over 50 %, mens en økning på 3 % øker aksje prisen med over 50 %. Siden aksje prisen er ekstremt følsom ovenfor inntekter, kan man se på grafen som en illustrasjon på hvor kostbart en forsterket priskrig vil være.

Siden bensinpriser representerer den største enkeltkostnaden er det naturlig at denne variabelen har en stor innvirkning på nåverdien.



Figur 30: Aksje pris følsomhet i forhold til bensinpriser

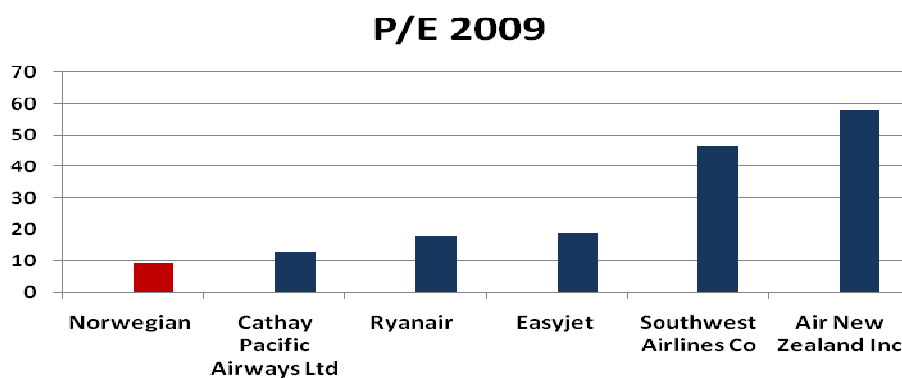
En endring i jet-fuel kostnadene på +/- 3 % innebærer en endring i aksje kursen på 17,8 %. Dette bekrefter betydningen av denne variabelen til Norwegians lønnsomhet og verdsettelse.

Som vi ser bekrefter disse analysene at små endringer i antagelsene vil ha stor betydning for verdiberegningen.

## 10.0 Multiplikatoranalyse

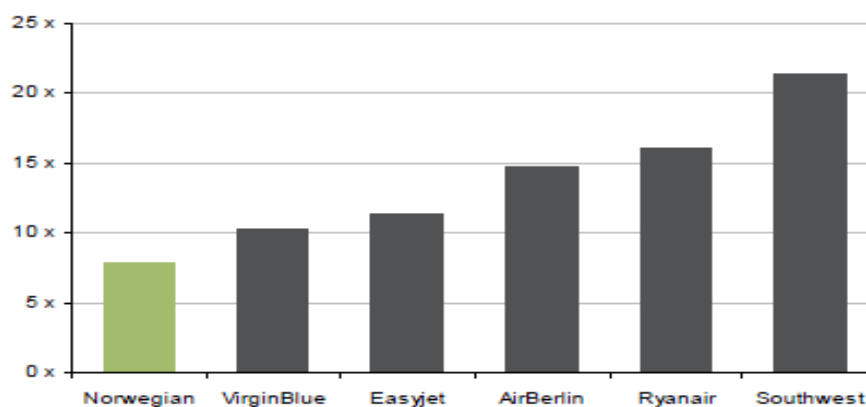
Denne type analyser er som regel enkel og rask metode for estimerer verdien av et selskap, eller å kontrollere verdien funnet i en kontantstrøm analyse (Sverre Dyrnes). Ulempen her er at de fleste selskapene i bransjen sliter med ulønnsomhet og negative resultat-tall, noe som gir negativt nevner i brøken og fører til at enkelte multiplum sammenligninger blir umulig å utføre.

Ser vi på Norwegian P/E verdi i forhold til sammenlignbare selskaper ser vi at aksjen er underpriset, legger vi til grunn fortjeneste per aksje på 6,2 i 2009, får vi en aksje pris på 192.



Figur 31: Kilde se vedlegg 12

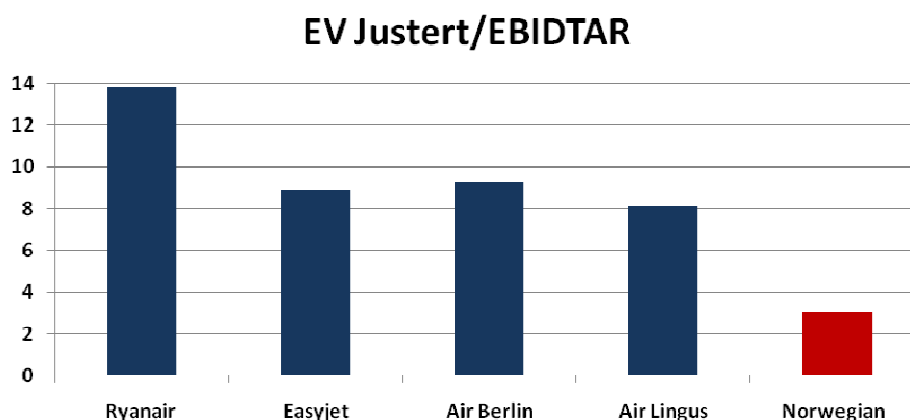
Figuren nedenfor viser Norwegian sammenlignet med jevnaldrende på markedskonsensus 12 måneder forward P/E. Som også viser at Norwegian aksjen billig i forhold til jevnaldrende.



Figur 32 : 12 måneder fremover P / E. Kilde: First Securities, JCF Fact Set

I og med at man må reklassifisere kostnadene forbundet med operasjonell leasing for å beregne korrekte nøkkeltall, blir EV metoden relativt komplisert for å verdsette Norwegian (se vedlegg 12).

For beregninger av EV/EBITDAR har jeg benyttet justeringsmetoden til Damodaran (2002), Se Vedlegg 12. EBITDAR er resultat før rentekostnader, skatt, avskrivninger og leasingkostnader. Når man i tillegg justerer EV for leasingforpliktelsene har man sikret seg konsistens i sammenligningen.



Figur 33: Kilde se vedlegg 12

Denne analysen viser at Norwegian har en lav selskapsverdi i forhold til driftsresultat før avskrivninger og leasingkostnader. Dette kan skyldes sannsynligvis at man forventer at Norwegian skal levere lavere vekst enn de andre selskapene de neste årene. Legger vi til grunn EBITDA per aksje på 22,2 i 2009, får vi en aksje pris på 252.

Som vi ser gir multippel analysene en svak grunnlag for å trekke noen konklusjoner, hovedsakelig skyldes dette at Norwegian har vært i sterk vekst de siste årene. Skal vi basere et kjøp på konsensusestimater vil Norwegian være et godt kjøp gitt dagens aksjekurs. Årets estimer indikerer at aksje prisen per dags dato er for lav. Man kan i sum anta at disse analysene peker på en verdi mellom 190 til 240.

---

## 11.0 Svakheter ved oppgaven

Som vi ser har jeg gjennom hele oppgaven tatt mange forutsetninger basert på historikk og fremtidsutsikter. Her fremkommer så mange skjønnsmessige vurderinger at en kan si at verdivurdering er mer kunst enn vitenskap. Mulighetene for svakheter og feil er dermed mange. Jeg vil her trekke frem enn del klare svakheter ved oppgaven.

Jeg har forutsatt at Norwegian fortsatt kommer til å leie flyene i framtiden, men dette er noe det er knyttet stor usikkerhet til. Selskapet ønsker å eie flyene selv, men den største hindringen her er finansiering av flyene. Dette tvinger selskapet til å lease største delen av flyflåten. Derfor kan man si at ”*sale lease back*” metoden er en form for mellomløsning, og at sannsynligheten da blir stor for at selskapet i framtiden vil eie flyene selv. En investering øker også risikoen i selskapet. Forutsetningen om at flyene også i framtiden skal leies var nødvendige. En endring fra å leie til å eie vil ha en så stor innvirkning på selskapets regnskap og drift, at jeg ikke har forutsetninger nok til å implementere alle virkningene som må til, for å få et solid verdianslag med en viss grad av substans.

Videre som tidligere nevnt ville usikkerheten knyttet til WACC blitt forsterket, da gjeldsstrukturen vil endret seg kraftig.

Fordelen ved å eie flyene selv er kostnadsbesparelsen. Ved leasing er det knyttet store vedlikeholds kostnader, her er det spesielt tungt vedlikehold som koster, som utføres av leasing selskapene, og de tar seg godt betalt for denne servicen. Dette utføres som regel etter at flyene har vært på vingene 5-7 år. Ideen ved å eie flyene selv er å selge flyene før tungt vedlikehold kommer.

Denne forutsetningen som jeg har tatt fjerner mest sannsynlig den positive marginen Norwegian oppnår ved å eie flyene selv, og man kan da argumentere for at verdien som jeg har kommet fram til er for lav, forutsatt at selskapet kommer til å eie flyene i framtiden.

Jeg synes også at beregninger knyttet til lesing var krevende. Her foreligger det også antakelser som er basert på forventet vekst i flyflåten og leiekost per fly.

---

Dette påvirker igjen tallene for beregningene av kalkulatorisk leasingkostnad og implementeringen i forhold til FCFF beregningene.

Sensitivitetsanalysen viste oss hvor følsom kontantstrømoppstillingen er for små endringer i antakelsene. Dette gjør det vanskelig å si noe for sikkert, og vil være en svakhet i forhold til verdianslaget. I tillegg utgjør terminalverdien 79 % noe som kan være et problem, usikkerhet knyttet til denne er enda større enn neste års kontantstrømmer. Det vil si at jo større andel av terminalverdien står for, jo større usikkerhet vil det være får nåverdien. Antakelser for WACC og vekstrate verdier var vanskelige å ta siden økonomien nylig har gjennomgått en finansiell krise, noe som har påvirket både beta og risikofri rente i WACC beregningene.

En annen faktor som øker usikkerheten i estimatene, er at der er sterk vekst i bransjen generelt, i tillegg blir multiple analysene vanskeliggjort.

---

## 12.0 Konklusjon

Norwegians utvikling siden oppstart har vært eventyrlig og prognoser for framtidsutsiktene indikerer at denne trenden vil fortsette i de kommende år. Målet med denne oppgaven var å finne den teoretiske verdien på egenkapitalen. Denne verdien tar hensyn til alle relevante opplysninger fra års- og kvartals rapporter, næringslivspresse, makroøkonomiske og bedriftsspesifikke forhold, og min egen subjektive oppfatning av fremtidige vekstmuligheter og inntjeningsevne.

Den makroøkonomiske analysen viste oss at flybransjen i en periode med lave marginer og konsumentenes reduserte kjøpekraft har forsterket den ytterligere. Til tross for dette viser utviklingen for bransjen generelt i 4 kvartal 2009 en forbedring og markedet forventer at denne trenden fortsetter også i 2010.

I strategiske analysen kom det fram i eksterne analysen at Norwegian operer i et marked med hard konkurranse, til tross for dette fortsetter selskapet å kapre markedsandeler både nasjonalt og internasjonalt, framtiden ser lys ut. I internanalysen kom jeg fram til at selskapet har viktige konkurransefortrinn som selskapet kan videre utvikle for å øke lønnsomheten ytterligere. Selv om disse ikke er evigvarende vil de sørge for at Norwegian fortsetter å vokse på bekostning av SAS.

Jeg har kommet fram til en WACC på 7,3 %. Bruker vi dette i kontantstrømsanalysen får vi en egenkapitalverdi på 6 296 324 TNOK, og en aksje pris på 184 NOK. Følsomhetsanalysen viste oss hvor kraftig verdien endrer seg ved små endringer i innsatsfaktorer og forutsetninger, i tillegg er dette en bransje i vekst dette gjør at usikkerheten knyttet til estimatene øker. Multiplikator analysene peker på en verdi mellom 190 til 230 NOK.

Per 09. april 2009 omsettes NAS aksjen for 155, i forhold til mitt verdianslag på 184 NOK per aksje, er aksjen underpriset. Jeg anbefaler derfor KJØP.



---

## Litteraturliste

### Bøker

Boye, K. Meyer, C.B (1998) *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademiske Forlag, Oslo

Boye, Knut (2002): *Finansielle emner. 13.utg.* Cappelens akademisk forlag, Oslo.

Damodaran, Aswath (2002) *Investment Valuation: Tolls and techniques for Determining the value of any asset* (2<sup>nd</sup> edition) John Wiley and Sons, New York

Penman, S. 2007 *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (Fourth edition) McGraw Hill.

Bøhren, Øyvind og Michalsen, Dag. 2006. *Finansiell Økonomi – teori og praksis*. Bergen: Skarvet forlag

Koller, Tim, Goedhart, Marc og Wessels, David (2005) – *“Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies”*, 4th Ed., John Wiley & Sons, New Jersey, 2005

Porter, M.E (1992) *konkurransetorikk* Tano A.S

HILL, Charles W. L. & JONES, Gareth R. (2004) *“Strategic management Theory: An integrated approach”*, 6. utgave, Houghton Mifflin. Boston

Copeland, Thomas E. et al. (2000): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. Wiley, New York.

Pindyck, Robert S. og Daniel L. Rubinfeld (2001): *Microeconomics*. 5th ed. Prentice Hall International, Inc.

Kinserdal, Arne. 2005, *Finansregnskap med analyse*. Cappelens akademiske forlag

Tellefsen, Jan Terje & Langli, John Christian, 2005. *Årsregnskapet*, Oslo. Gyldendal

### Artikler

Damodara, A (1999) *“Dealing with operating leases in valuation”*, Stern school of business, New York

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/oplev.pdf>

Pappas, George (2000), *“The Impact of the Internet on the Airline Industry”*  
The Boston Consulting Group  
[http://www.bcg.com/publications/files/airline\\_finance.pdf](http://www.bcg.com/publications/files/airline_finance.pdf)

Deimler, Mike (2006) "Opportunities for action" The Boston Consulting Group  
<http://www.bcg.com/documents/file14721.pdf>

Deimeler, Mike (2002) "Unfriendly Skies" The Boston Consulting Group  
<http://www.bcg.com/documents/file13952.pdf>

BCG (2002), "Impact of low cost airlines on flag carrier's strategy", The Boston Consulting Group presentasjon, februar 2002

ICAO, 2007 "Environmental report 2007"  
[http://www.icao.int/env/pubs/Env\\_Report\\_07.pdf](http://www.icao.int/env/pubs/Env_Report_07.pdf)

AEA, 2007, "Yearbook 07" Association of European Airlines  
<http://files.aea.be/Downloads/Yearbook07.pdf>

Senguttavan, P.S, 2009 "Global trends in air transport: Traffic, Market access & Challenges"  
[http://www.icao.int/DevelopmentForum/Forum\\_08/Presentations/Senguttavan.pdf](http://www.icao.int/DevelopmentForum/Forum_08/Presentations/Senguttavan.pdf)

European air transport observatory, 2008 "Analyses of the European air transport market"  
[http://ec.europa.eu/transport/air/observatory\\_market/doc/annual\\_2008.pdf](http://ec.europa.eu/transport/air/observatory_market/doc/annual_2008.pdf)

IATA, "Annual report 2009" International air transport association  
<http://www.iata.org/pressroom/Documents/IATAAnnualReport2009.pdf>

IATA Publications  
<http://www.iata.org/ps/publications/Pages/index.aspx>

## **Internett**

<http://markets.ft.com/markets/finder.asp?View=company&Time=1275643270663&SelectedResultGroup=&Query=ryanair&country=&issueType=>

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/spreadsh.htm#valreconcile](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/spreadsh.htm#valreconcile)

<http://www.mobilen.no/wip4/foerste-mobilabo-norwegian/d.epl?id=42163>

<http://www.dagbladet.no/dinside/2008/10/29/551998.html>

[http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20\\_Reisevaner](http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20_Reisevaner)

[http://www.avinor.no/avinor/trafikk/10\\_Trafikkstatistikk](http://www.avinor.no/avinor/trafikk/10_Trafikkstatistikk)

<http://www.anna.aero/2009/09/25/iata-reports-july-traffic-down-just-29-load-factors-up-in-europe-premium-traffic-down-141/>

<http://www.anna.aero/2009/09/25/iata-reports-july-traffic-down-just-29-load-factors-up-in-europe-premium-traffic-down-141/>

<http://www-935.ibm.com/services/us/gbs/bus/pdf/g510-6619-00-aviation2010.pdf>

[www.abcnheter.no/node/76640](http://www.abcnheter.no/node/76640)

<http://e24.no/boers-og-finans/article3464585.ece>

<http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>

[www.WTO.com](http://www.WTO.com)

[www.ICAO.com](http://www.ICAO.com)

[www.avinor.no](http://www.avinor.no)

<http://files.aea.be/RIG/Economics/DL/SumRep07.pdf>

<http://www.na24.no/article2827010.ece>

[http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default\\_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilsid=e=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=regnaksje](http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilsid=e=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=regnaksje)

<http://www.aftenposten.no/reise/nyheter/article3389457.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1836896.ece>

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____55495.aspx)

<http://markets.ft.com/markets/finder.asp?view=company&time=1273081109628&selectedResultGroup=&query=&country=&issueType=>

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/8.html?id=599202>

**Andre**

Norwegians Air Shuttle ASA, annual reports 2003 – 2008

[www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/annual-reports](http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/annual-reports)

Norwegian air shuttle ASA Interim reports & presentations 2003 – 2009

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/interim-reports-and-presentations/>

Norwegian air shuttle ASA Monthly traffic report

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/monthly-traffic-figures/2010/>

Norwegian air shuttle, Prospectuses

<http://www.norwegian.no/om-norwegian/investor-relations/reports--presentations/prospectuses/>

Last available annual reports & Interim reports 2008/09:

Ryanair, EasyJet, AirBerlin, Air Lingus, SAS Group

Marthe R. Eikre-Telle and Kurt-Gøran Grankvist, 2009: *“Was it a good decision of the Norwegian government to take part of the SAS AB’s 2009 rights issue, SAS AB Valuation”*

Siviløkonomutredning NHH, Våren 2009

JCF/JCF Factset – Analysebyrå med databaser som inneholder bla konsensusestimater, regnskapstall og historisk kursdata. Benyttet ved deler av multipelanalyse samt beta-estimering.

Sivertsen, Kennth (2010), Analytikermedarbeider i Arctic Securities, mailkorrespondanse

Haagensen, Per (2010), Analytikermedarbeider i FondsFinans, mailkorrespondanse

Dyrnes, Sverre (2010)- Forelesningsnotater i kurset DST 9535, Verdsettelse og multiplikatorer ved Handelshøgskolen BI Trondheim, Våren 2010.

Lilleberg, Olav (2008) – Forelesningsnotater i kurset BØK, Bedriftsøkonomi ved Handelshøgskolen BI Trondheim.

---

## Vedleggoversikt

**VEDLEGG 1**

## - BEREGNING AV LEASINGKOSTNADER

Leasingkostnader	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Antall 737-300	23	17	8	6	5	5	0
Antall 737-800	16	31	45	55	65	70	70
<b>Totalt</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>70</b>
<b>Leasingkostnader per 737-300</b>			<b>9880</b>				
<b>Leasingkostnader per 737-800</b>			<b>15000</b>				

Leasingkostnader	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
737-300	227240	167960	79040	59280	49400	49400	0
737-800	240000	465000	675000	825000	975000	1050000	1050000
Andre leasingkostnader	20034	21036	21456	21671	21671	21671	21671
Vekst i %	6 %	5 %	2 %	1 %	0 %	0 %	0 %
<b>Totale</b>	<b>487274</b>	<b>653996</b>	<b>775496</b>	<b>905951</b>	<b>1046071</b>	<b>1121071</b>	<b>1071671</b>
<b>Nåverdi 4 311 863</b>							

Behandling av operativ leasing	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Leasing kostnad	487 274	653 996	775 496	905 951	1 046 071	1 121 071	1 071 671
Rentekostnad	344 949	333 563	307 928	270 523	219 689	153 578	76 179
Red. i leasinggjeld	142 325	320 433	467 568	635 428	826 382	967 493	995 492
Leasing gjeld.	4 169 538	3 849 105	3 381 538	2 746 110	1 919 727	952 235	-43 258

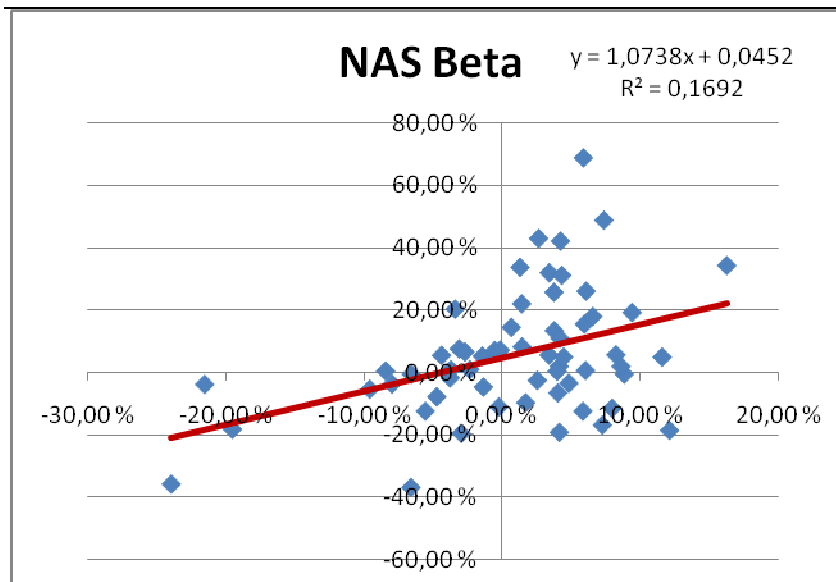
## VEDLEGG 2

- BREGNING AV BETA

## NAS

## OBX All Shares

Dato	Siste	Avkastning	Siste	Avkastning
28.02.05	13,68		278,27	
31.03.05	14,39	5,16 %	274,40	-1,39 %
29.04.05	17,30	20,25 %	265,18	-3,36 %
31.05.05	21,80	26,02 %	281,42	6,12 %
30.06.05	22,86	4,86 %	314,17	11,64 %
29.07.05	26,39	15,44 %	333,03	6,00 %
31.08.05	39,28	48,83 %	357,74	7,42 %
30.09.05	55,83	42,13 %	373,01	4,27 %
31.10.05	56,05	0,40 %	341,67	-8,40 %
30.11.05	59,14	5,51 %	353,41	3,44 %
30.12.05	69,73	17,91 %	376,78	6,61 %
31.01.06	69,29	-0,63 %	410,29	8,89 %
28.02.06	84,51	21,97 %	416,25	1,45 %
31.03.06	86,06	1,83 %	452,29	8,66 %
28.04.06	97,53	13,33 %	469,57	3,82 %
31.05.06	96,87	-0,68 %	438,83	-6,55 %
30.06.06	92,24	-4,78 %	433,06	-1,32 %
31.07.06	83,19	-9,81 %	440,62	1,75 %
31.08.06	73,92	-11,14 %	439,78	-0,19 %
29.09.06	79,44	7,46 %	426,27	-3,07 %
31.10.06	83,85	5,56 %	461,62	8,29 %
30.11.06	81,64	-2,63 %	473,56	2,59 %
29.12.06	82,09	0,54 %	502,38	6,09 %
31.01.07	83,63	1,88 %	523,36	4,18 %
28.02.07	77,01	-7,92 %	498,78	-4,70 %
30.03.07	80,76	4,87 %	521,20	4,49 %
30.04.07	101,50	25,68 %	541,01	3,80 %
31.05.07	112,54	10,87 %	563,87	4,23 %
29.06.07	105,03	-6,67 %	586,86	4,08 %
31.07.07	105,92	0,84 %	573,36	-2,30 %
31.08.07	111,65	5,42 %	548,42	-4,35 %
28.09.07	107,68	-3,56 %	575,15	4,87 %
31.10.07	142,11	31,97 %	594,99	3,45 %
30.11.07	139,46	-1,86 %	572,79	-3,73 %
28.12.07	149,17	6,96 %	569,98	-0,49 %
31.01.08	121,80	-18,34 %	458,80	-19,51 %
29.02.08	107,68	-11,59 %	495,55	8,01 %
31.03.08	108,56	0,82 %	477,40	-3,66 %
30.04.08	88,26	-18,70 %	535,53	12,18 %
30.05.08	73,26	-17,00 %	574,66	7,31 %
30.06.08	46,12	-37,05 %	536,94	-6,57 %
31.07.08	44,35	-3,83 %	494,33	-7,94 %
29.08.08	47,50	7,10 %	493,81	-0,11 %
30.09.08	30,40	-36,00 %	375,62	-23,93 %
31.10.08	29,20	-3,95 %	294,80	-21,52 %
28.11.08	27,60	-5,48 %	266,63	-9,55 %
30.12.08	36,90	33,70 %	270,20	1,34 %
30.01.09	39,90	8,13 %	274,22	1,49 %
27.02.09	34,90	-12,53 %	259,06	-5,53 %
31.03.09	35,00	0,29 %	269,49	4,03 %
30.04.09	47,00	34,29 %	313,47	16,32 %
29.05.09	56,00	19,15 %	343,11	9,46 %
30.06.09	45,00	-19,64 %	333,08	-2,92 %
31.07.09	59,00	31,11 %	347,61	4,36 %
31.08.09	67,50	14,41 %	350,06	0,71 %
30.09.09	114,00	68,89 %	370,83	5,93 %
30.10.09	163,00	42,98 %	380,77	2,68 %
30.11.09	131,50	-19,33 %	396,71	4,18 %
30.12.09	115,00	-12,55 %	420,09	5,89 %
29.01.10	122,50	6,52 %	408,92	-2,66 %



## Vedlegg 2.1

Beta lavpris- og tradisjonelle selskaper	
Aksje beta	
Skywest airlines	1,78
British airways	1,38
lufthansa	0,94
Air france-KLM	1,56
SAS	0,96
Airberlin	1,13
Easyjet	0,66
Ryanair	0,41
Delta airlines	3,13
Pinnacle airlines	1,83
Kingfisher airlines	1,94
UAL Coporation	1,1
China Southern airlines	1,13
Continental airlines	1,2
<b>Beta bransje-gjennomsnitt</b>	<b>1,821</b>

Kilde:<http://markets.ft.com/markets/finder.asp?view=company&time=1273081109628&selectedResultGroup=&query=&country=&issueType=>

**VEDLEGG 3****-TABELLER FOR REGNSKAPSANALYSEN**

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Driftsinntekter</b>	7 309	6 226	4 226	2 150	2 941	44 918
<b>Driftskostnader</b>	6 737	6 564	4 092	1 925	2 849	48 000
<b>Driftsresultat/EBIDTAR</b>	572	-337	133	225	93	-3 082
<b>Finansinntekter</b>	25	39	22	18 4	75	N/A
<b>Gjennomsnittlig total kapital</b>	4 100	2 754	1 696	3 387	6 358	42 929
<b>Totalkapital rentabilitet</b>	<b>14,6 %</b>	<b>-10,8 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>N/A</b>
<b>Kapitalens omløpshastighet</b>	<b>1,78</b>	<b>2,26</b>	<b>2,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,46</b>	<b>1,05</b>
<b>Resultatgrad</b>	<b>0,082</b>	<b>-0,048</b>	<b>0,037</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>N/A</b>

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Årsresultat</b>	446	-7	85	71	-169	-1 522
<b>Gjennomsnittlig egenkapital</b>	1 250	702	385	1 293	2 425	9 350
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>35,7 %</b>	<b>-1,1 %</b>	<b>22,0 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>-6,9 %</b>	<b>-16,3 %</b>

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Kortsiktig gjeld</b>	2 326	1 655	1 217	1 062	1 379	17 880
<b>Mest likvide omløpsmidler</b>	1 408	607	993	789	1 583	4 189
<b>Omløpsmidler</b>	2 303	1 575	1 263	1 482	2 543	12 859
<b>Arbeidskapital</b>	-24	-81	46	420	1164	-5021
<b>Likviditetsgrad 1</b>	<b>0,989</b>	<b>0,951</b>	<b>1,037</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,719</b>
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>0,605</b>	<b>0,367</b>	<b>0,8159</b>	<b>0,74</b>	<b>1,15</b>	<b>0,234</b>

	2009	2008	2007	Easyjet 2009	Ryanair 2009	SAS Group 2009
<b>Gjeldsgrad</b>	2,13	2,54	3,59	1,8	1,6	1,15
<b>Egenkapitalprosent</b>	32,0 %	28,0 %	22,0 %	35,6 %	38,0 %	27,0 %
<b>Arbeidskapital i % av totalkapital</b>	-0,5 %	-2,5 %	2,0 %	11,2%	18,2 %	-12,0 %
<b>Langsiktig kapital % av anleggsmidler</b>	93,0 %	95,0 %	104,0 %	162,0 %	137,5 %	83,0 %
<b>Rentedekningsgrad</b>	N/A	N/A	N/A	2,9	-2,4	N/A



**VEDLEGG 4****-ANDVENDTE FORMLER I REGNSKAPSANALYSEN**

Totalkapitalrentabilitet =	$\frac{\text{(Driftsresultat + Finansinntekter)}}{\text{Gjennomsnittelig investert kapital}}$
Egenkapitalrentabilitet =	$\frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittelig egenkapital}}$
Resultatgrad =	$\frac{\text{(Driftsresultat + Finansinntekter)}}{\text{Driftsinntekter}}$
Kapitalens omløpshastighet =	$\frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittelig investert kapital}}$
Likviditetsgrad 1 =	$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
Likviditetsgrad 2 =	$\frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$
Langsiktig kapital i % av annleggsmidler =	$\frac{\text{Egenkapital + Langsiktig gjeld}}{\text{Annleggsmidler}}$
Arbeidskapital i % av totalkapitalen =	$\frac{\text{Arbeidskapital}}{\text{Totalkapital}}$
Egenkapitalprosent =	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$
Gjeldsgrad =	$\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$
Rentedekningsgrad =	$\frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad + finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$

**VEDLEGG 5****-RESULTATREGNSKAPET**

<b>Resultatregnskapet (^000)</b>	<b>2010e</b>	<b>2011</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Inntekter	8 759 522	10 900 223	13 033 788	14 693 429	15 889 290	16 700 437
Driftskostnader	7 722 380	9 591 096	11 326 239	12 807 593	13 948 936	14 697 343
<b>EBIDTDAR</b>	<b>1 037 142</b>	<b>1 309 127</b>	<b>1 707 549</b>	<b>1 885 836</b>	<b>1 940 354</b>	<b>2 003 094</b>
Leasingkostnader	632 960	754 040	884 280	1 024 400	1 099 400	1 050 000
<b>EBIDTA</b>	<b>404 182</b>	<b>555 087</b>	<b>823 269</b>	<b>861 436</b>	<b>840 954</b>	<b>953 094</b>
Avskrivninger	172 703	183 065	190 388	203 715	207 789	216 101
<b>EBIT</b>	<b>231 479</b>	<b>372 021</b>	<b>632 881</b>	<b>657 721</b>	<b>633 165</b>	<b>736 993</b>
Netto finansposter	57 569	63 326	66 492	67 822	68 500	69 185
Res før skatt	289 047	435 347	699 373	725 543	701 665	806 178
Skattkostnad	80 933	121 897	195 824	203 152	196 466	225 730
<b>Netto resultat</b>	<b>208 114</b>	<b>313 450</b>	<b>503 548</b>	<b>522 391</b>	<b>505 199</b>	<b>580 448</b>

**VEDLEGG 6****-ESTIMERING AV DRIFTSKOSTNADER**

<b>Driftskostnader (^000)</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Lønnskostnader	1 303 299	1 498 794	1 903 468	2 188 988	2 451 667	2 696 834	2 831 675
Endring i %	20 %	15 %	27 %	15 %	12 %	10 %	5 %
Salg og distribusjons	149 415	171 827	195 883	215 471	221 936	228 594	235 451
Endring i %	30 %	15 %	14 %	10 %	3 %	3 %	3 %
Luftfartsavgift	1 037 716	1 307 522	1 660 553	1 959 453	2 155 398	2 306 276	2 467 715
Endring i %	25 %	26 %	27 %	18 %	10 %	7 %	7 %
Handling & Avisningskostnader	722 658	867 190	1 066 643	1 226 640	1 349 304	1 416 769	1 487 607
Endring i %	18 %	20 %	23 %	15 %	10 %	5 %	5 %
Teknisk vedlikehold	659 796	758 765	895 343	1 074 412	1 235 574	1 359 131	1 413 496
Endring i %	20 %	15 %	18 %	20 %	15 %	10 %	4 %
Andre kostnader	721 429	851 286	1 072 621	1 244 240	1 405 991	1 434 111	1 462 793
Endring i %	15 %	18 %	26 %	16 %	13 %	5 %	5 %
Leasing kostnader	467240	632960	754040	884280	1024400	1099400	1050000
Endring i %		35 %	19 %	17 %	16 %	7 %	-4 %
Drivstoffkostnad	1 384 776	1 634 036	2 042 545	2 532 755	2 963 324	3 407 822	3 748 604
Endring i %	-36 %	18 %	25 %	24 %	17 %	15 %	10 %
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>6446329</b>	<b>7722380</b>	<b>9591096</b>	<b>11326239</b>	<b>12807593</b>	<b>13948936</b>	<b>14697343</b>

**VEDLEGG 7****-ESTIMERING AV ENDRING I LEASINGFORPLIKTELSE**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årlig leasingkostnad	487 274	653 996	775 496	905 951	1 046 071	1 121 071	1 071 671
Diskonteringsrate		1,08	1,1664	1,259712	1,360489	1,4693281	1,5868743
Nåverdi leasingforpliktelse	487 274	605 552	664 863	719 173	768 893	762 982	675 335
<b>Endring leasingforpliktelse</b>		-118 278	-59 311	-54 310	-49 720	5 911	87 648

**VEDLEGG 8****-ESTIMERING AV KALK. RENTE PÅ LEASING KOSTNADER**

	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Rentekostnad	344 949	333 563	307 928	270 523	219 689	153 578	76 179
<b>kalk. Leasing rente e.Skatt</b>	248 363	240 165	221 708	194 777	158 176	110 576	54 849

**VEDLEGG 9****- ESTIMERING AV ANDRE POSTER I FCFF**

Andre poster	2 009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Arbeidskapital	25 000	20 000	15 000	15 000	10 000	5 000	5 000
Endring i %		20 %	25 %	0 %	33 %	50 %	0 %
Netto finansposter	47 974	57 569	63 326	66 492	67 822	68 500	69 185
Endring i %		20 %	10 %	5 %	2 %	1 %	1 %
Avskrivningskostnad	148 882	172 703	183 065	190 388	203 715	207 789	216 101
Endring i %	15 %	16 %	6 %	4 %	7 %	2 %	4 %
Investeringer	-103 580	-124 296	-146 669	-167 203	-180 579	-187 802	-187 802
Endring i %		20 %	18 %	14 %	8 %	4 %	0 %

**VEDLEGG 10****-BEREGNING FCFF**

<b>FCFF til totalkapitalen</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
EBIT	231 479	372 021	632 881	657 721	633 165	736 993
- Skatt	-80 933	-121 897	-195 824	-203 152	-196 466	-225 730
Skattefordel	4 000	30 000	27 876			
+ Avskrivninger	172 703	183 065	190 388	203 715	207 789	216 101
+ Kalk. Rente på leasing	240 165	221 708	194 777	158 176	110 576	54 849
-/+ øk/red Arbeidskapital	20 000	15 000	15 000	10 000	5 000	5 000
<b>Fri kontanstrøm fra drift</b>	<b>587 414</b>	<b>699 898</b>	<b>865 097</b>	<b>826 460</b>	<b>760 064</b>	<b>787 213</b>
- Investeringer	-124 296	-146 669	-167 203	-180 579	-187 802	-187 802
-/+ øk/red leasingforpliktelser	-118 278	-59 311	-54 310	-49 720	5 911	87 648
<b>FCFF</b>	<b>344 840</b>	<b>493 918</b>	<b>643 584</b>	<b>596 160</b>	<b>578 173</b>	<b>687 058</b>
Terminal verdi						14 671 554
Nåverdi	321 379	428 998	520 962	449 743	406 499	10 063 606
Diskonteringsrate	1,073	1,151	1,235	1,326	1,422	1,526
Sum NV	12 191 187					
Terminal verdi i %	79 %					
Netto gjeld	5 894 863					
Verdi EK	6 296 324					
Antall utestående aksjer	34 209 859					
WACC	7,30 %					
Terminalvekst	2,50 %					
<b>Verdi per aksje</b>	<b>184</b>					

---

**VEDLEGG 11****FORKLARING: FINANSIELL LEASING**

Ved finansiell leasing er det vanligvis et finansieringsselskap som etter leiers ønske og spesifikasjoner kjøper og betaler for produktet, deretter leases eiendelen ut for en lengre periode. Leietaker har ansvaret for vedlikehold og reparasjoner. Dette behandles som en investering hos leietaker, slik at investeringen balanseføres som anleggsmiddel. I resultatregnskapet føres rentekostnader og avskrivninger. Det vil si at det er ingen forskjell på regnskapsføring av selveie og finansiell leasing.

## VEDLEGG 12

## MULTIPELL ANALYSER

	Ryanair	Easyjet	Air Berlin	Air Lingus
Aksjekurs pr.31.12.2009 (Tall i USD)	4,73	5,70	5,38	0,92
Antall utestående aksjer	1 478 472 000	428 300 000	85 200 000	534 040 090
MARKETCAP	6 993 172 560	2 441 310 000	458 376 000	489 714 763
Bokverdi egenkapital	3 497 805 552	1 496 157 705	879 858 427	1 016 136 715
Markedsverdi egenkapitalen	6 993 172 560	2 441 310 000	458 376 000	489 714 763
Rentebærende gjeld + minoritet	3 459 408 547	1 457 790 988	413 862 924	0
Kortsiktige plasseringer (kasse, bank)	2 283 532 152	1 137 443 330	538 335 514	19 849 723
Netto rentebærende gjeld	1 175 876 395	320 347 658	-124 472 590	19 849 723
EV	8 169 048 955	2 761 657 658	333 903 410	509 564 486
Kapitalisert leasingkostnader	333 151 468	110 960 582	1 494 500 716	164 952 360
EV Justert	8 502 200 423	2 872 618 240	1 828 404 126	674 516 846
Salg	4 243 366 000	3 846 768 147	4 734 953 305	1 739 050 752
EBITDAR	615 825 000	324 674 732	198 484 293	82 935 571
EBIDTA	503 019 642	157 072 761	-329 418 647	2 387 102
Driftsresultat (EBIT)	133 607 000	86 685 701	41 010 189	-244 623 876
Årsresultat 2009 (E = earnings)	76 969 979	102 695 872	-13 656 243	-187 650 745
Leasing kostnader	112 805 358	167 601 971	527 902 940	80 548 469
EBIDTA+Leasingkostnader	615 825 000	324 674 732	198 484 293	82 935 571
P/E	91	24	-34	-3
EV-Justert/EBITDAR	14	9	9	8
EV/EBITDA	16	18	-1	213
EV-Justert/EBIT	64	33	45	-3
EV-Justert/Sales	2	1	0	0
<b>Norwegian Air Shuttle ASA; NOK '000</b>	<b>2009</b>			
Salg	7 309 190			
EBITDAR	862 861			
Leasing kostnader	620 114			
EBITDA	720 748			
Driftsresultat(EBIT)	246 739			
Årsresultat	212 193			
P/E Multiples:		P/E (Brukt )		
Ryanair	91	Norwegian		9
Easyjet	24	Cathay Pacific Airways Ltd		13
Air Berlin	0	Ryanair		18
Air Lingus	0	Easyjet		19
Norwegian	9	Southwest Airlines Co		46,5
Estimert verdi av Norwegian Air Shuttle	6 080 829	Air New Zealand Inc		58
		<b>Estimert verdi av Norwegian Air Shuttle</b>		<b>6 556 775</b>
				Verdi pr aksje: 192
EV-Justert/EBITDAR Multiappel				
Ryanair	13,8			
Easyjet	8,8			
Air Berlin	9,2			
Air Lingus	8,1			
Norwegian	3,0			
<b>Estimert verdi av Norwegian Air Shuttle</b>	<b>8 628 336</b>			Verdi pr aksje: 252
EV-Justert/Salg Multiappel				

Ryanair	2,00	
Easyjet	0,75	
Norwegian	0,59	
Air Berlin	0,39	
Air Lingus	0,39	
<b>Estimert verdi av Norwegian Air Shuttle</b>	<b>6 440 168</b>	Verdi pr aksje: 188
	<b>7 208 426</b>	Gj.snitt
<i>Gj. Snitt: Estimert verdi pr aksje v.h.j.a. Multipler</i>	211	

### Kilder og forutsetninger for beregning av multipler:

Alle tall i USD og pr 31.12.09, brukte derfor historiske valuta kurser fra 31.12.09.

		NOK/USD	0.17357
USD	Euro		
5,7614	8,31	1 NOK =	0,12032 EUR

Kilde: [http://www.titudorancea.com/z/nok\\_to\\_usd\\_exchange\\_rates\\_norwegian\\_krone\\_american\\_dollar.htm](http://www.titudorancea.com/z/nok_to_usd_exchange_rates_norwegian_krone_american_dollar.htm)

P/E: Anvendte tall fra 31.12.09 gir negative P/E verdi.

Siden fleste har neg. resultat i 2009 pga finanskrisen, brukte derfor nyere tall.

Kilde: <http://markets.ft.com/markets/finder.asp?View=company&Time=1275643270663&SelectedResultGroup=&Query=ryanair&country=&issueType=>

Kilde: JCF/JCF Factset – Analysebyrå med databaser som inneholder konsensusestimater, regnskapstall og historisk kursdata. Benyttet ved deler av multiplelanalyse.

Kilde: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/spreadsh.htm#valreconcile](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/spreadsh.htm#valreconcile)

EV(Enterprise Value) justert: Brukte metoden som Damodaran anbefaler i artikkelen "Dealing with operating leases in valuation",

$$\text{EV Justert} = \text{Markedsverdi Egenkapital} + \text{Markedsverdi Gjeld} + \text{Nåverdi Leasingforpliktelser}$$

Videre anbefaler A. Damodaran formelen under for EV/EBITDAR

$$\frac{\text{Markedsverdi Egenkapital} + \text{Markedsverdi Gjeld} + \text{Nåverdi Leasingforpliktelser}}{\text{EBITDA} + \text{Leasingkostnader}}$$

Andre:

Jeg har valgt og oppjustere Ryanair's årsresultat, siden selskapet har lagt inn urealisert tap på aksjer (222 537 TEU) de har kjøpt(investering), denne investeringen er langsiktig.

Selskapet har intensjon om å kjøpe opp Air Lingus men har midlertidig blitt stoppet av europeiske konkurranseilsynet. Jeg mener da at dette ikke reflekterer den "normale" driften, i tillegg kommer ikke denne posten fram i selskapets konsoliderte regnskaper, slik at denne endringen gjør Ryanair mer sammenlignbart i komparative analysen.