

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Bacheloroppgave

ved Handelshøyskolen BI Trondheim

av Therese Fallentin

Veileder: Olav Lilleberg



Økonomi og administrasjon

Spesialisering innen økonomistyring og investeringsanalyse

9.juni 2011

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket"

Sammendrag

Problemstillingen for denne oppgaven er å finne frem til verdien av aksjene til Norwegian Air Shuttle. Det er blitt brukt et beskrivende design, basert på kvalitative og kvantitative sekundærdata, for å komme frem til konklusjonene.

Første del av oppgaven består av en historisk presentasjon av Norwegian med fokus på store vendepunkter. Deretter gjennomgås tre grundige analyser av forhold som er relevante for verdsettelsen.

Det første kapittelet handler om ytre makroforhold som har betydning for lønnsomheten. På kostnadssiden vil de være utsatt for makroøkonomiske fluktuasjoner i rente, valuta og oljepris, til tross fra at det brukes sikringsinstrumenter for å redusere denne risikoen. Inntektssiden vil være påvirket av konjunktursvingninger i form av reisetrendene og betalingsvilligheten. Videre analyseres bransjespesifikke forhold, som viser til at det har vært en positiv vekst i markedet som konsekvens av en kontinuerlig konkurranse om å tilby lavest billettpriser og være mest kostnadseffektiv. Norwegian sin evne til å skape verdi avhenger av deres evne til å være bedre enn konkurrentene, og defineres ved *Porters generiske strategier*. *Kostnadsleder strategien* handler om kontinuerlig fokus på kostnadseffektivisering og har skapt hard konkurranse på det internasjonale markedet. Den finansielle situasjonen viser til tilfredsstillende tall for Norwegian sett i forhold til konkurrentene, som følge av kostnadseffektivisering.

Andre del av oppgaven går inn på selve verdsettelsen av selskapet.

Selskapsverdien beregnes ut fra metoden fri kontantstrøm til totalkapitalen. Metoden går ut på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer, hvilket betyr at man først må estimere et relevant avkastningskrav og budsjettere kontantstrømmer for selskapet. Å estimere kontantstrømmer langt frem i tid har stor usikkerhet. Derfor benyttes en terminalverdi basert på evig annuitet av kontantstrømmene fra siste estimerte år. Norwegian har en høy andel operasjonelle leasingskostnader som krever separat behandling og implementering i kontantstrømmene.

Selskapsverdien fratrukket markedsverdien til gjelden gir egenkapitalverdien til selskapet. Videre finner man verdien per aksje ved å dividere egenkapitalverdien med selskapets utestående aksjer. For Norwegian gir det en aksjeverdi på 215

NOK. Beregningene i oppgaven styrkes av en multiplikatoranalyse og antyder at aksjene er underpriset i forhold til dagens markedsverdi på 109 NOK.

Innhold

1	Innledning	6
1.1	Problemedefinisjon.....	6
2	Metode	8
2.1	Undersøkelses/ forsknings design:	8
2.1.1	Eksplorativt design (utforskende):	8
2.1.2	Deskriptivt design (beskrivende):	9
2.1.3	Kausalt design (årsak-virkning):	9
2.2	Datainnsamling:.....	9
2.3	Validitet og Reliabilitet.....	9
2.3.1	Validitet	10
2.3.2	Reliabilitet	10
2.4	Valg av metode.....	10
3	Presentasjon av Norwegian Air Shuttle	11
3.1	Historie.....	11
3.2	I dag	12
3.3	Organisasjonskart	12
4	Analyse av bedriftens strategiske posisjon	13
4.1	Top- Down analyse.....	13
4.2	Makroøkonomi	13
4.2.1	Økonomisk vekst i verden	14
4.2.2	Valuta.....	15
4.2.3	Renter.....	15
4.2.4	Inflasjon	16
4.3	Bransjeanalyse.....	17
4.3.1	Utvikling av markedet	17
4.3.2	Konkurransestructuren	19
4.3.3	Hub and spoke- rutenett.....	19
4.3.4	Yield management.....	21
4.3.5	Flyindustriens pris og kostnadsutvikling	22
4.3.6	Porters 5 bransjekrefter	22
4.3.7	Porters Generiske Strategier.....	28
4.3.8	Finansiell analyse og prognoser for Norwegian videre	31
4.4	SWOT-analyse	34
5	Verdsettelsesmodeller	35
5.1	Balansebaserte modeller	35
5.1.1	Matematisk modell/ bokført egenkapital	35
5.1.2	Verdjustert egenkapital/ substansverdi.....	35
5.1.3	Likvidasjonsverdi	36
5.2	Inntjeningsbaserte modeller	36
5.2.1	Dividendemodeller	36
5.2.2	Kontantstrømsbaserte modeller	36
5.3	Relative modeller.....	39
5.3.1	Multiplikator modeller	39
6	Leasing avtaler	41
6.1	Operasjonell leasing	41
7	Avkastningskrav	42
7.1	Kapitalverdimodellen (KVM)	42
7.1.1	Beta.....	42
7.1.2	Risikofirente.....	47
7.1.3	Markedets risikopremie (MRP).....	48

7.1.4	Beregning av egenkapitalkravet	49
7.2	Beregning av gjeldskravet.....	49
7.3	WACC - totalavkastningskravet.....	50
8	Verdsettelse av selskapet	51
8.1	Eksplisitt periode og terminalverdi	51
8.1.1	Inntekter	52
8.1.2	Kostnader	54
8.1.3	Inntekter og kostnader for eksplisitt periode og terminal	59
8.2	Beregning av selskapets aksjeverdi	59
8.3	Følsomhetsanalyse.....	60
9	Multipler	62
10	Svakheter ved verdsettelsen	63
11	Konklusjon	64
12	Kilder	65
13	Vedlegg.....	67
FIGUR 1:	ORGANISASJONSKART (KILDE: NORWEGIAN.NO)	12
FIGUR 2:	TOP DOWN ANALYSE	13
FIGUR 3:	OLJEPRISENS UTVIKLING (KILDE: HTTP://NO.WIKIPEDIA.ORG/WIKI/OLJEPRISEN)	14
FIGUR 4:	STYRINGSRENTEN (KILDE: NORGES BANK)	16
FIGUR 5:	KPIXE (KILDE: NORGES BANK)	16
FIGUR 6:	PASSASJERSTATISTIKK 1992-2009 (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009)	17
FIGUR 7:	UTVIKLING I REISETRENDER 1992-2009 (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009)	18
FIGUR 8:	UTVIKLING I ARBEIDS OG PRIVATE REISER INNENLANDS, 2003-2009 (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009)	
	18
FIGUR 9:	UTVIKLING I ARBEIDS OG PRIVATE REISER UTENLANDS, 2003-2009 (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009)	
	18
FIGUR 10:	“HUB AND SPOKE” OG “POINT TO POINT” RUTENETT	20
FIGUR 11:	OVERSIKT OVER “HUB AND SPOKE” ANDELEN, ANDELEN FORRETNING OG GJENNOMSNITTSALDER (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009).....	20
FIGUR 12:	BETJENING AV DE RUTENETT (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009).....	23
FIGUR 13:	ANTALL PASSASJERER INNENLANDS ETTER SELSKAP (DENSTADLI OG RIDENG 2009)	24
FIGUR 14:	MARKEDSANDELER PÅ UTENLANDSREISER (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009).	24
FIGUR 15:	TRAFIKKVEKST (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009).....	26
FIGUR 16:	NORWEGIANS KOSTNADER PER SETEKM I FORHOLD TIL KONKURRENTENE.	30
FIGUR 17:	NØKKELTALL (KILDE: HTTPS://GLOBAL.FACTIVA.COM/, WWW.PROFF.NO 15.MARS 2011)	31
FIGUR 18:	EGENKAPITALRENTABILITET (KILDE: HTTPS://GLOBAL.FACTIVA.COM/, WWW.PROFF.NO, 15.MAI 2011)	32
FIGUR 19:	GJELDSGRAD (KILDE: HTTPS://GLOBAL.FACTIVA.COM/).....	32
FIGUR 20:	LIKVIDITET (KILDE: HTTPS://GLOBAL.FACTIVA.COM/, WWW.PROFF.NO)	33
FIGUR 21:	SWOT	34
FIGUR 22:	LEASING KOSTNADER	41
FIGUR 23:	BETAREGRESJON	45
FIGUR 24:	SAMVARIASJON MELLOM AVKASTNINGEN TIL NAS OG OSEBX.....	46

FIGUR 25: SAMVARIASJON MELLOM AKSJEKURSEN TIL NAS OG OSEBX	46
FIGUR 26: UTVIKLING I TILBUDTE SETEKM	52
FIGUR 27: MARKEDSANDELER (KILDE: DENSTADLI OG RIDENG 2009).....	53
FIGUR 28: UTVIKLING I LADEFAKTOREN	53
FIGUR 29: UTVIKLING I SALGSINTEKTER I SAMMENHENG MED ASK OG LADEFAKTOR	53
FIGUR 30: PROGNOSE FOR UTVIKLING I SALGSINTEKTENE	54
FIGUR 31: ENHETSKOSTNADER	54
FIGUR 32: HISTORISK UTVIKLING I DRIFTSKOSTNADENE, SETT OPP MOT SALGSINTEKTENE I NORWEGIAN.....	55
FIGUR 33 HISTORISK UTVIKLING I DRIFTSKOSTNADENE, SETT OPP MOT SALGSINTEKTENE, SAS	56
FIGUR 34: HISTORISK UTVIKLING I DRIFTSKOSTNADENE, SETT OPP MOT SALGSINTEKTENE, RYANAIR	56
FIGUR 35: ESTIMERTE INNTEKTER OG KOSTNADER.....	59

1 Innledning

1.1 Problemdefinisjon

”Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle Air Shuttle ASA”

Denne oppgaven er mitt avsluttende arbeid på handelshøyskolen BI. Etter mye vurderinger rundt problemstillinger kom jeg frem til at jeg ønsket å skrive en verdsettelsesoppgave. Jeg syntes at dette virket som en svært lærerik og interessant problemstilling som vil gi meg innsikt i hvordan kreftene i verdensmarkedet påvirker fremtiden for et selskap.

Det siste tiåret har vært preget av store konjunkturrelle svingninger som har vært utløst av finansielle kriser, naturkatastrofer og terror. At fremtiden er vanskelig å forutse er en av faktorene som fikk meg interessert i denne problemstillingen, og det å lære enda mer om prognosering og variabler som spiller inn for selskapers fremtid.

Mitt valg av selskap falt på flyselskapet Norwegian Air Shuttle ASA på bakgrunn av at de konkurrerer i en bransje hvor eksterne faktorer er av svært høy betydning. Spesielt avgiftspolitikken har hatt en negativ virkning i en verden med et stadig større fokus på miljø. Oljepriser, konjunkturer (konsumtrender) og klima er alle faktorer som har innvirking på selskapets drift, uten at de har noen mulighet til å påvirke utviklingen.

Det som er spennende med flybransjen er å studere korrelasjonen mellom salget og konjunktorene i markedet og om selskapet klarer å opprettholde lønnsomheten til tross for priskrig, at kostnadene øker og at det er stor konkurranse.

Jeg har valgt å basere oppgaven på på flyselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, og tar derfor forbehold om at konklusjonen kunne blitt annerledes dersom jeg hadde hatt mer tid til å gjennomgå en full analyse av konsernet. Oppgaven er skrevet på bakgrunn av sekundærdata og vil dermed bli påvirket av at jeg ved noen beregninger har måttet gjøre antakelser basert på den informasjonen som var tilgjengelig.

Informasjon som er offentliggjort etter april 2011 er ikke tatt hensyn til i denne utredningen. Jeg har hovedsakelig tatt utgangspunkt i årsrapporten fra 2009, men har brukt nyere informasjon der dette har vært mulig og hvor informasjonen har bidratt til å gjøre verdsettelsen mer realistisk som dagens verdi. Jeg har valgt å

forenkle behandlingen av leasing avtalene pga mangel på tid og kunnskap til å kunne gå i dybden, noe som har påvirket resultatene jeg kom frem til om gjelden.

2 Metode

Metode er en planmessig fremgangsmåte som må tilpasses situasjonen, målet, omstendighetene og ressursene som er til disposisjon, for å komme frem til en best mulig konklusjon for problemstillingen. Hvilken metode som velges er avhenging av omfanget av problemstillingen og hvor dyp analyse som ønskes. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

Verdsettelsen vil kreve bruk av både kvantitative og kvalitative undersøkelser, ettersom verken tallverdiene eller fakta om selskapet, makroøkonomi og bransje alene vil bringe nok informasjon for å komme til realistisk konklusjon.

Det vil i dette kapitlet presenteres ulike metoder som kan anvendes for å analysere en problemstilling, før det velges hvilken metode som ansees som best for denne oppgaven.

2.1 Undersøkelses/ forsknings design:

Undersøkelses og forsknings designet er en beskrivelse av hvordan analyseprosessen legges opp for å kunne løse problemstillingen. Designet må være tilpasset kunnskapen og ambisjonene man har om den aktuelle problemstillingen. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

Formålet med denne oppgaven er å komme frem til en reell verdi av Norwegian Air Shuttle Air Shuttle ASA gjennom historisk kunnskap og prognoser om interne og eksterne forhold. Forskningsdesign skilles inn i kategoriene eksplorativt, deskriptivt og kausalt. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.1.1 Eksplorativt design (utforskende):

Eksplorativt design er nyttig når man er ukjent med temaet som skal belyses. Her kan to teknikker benyttes, kvalitative teknikker og skrivebordsundersøkelser, for å finne relevant informasjon for problemstillingen. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.1.2 Deskriptivt design (beskrivende):

Det deskriptive designet forutsetter at man har god forståelse og kunnskap om temaet som problemstillingen belyser. Designet brukes for å beskrive situasjonen gjennom praktiske undersøkelser som observasjoner, tverrsnittmålinger eller tidsseriemålinger. I praktiske undersøkelser er dette designet mye brukt. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.1.3 Kausalt design (årsak-virkning):

For å finne sammenhenger mellom variabler brukes kausalt design. Her manipuleres uavhengige variabler for å lokalisere hvilke variabler som har en direkte årsakssammenheng til den avhengige variabelen. Kausalitet krever at det er samvariasjon mellom variablene, at virkningen kommer etter årsak i tid, og at faktorer som kan tilfredsstillende de to første betingelsene kan utelukkes. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.2 Datainnsamling:

For å innhente informasjon for få bedre kunnskap om relevante forhold for problemstillingen kan man bruke primære og sekundære data.

Primærdata er informasjon som er skapt spesielt for problemstillingen, mens sekundærdata er allerede eksisterende data som er samlet inn av eksterne kilder for andre formål. Sekundærdata består av interne kilder og eksterne kilder. Ettersom denne informasjonen er samlet inn for et annet formål er det viktig å være kritisk til om den er overførbar og relevant til den aktuelle problemstillingen. Feilkilder kan være utvalgsfeil og ikke utvalgsfeil, feil som ugyldiggjør dataene, feil som krever at dataene blir reformulert, og feil som reduserer reliabiliteten til dataene. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

Det skiller også mellom kvalitative og kvantitative data. Kvalitativ metode har til hensikt å fange opp mening og opplevelse som ikke lar seg tallfeste eller måle og danner grunnlag for økt forståelse av teori. Ved kvantitativ metode foreligger informasjonen i form av tallmateriale. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.3 Validitet og Reliabilitet

For å vurdere hvor god undersøkelsen er må informasjonens reliabilitet (pålitelighet) og validitet (gyldighet) vurderes. Begrepene brukes for å ta stilling

til hvor nøyaktig man måler et eller flere fenomener. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.3.1 Validitet

Validitet viser til om vi virkelig måler det vi har til hensikt å måle. Med andre ord om den konkrete undersøkelsen avspeiler et sant bilde av virkeligheten. Den interne validiteten viser om kausaliteten i undersøkelsen holder mål, mens den eksterne validiteten viser hvor stor del av undersøkelsen som kan overføres til lignende tilfeller, generalisering. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.3.2 Reliabilitet

Reliabiliteten til undersøkelsen viser til hvor pålitelige resultatene er. Høy reliabilitet viser til at det er få tilfeldige feil og vil ved gjentatte målinger gi samme konklusjon. For at en undersøkelse skal være reliabel må den inneholde minst mulig tilfeldige feil. Verdien på en målt variabel kan beregnes ved:

$$V = \text{Sann verdi} + \text{målefeil}$$

Målefeilene i verdien kan være systematiske og tilfeldige, hvor validiteten er de systematiske og reliabiliteten de tilfeldige. I tilfeller med lav validitet, men en høy reliabilitet kan man risikere å konkludere om stor pålitelighet om mål som i utgangspunktet er urelevant for undersøkelsen. (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2007)

2.4 Valg av metode

Valget av metode for oppgaven er avhengig av problemstillingen til oppgaven.

Oppgavens formål er å kartlegge Norwegian Air Shuttles egenkapitalverdi og om aksjen er rett priset på børsen. Dette krever en deskriptiv forskningsdesign hvor situasjonen vil beskrives gjennom analyser av informasjon som er relevant for problemstillingen.

Det vil benyttes sekundærdata som grunnlag for verdsettelsen. Her vil informasjon fra Norwegian Air Shuttle være den interne kilden, mens data fra offentlige kilder og standardiserte undersøkelser være de eksterne. En full belysning av problemstillingen vil kreve bruk av både kvantitative og kvalitative undersøkelser.

3 Presentasjon av Norwegian Air Shuttle

3.1 Historie

Norwegian Air Shuttle ble etablert i 1993 i samarbeid med Braathens S.A.F.E. Dette skjedde i kjølevannet av konkursen av Busy Bees i 1992 hvor Norwegian Air Shuttle overtok deler av flåten, bestående av 3 Fokker 50-maskiner og startet kortdistanse flyvninger på kystnorge.

I 2002 ble Braathens SAFE kjøpt opp av SAS, hvilket betydde at Norwegian Air Shuttles avtale med Braathens S.A.F.E. opphørte. Da valgte Norwegian Air Shuttle å legge om operasjonsstrategien sin til å være et rendyrket lavprisselskap og åpnet sine første lavpriseruter 1.september samme år. Allerede året etter åpnet de for utenriksflyvninger gjennom samarbeid med Finnair og Sterling.

18. desember 2003 ble selskapet børsnotert. Dette førte med seg en emisjon som tilførte selskapet 250 millioner kroner og 2004 ble det første året med overskuddsresultat etter omleggingen av selskapet i 2002.

I 2006 etablerte Norwegian Air Shuttle base og datterselskap i Polen, Warzawa med 5 utenriks flyvninger. I Sverige etablerte de seg med base på Arlanda flyhavn gjennom oppkjøp av det finske selskapet flyNordic i 2007 og fikk en åpning for å ta over Sterlings rutenett fra København i 2008, da selskapet gikk konkurs.

I 2007 ble Norwegian Air Shuttle Bank og fordelsprogrammet Norwegian Air Shuttle Reward opprettet.

I 2008 fikk Norwegian Air Shuttle sitt første Boeing 737-800 fly som sikret dem en fordel ovenfor konkurrentene, med en større passasjer kapasitet, lavere forbruk av drivstoff og dermed et lavere CO2 utslipp. Call Norwegian Air Shuttle og en ny base på Rygge ble også etablert.

Med en økende markedsandel i både Norge og utlandet har Norwegian Air Shuttle stryket flyparken sin og den består i dag av:

33 Boeing 737-800 og 23 Boeing 737-300, med utfasing av Boeing 737-300 flyene til fordel for Boeing 737-800 fly, som er mer moderne, effektive og miljøvennlige i drift. Innen 2012 vil Norwegian Air Shuttle ha en ren 800-flåte bestående av 63 fly, som vil økes til 73 fly i løpet av 2015.

Norwegian Air Shuttle fikk i 2010, under World Airline Awards, pris for å være det tredje beste lavprisselskapet i Europa og det nest beste flyselskapet i Nord Europa.

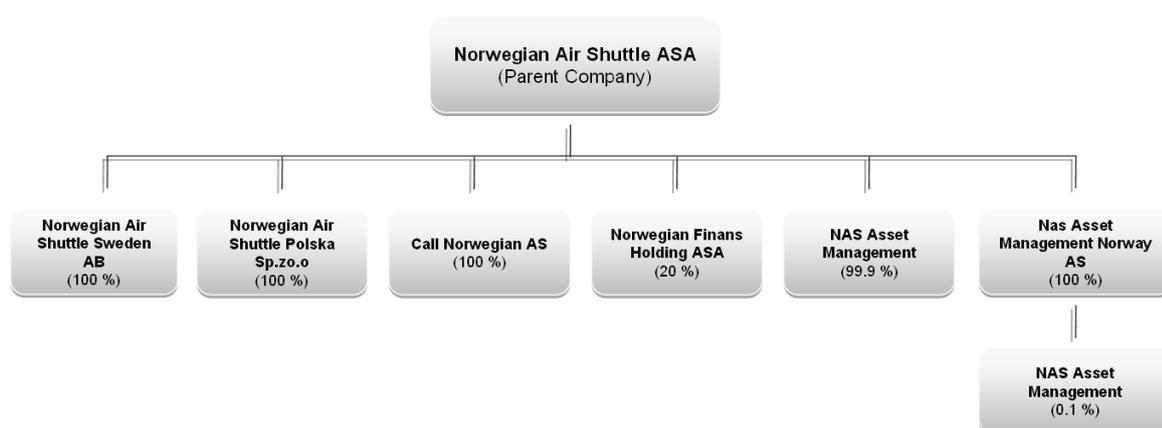
3.2 I dag

I dag er Norwegian Air Shuttle Skandinavias nest største flyselskap, etter SAS, og største lavprisselskap med 13 millioner passasjerer i 2010 og 2500 ansatte. De tilbyr lavpris reiser til 95 destinasjoner i Europa, Nord Amerika og Midtøsten og er i gang med installering av mobilt og trådløst nett på flyene, som en av de første aktørene i bransjen.

Norwegian Air Shuttle består av Norwegian Air Shuttle Air shuttle ASA som er morselskapet og datterselskapene Norwegian Air Shuttle Air Shuttle Polska Sp.zo.o og Norwegian Air Shuttle Air Shuttle Sweden AB som begge er heleide. Videre eier de telefonselskapet Call Norwegian Air Shuttle AS (100%), NAS Asset Management (99,9%), NAS Asset Management Norway AS (100%) og Norwegian Air Shuttle Finans Holding ASA- Bank Norwegian Air Shuttle AS (20%)

<http://www.boarding.no/art.asp?id=44948> , <http://www.Norwegian Air Shuttle.no/om-Norwegian Air Shuttle/fakta/selskapet/>

3.3 Organisasjonskart



Figur 1: Organisasjonskart (kilde: Norwegian.no)

4 Analyse av bedriftens strategiske posisjon

4.1 Top- Down analyse

I analysene vil det tas utgangspunkt i faktorer som er av relevans for flyselskapet Norwegian Air Shuttle.

I oppgaven er det valgt å bruke en *top down analyse*. Metoden går ut på å vurdere i hvilken grad eksterne og interne forhold påvirker selskapets verdi gjennom analyser av makroøkonomien, bransjen og selskapet.



Figur 2: Top down analyse

4.2 Makroøkonomi

Når økonomien endrer seg vil de fleste bransjer føle at etterspørselen følger etter. Utviklingen i makroøkonomien går i sykluser med jevn vekst over 3-10 år før vi møter 1-3 år med dramatisk nedgangstid, som ofte utløses av en ekstraordinær hendelse. Det er umulig å forutsi hvordan den makroøkonomiske utviklingen vil bli, men ved hjelp av inflasjonstall, rentenivåer og nøkkeltall kan en analysere seg frem til en retning for de neste 6-12 månedene. Historiske tall viser til at variablene har en tendens til å svinge rundt historiske snittdata kalt “mean reversion” og vende tilbake til normalen, dette gjør at vi med god sikkerhet kan forutsi om vi venter bedre eller dårligere tider, med utgangspunkt i om vi ligger under eller over snittdataene. (Thoresen 2011, 39)

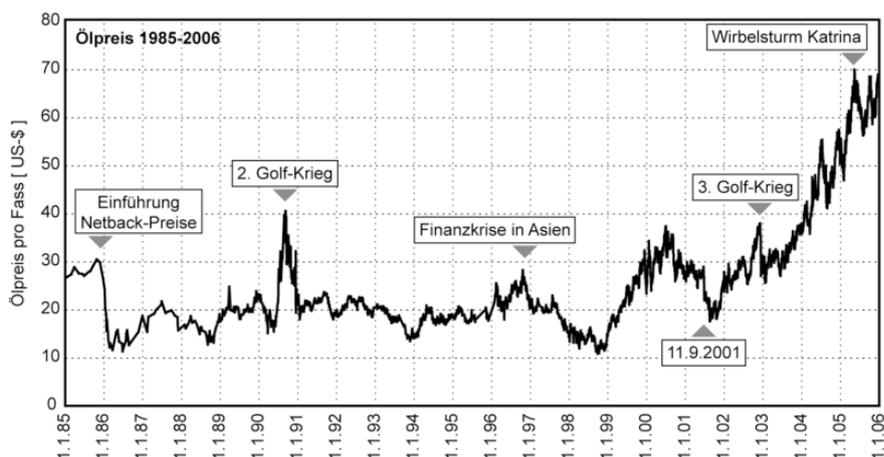
Norwegian Air Shuttle er et multinasjonalt børsnotert selskap som driver globalt og vil dermed bli påvirket av hvordan økonomien i verden utvikler seg. Faktorer som vil påvirke driften er usikkerhet rundt økonomisk vekst, inflasjon og valutakurser.

Ettersom det er umulig å forutsi den makroøkonomiske utviklingen, vil det i oppgaven bli benyttet historiske snittstall for Norwegian Air Shuttle, og utvikling i bransjen generelt som grunnlag for fastsettelse av disse tallene i denne oppgaven.

4.2.1 Økonomisk vekst i verden

Verden har de siste årene opplevd mange svingninger i økonomien grunnet kriser som, tsunami, terroristangrep, konkurs av viktige banker, vulkanutbrudd og i 2011 den store krisen i Japan hvor alt som kunne gå galt gikk galt, jordskjelv og tsunami og så problemer med nedkjøling av kjernekraftverk som førte til store radioaktive utslipp. (s43)

Politisk uro, krig og naturkatastrofer har vist seg å ha stor effekt på etterspørselen etter olje og derfor resultert i stor prisøkning. Norwegians investering i en flyflåte med svært lavt drivstofforbruk og bruk av sikring mot endringer vil gjøre selskapet svært lite utsatt for prisvekst i fremtiden.



Figur 3: Oljeprisens utvikling (kilde: <http://no.wikipedia.org/wiki/Oljeprisen>)

Finanskrisen fikk stor betydning på verdensøkonomien med påfølgende negativ vekst i mange land. Norsk økonomi befant seg fremdeles i lavkonjunktur i 2010, men vil nærme seg høykonjunktur og 3,1 % økonomisk vekst i løpet av 2011. (nasjonalbudsjettet). Globalt sett var det 5 % vekst i 2010 og vi venter, i følge IMF, en global vekst på 4,4 % i 2011 og 4,5 % i 2012.

(<http://www.euoinvestor.no/news/story.aspx?id=11688486> 1.april 2011)

Utviklingen i fremvoksende økonomier er viktige drivkrefter for verdensøkonomien. Det er fremdeles stor ubalanse i den globale økonomien som er preget av at mange industriland har store underskudd, stor gjeld og høy arbeidsledighet. (<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>, 4.april 2011)

Hvordan den internasjonale økonomien vil utvikle seg videre er fremdeles uvisst. I euroområdet er det knyttet stor bekymring om flere lands betalingssevne til å betjene en voksende gjeld og til bankenes eksponering mot statspapirmarkedet. I dag er det stor forskjell i økonomien innad i EU, hvor Tyskland har en sterk økonomisk vekst, mens land som Hellas, Portugal, Spania, Irland og Italia har stor gjeld og negativ økonomisk vekst. (<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>, 4.april 2011). Usikkerhet rundt om Hellas vil gå ut av Euro-samarbeidet, noe som kan føre til en videre konkurs av Portugal, Spania, Irland og Italia, er en av mange indikatorer på at den økonomiske fremtiden er forbundet med stor risiko.

Økonomien i verden påvirker folkets betalingsvillighet og reisetrender hvor en positiv utvikling i verden vil ha en positiv effekt på lønnsomheten til Norwegian.

4.2.2 Valuta

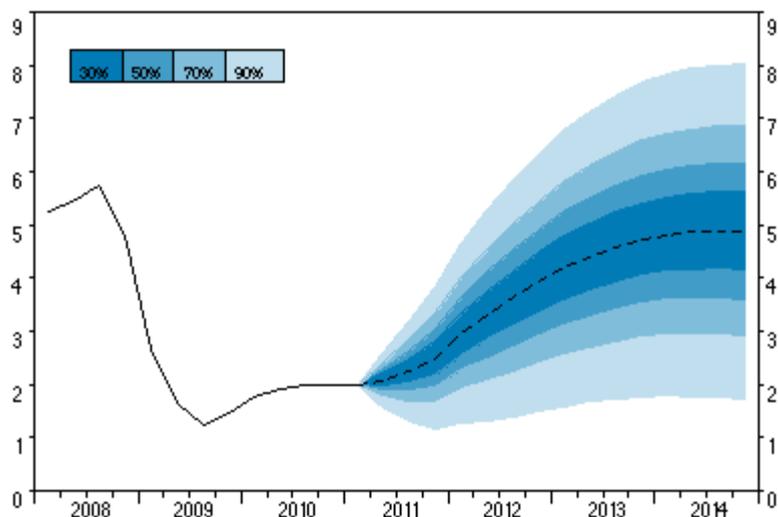
Norge er begrenset av det lave rentenivået i verden, med tanke på at en økende renteforskjell til andre land vil styrke kronkursen og dermed svekke Norges konkurransevne mot andre land. I 2010 var den norske kronen svært sterk målt med konkurransekursindeksen, bare i 2008 og tilbake på 1980-tallet kan vi finne en sterkere krone. (<http://www.fno.no/no/Indikatorer/Kommentarer-fra-FNO-om-styringsrenta/Lav-inflasjon-utsetter-renteokninger/>, 2.april 2011)

For Norwegian Air Shuttle, som har både kostnader og inntekter i utenlandsk valuta, betyr valutaendringer større risiko. Derimot så har de en egen risikoavdeling som tar seg av ekstern usikkerhet med tanke på ut og inn -betaling i andre valutaer. For inntektene vil en styrket krone bety at nordmenn vil reise mer, ettersom de får mer for pengene, men også redusere antallet utlendinger som reiser til Norge. (Norwegian annual report 2009)

4.2.3 Renter

At den norske økonomien har styrket seg kan være et tegn på at rentene burde øke fremover, mens de lave rentene i utlandet og et lavt inflasjonsnivå hjemme trekker i motsatt retning. Spekulanter mener allikevel er vi kan forvente at styringsrenten vil settes opp med 0,25 % hvert kvartal, og at pengemarkedsrenten vil endres i samme takt, og ende på 6 % ved utgangen av 2014. Dette vil føre med seg økte

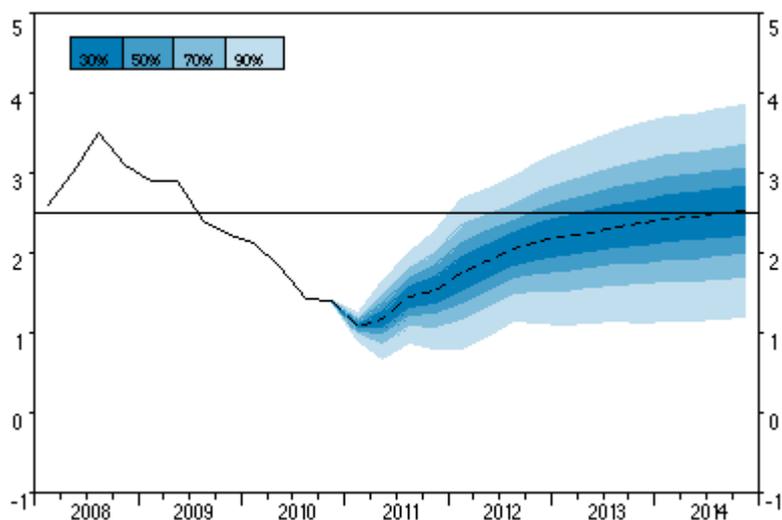
utlånsrenter som vil komme opp i 7,5 %. (<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>
11.april 2011)



Figur 4: Styringsrenten (Kilde: Norges bank)

4.2.4 Inflasjon

Regjeringen har fastsatt inflasjonsmålet for Norge på 2,5 %, som viser til en forventning om 2,5 % vekst i konsumprisene per år. KPIXE viser til at inflasjonen har ligget rundt 1- 1,5 % det siste året, mens prognosene er tilknyttet utviklingen i styringsrenten, som vil føre til at inflasjonsmålet vil stabilisere seg rundt 2,5 % frem mot 2014. (<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/> 4.mai 2011)



Figur 5: KPIXE (Kilde: Norges Bank)

Med en stabilisering i konjunktorene er det er ventet en reallønnsvekst på 2%, arbeidsledighet ned mot 2,5% i 2014 og dermed en økning i privat konsum. Lønns og prisveksten fremover er forventet å øke og nærme seg 6% (3,6 % i år) og 2,5 % frem mot 2014.

Kjøpekraften er forventet å holde seg oppe, med en moderat lønnsvekst, lave renter og lav inflasjon. Forbruksveksten var lav og spareraten høy i 2010, men er forventet å endre seg mot et større forbruk.

For Norwegian vil en forbedret økonomisk situasjon i samfunnet bety at flere vil ha råd til og ta seg råd til å reise, og at de vil fly hyppigere. Økte renter vil derimot øke avkastningskravet fra aksjonærer og eiere, men dette er også risikosikret. (Norwegian annual report 2009)

4.3 Bransjeanalyse

For å finne frem til bransjespesifikke faktorer som virker inn på Norwegian, vil både markedets utvikling, konkurranse strukturen, bransjens ulike strategier og konkurransearenaens verdipotensial analyseres. Hvordan Norwegian har posisjonert seg og hvordan de gjør det sett i forhold til konkurrentene kan være en indikator på hvordan de vil klare seg i fremtiden.

Flybransjen er syklisk og vil derfor vise en klar tendens til å gå dårligere når det er lavkonjunktur og folk har en tendens til å redusere forbruket og øke spareraten. (Norwegians årsrapport 2009) Lønnsomheten til Norwegian vil dermed være påvirket av svingninger i etterspørselen.

4.3.1 Utvikling av markedet

Totalt sett var det en vekst i solgte flybilletter på 4,3 % på det norske markedet i 2010. I antall flyavganger til utlandet var det en økning på 4,1 %, mens det var en tilbakegang på 1,1% innenlands. (www.avinor.no)

	2009	2007	2005	2003	1998	1992
Reiser i alt	27 276	27 528	22 891	19 809	17 045	11 000
–innland	12 562	12 751	11 132	10 323	9 447	6 441
–utland	14 714	14 777	11 759	9 486	7 598	4 559

TØI rapport 1073/2010

Kilde: Avinors passasjerstatistikk

Figur 6: Passasjerstatistikk 1992-2009 (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Kundegrunnlaget, antallet personer som utførte minst en flyreise i løpet av året, var på 32% av befolkningen i 2009. Norwegian's entre i 2002 førte til betydelige prisreduksjoner som gjorde rom for at flere segmenter kom inn på markedet og førte til stor vekst i kundegrunnlaget (Denstadli og Rideng 2009, s11).

	2009	2007	2003	1998	1992
Kundegrunnlag	1 550 000	1 540 000	1 480 000	1 165 000	930 000
Andel av befolkningen	32 %	33 %	32 %	26 %	22 %
Reisehyppighet (enkeltreiser)	7,3	7,4	6,4	7,6	7,2

TØI rapport 1073/2010

Figur 7: Utvikling i reisetrender 1992-2009 (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Utviklingen i reiser i forbindelse med arbeid har hatt en negativ vekst i perioden fra 2007-2009, men en positiv vekst fra 2005-2009 både innenlands og til utlandet. Private reiser har hatt en positiv utvikling i samme tidsrommet på både innenlands og utenlands reiser. (Denstadli og Rideng 2009, s11).

	Reiser i forbindelse med arbeid			Private reiser		
	2009	2007	2003	2009	2007	2003
Kundegrunnlag	780 000	840 000	660 000	1 260 000	1 210 000	1 170 000
Andel av befolkningen	16 %	18 %	14 %	26 %	26 %	26 %
Reisehyppighet	7,4	7,6	7,8	4,2	4,2	3,8

TØI rapport 1073/2010

Figur 8: Utvikling i arbeids og private reiser innenlands, 2003-2009 (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

	Arbeidsbetingede reiser				Private reiser			
	2009	2007	2005	2003	2009	2007	2005	2003
% av befolkningen	9%	10 %	8 %	7 %	31%	30 %	28 %	21 %
Kundegrunnlag	435 000	480 000	370 000	320 000	1 475 000	1 410 000	1 280 000	950 000
Reisehyppighet	5,1	5,2	5,6	5,4	3,7	3,6	3,2	3,0

TØI rapport 1073/2010

Figur 9: Utvikling i arbeids og private reiser utenlands, 2003-2009 (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Tallene viser til at det har vært en positiv utvikling i bransjen de siste årene, og at Norwegian har hatt suksess med å øke kundegrunnlaget i Norge. Dette kan være en indikator på at dersom prisene er lave nok, så vil kundegrunnlaget kunne øke ytterligere.

Med tanke på at kundegrnlaget i Norge utgjør 16 % og 9 % av befolkningen på hhv innenlands og utenlands flyvninger er det et stort uutnyttet markedspotensial. Ved å nå ut til en større del av markedet eller ta over markedsandelene til konkurrentene kan Norwegian øke markedsvolumet i Norge. Lavprisreiser befinner seg i vekstfasen i PLS, det vil si at det fremdeles finnes potensial for å nå ut til flere kunder.

Allikevel viser det seg å være vanskeligere å nå ut til flykunder, enn til allerede eksisterende, hvilket gjør at det er lettere for et selskap å vinne markedsandeler ved å utkonkurrere andre aktører. Også konkurser, oppkjøp og større tilbud enn etterspørsel på markedet er tegn på at for at Norwegian skal bli større, så må noen andre bli mindre. Dette kan vi blant annet erfare hos SAS, som har måttet skyte inn enorme mengder kapital i driften, for å overleve etter at Norwegian kom på banen.

Norwegian har overtatt store andeler av markedsandelene til SAS ved bruk av lavpris strategi og punkt til punkt reiser. Også ved å åpne opp for flyvninger til destinasjoner utenfor Norge har økt kundemassen og potensialet videre.

4.3.2 Konkurransesstrukturen

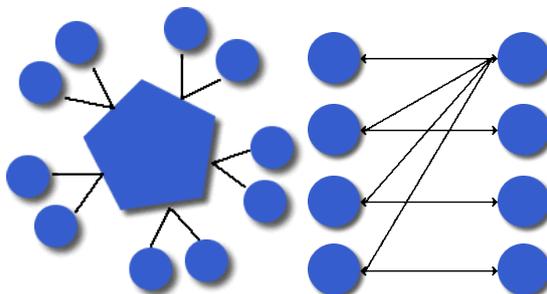
Bransjen har inngangsbarrierer i form av at markedet er preget av sterk konkurranse, lavprisselskaper og kostnadsleder strategier, og at det kreves store investeringer i driftsmidler og rutenett.

For selskaper som går konkurs vil de sitte på store eiendeler, som flyflåte, eiendommer, merkenavn og lignende. Med stor kapital bundet i anleggsmidler vil utgangsbarrierene være høyere enn i andre bransjer. I dårlige tider vil det også være vanskelig å få solgt eiendelene, dersom det ikke finnes andre selskaper som ser muligheten til å utvide.

4.3.3 Hub and spoke- rutenett

Flybransjen bruker et "hub and spoke" system som går ut på at flygningene går frem og tilbake til et midtpunkt. Slike nettverk gjør det mulig for flyselskapene å nå ut til flere kunder ved å ha et stort rutenettverk koblet opp mot en hub hvor det tilbys mer eksklusive flyvninger. Systemet vil gjøre transporten mer effektiv ved at den forenkler rutenettverket og lettere fyller opp flyene. For kundene vil det påløpe fordeler ved at de får et større tilbud å velge mellom, men forbindelsen vil

ofte være mindre attraktivt med tanke på at hub og spoke systemet innebærer mellomlandinger, flybytte og i verste fall omveier.



Figur 10: "Hub and spoke" og "point to point" rutenett

Point to point systemet er en annen metode som går ut på at flyene flyr direkte til destinasjonene og ikke flyr mellom faste midtpunkt. Dette systemet er mindre effektivt med tanke på kostnader og antall passasjerer sett fra flyselskapet sin side, men foretrekkes av mange kunder med tanke på bedre forbindelser.

(http://www.ehow.com/facts_5453808_point-hub-spoke-air-travel.html)

Norwegian Air Shuttle benyttet seg hovedsakelig, 96%, av point to point systemet, med 4% hub and spoke (overgangs reiser) i 2009.

<http://www.Norwegian Air Shuttle.no/reisemal/rutekart/>

Ved innpass av lavprisselskapene og større konkurranse har trendene gått mot stadig mindre bruk av "hub and spoke" (transfere) systemet, som er mer lønnsomt for selskapet. (Denstadli og Rideng 2009)

Tabell 5.6: Nøkkeltall for de største selskapene på utland. 2009

Table 5.6: Key figures for passengers on the 6 largest airlines. 2009

Selskap	Andel forretning	Andel nordmenn	Andel transfer	Gjennomsnittsalder
SAS	48	56	34	43
Norwegian	22	69	4	40
Widerøe	59	60	31	43
KLM	40	63	77	43
Lufthansa	39	55	72	42
Ryanair	15	65	5	40
Gjennomsnitt alle	35	61	30	42

TØI rapport 1073/2010

Figur 11: Oversikt over "hub and spoke" andelen, andelen forretning og gjennomsnittsalder (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Konkurrentene SAS og Ryanair, som er et tradisjonelt selskap og et lavprisselskap, hadde henholdsvis 34% og 5% "hub and spoke" reiser, som stemmer med trendene.

4.3.4 Yield management

Flybransjen bruker yield management for salg av flybilletter. Denne formen for salg er basert på at tre forutsetninger er til stedet:

- 1) At det er en fast mengde ressurser tilgjengelig for salg
- 2) At ressursene som selges går ut på dato. Dvs at de er verdiløse etter at fristen har gått ut.
- 3) At ulike kunder er villige til å betale forskjellig pris for samme mengde ressurser.

Det er ett gitt antall flybilletter som blir verdiløse så snart flyet tar av og. Kundene har ulike preferanser hvor noen kun er interesserte i rimelige billetter og bestiller i god tid, mens andre har verdi av tilgjengeligheten ved å kunne bestille i siste liten og har lite fokus på pris. (http://en.wikipedia.org/wiki/Yield_management, 11.mars 2011)

Yield management går ut på å optimalisere de marginale inntektene gjennom segmentering av forbrukernes betalingsvilje. Segmenteringen er basert på kjøpstidspunkt, slik at ikke alle får kjøpe til lavest mulig pris og at sen booking fører til høyere priser. (http://en.wikipedia.org/wiki/Yield_management, 11.mars 2011)

Optimaliseringen baserer seg på å skape den beste sammensetning av produkter og tjenester som selskapet skal tilby og selge i perioden, til beste pris for å generere høyest mulig inntekt, hensyn tatt de begrensninger som finnes. Dette kan hjelpe selskapet til å tilpasse prisene og fordele kapasiteten mellom segmentene på en måte som maksimerer inntektene. Et ledig flysete er en tapt mulig inntekt. Optimaliseringen kan skje på forskjellige nivåer i selskapet:

- 1) hos produktene; ett flysete
- 2) hos en gruppe varer, alle setene på et flyet
- 3) på markedet, på en destinasjon
- 4) samlet; på alle destinasjonene

Yield management utnytter ned og oppgangstider i etterspørselen og tilpasser prisene for å oppnå best mulig optimalisering. Til tross for et høyt salg av lavpris billetter, har systemet en tendens til å vise til høyere inntekter ettersom prisene settes til topp-pris jo nærmere flyavgangen man kommer.

(http://en.wikipedia.org/wiki/Yield_management)

I flybransjen måles yield ut fra inntekter per sete-km, eller inntekter per passasjer-km. Dette vil beskrives nærmere i den finansielle analysen.

4.3.5 Flyindustriens pris og kostnadsutvikling

Flyindustrien har endret seg i takt med innpass av flere og flere lavprisselskaper. Dette har ført til lavere billettpriser og mer kostnadseffektive selskaper, til tross for økende avgifter, oljepriser og andre betydningsfulle kostnader. Grunnet den store konkurransen har bransjen vist tendenser til at selskaper som har inngått gunstige kontrakter og kontinuerlig har kuttet kostnadene, er de mest lønnsomme selskapene, mens mer tradisjonelle selskaper lider under negative tall og konkurser. Terminkontrakter, sikringer (valuta, rente) og stordriftsfordeler har vist å hjelpe selskapene til å redusere kostnadene og lettere kunne forutse fremtidsbildet for driften.

4.3.6 Porters 5 bransjekrefter

Porters 5 bransjekrefter ble brukt for å analysere konkurranse arenaen i bransjen. Ved hjelp av en grundig analyse vil en komme frem til om Norwegians posisjonering har vært vellykket, hvor stort og presset markedet er og hvor stort verdipotensial som fremdeles finnes.

Norwegian er et lavpris selskap som hovedsakelig selger flyreiser innad i Norge, og mellom Skandinavia og hovedflyplasser i Europa. Ettersom dette er primærmarkedet, vil det bli gjort en analyse av dette markedet og utelate sekundærmarkedet som er flyvninger utenfor Europa. (Løwendahl og Wenstrøm 2010) Norwegians kunder kan segmenteres i målgruppene privat og bedrifts kunder, hvor Norwegian hovedfokus ligger på lavprisflyvninger til privatkunder.

Grunnet stor konkurranse på markedet tilbys det ofte lavpriskampanjer av selskaper som normalt ligger i en annen prisklasse, hvilket gjør at

konkurransarenaen til Norwegian er lite påvirket av at selskapet er definert for å være et lavprisselskap.

4.3.6.1 Dagens konkurrenter

Nyere tall (mars 2011) viser til at Norwegian nesten har feid all konkurranse av banen og at det er kun Ryan Air, og noen ganger SAS, KLM og Lufthansa som er konkurransedyktige på pris. <http://www.boarding.no/art.asp?id=44948>

SAS er Norwegians største konkurrent, både på innenlands flyvninger og utenlandsflyvninger. Til tross for at SAS har fokusert mye på bedriftskunder i årenes løp og har satset på en annen prisklasse enn Norwegian, så har de i dag faste kampanjer som kan konkurrere i Norwegians prisklasse. SAS har allikevel hatt store tap etter at Norwegian kom på banen ettersom de har mistet store markedsandeler i alle segmentene.

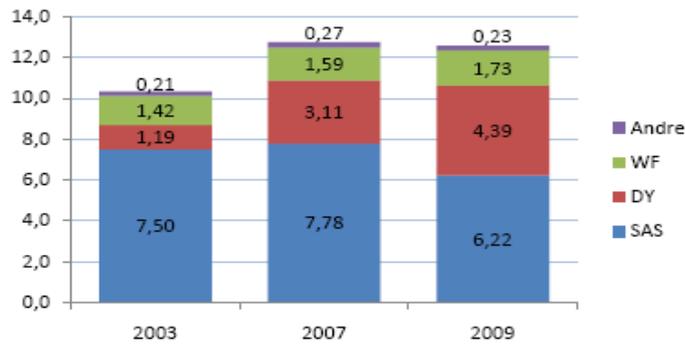
Selskap	2009		2007		2005		2003	
	Antall ruter	Antall med over 60' passasjerer	Antall ruter	Antall med over 60' passasjerer	Antall ruter	Antall med over 60' passasjerer	Antall ruter	Antall med over 60' passasjerer
SAS	43	15	42	18	33	16	18	11
Norwegian	100	17	77	13	36	4	5	-
KLM	6	6	6	6	6	5	5	4
Ryanair	25	7	13	5	7	5	5	4
Lufthansa	7	4	4	3	4	3	4	2

TØI rapport 1073/2010

Figur 12: Betjening av de rutenett (Kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Innenlands

Det ble i 2009 foretatt 12,57 millioner reiser innenlands, hvor 6,22 mill reiste med SAS, 4,4 mill med Norwegian og 1,73 mill med Widerøe. Basert på disse tallene har Norwegian en markedsandel på 35 % på innenlands flyvningene. Det har vært store endringer i disse andelene de siste årene, hvor SAS har gått ned fra en markedsandel på 61% til 49 % mellom 2007 og 2009, mens Norwegian har kapret 11 % og økt passasjertallet med 41 %. (Denstadli og Rideng 2009)



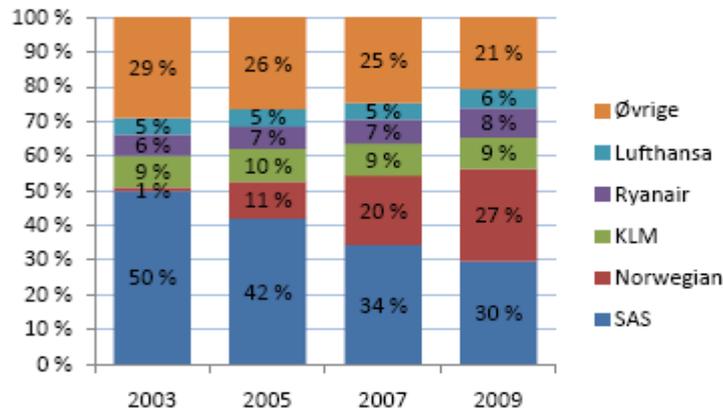
TØI rapport 1073/2010

Figur 4.1: Antall passasjerer innenlands etter selskap. 2003, 2007 og 2009

Figur 13: Antall passasjerer innenlands etter selskap, DY= Norwegian (Denstadli og Rideng 2009)

Utenlands

Det var i 2009 35 selskaper som fløy mellom Norge og utlandet, hvilket betyr en nedgang fra 2007. Markedet er preget av nisjeruter med få avganger og små selskaper. De to største selskapene, SAS og Norwegian Air Shuttle, med markedsandel på hhv. 30% og 27 %, betjener 80% av reisene. De neste på lista er KLM, Lufthansa og Ryanair. (Denstadli og Rideng 2009). At det finnes mange nisje selskaper på utenlandsflyvningene kan være en trussel dersom selskapene velger å satse mer, men en mulighet dersom Norwegian velger å satse, ettersom selskapet har en godt etablert merkevare i Skandinavia.



TØI rapport 1073/2010

Figur 5.4a: Markedsandeler for de fem største operatørene på utenlandsruter fra norske lufthavner. 2003-2009

Figur 14: Markedsandeler på utenlandsreiser (kilde: Denstadli og Rideng 2009).

Mindre konkurrenter er Spanair, Brussels airlines, Air France, airBaltic, Czech Airlines, Estonia Air, Wizz Air og Air Berlin. Dette er aktører som konkurrerer på noen få av Norwegian flyvninger, men som er lavprisselskaper og dermed svært

konkurransedyktige. Fordelen for Norwegian er at Nordmenn har en tendens til å velge Norske aktører fremfor utenlandske, men med mange søkemotorer for å finne de rimeligste reisene på nett, er utenlandske aktører lettere tilgjengelig enn før. (<http://www.bedrereise.no/europas-lavprisflyselskaper/>, 1.mars 2011)

Forretnings markedet

Bedriftskunder er et segment med stort potensial, og utgjorde i 2009 52 % av alle innenlands reisene, og 35 % av utenlands reisene (Denstadli og Rideng 2009).

Undersøkelser har vist at forretningsreisene foretrekker andre aktører, men at Norwegian har blitt en mer gjeldende aktør etter at mange selskaper er blitt mer bevisste på kostnadene etter finanskrisen. (Denstadli og Rideng 2009).

4.3.6.2 Etableringstrusler fra inntrengere

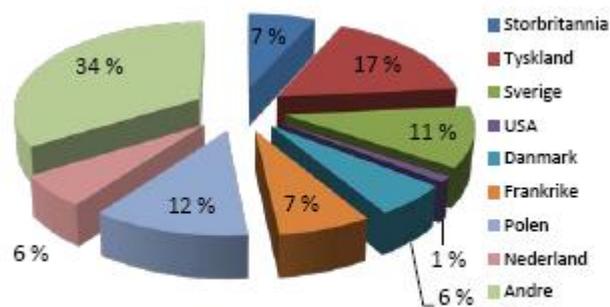
Bransjen har vært preget av harde finansielle tider de siste årene, etter innpass av flyselskaper som er skapt for å overleve med lave billett priser og som er svært kostnadseffektive. Dette har ført til konkurser, Vildanden (2005-2011) og Costair (1975-2008), Islandske Sterling(-2008), SkyEurope (-2009) m.f., og oppkjøpstrender, hvor selskaper med stordriftsfordeler har vist en tendens til å overleve. Spesielt finanskrisen styrte mange ned i gropa.

At det er en liten sannsynlighet for at det skal inntre nye aktører på markedet gjør det lettere for Norwegian å forutse hvilke aktører som kan bli sterke konkurrenter. Det er svært mange lavpris selskaper i Europa og ikke plass til flere, vist av at tilbudet er langt større enn etterspørselen, hvilket kan sees på som en trussel for Norwegian dersom de nåværende aktørene velger å konkurrere på deres rutenett.

Potensielle inntrengere kan være lavprisselskaper som driver i de landene Norwegian har startet flygninger til. Så lenge som Norwegian holdt seg i Norge var ikke disse konkurrenter, men det viser seg at mange aktører velger å ta opp kampen etter inntrenging på deres hjemmemarked. Når Norwegian nå er til stede kan konkurrentene frykte at de kommer til å utvide rutenettet i landene, og kan da velge å sette opp parallelle flyvninger for å konkurrere aktøren ut av markedet før den får fotfeste. (Solberg 2009)

Etablerte selskaper har større styrke til å inntre i et nytt marked, ettersom de allerede har et godt utviklet rutenett og da gjerne opparbeidet seg en god soliditet. Med lavere lønnskostnader og mindre krav til arbeidsloven i andre land, kan utenlandske konkurrenter lettere konkurrere på pris enn Norske. (Solberg 2009)

Ryan Air, Spanair, Air France, airBaltic, Czech Airlines, Wizz Air og AirBerlin har allerede flyvninger til Norge og kan dermed være potensielle inntrengere, altså tilby flere ruter mellom deres hjemmemarked og Norge. Wizz air er en ny aktør som har gjort seg gjeldende de siste årene, med 230 000 passasjerer og 1,8% markedsandel i 2009. Også Air Berlin er en fryktet inntrenger, ettersom Norwegian har mange avganger mellom Norge og tyske byer, og at det er et attraktivt reisemål med tanke på at 17 % av trafikkveksten i perioden 2003-2009 har vært mellom Norge og Tyskland. (Denstadli og Rideng 2009)



TØI rapport 1073/2010

Figur 5.10: Andel av trafikkveksten 2003-2009

Figur 15: Trafikkvekst (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

4.3.6.3 Trusler fra substitutter

Flybransjen er per dags dato en trygg bransje i seg selv, med det menes at det er liten sannsynlighet for at ny teknologi skal utkonkurrere den i nærmeste fremtid. Transportnæringen har det siste århundret gått fra hest og kjerre til damplokomotiv i (1850), bil (1885), hurtig tog og i dag jettfly.

Innenlands kan høyhastighetstog bli en reell konkurrent på lang sikt, men som vi ser i blant annet Tyskland, så vil det bli vanskelig å tilby priser på samme nivå (uten subsidier fra staten), hvilket vil tyde på at Norwegian vil ha sin plass fremdeles.

Med økende drivstoff priser og fokus på miljø kan det bli en økende trend mot å bruke mer miljøvennlige og rimeligere tilbud (dersom prisene øker), men dette vil være på lang sikt.

4.3.6.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke er en indikator på om flyselskapene kan ta de prisene de vil, eller om kundene har stor påvirkning på prisene og tilbudet.

Trendene i markedet, mot stadig flere lavprisselskaper viser til at kundene er lite lojale og svært søkende etter de beste produktene til den laveste prisen. Spesielt privatkunder svikter når prisene går opp, og tilbudet fra både Norwegian og SAS viser til priskrig gjennom kampanjer og reward programmer hvor kunden kan samle poeng på reisene sine.

Ettersom kundene har en tendens til å svikte dersom prisene øker, vil en si at de har en høy forhandlingsstyrke. Dvs at flyselskapene konkurrerer om å tilby de laveste prisene med best mulig tilbud basert på målgruppen. Når kunden kjøper flybilletter hos Norwegian kan de selv velge hva de ønsker, om det er en billigst mulig reise, eller om de ønsker å tilføre ekstra service som bagasje, flysete, (skrive mer her). Dette er typiske trekk hos lavprisselskaper.

4.3.6.5 Leverandørers forhandlingsstyrke

Stabile leverandørforhold er viktig for at Norwegian skal kunne minske risikoen i selskapet ved å kunne forutse sine kostnader gjennom inngå (gunstige) avtaler.

Viktige leverandører for Norwegian er leverandører av drivstoff, flydeler, mat og renhold. Alle er påvirket av eksterne faktorer, enten trender i markedet (drivstoff), etterspørselen, leverandører av flydeler, catering og renholds firmaer kan gå konkurs eller ha stor pågang hvilket kan føre med seg at Norwegian må finne en ny leverandør eller betale mer. Ved langsiktige kontrakter kan slike problemer unngås. (<http://www.Norwegian Air Shuttle.no/om-Norwegian Air Shuttle/presse/pressemelding/?itemid=442175&languagekey=ee0f6538e0cbfa0c1c263411f5f7e46c&pressroom=no;ee0f6538e0cbfa0c1c263411f5f7e46c&typeofmedia=pressrelease> 1.april 2011)

Selskapet har opprettet en gunstig avtale til Boeing om levering av fly, ettersom Norwegian har lagt inn en stor bestilling hos dem. Min konklusjon er dermed at Norwegian leverandører har liten forhandlingsstyrke og at en konkurssituasjon for Boeing er det eneste som ville vært av stor betydning. Med en kikk på resultatene til Boeing, er ikke dette av noe å frykte i nærmeste fremtid. (<http://www.istockanalyst.com/symbol/ba> 1.april.2011)

Norwegians evne til å skape verdi

For å finne frem til hvordan Norwegian skaper fordeler i et svært konkurransedyktig marked, vil det utføres en analyse av selskapet.

Norwegian selger tjenester til kundene sine, i form av flyseter. Dette vil si at de skaper verdi ved å gjøre flyseter med avganger til ettertraktede destinasjoner tilgjengelig for kundene. Også inntektene fra salg av billetter, markedsføring, renhold, matservering, vedlikehold og sikkerhet (flyvertinner) er verdiskaping.

Hvor stor verdi Norwegian skaper for kundene avhenger av hvor mye produktene er verdt for kunden, og vil ofte være situasjonsbetinget. Hvor stor verdi som skapes i form av overskudd er avhenging av etterspørselen, Norwegian posisjonering- og konkurransesituasjonen på markedet.

4.3.7 Porters Generiske Strategier

Hvordan et selskap posisjonerer seg er en faktor som er avgjørende for lønnsomheten. Porters teori om generiske strategier er valgt for å plassere Norwegian i forhold til konkurrentene. Økonomisk teori sier at kun de beste bedriftene vil overleve i konkurransen, hvilket betyr at Norwegian må strebe etter å være bedre enn konkurrentene. Å skape konkurransefortrinn som kan opprettholdes er den fundamentale strategien for et vellykket selskap. I følge Porter kan dette gjøres på to måter, enten ved å være kostnadsleder- eller differensiere produksjonen. (Porter 1992)

4.3.7.1 Differensiering

Differensiering går ut på at selskapet søker å tilby unike produkter som kundene verdsetter høyere enn konkurrentene sine, og dermed er villig til å betale en høyere pris for. Selskapet oppnår en bedre lønnsomhet enn snittet av sammenlignbare selskaper ved at de kan ta høyere priser. Denne form for konkurransefortrinn vil være vanskelig med tanke på at det er stor konkurranse og

at andre selskaper kan kopiere produktet og dermed ødelegge fortrinnet. Selskaper som er bygget for differensiering vil være mindre tilbøyelige for økt konkurranse, med tanke på at de ikke har hatt fokus på å redusere kostnadene. (Porter 1992).

Med stor konkurranse og mulighet for å få flyreiser til en billig pris sammen med økt oppmerksomhet rundt personlig- og selskapers- økonomi i etterkant av finanskrisen, viser kundegruppen en mindre villighet for å betale for ekstra tjenester som øker prisen på flyreisen. Dette kan være en indikator på hvorfor Norwegian har hatt svært god utvikling de siste årene.

Flybransjen har blitt vanskelig å differensiere med tanke på at lavprisselskapene bruker en grunnpris på flybillettene, men også tilbyr kunden ekstra komfort mot ekstra betaling. Tradisjonelle selskaper, som SAS, har nå valgt å omstrukturere selskapet for å overleve med markedets pressede priser.

4.3.7.2 Kostnadsledelse

Kostnadsledelse går ut på at selskapets strategi er å ha de laveste produksjonskostnadene i bransjen. Selskapet segmenterer ikke kundegruppene ettersom de ønsker å dekke behovet til alle kundene i bransjen. Strategien for selskaper som har kostnadslederskap vil være å redusere prisene på markedet, noe som vil utkonkurrere noen aktører, mens andre aktører vil velge den samme strategien og dermed skape stor konkurranse i markedet. (Porter, 1992)

Kostnadmessige konkurransefortrinn kan være stordriftsfordeler, gode avtaler med leverandører, og effektivisering av produksjonen som fører til at selskapet er mer lønnsomt enn snittet hos sammenlignbare selskaper.

Ved å se på mulige fordeler som stordrift, lønnsomme avtaler og effektivisering av produksjonen opp mot konkurrentens resultater, kan en finne ut om selskapet har varige fortrinn. At selskapet har en god strategi og evne til å føre den valgte strategien videre er den viktigste verdidriveren for å være bedre enn konkurrentene.

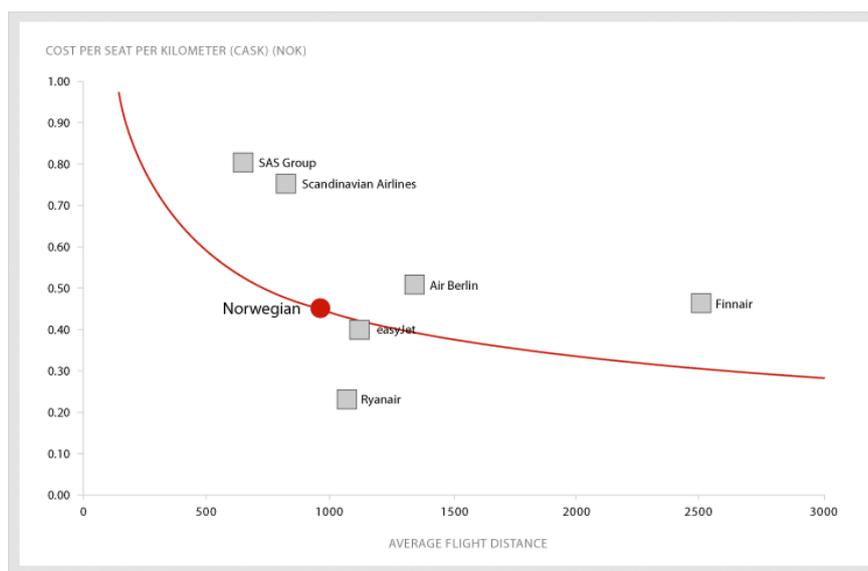
4.3.7.3 Kostnadseffektivitet i Norwegian

Norwegian har fra starten satset på salg av lavprisbilletter og derfor også hatt et stort fokus på at driften skal være mest mulig kostnadseffektiv, for å kunne tilby

enda bedre priser og fremdeles ha en lønnsom drift. For å oppnå dette har selskapet valgt å fokusere på det de gjør best, mens andre oppgaver er outsourset til eksterne selskaper. For at kostnadene i organisasjonen skal minimeres har de valgt et hierarki med nære relasjoner, som fører til at raske avgjørelser.

Enhetskostnader og lade-faktor på flyene er indikatorer på hvor effektiv driften er.

Med investeringene i den nye flyflåten har Norwegian mål om enhetskostnader på 0,4 kr per sete per km. I dag er enhetskostnadene på 0,49 kr/km, som er langt lavere enn SAS sine, som ligger på 0,95 kr/km med mål om en reduksjon til 0,81 kr/km. Sett i forhold til sin største konkurrent i dag, gjør Norwegian det svært bra. Allikevel vil andre lavprisselskaper være svært aktuelle konkurrenter, med tanke på at selskapet ønsker å satse mer på utenlands flyvninger. Ryanair og Easyjet har svært lave enhetskostnader på hhv 0,29 kr/km og 0,45 (kilde: Selskapenes års resultater)



Figur 16: Norwegians kostnader per setekm i forhold til konkurrentene.

Basert på informasjonen over kan det konkluderes med at Norwegian er kostnadsledende på flyvninger i Norge, men har en lang vei og gå med hard konkurranse på utenriksflyvningene.

4.3.8 Finansiell analyse og prognoser for Norwegian videre

De siste årene har vært preget av store konjunkturrelle svingninger som gjør en finansiell analyse av Norwegian desto viktigere. Hvor mye Norwegian ble påvirket av trendene kan være en indikator på hvor utsatt selskapet er for dårlige tider. Den finansielle situasjonen vil gi oss svar på hvor godt forberedt Norwegian er på disse.

Makroanalysen av samfunnet generelt viser at vi går i møte bedre tider, men med økt rente. Høy konjunktur vil ha en positiv effekt på Norwegian ved økt billettsalg, høyere inntekter, og lavere kronekurs som vil medføre lavere kostnader og økt reisetrend fra utlandet.

Først ble Norwegians driftsutvikling sett i forhold til konkurrentene på markedet. Her har jeg valgt å bruke Widerøe og SAS som er aktører på innenlands markedet og som vil være påvirket av de samme konjunktorene som Norwegian, i form av renter, valuta og lignende. Deretter ble Ryanair og Easyjet som er to utenlandske lavprisselskaper som har samme kostnadsstrategi og bedriftsstruktur som Norwegian vurdert.

	Norwegian Air Shuttle			Sammenlignede selskaper		Tall fra 2009	
	2009	2008	2007	Widerøe	SAS	Ryanair	Easyjet
Driftsinntekter	7309	6226	4226	2 747	5 103	2988	2973
Driftskostnader	6737	6564	4092	2 702	5 800	2599	2799
Finansinntekter	-197	343	-24	2	837	-49,6	-19,5
Gjennomsnittlig total	4100	2755	1697	1601	1793	6759	3592
Totalkapital rentabilitet	9,10 %	0,20 %	6 %	2,90 %	7,80 %	6,00 %	4,30 %
Kapitalens omløps hastighet	1,783	2,26	2,491	1,716	2,846	0,442	0,828
Resultatgrad	0,0513	0,0009	0,026	0,0171	0,0274	0,0198	0,052

Figur 17: Nøkkeltall (kilde: <https://global.factiva.com/>, www.proff.no 15.mars 2011)

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et mål for bedriftens avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften, og burde være høyere enn avkastningskravet. Sett i forhold til konkurrentene har Norwegian en tilfredsstillende rentabilitet, men med et avkastningskrav på 7 % ligger den i grenseland i forhold til hva den burde.

Resultatgrad

Resultatgraden er et mål på hvor stor fortjeneste selskapet har per omsatt krone. Snittet blant konkurrentene ligger på 2,85%, hvilket viser at Norwegian gjør det greit i bransjen, derimot så burde denne ligge på mellom 5-10 % og gjerne høyere.

Flyflåte

Norwegian har allerede investert i, og vil fortsette å investere i, en flyflåte som er mer kostnadseffektiv, med et større setevolum og 20-25 % lavere drivstoff forbruk. Dette er et smart trekk med tanke på at drivstoffkostnadene er den eneste usikre faktoren i kostnadene til flyindustrien og som er helt utenfor selskapets påvirkningsevne.

Som er normalt i flybransjen har Norwegian leaset store deler av flyflåten. Dette har ført med seg en betydelig høyere fleksibilitet enn selveie. Investeringene vil dermed føre med seg avskrivingskostnader og redusert fleksibilitet, ettersom Norwegian i 2014 vil lease kun 19 av totalt 73 fly.

Egenkapital rentabilitet

Egenkapital-rentabilitet måler avkastningen som eierne får på investeringen i selskapet, og bør derfor være høyere enn hos en alternativ plassering med lavere risiko. Også rentabiliteten til Norwegian var god i 2009 og 2007, og svært god i forhold til konkurrentene.

	Norwegian Air Shuttle Air			Sammenlignede selskaper			
	2009	2008	2007	Widerøe	SAS	Ryanair	Easyjet
Årsresultat	446	4	85	34	100	-169	71
Gjennomsnittlig EK	1249	703	385	468	1310	2425	1293
EK-rentabilitet	35,71 %	0,56 %	22,11 %	7,25 %	7,63 %	-6,97 %	5,49 %

Figur 18: Egenkapitalrentabilitet (kilde: <https://global.factiva.com/>, www.proff.no, 15.mai 2011)

Soliditet

Soliditeten til en bedrift viser til hvor godt selskapet vil overleve underskudd og har sammenheng med hvor stor andel av selskapet som er finansiert med egenkapital. Egenkapitalandelen til Norwegian har gjennomsnittlig ligget på 29,4 % siden 1998, mot 69,4 % i SAS og 26,2 i Widerøe. I flybransjen lå gjennomsnittet på 28,2% i 2009, men høyere for lavprisselskaper (<http://global.factiva.com/> 13.april 2011). Norwegian har dermed en god soliditet sammenlignet med konkurrentene, men er likevel utsatt dersom de vil møte dårlige tider.

Soliditetsanalyse 2009	snitt	Norwegian	Widerøe	SAS	Ryan air	Easyjet	Airberlin	AirFrance	Vueling	Lufthansa
Egenkapitalandel i %	49 %	32 %	29 %	73 %	49 %	55,55 %	39,21 %	32,67 %	81,30 %	53,19 %
Gjeldsgrad	1,3	2,1	2,4	0,4	1	0,8	1,6	2,1	0,2	0,9

Figur 19: Gjeldsgrad (kilde: <https://global.factiva.com/>)

Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 er et mål på bedriftens betalingsevne, hvor alt over 1,5 er akseptabelt. Norwegian har en lav betalingsevne, med L1 på 0,99, sett både i forhold til konkurrentene og teorien. Likviditetsgrad 2 er et bedre mål med tanke på at de minst likvide omløpsmidlene ikke er medregnet. Norwegian kommer dårlig ut med et gjennomsnitt på 0,54, som ligger langt unna kravet på 1.

	Norwegian Air Shuttle			Sammenlignede selskaper			
	2009	2008	2007	Widerøe	SAS (normalt)	Ryanair	Easyjet
Kortsiktig gjeld	2327	1655	1213	692	282	1389	1062
Mest likvide omløpsm	1408	607	789	305	1788	1583	789
Omløpsmidler	2303	1574	1263	384	1793	2543	1482
Arbeidskapital	-24	-81	46	-277	1510	1164	420
Likviditetsgrad 1	0,99	0,95	1,04	0,55	6,36 (1,1)	1,83	1,4
Likviditetsgrad 2	0,61	0,37	0,65	0,44	6,34	1,14	0,74

Figur 20: Likviditet (kilde: <https://global.factiva.com/>, www.proff.no)

Lønnsomhetsmål på flybransjen

Det er noen bedriftsspesifikke lønnsomhetsmål som viser til hvordan Norwegian gjør det i bransjen. Det viktigste målet for flyindustrien er flytids optimalisering, som viser til flyflåtens prosentvise flytid i løpet av et døgn. Det er kun de flyene som er i lufta som skaper inntekter, noe som gjør flystatistikken svært viktig, men også svært hemmelig. (<http://www.wikinvest.com/industry/Airlines>, 15.mai 2011)

ASK er antallet tilgjengelige seter per km som avhenger av antallet passasjer seter og hvor mange og lange avganger et flyselskap har. Norwegian har hatt en høy vekst i ASK, 18% i 2009, og vil i perioden 2010-2014 doble produksjonen, fra 17804 mill km.

ASK = tilbudte setekilometere, antall tilgjengelige passasjer seter * flystrekning

Load faktor måler hvor stor andel av tilgjengelige flyseter som er solgt i løpet av en periode, og er målt i antall fylte setekilometere i %. Ladefaktoren har ligget rundt 79%,

RPM er andelen solgte flykm og viser til hvor mange setekm som ble solgt.

$$\text{RPM} = \text{solgte setekm} * \text{flystrekning}$$

RASK er billettinntekter per tilgjengelige setekm (ASK). I 2009 hadde Norwegian en RASK på 0,47 NOK, som er en nedgang fra 2008. Lavprisstrategien er mye av

grunnene til en lavere RASK, ettersom de ønsker å kunne tilby enda flere billigbilletter. ([http://annualreport.Norwegian/2010/operations and marked development](http://annualreport.Norwegian/2010/operations_and_marked_development), 1.mai)

RASK = antall betalte flybilletter* flystrekning

Yield er et mål på avkastning og måler hvor mye selskapet har tjent per RPM. Norwegian bruker RASK i stedet, som er et mål på gjennomsnittlige inntekter per ASK. Måler hvor mye billett inntekter ett sete genererer i gjennomsnitt per flydde km. RASK var i 2009 på NOK 0,47 mot NOK 0,49 i 2008. Nedgangen kan tilknyttes til endringer i rutenettet, større og mer kostnadseffektive fly, og fjerningen av drivstoff tillegget som ga rekord høye drivstoffpriser i 2008. Norwegian har et mål om å fly med lavest mulig RASK, ved å fokusere på lavere driftskostnader og effektivisering av variable kostnader gjennom høyere kapasitet per flyvning.

RASK= Gjennomsnittlig billettinntekt per ASK.

4.4 SWOT-analyse

SWOT	
Styrker	Muligheter
<ul style="list-style-type: none"> -Kostnadslederstrategi -Point to point rutenett -Yield management -Lave enhetskostnader -Mulighet til å fly med lav RASK, og dermed stå sterkt til tross for synkende priser på markedet - Kostnadseffektiv flyflåte - Høy effektivitet 	<ul style="list-style-type: none"> -Nasjonal konkurranse -SAS sine økonomiske problemer -Vekst i kundegrunnlaget -Vekst i reisetrender -Vekstfase i PLS -Gode leverandøravtaler -Ingen substitutter
Svakheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> -Lav soliditet -Lite likvid 	<ul style="list-style-type: none"> -Internasjonal konkurranse -Inntrengere -Vekst i kostnadsnivå -Priskrig -Konjunkturer

Figur 21: SWOT

5 Verdssettelsesmodeller

Det finnes mange måter å verdsette en bedrift på og hovedskillet går på om bedriften er børsnotert eller ikke. I oppgaven vil kun de modellene som er relevante for å finne verdien på aksjene til Norwegian bli nærmere beskrevet. Det anbefales å benytte flere modeller, for å se at den verdien som er funnet med en modell befinner seg innenfor et realistisk område (Dahl et. al 1997). De ulike verdsettelsesmodellene kan deles inn i kategoriene:

1. Balansebaserte modeller
2. Inntjeningsbaserte modeller
3. Relative modeller

5.1 Balansebaserte modeller

Ved denne type metoder verdsetter man først selskapets eiendeler og trekker fra gjeld og utsatt/ latent skatt for å komme frem til selskapets verdi. (Dahl et. al 1997, s12)

5.1.1 Matematisk modell/ bokført egenkapital

Denne modellen gir uttrykk for verdien av selskapets egenkapital basert på regnskap- og aksje-lovens vurderingsregler. Etersom modellen bruker forsiktighetsprinsippet vil de reelle verdiene ofte avvike sterkt (være undervurdert) fra den bokførte egenkapitalen. I motsatt tilfelle kan Pris/bokført verdi være mindre enn 1, egenkapitalen er overvurdert, i tilfeller hvor selskapet ikke klarer å forrente den bokførte egenkapitalen. (Dahl et. al 1997)

5.1.2 Verdijustert egenkapital/ substansverdi

Substansverdien er avhengig av at det finnes et aktivt marked med realistiske priser, på en vesentlig del av selskapets eiendeler. Ved denne metoden verdijusteres egenkapitalen ved å finne markedsverdien til eiendelene og videre trekke fra gjeld inkludert latent skattegjeld. Dersom det ikke eksisterer markedsverdier for foretakets eiendeler brukes gjenanskaffelsesverdi justert for verdiforringelse. (Dahl et. al 1997)

5.1.3 Likvidasjonsverdi

Dersom virksomheten skal avvikles vil likvidasjonsverdien gi den teoretisk laveste verdien som eierne vil sitte igjen med. Metoden går ut på å korrigere bokført egenkapital (tall fra sist tilgjengelig balanse), for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. (Dahl et. al 1997, s.19)

Jeg har valgt og ikke benytte meg av balansebaserte modeller, ettersom tallene er preget av stor usikkerhet noe som vil gjøre verdiestimeringen svært unøyaktig. Ved prissetting av aksjer er eierne interesserte i en reell pris, noe som gjør at usikkerhet rundt realistiske markedsverdier på eiendelene og bruk av forsiktighetsprinsipper gjør modellene lite brukbare.

5.2 Inntjeningsbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modeller er mest benyttet dersom selskapet har som plan å fortsette driften. Disse modellene tar utgangspunkt i hvilke verdier selskapet kan generere i fremtiden, basert på forventet inntjening i kommende år. (Dahl et. al 1997)

5.2.1 Dividendemodeller

Denne modellen er lite brukt i Norge hvor utdeling av overskudd er mindre vanlig, mens den er et mer utbredt verktøy i blant annet USA. Ved bruk av modellen finner vi verdien av aksjen på bakgrunn av forventet dividende utbetaling, avkastningskrav og vekst. Verdien av aksjene avtar med økende avkastningskrav, og øker med høy vekst. Ettersom avkastningskravet øker med høyere risiko, påvirkes også aksjeverdien. (Dahl et. al 1997, s.20)

$$P = \frac{D}{k-g}$$

5.2.2 Kontantstrømsbaserte modeller

Ettersom det er selskapets evne til å generere kontantstrømmer i fremtiden som er den reelle verdien av et selskap, som planlegger fortsatt drift, er budsjettering og diskontering av kontantoverskudd den mest nøyaktige verdsettelsesmetoden.

Dette er sant så lenge det lar seg gjøre med den informasjonen som man har tilgang til. Ved disse metodene utarbeides det budsjetter for de kommende år, basert på historiske tall og prognoser om salgs- og prisvekst. Kontantstrømmene justeres for skatter og avgifter i inntektsåret og det ses bort fra gevinst- og utsatt skatt. (Dahl et. al 1997,24)

Ettersom det vil være en del usikkerhet i tallene, må det videre utføres sensitivitetsanalyser som påvirke parametere (Thoresen 2011, s 40)

Vi kan beregne kontantoverskudd til egenkapitalen eller til totalkapitalen.

5.2.2.1 Egenkapitalmetoden FCF^{EK}

Denne metoden gir kontantoverskuddet til egenkapitalen, som er den kontantstrømmen som er igjen til eierne etter at alle andre har fått sitt (forelesningsnotater, 11/2.2011)

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
+ Økning rentebærende gjeld
= Kontantstrømoverskudd til egenkapitalen etter skatt

Bestemmer avkastningskrav ved hjelp av kapitalverdimodellen:

Avkastningskrav til EK = $r_f \cdot (1-s) + \text{markedets risikopremie} \cdot \beta_{EK}$

Verdi av EK = Kontantoverskudd / (avkastningskrav EK - terminalvekst)

Verdien kan kontrolleres ved å beregne: $P/E = \text{Verdi EK} / \text{resultat etter skatt}$

5.2.2.2 Totalkapitalmetoden FCF^{TK}

Denne metoden er lik egenkapital metoden med unntak av at man her tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt og ser bort fra endring i rentebærende gjeld ved å regne som om selskapet er 100% EK- finansiert. (Boye og Meyer 2008). Denne metoden tar hensyn til all risiko i selskapet.

Metoden går altså ut på å finne verdien av et selskap ved å beregne NV (nåverdien) av de fremtidige frie kontantstrømmene gjennom budsjettering og diskontering med totalavkastningskravet, WACC. (Boye og Meyer 2008) Ved å trekke verdien av gjelden fra totalkapitalen kommer vi frem til egenkapitalen.

Bruker et gjennomsnittlig avkastningskrav, WACC for totalkapitalen:

$$W_{RBG} * r_{RBG} + W_{EK} * r_{EK}$$

Med bakgrunn i at Norwegian planlegger videre drift er det valgt å ta utgangspunkt i FCF^{TK} for verdsettelsen av Norwegian.

Fri kontantstrøm til FCF^{TK} hos Norwegian kan defineres ved:

Driftsinntekter

- Driftskostnader

- EBITDAR

- 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

Ettersom de fremtidige kontantstrømmene er vanskelige å budsjettere desto lenger fram i tid de kommer, brukes en terminalverdi for kontantstrømmene som kommer etter den eksplisitte budsjetteringsperioden. Disse beregnes ved å estimere en realistisk vekst i inntektene og kostnadene i evig tid, og diskonteres med WACC justert for terminalvekst, gitt ved Gordons formel.

$$TV_n = \frac{FCF_n * (1+g)}{WACC - g}$$

5.3 Relative modeller

Relative metoder tar utgangspunkt i sammenlignbare selskaper for å finne en nærliggende verdi av selskapets eiendeler på en rask og rimelig måte. Disse modellene er dermed mindre nøyaktige, men er gode verktøy for å vurdere rimeligheten til verdien som er funnet vha mer grundige metoder. (Boye og Meyer 2008, 157)

5.3.1 Multiplikator modeller

Multiplikatormodellen er mest brukt i praksis. I multiplikatormodellen verdsetter man selskapet i sammenheng med andre selskaper i samme bransje av tilsvarende størrelse. (Boye og Meyer 2008)

Eksempel på relativ prising:

$$\text{Verdi av selskap A} = \frac{\text{Verdi selskap B}}{\text{Verdidriver selskap B}} * \text{Samme verdidriver for selskap A}$$

Man finner altså verdien av selskapet basert på egne regnskapsstørrelser som multipliseres med en multiplikator for et annet børsnotert selskap. Her er det viktig å passe på at verdidriveren i nevneren er en størrelse som er relatert til hvilke tall man bruker i telleren (EK eller TK). Det må videre korrigeres for forskjeller i selskapene, da spesielt inntjeningspotensialet. Metoden er lite nøyaktig med tanke på at børsnoterte selskaper kan være feil priset. (Boye og Meyer 2008)

Norwegian Air Shuttle befinner seg i en syklisk industri hvor P/E multiplikatoren er mye brukt, andre multiplikatorer som kan brukes er EV/EBIT og EV/EBITDA.

5.3.1.1 Egenkapital multiplikatorer

P/E beregner forholdet mellom pris og inntekt og avhenger av forventet avkastning og risiko:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1-b}{k-g}$$

Vi dividerer dagens kurs med forventet resultat for neste år. Desto høyere

forventet vekst, desto lavere er nevneren og høyere er P/ E tallet

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{r*(1-b)}{k-g} = \frac{r-g}{k-g}$$

P/B er oppgitt i prosent og beregner børskursens forhold til den bokførte egenkapitalen. Multiplikatoren er avhengig av utdelingsforholdet, avkastningen og avkastningskravet. (Boye og Meyer 2008)

5.3.1.2 Totalkapital multiplikatorer

I verdsettelses sammenheng er det som regel best å bruke multiplikatorer for totalkapitalen.

EV/EBIT beregner forholdet mellom totalverdien og driftsresultatet.

Multiplikatoren er avhengig av skattesatsen, avkastningskravet, forventet vekst i kontantoverskuddet og hvor store nettoinvesteringene i anlegg og investeringen i driftskapital i forhold til EBIT er. ((Boye og Meyer 2008, s167)

Med forutsetning om at kontantstrømmene øker med g i all fremtid kan EV beregnes:

$$EV_0 = \frac{EBIT_1*(1-s) + AV_1 - AI_1 - \Delta DK_1}{WACC - g}$$

$$\frac{EV_0}{EBIT_1} = \frac{(1-s) \frac{\Delta AM_1}{EBIT_1} \frac{\Delta DK_1}{EBIT_1}}{WACC - g}$$

EV/ EBITDA er avhengig kapitalintensiteten til selskapet og er derfor bransjeavhengig. Forholdstallet er spesielt høyt i selskaper som er kapitalintensive og hvor avskrivningen er en vesentlig del av driftskostnadene (Boye og Meyer 2008, 166) Flybransjen er en kapitalintensiv industri.

6 Leasing avtaler

Norwegian Air Shuttle leaser i dag en stor andel av flyflåten for å øke fleksibiliteten til selskapet ved lavere kapitalbinding. En leasing avtale innebærer at selskapet leier flyene i stedet for å eie dem selv. Man kan skille mellom operasjonell og finansiell leasing.

Operasjonell leasing er når leieavtalene har en kort tidshorisont og kort oppsigelsestid. Ved denne form for leasing er det utleier som eier anleggsmidlene og derfor er ansvarlig for vedlikehold og reparasjoner. Leibeløpet resultatføres som en driftskostnad hos leietakeren.

Finansiell leasing innebærer et langsiktig leieforhold og er en finansieringsform mer enn et leieforhold med tanke på at leietakeren selv er ansvarlig for vedlikehold og reparasjoner. Kostnadene ved leasingen anses som en investering og balanseføres derfor som anleggsmidler. Avskrivningene og rentekostnadene må resultatføres. Ved finansiell leasing er altså regnskapsføringen den samme som ved selveie.

Leasingkostnadene forbundet med at Norwegian leaser 26 av sine 53 fly, i 2011, utgjør en betydelig kostnadspost. Leasingavtalene er korte, 3-10 år, operasjonelle avtaler, hvor Boeing har ansvar for vedlikeholdet, Norwegian investerer allikevel en del i ekstra vedlikehold (årsrapport 2010). Det er viktig å ta hensyn til disse kostnadene ved vurdering av kredittverdighet og finansiell risiko ettersom de er av stor betydning for Norwegian sin finansielle situasjon. Om disse kostnadene egentlig burde vært registrert som gjeld i balansen kan diskuteres.

6.1 Operasjonell leasing

En høy grad av operasjonell leasing, tross høye rentekostnader, er svært typisk for flybransjen. For å komme frem til en mer reell EBITA-margin vil gjelden justeres for leasing av driftsmidler. Dette vil gjøre sammenligningen mot andre selskaper med realistisk. Justering går ut på å diskontere og finne nåverdien av Norwegian sine leasede driftsmidler for å komme frem til hvilken verdi de ville hatt dersom Norwegian eide dem. En økt gjeldsgrad vil øke avkastningskravet til totalkapitalen. NNV av leasing kostnadene er 3 522 634 790 NOK.

Tall i mill	NNV Leasing 2011	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Totale leasing kostnader		733,6	694,0	867,6	741,1	577,3	591,7	606,5
NV totale leasing kost	3522,63		694,0	812,5	649,9	474,2	455,1	436,9

Figur 22: Leasing kostnader

7 Avkastningskrav

Avkastningskravet er avhengig av makroøkonomiske forhold og skal reflektere prisen på bruk av kapital, altså hvor mye avkastning vi forventer på investeringer med samme risiko. Kravet kalkuleres basert på bedriftens forventede avkastning, alternativkostnaden på kapitalmarkedet og investorenes risikovillighet. Ettersom investorene kan investere i diversifiserte porteføljer får de ikke kompensasjon for den bedriftsspesifikke risikoen. (Dahl et al. 1997)

Det er valgt å benytte WACC som avkastningskrav for verdsettelsen av Norwegian ettersom en ønsker å finne et veid avkastningskrav, av egenkapital- og gjeldskostnaden, til totalkapitalen.

Først benyttes kapitalverdimodellen for å finne egenkapitalens avkastningskrav, K_{EK} .

7.1 Kapitalverdimodellen (KVM)

Kapitalverdimodellen brukes for å komme frem til avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen estimeres ut fra markedsspesifikke forhold og inneholder parameterne risikofrigjeld, egenkapitalbeta og markedets risikopremie.

Betaverdien er et mål på hvordan bedriften påvirkes av konjunktorene i markedet, den risikofrie renten er avkastningskravet på risikofrie investeringer i markedsporteføljen og den forventede markedsavkastningen viser til avkastningen på markedet.

$$K = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f) = r_f + \beta * MPR$$

Investor kompenseres kun for systematisk risiko ettersom den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort ved å investere i flere aksjer eller i markedsporteføljen. Betaverdien fjerner den bedriftsspesifikke risikoen. Dersom selskapet som vurderes er lite likvid eller ikke børsnotert kan man oppleve at den estimerte betaverdien undervurderer selskapets verdi. (Dahl et al. 1997, s.43)

7.1.1 Beta

Betaverdien er et mål for den risikoen som selskapet blir utsatt for i markedet. Inntektsrisiko, kostnadsrisiko og gjeldsrisiko er de faktorene som har størst innvirkning på størrelsen til beta. En betaverdi på 1 uttrykker at det er perfekt samvariasjon mellom selskapet og markedet. I motsatt tilfelle vil en betaverdi på -

1 gi uttrykk for at aksjen har perfekt negativ samvariasjon med markedet, altså at den opptrer motsatt av konjunktorene. Dersom det ikke er noen samvariasjon mellom aksjen og markedet vil selskapet svinge uavhengig av trendene i markedet. (Bøhren et. al. 2006, s.47)

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r,rm) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(rm)} = \frac{\text{Kov}(r,rm)}{\text{var}(rm)}$$

Inntektsrisiko er svingninger i inntektene. Dette handler om hvor stor forklaringsgrad (R^2) endringer i BNP, rentenivå, valutakurser, vær, krig og lignende har på aksjekursen.

Kostnadsrisiko kalles operasjonell gearing og forklarer forholdet mellom de faste og variable driftskostnadene. Dersom bedriften har en høy andel av faste kostnader vil risikoen stige ettersom inntektene har en tendens til å variere. En høy andel variable kostnader vil derimot minske risikoen ettersom kostnadene da vil variere i takt med inntektene og gjøre dårlige perioder mindre risikofylte, handler om fleksibilitet.

Gjeldsrisiko kalles finansiell gearing eller gjeldsgrad, og viser til hvor stor andel de faste kostnadene, som følge av gjeldsfinansiering av selskapet, utgjør av den totale kapitalen. Ved økning i gjeldsgraden vil, alt annet likt, både egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden øke.

Selskapets selskapsbeta β_T vil som regel være uavhengig av selskapets finansiering og representerer deres konjunkturelle selskapsrisiko. Når selskapet er 100% skattenøytralt kan β_T tolkes som β_{EK} ved 100% egenkapital finansiering.

$$\beta_E = \frac{EK}{EK+G} * \beta_T$$

$$\beta_T = \frac{EK}{EK+G} * \beta_E$$

For å estimere betaverdien må jeg først beregne variablene i betaformelen.

Det finnes ulike metoder for å estimere betaverdien:

- 1) *Beregning ved hjelp av regresjon.* Denne metoden kan brukes dersom selskapet er børsnotert, og går ut på å finne kovariansen til aksjens avkastning, markedets avkastning og markedets varians ved hjelp av regresjon.
- 2) *Sammenligne selskapet med et tilsvarende børsnotert selskap med lik kapitalstruktur.* Denne metoden er spesielt brukt for ikke børsnoterte

selskaper, og går ut på å finne betaverdien til et tilsvarende børsnotert selskap og bruke betaverdien som sin egen.

- 3) *Sammenligne selskapet med et tilsvarende børsnotert selskap, men justere betaverdien for gjeldgraden.* Her forutsettes det at total kapitalbeta er lik for to sammenlignbare selskap, i henhold til Millers gjeldsgradsteori. For å komme frem til selskapets total kapitalbeta (β_{TK}), må man først beregne egen kapitalbeta (β_{EK}) og gjeldsbeta (β_G), som gir grunnlag for å beregne β_{TK} for det sammenlignbare selskapet. Deretter må β_G for selskapet beregnes. Når man har oppgitt β_{TK} og β_G kan β_{EK} beregnes ut fra formelen:

$$\beta_{TK} = \beta_{EK} * \frac{EK+G}{G} + \beta_G * (1-S_b) * \frac{EK+G}{G}$$

- 4) *Beregn betaverdien basert på gjennomsnittet av betaverdiene i bransjen.* Denne metoden kan brukes dersom selskapet er lik gjennomsnittet på markedet, men kan bli svært unøyaktig dersom selskapene har svært varierende betaverdier og/ eller forskjellig gjeldsgrad. Betaverdien beregnes ved å kalkulere betaverdiene til noen selskaper i bransjen og bruke et gjennomsnitt av disse.

Betaverdien burde så justeres med Blumes formel, for bruke en beta verdi som er bedre tilpasset fremtiden. Justert beta er bevist bedre i bruk sammen med KVM.

(http://www.ena.asn.au/udocs/ena_051705_165248.pdf)

Baysiansk justering:

$$\beta_{\text{justert}} = \beta_{\text{raw}} * P + 1,0 * (1 - P) \quad P = \text{estimeringsfeilen}$$

$$P = 2/3$$

7.1.1.1 Fastsettelse av selskapsbeta

Regresjon på aksjens avkastning og markedsporteføljens avkastning benyttes for å beregne kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen. (Soffer og Soffer 2003, s.152) For å kunne utføre en regresjonsanalyse må en først

- 1) Fastsette et avkastningsintervall, daglig/ månedlig, hvor et kort intervall vil bidra til mer nøyaktig estimering

- 2) Sette en tidsbegrensning for perioden, 3/ 5 år, her vil en lengre tidshorison t øke antallet observasjoner og dermed være best. Derimot så vil en lang tidshorison med større sannsynlighet bli påvirket av de endringer som har vært i selskapet.

Det er brukt et avkastningsintervall på 1 uke over 5 år, fra 2006 til 2011, for å estimere korrelasjonskoeffisienten, stigningstallet til linja og videre frem til betaverdien. I estimeringen er formlene under benyttet. Utregningene er vedlagt.

$$\beta = \frac{\text{Korr}(r,rm) * \text{Std}(r)}{\text{Std}(rm)} = \frac{\text{Kov}(r,rm)}{\text{var}(rm)}$$

$$\text{Korr}(r,rm) = \frac{n * \sum(xy) - \sum(x) \sum(y)}{\sqrt{(n * \sum(x^2) - (\sum(x))^2) * (n * \sum(y^2) - (\sum(y))^2)}}$$

$$\text{Kov}(r,rm) = \sum(xy) - \sum(x) \sum(y)$$

$$Y = mx * b$$

$$m = \frac{n * \sum(xy) - \sum(x) \sum(y)}{n * \sum(x^2) - (\sum(x))^2} = \text{Stigningstallet til linja}$$

$$b = \frac{\sum(y) - m * \sum(x)}{n} = \text{Skjæringspunkt til y aksjen}$$

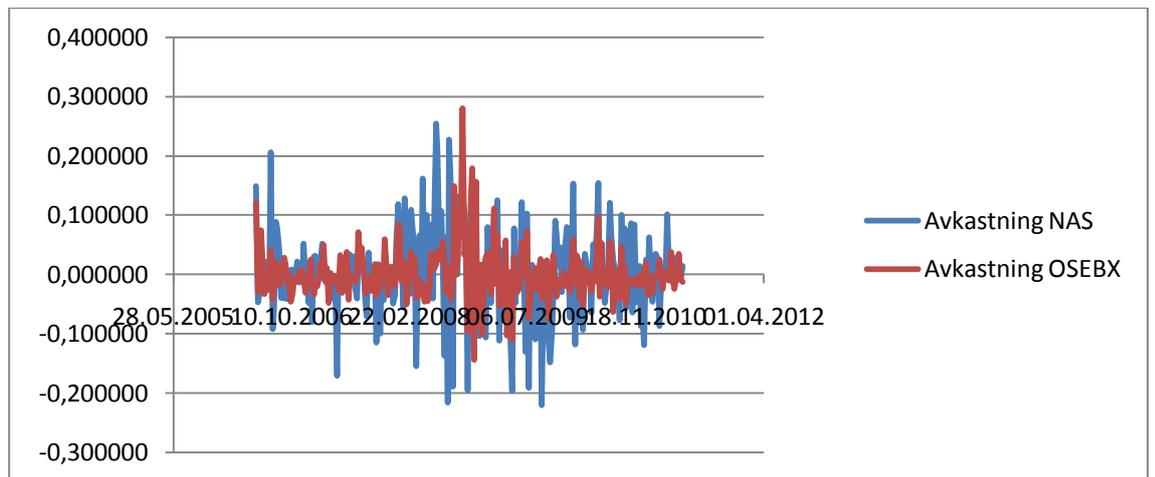
(Gujarati og Porter 2010)

5. mai 2011 oppga euroland.com en betaverdi på 0,52, korrelasjon på 0,35 og volatilitet på 32,99 for Norwegian Air Shuttle. Denne informasjonen ble brukt som grunnlag for å se om beregningen holdt mål.

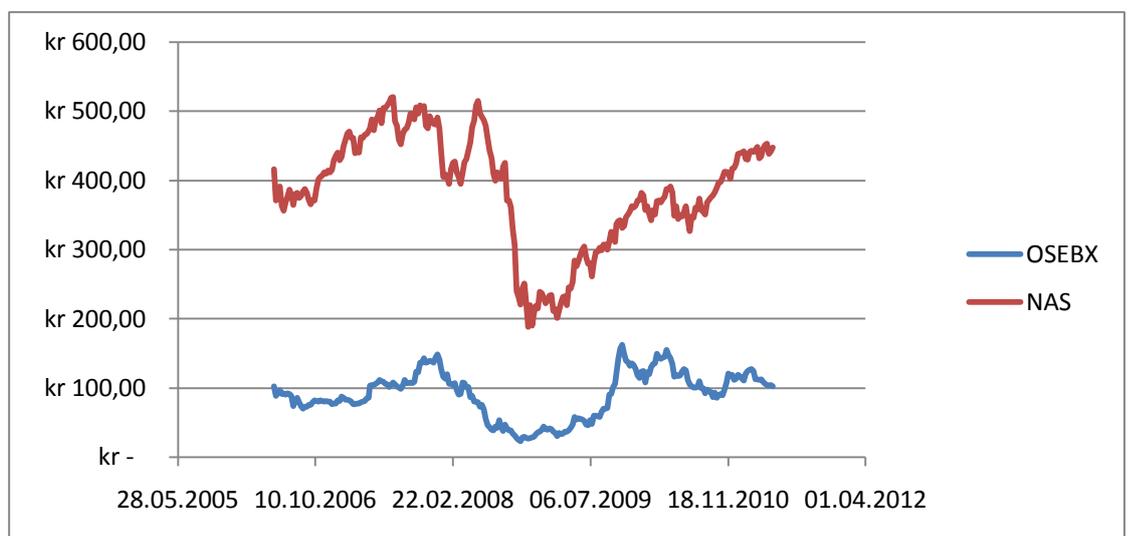
Ved hjelp av Excel ble resultatet av beregningene en betaverdi på 0,75033.

y = 0,2702 x - 0,00007895		
	NAS	OSEBX
Varians	0,0053879	0,0734021
Standardavvik	0,0734021	0,0440481
Kovarians	0,0014558	
Korrelasjon	0,4502687	
R²	0,2027419	
Beta	0,7503304	

Figur 23: Betaregresjon



Figur 24: Samvariasjon mellom avkastningen til NAS og OSEBX



Figur 25: Samvariasjon mellom aksjekursen til NAS og OSEBX

Som tidligere nevnt i soliditetsanalysen, har Norwegian en relativt lav egenkapital andel sammenlignet med bransjen. Høy gjeld betyr høyere risiko for selskapet og kan tale for at betaen for fremtiden bør være høyere enn det regresjonen av historiske tall viser. I tillegg utgjør drivstoffkostnadene en stor andel av kostnadene som vil gjøre Norwegian, og bransjen generelt, sårbar for svingninger i oljepris. Selv om de bruker terminkontrakter vil de ikke være skjermet for denne risikoen, spesielt på litt lengre sikt. Man kan også til en viss grad argumentere for at flybransjen vil være påvirket av konjunktorene da næringsliv og private normalt kutter i sine reiseutgifter i dårligere tider. Dette mener jeg taler for å bruke en høyere beta enn hva regresjonen gir. Det er svært vanskelig å si noe om hva betaen vil bli i fremtiden.

Det er derfor valgt å bruke snittet av regresjonsbetaen og bransjebeta justert for gjeldsgraden til Norwegian, i stedet for å justere betaen med Blumes formel.

Bransjebeta justert for gjeld er 0,86.

(http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

$$\beta_L = \beta_U * (1-s)*(G/EK)$$

$$\beta_L = 0,86*(1-0,28)*(4\ 824\ 646/1\ 795\ 904)$$

$$\beta_L = 1,66$$

$$(0,75+1,66)/2 = 1,2$$

7.1.2 Risikofriente

Kapitalverdimodellen forutsetter at investeringshorisonten er ettårig og dermed bruk av en risikofriente basert på 1 årlige statsobligasjoner. Derimot så oppstår forventningshypotesen for de lange rentene ved et gjennomsnitt av dagens 1-års rente og markedets forventninger til de fremtidige 1 årsrentene. En lengre tidshorisont på den risikofrie renten vil være av verdi med tanke på at avkastningskravet stabiliseres. Dette skaper mindre forstyrrelser mellom selskapet og eierne ved at fremtiden er lettere å forutse.

På grunnlag av dette, og at en lang gjennomsnittsrente vil ta hensyn til inflasjon og rentenivået (utviklingen) på markedet, er det bedre å bruke renten fra 3-års statsobligasjoner som mål for den risikofrie renten. (www.norgesbank.no, forelesningsnotater Sverre Dyrnes)

Det er forventet at styringsrenten vil settes opp i løpet av 2011, noe som vil øke den risikofrie renten. Både styringsrenten og den risikofrie renten har historisk sett svært lav de siste årene på henholdsvis 1,25 og 2,712 i 2009, og 2,0 og 2,46 i 2010. Prognosene for styringsrenten viser til en gradvis økning mot 5 % frem mot 2014. (<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> 4.mai 2011) (<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/> 4.mai 2011)

Regjeringen har fastsatt inflasjonsmålet for Norge på 2,5 %, som viser til en forventning om 2,5 % vekst i konsumprisene per år. KPIXE viser til at inflasjonen har ligget rundt 1- 1,5 % det siste året, mens prognosene er tilknyttet utviklingen i styringsrenten, som vil føre til at inflasjonsmålet vil stabilisere seg rundt 2,5 %

frem mot 2014. (<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/> 4.mai 2011)

I 2011 har den 3 årlig effektive statsobligasjons renten vist stigende tendenser og ligget mellom 2,5 og 3 %. Derimot så er dette også svært lave verdier, og jeg velger på basis av prognosene for styringsrenten og inflasjonsmålet, å ta utgangspunkt i 10 års renta som er mer realistisk for de fremtidige kontantstrømmene. 10 års renten for stasobligasjoner har ligget opp mot 3,80, og er den verdien som jeg vil bruke for den risikofrie renten i for denne oppgaven. (<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/> 20.april 2011)

7.1.3 Markedets risikopremie (MRP)

Markedets risikopremie er kort sagt den avkastning som forventes på markedet utover den risikofrie renten. I bruk er den som regel beregnet på basis av historiske tall, til tross for at dette ikke tar hensyn til at den skal brukes på fremtidige tall. (Thoresen 2011)

MRP er knyttet til konjunkturelle variasjoner og strukturelle endringer og er i dag historisk lav. Dette er grunnet i en mindre variasjon i børslikviditeten, lavere inflasjon og bedre kapitaliserte selskaper som resultat av diversifisering hos investorer, og at skattereformen har endret beskatningen på aksjeinntektene.

$$\text{MRP} = E(r_m) - r_f$$

Norske skatteregler sier at eierinntekter i passive selskaper skal beskattes kun på selskapets hand, mens kreditorinntektene beskattes på investors hand. Den risikofrie kreditoravkastningen må derfor beskattes for å få et sammenlignbart risikofritt egenkapitalkrav. (Dahl et. al 1997)

$$\text{MRP} = E(r_m) - r_f^* (1-s)$$

7.1.3.1 Beregning av MRP for oppgaven

Basert på verdens indeks, beregnet i 17 land over 106 år, med amerikanske statsobligasjonsrenter som mål på risikofrirente, ligger annualisert MRP på 4,7 %. Investorer forventer en aritmetisk avkastning på 4,5 – 5% på verdens indeksen (Dimson 2006, vedlegg 2).

I 2010 var gjennomsnitts MRP som ble brukt 5,0 % av analytikere, mens 5,6 % av selskapene i Europa. Gjennomsnittlig standardavvik var på henholdsvis 1,7 og 1,2 %. (Fernandez, Pablo og Javier del Campo 2010, vedlegg 3)

I Norge har MRP gjennomsnittlig ligget på 4,28, men jeg velger å veie opp med tall fra de siste to 10 årene og velger å sette MRP på 5 % for denne oppgaven. Også Sverre Dyrnes tipset om denne renten i en forelesning

7.1.4 Beregning av egenkapitalkravet

$$K_{EK} = r_f + \beta_{EK} * (E(r_m) - r_f) = r_f + \beta_{EK} * MRP$$

$$K_{EK} = 3,8\% + 1,2 * 5\% = 9,8\%$$

7.2 Beregning av gjeldskravet

Avkastningen til gjelden defineres som gjeldsrente etter skatt og varierer med hensyn til dagens rentenivå, selskapets konkurrisiko og skattefordelen ved gjeld. I utgangspunktet kan gjeldskravet beregnes på samme metode som egenkapitalavkastningen, men det er valgt å følge Boye og Meyers (2008) råd om at det er tilstrekkelig å ta utgangspunkt i Norwegian sine gjeldsposter og regne et veiet gjennomsnitt av avkastningskravene til disse og risikofri rente tillagt en risikopremie.

En benytter 3 måneders renta til NIBOR + risikopremie på den langsiktige gjelden, som er målet som oppgis i årsrapporten. For å unngå fluktuasjons endringer i rentemarkedet er det tatt utgangspunkt i den gjennomsnittlige 3 mnd renta fra de siste 10 årene som gir en rente på 4,31% + 1,75 = 6,06% for lånet (Norges Bank). For leasingsforpliktelsene brukes 8% for å finne leasingrentene.

Basert på disse konklusjonene kommer en fram til en avkastning på 7,32% ($0,343 * 6,03\% + 0,657 * 8\%$), på Norwegian gjeld.

7.3 WACC - totalavkastningskravet

Når avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden er funnet, kan total kapitalavkastningskravet beregnes ved hjelp av WACC, som gir selskapets gjennomsnittlige avkastningskrav basert på andelen EK og gjeld.

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

Egenkapitalverdien skal oppgis i markedsverdi og finnes ved å multiplisere antall utestående aksjer med aksjekursen. Det er tatt utgangspunkt i siste oppgitt informasjon i 2011 i Q1, som var 34 573 332 utestående aksjer, aksjekursen har i gjennomsnitt av de siste 3 uke på ligget på 107,113636 kr. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen per 15.mai 2011 på 3 703 274 882 NOK. Det er brukt en sirkelformel mellom oppgavens og markedets egenkapital, for å komme frem til verdien av EK, som gir en verdi på 6 921 014 043.

Norwegian Air Shuttle hadde per Q1 2011 en langsiktig rentebærende gjeld på 2211 mill NOK, sammen med selskapets operative leasing får vi en gjeld på 6 450 720 000 NOK.

Med en egenkapitalandel på 55,9 %, gjeldsandel på 44,1 % og en skattesats på 28% vil Norwegian Air Shuttles nominelle avkastningskrav etter skatt være:

$$\text{WACC} = 9,8 \% * 51,7\% + 7,32\% * 48,3\% (1-28\%) = 7,61\%$$

8 Verdssettelse av selskapet

For å komme frem til verdien av egenkapitalen til Norwegian, vil jeg bruke kontantstrømsmodellen til totalkapitalen. Basert på den historiske utviklingen og analysene om makroøkonomi, bransje og Norwegian vil jeg budsjettere de fremtidige kontantstrømmene. Ettersom det vil være stor usikkerhet i de fremtidige tallene, vil jeg skille mellom en eksplisitt periode og terminalverdi.

Den eksplisitte perioden er kontantstrømmene for de nærmeste årene, som kan estimeres med en viss treffsikkerhet basert på dagens situasjon. Varigheten på denne perioden avhenger av usikkerheten som er knyttet til bransjeutviklingen, selskapsutviklingen og tilgangen på informasjon. Jeg har valgt en eksplisitt periode på 6 år, fra 2011 til 2016.

Den eksplisitte perioden etterfølges av en terminalverdi som er en langsiktig oppsummerende verdi. Jeg vil derfor bruke normal verdier på investeringene, ettersom Norwegian er inne i en oppkjøpsfase av flyflåten. Ved bruk av terminalverdi forutsetter jeg at selskapets årlige vekst vil være stabil, og at det vil være konstant avkastningen på investeringene.

8.1 Eksplisitt periode og terminalverdi

For å komme frem til realistiske verdier på Norwegian sine fremtidige frie kontantstrømmer, vil jeg bruke analysene til å estimere verdien av de fremtidige kostnadene og inntektene.

Inntektene til Norwegian er avhengig av antallet solgte setekm, RPK, og gjennomsnittlig pris på solgte billetter. Salgsmengden har vist seg å øke i takt med antallet tilgjengelige setekm, ASK, og er en indikator på at de vil møte en fremtidig økning i omsetningen med investeringer i en større flyflåte og flere flyavganger. Derimot så har ladefaktoren vist en avtakende trend, som er en indikator på at salget øker prosentvis mindre enn produksjonen.

Som tidligere nevnt er det kun drivstoff kostnadene som er preget av stor usikkerhet, mens resten av kostnadene er mer eller mindre fleksible kostnader som påvirkes av salget. Norwegian har derimot tatt hensyn til at oljeprisene er svært følsomme for etterspørselen i verdensøkonomien ved å investere i en flyflåte som forbruker 20-25% mindre drivstoff.

8.1.1 Inntekter

Driftsinntektene til Norwegian varierer med andelen solgte setekm, RPK, og gjennomsnittlige billettpriser. Faktorer som er av stor betydning for disse variablene er kapasiteten til Norwegian, ASK, som øker med tilførsel av flyseter og avganger, og etterspørselen og konkurransen på markedet.

Norwegians investering i 738 fly vil øke kapasiteten i flyflåten med 6251 seter i perioden 2009 til 2016. Sammen med hyppigere avganger til flere destinasjoner vil dette, forutsatt en vekst på 5% i totale flydde km per år, føre til 262 % flere tilgjengelige setekm, ASK, i samme tidsrom.

	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
738 fly (189 seter)	18	31	47	63	68	73	73	73	73
733 fly (148 seter)	28	23	10						
Tilgjengelige flyseter	7546	9263	10363	11907	12852	13797	13797	13797	13797
Vekst i tilgjengelige seter		22,8%	11,9%	14,9%	7,9%	7,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Flyavstand (mill km)	1796	1922	2018	2119	2225	2336	2453	2576	2614
Økning		7 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	1,5 %
ASK (mill)	13,555	17,804	20,914	25,232	28,596	32,234	33,845	35,537	36,071
vekst i ASK		31,3%	17,5%	20,6%	13,3%	12,7%	5,0%	5,0%	1,5%

Figur 26: Utvikling i tilbudte setekm

Med en økning i flyflåten må Norwegian også øke den totale flyavstanden for å utnytte flyene. Ettersom det vil være vanskelig for Norwegian å beholde en ladefaktor på 80% med en dobling av kapasiteten over 5 år, mener jeg at det vil være realistisk at de vil satse på et etterslep i økningen i flyavstand, som følge av at etterspørselen vil være seig.

Jeg har valgt en terminal vekst på 0-2% i ASK, hvor jeg har valgt å se bort ifra videre investeringer i fly. Realistisk sett vil nok veksten være høyere dersom internasjonaliseringen viser seg å bli vellykket, men et mål om 1,5 % økning i produksjonen er allikevel et optimistisk mål, som jeg mener er realistisk.

At ladefaktoren, andelen solgte flyseter, har vært stabil rundt 80% i perioden 2005-2010 og økt i takt med ASK, mener jeg er en indikator på at Norwegian vil klare å øke markedsandelene sine ytterligere. De har tatt over store deler av markedet og endret konkurransen, og blitt en stor trussel for SAS som var så å si alene på markedet før Norwegians inntreden.

Markedsandeler	2003	2005	2007	2009
Hjemme			24 %	34 %
Ute	1 %	11 %	20 %	27 %

Figur 27: Markedsandeler (kilde: Denstadli og Rideng 2009)

Til tross for dette vil økningen i kapasiteten være svært høy de neste årene, noe som jeg mener vil redusere ladefaktoren på kort sikt, men stabilisere seg rundt 80% på lenger sikt. Den historiske ladefaktoren har vært fallende med økningen i produksjonen, ASK.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
Ladefaktor	79 %	80 %	79 %	78 %	76 %	75 %	74 %	74 %	76 %	77 %	78 %	80 %

Figur 28: Utvikling i ladefaktoren

Salgsinntekter

For å estimere meg frem til Norwegian sine fremtidige salgsinntekter har jeg tatt utgangspunkt i den historiske utviklingen sett opp mot utviklingen i ASK og ladefaktoren. Driftsinntektene til Norwegian består av inntekter fra salg av billetter, tilleggstjenester og avgifter.

Inntektene fra tilleggstjenester har vist en positiv trend, med 45% vekst fra 2008-2009. Antallet solgte billetter og reiselenge påvirker hyppigheten av solgte tilleggstjenester og størrelsen på inntektene fra avgifter. Derimot så viser tallene at salgsinntektene har hatt en avtakende økning sett i forhold til økningen i produksjonen, ASK.

	2007	2008	2009	2010
SI	4 226 202	6 226 413 47,3%	7 309 189 17,4%	8 406 339 15,0%
ASK (mill)	7561	11530 52 %	13555 18 %	17804 31 %
Ladefaktor	80,0%	79 % -1,25 %	78 % -1,27 %	76 % -2,56 %

Figur 29: Utvikling i salgsinntekter i sammenheng med ASK og ladefaktor

Norwegians strategi med å investere i en kostnadseffektiv flyflåte, er å kunne fly med en lavere RASK, gjennomsnittlig billettinntekt per flydde km, og dermed kunne tilby enda flere billigbilletter. Jeg mener basert på dette at salgsinntektene vil øke i takt med økningen i produksjonen og ladefaktoren, justert for inflasjon.

For inntektene videre har jeg tatt utgangspunkt i økingen i ASK og korrigert for nedgang i ladefaktoren. Med tanke på at det vil være lite realistisk med en

kontinuerlig vekst, har jeg brukt 3% i terminalverdien, som korrigert for inflasjon er en vekst på 0,5 %, forutsatt at inflasjonsnivået kommer tilbake til 2,5 %.

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
SI	9667290 15,0 %	11117383 15,0 %	12229122 10,0 %	13452034 10,0 %	14460936 7,5 %	15183983 5,0 %	15639503 3,0 %
ASK (mill)	20914 17,5 %	25232 20,6 %	28596 13,3 %	32234 12,7 %	33845 5,0 %	35537 5,0 %	42645 20,0 %
Ladefaktor	75 % -1,3 %	74 % -1,3 %	74 % 0,0 %	76 % 2,7 %	77 % 1,3 %	78 % 1,3 %	80 % 2,6 %

Figur 30: Prognoser for utvikling i salgsinntektene

8.1.2 Kostnader

Norwegian har som tidligere nevnt valgt en kostnadsleder strategi, for å overleve i det svært konkurranseutsatte lavprismarkedet. Av samme grunn har Norwegian fra tidlig fase hatt et stort kostnadsfokus og utnyttet alle muligheter for kostnadsutt. Derimot så vil effektiviseringen av driften for å kunne tilby flere lavprispilletter, redusere størrelsen på de variable og fleksible kostnadene, men øke de faste og lite fleksible kostnadene.

Norwegian sitt kontinuerlige mål om bedre kostnadseffektivitet førte til 4 % reduksjon i enhetskostnadene, gjennomsnittlig kostnad per ASK, fra 0,37 i 2008 til 0,36 i 2009, 13% (0,56 til 0,49) inkludert drivstoff kostnader. Investeringer i en flyflåte som kun vil bestå av Boeing 727-800 fly, vil føre med seg lavere kostnader i form av standardisering på mange plan(personell, reparasjoner, flydeler).

Enhetskostnader	2006	2007	2008	2009	2010	Mål
Norwegian	0,54	0,53	0,56	0,49	0,46	0,4
SAS					0,95	0,81
Ryanair					0,29	
Easyjet					0,45	

Figur 31: Enhetskostnader

Sammenlignet med SAS, som er den eneste store konkurrent på hjemmemarkedet, kan Norwegian vise til overlegne, og synkende, enhetskostnader. Til og med SAS sitt mål om enhetskostnader på 0,81 er dobbelt så høye som Norwegian sine 2010 tall på 0,46. Til tross for dette er konkurrenter som Ryanair og Easyjet mer sammenlignbare selskaper, ettersom de driver etter samme kostnadsleder strategi som Norwegian. Disse kan vise til enda lavere enhetskostnader som viser til at det kan bli tøff konkurranse på utenlandsmarkedet. Spesielt lønnskostnadene utgjør en

stor utfordring, ettersom Norwegian må følge norske lover om arbeidsforhold og dermed ikke kan redusere lønnskostnadene som er en av de mest avgjørende kostnadspostene i flybransjen.

Norwegian betaler en stor del av kostnadene sine i utenlandsk valuta, noe som bringer med seg risiko i form av usikkerhet i utbetalingene. Leasing-, drivstoff-, navigasjons-, landeavgifter og handling- kostnadene er av størst betydning.

Norwegian har en egen risiko avdeling som arbeider for å eliminere markedsrisiko, med valutasikring, kjøp av olje på termin og sikring mot risiko i rentenivå.

De fleste kostnadene til Norwegian, med unntak av driftskostnadene har vist seg å være svært stabile. Pga usikkerhet i fremtidige kostnader har jeg tatt utgangspunkt i deres historiske utvikling sett i prosent av driftsinntektene for å se hvor fleksible de er for endringer i etterspørselen. Lavere gjennomsnittlige billettinntekter har selvfølgelig også effekt på kostnadenes andel av salgsinntektene, jeg vil derfor se hvilke kostnader som er faste og lite fleksible for Norwegian å endre når etterspørselen endrer seg.

I sammenligning med konkurrentene har jeg brukt EBITDAR, ettersom leasing kostnader og av-nedskrivninger ikke har med driften å gjøre, og handler mer om selskapenes strategiske valg.

Norwegian

	2007	2008	2009	2010	
Salginntekter	4 226 202	6 226 413 47,3%	7 309 189 17,4%	8 406 339 15,0%	
Lønnskostnader	622 189 14,7%	1 076 068 17,3%	1 303 299 17,8%	1 531 200 18,2%	→
Drivstoff kostnader	990 741 23,4%	2 006 248 32,2%	1 384 776 18,9%	2 092 859 24,9%	→
Salg og distribusjon	94 162 2,2%	115 251 1,9%	149 414 2,0%	167 859 2,0%	→
Luftfartsavgift	601 780 14,2%	841 999 13,5%	1 037 716 14,2%	1 295 900 15,4%	→
Handlings avgifter	404 275 9,6%	615 740 9,9%	722 658 9,9%	863 600 10,3%	→
Teknisk vedlikehold	412 837 9,8%	574 077 9,2%	659 796 9,0%	697 200 8,3%	→
Andre kostnader	223 717 5,3%	630 915 10,1%	720 471 9,9%	803 500 9,6%	→
EBITDAR	876 501 20,7%	366 115 5,9%	1 331 059 18,2%	954 221 11,4%	14,0%
Leasing kostnader	295 200 7,0%	426 600 6,9%	595 200 8,1%	733 563 8,7%	7,7%
Avskrivninger og nedskrivninger	74 044 1,8%	129 611 2,1%	109 433 1,5%	156 417 1,9%	1,8%
EBIT	507 257 12,0%	-190 096 -3,1%	626 426 8,6%	64 241 0,8%	4,6%

Figur 32: Historisk utvikling i driftskostnadene, sett opp mot salgsinntektene i Norwegian

SAS

	2006	2007	2008	2009	2010						
Salgsinntekter	60777000	50598000	53195000	5,1%	44918000	-15,6%	40723000	-9,3%			
Lønnskostnader	18092000	30%	16897000	33,4%	18153000	34,1%	17998000	40,1%	13473000	30,0%	→
Drivstoff kostnader	10492000	17%	7554000	14,9%	9637000	18,1%	7685000	17,1%	6601000	14,7%	→
Salg og distribusjon	888000	1%	660000	1,3%	680000	1,3%	597000	1,3%	465000	1,0%	→
Luftfartsavgift	5865000	10%	4316000	8,5%	4662000	8,8%	4399000	9,8%	4198000	9,3%	→
Handling og avvisnings	2355000	4%	1776000	3,5%	1851000	3,5%	1767000	3,9%	1712000	3,8%	→
Teknisk vedlikehold	3660000	6%	3144000	6,2%	3197000	6,0%	2938000	6,5%	2410000	5,4%	→
Andre kostnader	12809000	21%	11232000	22,2%	11764000	22,1%	8526000	19,0%	9824000	21,9%	→
EBITDAR	6616000	11%	5019000	9,9%	3251000	6,1%	1008000	2,2%	2040000	4,5%	→

Figur 33 Historisk utvikling i driftskostnadene, sett opp mot salgsinntektene, SAS

Ryanair

	2006	2007	2008	2009	2010						
Salgsinntekter	1 693	2 237	32%	2 714	21,3%	2 942	8,4%	2 988	1,6%		
Lønnskostnader	171	10%	227	10%	285	10,5%	309	10,5%	335	11,2%	→
Drivstoff kostnader	462,466	27%	693,331	31%	791	29,2%	1 257	42,7%	894	29,9%	→
Luftfartsavgift	164,577	10%	199,24	9%	259	9,6%	287	9,7%	336	11,3%	→
Handling og avvisnings	216,301	13%	273,613	12%	396	14,6%	443	15,1%	459	15,4%	→
Teknisk vedlikehold	37,417	2%	42,046	2%	57	2,1%	67	2,3%	86	2,9%	→
Andre kostnader	93,53	6%	128,654	6%	122	4,5%	151,9	5,2%	145	4,8%	→
EBITDAR	547	32%	673	30%	803	29,6%	427	14,5%	733	24,5%	→

Figur 34: Historisk utvikling i driftskostnadene, sett opp mot salgsinntektene, Ryanair

Lønnskostnader

Lønnskostnadene har økt prosentvis mer enn salgsinntektene i perioden 2007-2010. Sett i forhold til konkurrentene viser Norwegian til gode tall hjemme, men ligger langt over Ryanair, hvilket forsterker påstanden om at kostnadskonkurransen vil bli langt hardere dersom Norwegian velger å satse hardt utenlands. Ryanair møtte stor motstand i Norge, pga deres ugunstige arbeidsforhold, noe som viser til at norske selskaper har mindre å stille opp med i konkurranse med slike (kanskje mindre etiske) selskaper.

Med investeringer i økt kapasitet forventer jeg at Norwegian vil sette opp flere flyvninger, noe som vil øke lønnskostnadene, men med tanke på at det er lite sannsynlig at etterspørselen vil følge etter i samme tempo, forutser jeg at lønnskostnadenes vil utgjøre en høyere andel av salgsinntektene på kort sikt, men stabilisere seg rundt 18% , forutsatt en ladefaktor på 80%, på lang sikt.

Drivstoff

Drivstoffkostnadene har økt prosentvis mer enn salgsinntektene. Dette kan være grunnet i økende oljepriser, til tross for kjøp på termin, og Norwegian sin strategi om å fly med en lavere RASK, inntekt per setekm, ved hjelp av større kapasitet på mer kostnadseffektive fly, som vil føre til reduserte salgsinntekter. Sett i forhold til SAS utgjør drivstoffkostnadene langt høyere andel, mens de ligger under Ryanair sitt nivå.

Jeg mener at drivstoff kostnadene vil utgjøre 25 % av driftsinntektene fremover som resultat av en flyflåte med lavere drivstoff forbruk, lavere RASK og kjøp av olje på termin som vil sikre mot de største svingningene.

Salg og distribusjonskostnader

Salgs og distribusjonskostnadene har ligget rundt 2% av salgsinntektene. Til tross for at opp mot 90% av salget skjer på nett, følger disse kostnadene utviklingen i salgsinntektene. Sett i forhold til SAS ligger denne kostnaden 1% over hos Norwegian, hvilket kan bety at det finnes potensial for reduksjon, med høyere salgstill antar jeg at disse kostnadene vil utgjøre en lavere andel.

Jeg forutsetter allikevel at de vil utgjøre 2 % ved videre drift, basert på dagens situasjon.

Luftfartsavgift

Disse kostnadene beveger seg sammen med salgskostnadene, men viser tendenser til å være påvirket av andre faktorer. Sett i forhold til både SAS og Ryanair, hvor disse kostnadene utgjør ca 9%, er andelen hos Norwegian hele 14%.

Jeg mener at kostnadene vil ligge rundt 15 % av SI, ettersom det flere avganger vil føre med seg flere avgifter.

Handling

Dette er kostnader som har med operasjonelle kostnader å gjøre og er derfor også fleksible ettersom de fleste har med reelle situasjoner å gjøre og vil øke med antallet flyvninger, men også værforhold.

Disse kostnadene varierer derfor med salget og har utgjort rundt 10%, som jeg vil bruke for videre drift.

Teknisk vedlikehold

Disse kostnadene har utgjort en prosentvis lavere andel av salgsinntektene i perioden 2007-2010, 9,8% til 8,3 %. Med investeringer i nye fly vil denne kostnaden reduseres på kort sikt, ettersom vedlikeholdskostnadene tenderer til å være høyere på eldre anleggsmidler. Flyflåten vil bli innkjøpt i perioden 2008 til 2014, hvilket jeg mener vil føre at disse utgjøre en lavere andel i de nærmeste år, men øke i takt med at flyflåten eldes.

Basert på dette har jeg valgt en å følge oppkjøpene de neste årene, ettersom en større flåte også betyr økt vedlikehold, og mener at disse vil ligge mellom 7 %- 8,5% i den eksplisitte perioden, mens terminalkostnad mer realistisk vil ligge på 9 %.

Andre kostnader

Dette er kostnader som ikke er direkte avhengige av driften, noe som gjenspeiles i en lav fleksibilitet og stor variasjon sett i forhold til salget. Det er vanskelig å si noe om hvordan disse kostnadene vil bli, ettersom de også avhenger av hvordan Norwegian vil satse fremover. Jeg mener at andre kostnadene vil utgjøre prosentvis mindre andel av salget ettersom salgsmengden øker.

Jeg har på bakgrunn av dette valg en avtakende prosentandel fra 9,5 %, og en terminal kostnad på 9% av salgsinntektene.

Leasing kostnader

Norwegian har endret strategi fra å lease store deler av flyflåten, til å investere i selveie. De vil gå fra å lease 26 fly i 2010, til 30 i 2012, før de reduserer til 19 i 2014 og videre. Jeg har basert på dette forutsatt at leasing kostnadene vil endres ut fra et snitt på 7,7 % av driftsinntektene, avhengig av hvor mange fly som leases, med en vekst på 2,5 % som følge av inflasjon.

Avskrivinger og nedskrivinger

Dette er kostnader som er avhengig av Norwegian sine fremtidige investeringer, noe som gjør det vanskelig for meg å estimere dem nøyaktig uten intern informasjon om deres planer fremover. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i det historiske snittet, som er 1,8% av salgsinntektene.

8.1.3 Inntekter og kostnader for eksplisitt periode og terminal

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
Salginntekter	9667290 15,0%	11117383 15,0%	12229122 10,0%	13452034 10,0%	14460936 7,5%	15183983 5,0%	15639503 3,0%
Lønnskostnader	1836785 19,0%	2223477 20,0%	2445824 20,0%	2555886 19,0%	2602969 18,0%	2733117 18,0%	2815110 18,0%
Drivstoff kostnader	2416822 25,0%	2779346 25,0%	3057280 25,0%	3363008 25,0%	3615234 25,0%	3795996 25,0%	3909876 25,0%
Salg og distribusjon	193346 2,0%	222348 2,0%	244582 2,0%	269041 2,0%	289219 2,0%	303680 2,0%	312790 2,0%
Luftfartsavgift	1450093 15,0%	1667607 15,0%	1834368 15,0%	2017805 15,0%	2169140 15,0%	2277597 15,0%	2345925 15,0%
Handlings avgifter	966729 10,0%	1111738 10,0%	1222912 10,0%	1345203 10,0%	1446094 10,0%	1518398 10,0%	1563950 10,0%
Teknisk vedlikehold	725047 7,5%	778217 7,0%	856039 7,0%	1008903 7,5%	1156875 8,0%	1290639 8,5%	1407555 9,0%
Andre kostnader	918393 9,5%	1033917 9,3%	1100621 9,0%	1210683 9,0%	1301484 9,0%	1366558 9,0%	1407555 9,0%
EBITDAR	1160075 12,0%	1300734 11,7%	1467495 12,0%	1681504 12,5%	1879922 13,0%	1897998 12,5%	1876740 12,0%
Leasing kostnader	694063 7%	867579 7,8%	741057 6,1%	577283 4,3%	591715 4,1%	606508 4,0%	621671 4,0%
Av- og nedskrivinger	174011 1,8%	200113 1,8%	220124 1,8%	242137 1,8%	260297 1,8%	273312 1,8%	281511 1,8%
EBIT	292000 3,0%	233042 2,1%	506313 4,1%	862084 6,4%	1027909 7,1%	1018178 6,7%	973558 6,2%

Figur 35: Estimerte inntekter og kostnader

8.2 Beregning av selskapets aksjeverdi

Etter å ha estimert frem fremtidige kontantstrømmer og terminalverdien, er det nødvendig å diskontere verdiene for å beregne nåverdien. Summen av de diskonterte fremtidige kontantstrømmene utgjør selskapsverdien til Norwegian. Ved å trekke fra selskapets langsiktige gjeld og fremtidige leasingforpliktelser var resultatet en egenkapital på 7 439 MNOK. Etersom selskapet har 34 MNOK utestående aksjer kan man regne seg frem til en aksjeverdi på 215 NOK.

Beregning av aksjeverdi	
Nåverdi av FCFF	2 985 847 184
Terminalverdi 78,5%	10 904 796 666
Selskapsverdi	13 890 643 850
Netto gjeld	6 450 720 000
EK	7 439 923 850
Antall utestående aksjer	34 573 332
Verdi per aksje	215

Figur 36: Aksjeverdi (beregning vedlegg 5)

Sammenlignet med aksjeverdien på børsen, som var 109kr per 6.mai, er dette en meget høy verdi. Verdien i beregningene er preget av stor usikkerhet hvor et estimat basert på historiske tall og et historisk lavt rentenivå lett kan overvurdere verdien av egenkapitalen til Norwegian. At 78,5 % av verdien stammer fra terminalverdien, som er en fremtidsprognose og dermed umulige å estimere, fører også med seg stor usikkerhet. Verdien av selskapet vil dermed bli svært påvirket av om den som beregner selskapets terminalverdi har et optimistisk, nøytralt eller pessimistisk syn på fremtiden for selskapet.

8.3 Følsomhetsanalyse

En følsomhetsanalyse vil gi svar på hvor følsom aksjeverdien er for de forutsetninger som er tatt gjennom oppgaven. Ville konklusjonen vært en annen dersom det ble brukt andre verdier på avkastningskravene, terminalveksten eller vekst potensialet i kostnadene og inntektene.

For å sjekke følsomheten kan man enten endre vekst forholdene i kontantstrømmene eller endre parameterne i avkastningsfaktorene. Etersom man ikke kan spå fremtiden, er det betaverdien og terminalverdien som er av spesielt stor usikkerhet. Hvordan gjeldforholdene og volatiliteten vil bli er vanskelig å forutse og vil endre risikoforholdene i selskapet. Basert på dette er det valgt å utføre følsomhetsanalyser med endringer i betaverdien, WACC og terminalveksten for å se hvordan faktorene påvirker aksjeverdien.

Beta= 0,75, WACC= 6,44%		Beta= 1,66, WACC = 8,8	
Nåverdi av FCFF	3 091 908 467	Nåverdi av FCFF	2 883 105 121
Terminalverdi 78,5%	15 068 543 105	Terminalverdi 78,5%	8 284 771 734
Selskapsverdi	18 160 451 572	Selskapsverdi	11 167 876 855
Netto gjeld	6 450 720 000	Netto gjeld	6 450 720 000
EK	11 709 731 572	EK	4 717 156 855
Antall utestående aksjer	34 573 332	Antall utestående aksjer	34 573 332
Verdi per aksje	339	Verdi per aksje	136

Figur 37: Følsomhet for betaendringer

Om man velger å bruke en betaverdi basert på regresjon av historisk informasjon eller en justert bransjebeta, vil man få en aksjeverdi på hhv 339NOK og 136NOK. Aksjeverdien som er estimert er altså svært følsom for hvilken betaverdi som velges.

		WACC		
		6,44 %	7,61 %	8,80 %
Terminal- vekst	0,5 %	187,11	122,17	75,15
	1,5 %	247,31	161,15	101,60
	2,5 %	338,82	215,37	136,44
	4 %	616,24	353,04	215,93

Figur 38: Aksjeverdiens følsomhet for endringer i WACC og terminalveksten

Også endringer i terminalveksten i terminalverdien, som utgjør 78,5 % av den estimerte selskapsverdien, vil ha stor påvirkning på konklusjonen. Med et avkastningskrav på 7,61 % vil aksjeverdien kunne endres fra 122 NOK til 353 NOK avhenging av om det velges en pessimistisk, nøytral eller optimistisk vekst. En endring i både terminalveksten og avkastningskravet viser et intervall på aksjeverdien fra 75,15 til 616,24 NOK.

9 Multipler

Som en ”peer review” på at utførte aksjeverdiberegninger er innenfor et rimelig estimat er det benyttet *verdsettelses multipler*. Det beregnes snittverdier hos konkurrentene som brukes til å finne aksjeverdien til Norwegian. EV/EBITDA og EV/salg ansees som de beste metodene etter å ha sett at mange selskaper opererer med negative tall, og derfor ubrukelige multipler.

Etter å ha beregnet et gjennomsnitt av multiple verdiene blant konkurrentene; Ryanair, Easyjet, Airberlin og Airfrance, er tallene multiplisert med de estimerte verdier for Norwegian.

EV/EBITDA	Euro	NOK	EV/ salg	Euro	NOK
Ryanair		17,18	Ryanair		2,160
Airberlin		0,00	Airberlin		0,140
Easyjet		18,32	Easyjet		0,915
Air France		7,65	Air France		0,339
Snitt		14,38	Snitt		0,888
EV	112 025 524 223	14 003 190 528	Selskapsverdi	111 142 177 399	13 892 772 175
Egenkapitalverdi		7 552 470 528	Egenkapitalverdi		7 442 052 175
Aksjeverdi		218	Aksjekurs		215

Figur 39: Multipler (beregninger: vedlegg 6)

I EV/EBITDA beregningen ligger snittet hos konkurrentene på 14,38, mens den er 0,888 i EV/salg multiplen som gir aksjeverdier på hhv 218 og 215 NOK.

Analysen styrker konklusjonen om en aksjeverdi på 215NOK..

10 Svakheter ved verdsettelsen

Verdsettelsen inneholder en del svakheter. Årsaken til dette er begrensninger i forfatterens kunnskaper rundt det å håndtere den innhentede informasjonen, i tillegg til generelle begrensninger i form av usikkerhet om hva som vil skje med selskapet i fremtiden.

Behandlingen av leasing avtalene er av stor usikkerhet da det ikke har vært tilgjengelig informasjon om størrelsen på den enkelte kontrakt. Dette fører med seg usikkerhet i kalkulasjonen for årene fremover. Norwegian har endret store deler av kostnadsstrukturen de siste årene, blant annet gjennom oppkjøp av fly, noe som har og vil ha stor påvirkning på driften og realismen i kalkulasjonene som er utført som en del av oppgaven.

Flybransjen er preget av stor vekst og satsning, noe som bringer med seg usikkerhet om hvorvidt Norwegian vil finne sin posisjon. Sett i forhold til konkurrentene i Norge er fremtidsutsiktene svært lovende, men dersom internasjonale aktører velger å ta opp konkurransen, kan Norwegian sin oppkjøpsstrategi bli svært mislykket og føre til redusert fleksibilitet.

Oppsummert er konklusjonen at man kan kalkulere seg frem til disse verdier som en del av en bacheloroppgave, men verden er såpass kompleks at tallene blir en forenkling av hvordan situasjonen faktisk er.

Ettersom selskapsverdien også er svært sensitiv for endringer i avkastningskravet og forventningene om vekst, bringer avkastningskravet med seg stor usikkerhet om aksjeverdien som er beregnet i oppgaven.

11 Konklusjon

Norwegian sin utvikling har vært svært positiv og selskapet har vist evne til å ta over store markedsandeler. Basert på dette velges det å se positivt på fremtiden, med økt vekst ved økt produksjon og bedre økonomiske tider. Det å basere seg på en optimistisk fremtid fører med seg stor usikkerhet i de estimerte tallene, ettersom bransjen er preget av hard konkurranse på priser og kostnader noe som raskt kan endre situasjonen. Med mer pessimistiske antakelser mht inntektsutviklingen eller kostnadsbildet vil selskapsverdien synke. Men, basert på dagens situasjon er konklusjonen at Norwegian vil stå sterkt blant konkurrentene i de nærmeste årene.

Også totalavkastningskravet som brukes til å neddiskontere kontantstrømmene er av stor betydning for selskapsverdien. Beregningene ga en WACC på 7,61 %, hvor informasjon fra bransjen generelt og historiske tall fra Norwegian spesielt er benyttet. Resultatet er en selskapsverdi på 13 890 M NOK og en aksjekurs på 215,2 NOK. Følsomhetsanalysen viser hvor usikker estimeringen er og at det ikke er mulig å beregne seg frem til en perfekt aksjeverdi. Med en høy gjeldsandel og forventning om en vekst lik eller høyere enn inflasjonsnivået, vil en aksjeverdi mellom 136,44- 215,37 være det beste estimatet. Også multiplikatoranalysen peker mot en aksjeverdi mellom 215-218 NOK

Konklusjonen er derfor at NAS aksjen tyder på å være betydelig underpriset. Anbefalingen vil da være å kjøpe aksjer!

12 Kilder

Aswath Damodaran. 1999. Dealing with operating leases in valuation. Stern School of Business.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/oplev.pdf>, 13.mai.2011

Avinor. 2010-2011. Flybransjeinformasjon. www.avinor.no

Factivia. 2006-2010. Regnskapsinformasjon. <https://global.factiva.com/>

Boye, Knut og Christine B. Meyer. 2008. Fusjoner og oppkjøp. Cappelen akademisk forlag

Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2006. Finansiell økonomi

Carl Arthur Solberg. 2009. Internasjonal markedsføring. Universitetsforlaget

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. Verdsettelse i teori og praksis. Cappelen akademisk forlag

Denstadli, Jon Martin og Arne Rideng. 2009. Reisevaner på fly 2009.

Transportøkonomisk institutt. http://www.avinor.no/avinor/trafikk/20_Reisevaner

Dimson, Elroy, Paul Marsh and Mike Staunton. 7. april 2009. The Worldwide equity premium: a smaller puzzle, London Business School. (<http://ssrn.com/> 20.april 2011)

Fernandez, Pablo and Javier del Campo Baonza. 2010. Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies: a survey with 2,400 answers. University of Navarra. (<http://ssrn.com> 20.april 2011)

Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2007. Metode og dataanalyse. Høyskoleforlaget

Gujarati, Damodar N. og Dawn C Porter. 2010. Essentials of Econometrics. McGraw-Hill

Løwendahl, Bente R og Fred E Wenstrøp. 2010. Grunnbok i strategi. Cappelen akademisk forlag.

Norges Bank. 2011 Statsobligasjonsrente.. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> 4.mai 2011

Norges Bank. 2011. Rente, inflasjon og valuta statistikk. <http://www.norges-bank.no/>

Norwegian. 1992-2011. Selskapsinformasjon. www.norwegian.no

Norwegian årsrapport 2005-2010, <http://annualreport.norwegian.no>

Ole Thoresen. 2011. Verdsettelse av aksjer. Hegnar media

Porter, M.E .1992. Konkurrans fortrinn. Tano A.S

http://www.nb.no/utlevering/contentview.jsf?urn=URN:NBN:no-nb_digibok_2007091800077#&struct=DIV28, 12.april 2011

Proff. Regnskapsinformasjon. 2006-2010. www.proff.no

Ryanair. 2010. Annual reports. www.ryanair.com

Soffer, Leonard C. og Robin J. Soffer. 2002. Financial Statement Analysis: A Valuation Approach. Prentice Hall; 1.edition.

SAS. 2010. Årsrapporter 2005-2010.
<http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>

Sverre Dyrnes. 2011. Forelesninger om verdsettelse og multiplikatorer i kurset DST 9535. Handelshøyskolen BI Trondheim.

Wikiwest. Airlineanalysis. <http://www.wikinvest.com/industry/Airlines>,
11.mai.2011)

13 Vedlegg

Vedlegg 1: risikofrirente og markedets risikopremie

Mail angående risikofrirente og MRP

- kontaktet gjennom oslo børs

Hei.

Jeg arbeider med en bachelor oppgave som går ut på å verdsette Norwegian.

Jeg har sett en del på risikofri rente, markedets risikopremie og beta verdier og har litt problemer med å finne relevant informasjon, evt at det er svært masse og derfor vanskelig å vite hva som er relevant å bruke.

Risikofri rente: Ifølge Norges Bank så ligger den i dag på 2,74%, med prognoser om å stige til 5,0 % frem mot 2014. Hva anbefaler du meg å bruke? Jeg ser at dagens rente er svært lav i forhold til den historiske normen, men vet ikke hvor høy jeg kan sette den med dagens lave verdi.

Markedets risikopremie: Denne preges av punktet over. Jeg har også lett etter en oversikt over historiske tall, men uten hell. Du vet ikke hvor jeg kan finne dette?

Betaverdier: For Norwegian så må jeg selvfølgelig beregne denne, men lurer på om du vet hvor jeg kan finne betaverdier på andre selskaper? Jeg tenker å sammenligne med bl.a. SAS, Ryanair, Spanair og AirBerlin.

På forhånd takk.

Mvh Therese Fallentin

Svar:

Hvis du bruker langsiktig rente, f.eks. 10 år, er det ikke fullt så lavt.

Søk på SSRN.COM: Market Risk Premium, et paper av et par spanjoler jeg har glemt navnet på

Betaverdier må en vanligvis beregne selv

Bernt Arne Odegaard
Professor of Finance, University of Stavanger
Faculty of Social Sciences, Dept of Business Administration
University of Stavanger NO-4036 Stavanger, Norway
bernt.arne.odegaard@gmail.com Phone (+47) 51 83 37 87

Vedlegg 2:

Table 1: Real Equity Returns in 17 Countries, 1900–2005

Country	Annualized Returns (% p.a.)			Properties of Annual (%) Real Returns, 1900–2005					
	2000 to 2005	1990 to 1999	1900 to 2005	Arith. Mean	Std. Error	Std. Devn.	Skewness	Kurtosis	Serial Corr.
Belgium	3.99	9.13	2.40	4.58	2.15	22.10	0.95	2.33	0.23
Italy	-0.73	6.42	2.46	6.49	2.82	29.07	0.76	2.43	0.03
Germany	-4.08	9.89	3.09	8.21	3.16	32.53	1.47	5.65	-0.12
France	-1.64	12.53	3.60	6.08	2.25	23.16	0.41	-0.27	0.19
Spain	2.48	12.16	3.74	5.90	2.12	21.88	0.80	2.17	0.32
Norway	10.91	8.25	4.28	7.08	2.62	26.96	2.37	11.69	-0.06
Switzerland	1.11	13.95	4.48	6.28	1.92	19.73	0.42	0.38	0.18
Japan	0.64	-5.23	4.51	9.26	2.92	30.05	0.49	2.36	0.19
Ireland	5.14	11.79	4.79	7.02	2.15	22.10	0.60	0.81	-0.04
World ex-U.S (USD)	0.11	3.41	5.23	7.02	1.92	19.79	0.58	1.41	0.25
Denmark	9.41	7.52	5.25	6.91	1.97	20.26	1.83	6.71	-0.13
Netherlands	-5.41	17.79	5.26	7.22	2.07	21.29	1.06	3.18	0.09
United Kingdom	-1.34	11.16	5.50	7.36	1.94	19.96	0.66	3.69	-0.06
World (USD)	-1.25	7.87	5.75	7.16	1.67	17.23	0.13	1.05	0.15
Canada	4.32	8.28	6.24	7.56	1.63	16.77	0.09	-0.13	0.16
United States	-2.74	14.24	6.52	8.50	1.96	20.19	-0.14	-0.35	0.00
South Africa	11.05	4.61	7.25	9.46	2.19	22.57	0.94	2.58	0.05
Australia	7.78	8.98	7.70	9.21	1.71	17.64	-0.25	0.06	-0.02
Sweden	-0.70	15.02	7.80	10.07	2.20	22.62	0.55	0.92	0.11

Kilde: THE WORLDWIDE EQUITY PREMIUM: A SMALLER PUZZLE, Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton* , London Business School, Revised 7 April 2006, <http://ssrn.com>

Vedlegg 3:

Table 9. Market Risk Premium used in 2010 by companies in 26 different countries

	Aver	Std Dev	Median	Max	min	Count
Austria	5.3	0.7	5.3	6.8	4.1	10
Belgium	5.3	0.6	5.3	6.8	4.1	11
Brazil	7.3	1.9	6.8	9.7	4.5	12
Chile	7.4	3.1	6.5	14.0	4.0	14
Denmark	5.2	1.1	5.0	7.0	4.0	12
Finland	5.0	0.9	5.0	6.8	4.0	10
France	5.6	0.7	5.5	6.8	4.1	20
Germany	5.9	1.0	6.0	8.0	4.1	20
Greece	5.7	0.9	5.8	6.8	4.1	10
India	7.9	0.8	8.0	9.0	6.6	11
Ireland	5.5	0.8	5.5	6.8	4.1	8
Israel	5.9	1.1	5.9	7.0	4.5	7
Italy	5.8	1.4	5.3	9.6	4.1	22
Mexico	6.9	3.0	5.5	12.5	4.0	13
Netherlands	5.3	0.9	5.0	6.8	4.1	12
Norway	5.0	1.0	5.0	6.8	4.0	8
Peru	7.6	1.7	8.0	9.9	5.5	10
Poland	5.8	0.3	6.0	6.0	5.5	6
Portugal	5.4	0.7	5.5	6.8	4.1	9
South Africa	5.8	0.3	6.0	6.0	5.5	6
Spain	5.9	1.7	5.5	12.1	3.0	369
Sweden	5.3	0.6	5.5	6.8	4.1	12
Switzerland	5.2	0.8	5.0	6.8	4.1	8
UK	5.6	1.8	5.5	10.0	1.3	30
USA	5.3	1.8	5.0	11.2	1.9	205
Vietnam	13.3	6.4	12.0	20.0	7.2	5

kilde: (Market Risk Premium used in 2010 by Analysts and Companies: a survey with 2,400 answers, Pablo Fernandez, Javier del Campo 2010 <http://ssrn.com>)

Vedlegg 4 :Beta regresjon

Date	X		Y		OSEAX	OSEBX	OSEBX*2	Avkastning	OSEBX	NAS*OSEBX	NAS^2	OSEBX^2	
	NAS	OSEBX	NAS	OSEBX									
29.04.2011	kr	103,00	kr	447,74	504,93	46117,22	kr	200 471,11	0,014563	-0,012306	-0,000179	0,000212	0,000151
22.04.2011	kr	104,50	kr	442,23	497,92	46213,035	kr	195 567,37	-0,009569	-0,003746	0,000093	0,000092	0,000095
15.04.2011	kr	103,50	kr	453,82	491,89	45324,73	kr	191 773,93	0,009662	0,003502	-0,000039	0,000093	0,001229
08.04.2011	kr	104,50	kr	442,23	512,08	47366,71	kr	205 453,69	0,019139	-0,004104	-0,000079	0,000366	0,000117
01.04.2011	kr	106,50	kr	451,41	507,93	48075,165	kr	203 770,99	0,028169	-0,012937	-0,000364	0,000793	0,000167
25.03.2011	kr	109,50	kr	445,57	501,34	48789,915	kr	198 532,62	0,027397	-0,024732	-0,000678	0,000751	0,000612
18.03.2011	kr	112,50	kr	434,55	488,97	48886,875	kr	188 833,70	-0,008889	-0,006075	0,000054	0,000079	0,000037
11.03.2011	kr	111,50	kr	431,91	484,99	48157,965	kr	186 546,25	0,013453	0,038596	0,000519	0,000181	0,001490
04.03.2011	kr	113,00	kr	448,58	502,96	50689,54	kr	201 224,02	0,000000	-0,010834	0,000000	0,000000	0,000117
25.02.2011	kr	113,00	kr	443,72	495,19	50140,36	kr	196 887,44	0,101770	-0,005093	-0,000518	0,010357	0,000026
18.02.2011	kr	124,50	kr	441,46	491,11	54961,77	kr	154 886,93	0,024096	0,003262	0,000079	0,000581	0,000011
11.02.2011	kr	127,50	kr	442,90	490,38	56469,75	kr	196 160,41	-0,007843	-0,004741	0,000037	0,000062	0,000022
04.02.2011	kr	126,50	kr	440,80	491,07	55761,2	kr	194 304,64	-0,011858	-0,023979	0,000284	0,000141	0,000075
28.01.2011	kr	125,00	kr	430,23	479,74	53778,75	kr	185 097,85	-0,032000	0,005111	-0,000048	0,001024	0,000002
21.01.2011	kr	121,00	kr	430,88	480,73	52136,48	kr	185 657,57	0,086777	0,025413	-0,002205	0,007530	0,000646
14.01.2011	kr	119,50	kr	441,83	489,33	48822,215	kr	195 213,75	0,027149	-0,004323	-0,000117	0,000737	0,000019
07.01.2011	kr	113,50	kr	439,92	486,48	49930,92	kr	193 529,61	0,035242	-0,000456	-0,000016	0,011242	0,000008
31.12.2010	kr	117,50	kr	439,72	486,48	51667,1	kr	193 353,68	0,012766	-0,002888	-0,000037	0,000163	0,000008
24.12.2010	kr	119,00	kr	438,45	484,42	52175,55	kr	192 238,40	-0,046218	-0,030882	0,001427	0,002136	0,000954
17.12.2010	kr	113,50	kr	424,91	470,35	48227,285	kr	180 548,51	-0,013216	-0,017015	0,000225	0,000175	0,000029
10.12.2010	kr	112,00	kr	417,68	461,76	46780,16	kr	174 456,58	0,062500	-0,001245	-0,000078	0,003906	0,000002
03.12.2010	kr	119,00	kr	417,16	459,37	49642,04	kr	174 022,47	-0,004202	-0,000785	0,000149	0,000018	0,001260
26.11.2010	kr	118,50	kr	402,35	444,67	47678,475	kr	161 885,52	0,025316	0,020157	0,000510	0,000641	0,000406
19.11.2010	kr	121,50	kr	410,46	452,20	49870,89	kr	168 477,41	-0,119342	0,005433	-0,000648	0,014242	0,000030
12.11.2010	kr	107,00	kr	412,69	454,44	44157,83	kr	170 313,04	-0,079439	-0,000075	0,000062	0,006311	0,000001
05.11.2010	kr	98,50	kr	412,37	451,87	40618,445	kr	97 205,25	-0,086294	-0,018794	0,001622	0,007447	0,000353
29.10.2010	kr	90,00	kr	404,62	446,31	36415,8	kr	163 717,34	0,013889	-0,016707	-0,000022	0,000193	0,000279
22.10.2010	kr	91,25	kr	397,86	439,59	36304,725	kr	158 292,58	-0,031699	-0,003192	0,000044	0,000188	0,000010
15.10.2010	kr	90,00	kr	396,59	439,08	35693,1	kr	8100,00	-0,047222	-0,018356	0,000867	0,002029	0,000337
08.10.2010	kr	85,75	kr	389,31	432,54	33883,3225	kr	151 562,28	0,085448	-0,018927	-0,001431	0,007148	0,000287
01.10.2010	kr	93,00	kr	382,72	425,32	35592,96	kr	8 649,00	0,006516	-0,010242	0,000061	0,004162	0,000195
24.09.2010	kr	97,50	kr	378,89	420,88	32955,6	kr	7 569,25	0,086207	-0,007867	-0,000678	0,007432	0,000062
17.09.2010	kr	94,50	kr	375,82	418,41	35514,99	kr	8 930,25	0,005291	-0,009153	-0,000048	0,000028	0,000084
10.09.2010	kr	95,00	kr	372,38	415,47	35376,1	kr	9 025,00	0,031579	-0,009936	-0,000314	0,000997	0,000099
03.09.2010	kr	98,00	kr	368,68	411,35	36130,64	kr	9 604,00	-0,056122	-0,049311	0,002767	0,003150	0,002432
27.08.2010	kr	92,50	kr	350,50	395,00	32421,25	kr	8 556,25	0,078378	0,012268	0,000962	0,006143	0,000151
20.08.2010	kr	99,75	kr	354,80	400,24	35991,3	kr	9 950,00	0,002506	0,007497	0,000019	0,000006	0,000056
13.08.2010	kr	100,00	kr	357,46	403,30	35746	kr	10 000,00	0,100000	0,046663	0,000466	0,010000	0,002177
06.08.2010	kr	110,00	kr	374,14	420,50	41155,4	kr	12 100,00	-0,077273	-0,042043	0,003249	0,005971	0,001768
30.07.2010	kr	101,50	kr	358,41	405,19	36378,615	kr	10 302,25	-0,004926	0,007003	-0,000034	0,000024	0,000049
23.07.2010	kr	101,00	kr	360,92	410,67	36452,92	kr	10 201,00	0,000000	-0,040258	0,000000	0,000000	0,000162
16.07.2010	kr	101,00	kr	346,39	395,94	34985,39	kr	119 986,03	0,014851	0,005601	0,000083	0,000221	0,000031
09.07.2010	kr	102,50	kr	348,33	398,53	35703,825	kr	10 506,25	0,024390	-0,062929	-0,001535	0,000595	0,003960
02.07.2010	kr	105,00	kr	326,41	376,21	34273,05	kr	11 025,00	0,066667	0,051438	0,000429	0,004444	0,002646
25.06.2010	kr	112,00	kr	343,20	394,51	3848,4	kr	12 544,00	0,120536	0,055624	0,006705	0,014529	0,003094
18.06.2010	kr	125,00	kr	362,29	414,96	45467,395	kr	15 750,25	0,015936	-0,002451	-0,000328	0,000254	0,000424
11.06.2010	kr	127,50	kr	354,83	408,02	45240,825	kr	16 256,25	-0,027451	-0,018037	0,000495	0,000754	0,000325
04.06.2010	kr	124,00	kr	348,43	401,37	43205,32	kr	15 376,00	0,048387	0,004391	-0,000212	0,002341	0,000019
28.05.2010	kr	118,00	kr	349,96	401,35	41295,28	kr	13 924,00	-0,008475	-0,016459	0,000139	0,000072	0,000271
21.05.2010	kr	117,00	kr	344,20	392,83	40271,4	kr	13 689,00	0,021368	0,053225	0,001137	0,000457	0,002833
14.05.2010	kr	119,50	kr	362,52	412,82	43321,14	kr	14 280,25	-0,025105	-0,037350	0,000938	0,006630	0,001395
07.05.2010	kr	116,50	kr	348,98	397,37	40656,17	kr	13 572,25	0,154506	0,097541	0,015071	0,023872	0,009514
30.04.2010	kr	134,50	kr	383,02	434,10	51516,19	kr	18 090,25	0,063197	0,022427	0,001417	0,003994	0,000503
23.04.2010	kr	143,00	kr	391,61	441,89	56000,23	kr	20 449,00	0,031469	-0,012819	-0,000403	0,000990	0,000164
16.04.2010	kr	147,50	kr	386,59	437,36	57022,025	kr	21 756,25	0,050847	0,003596	0,000183	0,002585	0,000013
09.04.2010	kr	155,00	kr	387,98	438,80	60136,9	kr	24 025,00	-0,064516	-0,029074	-0,001876	0,004162	0,000845
02.04.2010	kr	145,00	kr	376,70	425,22	54621,5	kr	21 025,00	-0,003448	-0,009689	0,000033	0,000012	0,000094
26.03.2010	kr	144,50	kr	373,05	421,51	53905,725	kr	20 880,25	0,013841	-0,012250	0,000170	0,000592	0,000150
19.03.2010	kr	142,50	kr	368,48	416,26	52508,4	kr	20 306,25	0,006508	0,005508	0,000058	0,000100	0,000017
12.03.2010	kr	139,50	kr	370,89	417,52	55779	kr	21 025,00	0,034483	-0,002912	-0,000100	0,001189	0,000008
05.03.2010	kr	150,00	kr	369,82	417,18	55473	kr	22 500,00	-0,093333	-0,052458	0,000496	0,008711	0,002752
26.02.2010	kr	136,00	kr	350,42	397,09	47657,12	kr	18 496,00	-0,011029	0,019462	-0,000215	0,000122	0,000379
19.02.2010	kr	134,50	kr	357,24	403,43	48048,78	kr	18 090,25	0,033457	-0,040449	-0,001353	0,001119	0,001636
12.02.2010	kr	130,00	kr	342,79	387,97	44562,7	kr	16 900,00	-0,076923	0,024738	-0,001903	0,005917	0,000612
05.02.2010	kr	120,00	kr	351,27	396,40	42152,4	kr	14 400,00	0,020833	0,032624	0,000680	0,000434	0,001064
29.01.2010	kr	122,50	kr	362,73	408,92	44434,425	kr	15 006,25	-0,118367	-0,015466	0,001831	0,014011	0,000239
22.01.2010	kr	108,00	kr	357,12	405,64	38568,96	kr	11 664,00	0,152778	0,009520	0,000957	0,023341	0,003514
15.01.2010	kr	124,50	kr	378,29	428,33	47097,105	kr	15 500,25	-0,004016				

02.01.2009	kr	37,00	kr	239,24	kr	285,18	8851,88	kr	1 369,00	kr	57 235,78	-0,065657	0,007241	-0,000475	0,004311	0,000052
26.12.2008	kr	36,00	kr	215,22	kr	258,52	7747,92	kr	1 296,00	kr	46 319,65	-0,027027	-0,100401	0,002714	0,007300	0,010080
19.12.2008	kr	263,32	kr	218,68	kr	263,32	7347,648	kr	1 128,96	kr	47 820,94	-0,066667	0,160777	-0,010772	0,004444	0,000258
12.12.2008	kr	30,10	kr	208,27	kr	251,19	6268,927	kr	906,01	kr	43 376,39	-0,104167	-0,047604	0,004959	0,010851	0,002266
05.12.2008	kr	23,25	kr	190,31	kr	232,95	5419,653	kr	812,32	kr	34 654,63	-0,086958	-0,036156	0,003265	0,007553	0,002553
28.11.2008	kr	27,60	kr	219,87	kr	266,63	6068,412	kr	761,76	kr	48 342,82	-0,031579	-0,023609	-0,004932	0,000997	0,024391
21.11.2008	kr	20,30	kr	188,23	kr	232,54	5025,741	kr	712,89	kr	35 430,53	-0,032609	-0,143903	0,004692	0,010063	0,020708
14.11.2008	kr	28,70	kr	222,04	kr	269,77	6283,732	kr	800,89	kr	49 301,76	-0,059925	0,179621	0,010764	0,003591	0,032264
07.11.2008	kr	29,50	kr	251,37	kr	283,49	7415,859	kr	870,33	kr	63 166,88	-0,035691	0,132380	0,005601	0,017448	0,000000
31.10.2008	kr	29,20	kr	240,80	kr	294,80	7148,16	kr	852,64	kr	59 827,04	-0,010169	-0,026137	0,000266	0,001003	0,000683
24.10.2008	kr	23,50	kr	221,12	kr	268,38	5196,32	kr	572,25	kr	48 894,05	-0,195205	-0,096732	0,018883	0,038105	0,009357
17.10.2008	kr	25,20	kr	232,14	kr	281,23	5849,928	kr	635,04	kr	53 888,98	0,049837	0,027340	0,003605	0,005233	0,002484
10.10.2008	kr	27,90	kr	239,72	kr	287,74	6688,188	kr	778,41	kr	57 465,68	0,107143	0,032653	0,003499	0,011480	0,001066
03.10.2008	kr	31,50	kr	306,93	kr	363,98	9668,295	kr	992,25	kr	84 206,02	-0,028969	0,129032	0,036117	0,016649	0,078607
26.09.2008	kr	34,60	kr	329,17	kr	387,77	11389,282	kr	1 197,16	kr	108 352,89	-0,098413	0,072460	0,007311	0,009685	0,005250
19.09.2008	kr	39,20	kr	362,01	kr	421,72	14190,792	kr	1 536,64	kr	131 051,24	-0,132948	0,099766	0,013264	0,017675	0,009953
12.09.2008	kr	39,20	kr	370,71	kr	431,24	14531,832	kr	1 536,64	kr	137 425,90	0,000000	0,024032	0,000000	0,000000	0,000578
05.09.2008	kr	43,60	kr	370,60	kr	431,24	15516,96	kr	1 730,56	kr	137 884,36	-0,005224	-0,002029	-0,000018	0,003748	0,000306
29.08.2008	kr	47,50	kr	425,73	kr	453,81	20221,175	kr	2 256,25	kr	181 246,03	0,141827	0,148759	0,021098	0,020115	0,022129
22.08.2008	kr	38,50	kr	419,85	kr	488,50	16164,225	kr	1 482,25	kr	176 274,02	-0,189474	-0,013812	0,002617	0,035900	0,000191
15.08.2008	kr	44,00	kr	402,24	kr	467,15	17698,56	kr	1 936,00	kr	161 797,02	-0,142857	-0,041944	-0,005992	0,020408	0,001759
08.08.2008	kr	54,00	kr	407,20	kr	472,35	21 988,8	kr	2 916,00	kr	165 811,84	0,227273	0,012331	0,002802	0,051653	0,000152
01.08.2008	kr	42,36	kr	412,06	kr	479,67	17454,8616	kr	1 794,37	kr	169 793,40	-0,215556	-0,011335	0,002573	0,046464	0,000142
25.07.2008	kr	45,01	kr	399,53	kr	468,61	17982,8453	kr	2 025,90	kr	159 624,22	0,062559	-0,030408	-0,001902	0,003914	0,000000
18.07.2008	kr	38,83	kr	409,73	kr	478,45	15909,8159	kr	1 507,77	kr	167 878,67	-0,137303	0,025530	-0,003505	0,018852	0,000652
11.07.2008	kr	39,80	kr	432,62	kr	504,96	19248,276	kr	1 584,04	kr	187 160,06	0,024981	0,055866	0,001396	0,000624	0,003121
04.07.2008	kr	44,84	kr	442,89	kr	515,39	19504,876	kr	1 936,52	kr	196 151,53	0,032739	0,005768	0,002258	0,013489	0,000564
27.06.2008	kr	46,11	kr	460,50	kr	532,06	21233,655	kr	2 126,13	kr	212 060,25	0,047003	0,039762	0,001869	0,002209	0,001581
20.06.2008	kr	55,60	kr	479,07	kr	556,39	20666,292	kr	3 091,36	kr	229 508,06	0,205812	0,040326	0,003620	0,042359	0,001626
13.06.2008	kr	69,72	kr	487,52	kr	562,71	33989,8944	kr	4 860,88	kr	237 675,75	0,253957	0,017638	0,004479	0,064494	0,000311
06.06.2008	kr	76,34	kr	492,25	kr	567,65	37578,365	kr	5 827,80	kr	242 310,06	0,094951	0,009702	0,000920	0,000304	0,000000
30.05.2008	kr	79,25	kr	499,25	kr	574,26	36257,56	kr	6 367,56	kr	247 252,57	-0,040517	-0,004111	0,000318	0,000186	0,000000
23.05.2008	kr	79,43	kr	515,31	kr	596,27	40931,0733	kr	6 309,12	kr	265 544,40	0,084369	0,036320	0,003604	0,007118	0,001319
16.05.2008	kr	80,09	kr	508,72	kr	586,17	40743,3848	kr	6 414,41	kr	258 796,04	-0,008309	-0,012788	-0,001066	0,000669	0,000164
09.05.2008	kr	80,97	kr	485,95	kr	560,11	39347,3715	kr	6 556,14	kr	236 147,40	0,010988	-0,044759	-0,000492	0,000121	0,002003
02.05.2008	kr	80,13	kr	477,16	kr	550,24	42527,4882	kr	1 934,16	kr	227 662,58	-0,001798	-0,018129	-0,001427	0,000156	0,000329
25.04.2008	kr	87,37	kr	455,40	kr	525,81	39788,298	kr	7 633,52	kr	207 389,16	-0,019746	-0,045563	0,000900	0,003900	0,002076
18.04.2008	kr	101,49	kr	443,41	kr	510,90	45001,6809	kr	10 300,22	kr	196 612,43	-0,161612	-0,026239	-0,004255	0,026118	0,000693
11.04.2008	kr	100,61	kr	430,88	kr	498,54	43350,8368	kr	10 122,37	kr	185 657,57	-0,008671	-0,028258	0,000245	0,000075	0,000799
04.04.2008	kr	107,23	kr	426,81	kr	495,86	45766,8326	kr	11 834,20	kr	192 846,78	-0,009622	-0,009436	-0,000462	0,000169	0,000264
28.03.2008	kr	108,55	kr	411,16	kr	477,35	44631,418	kr	11 783,10	kr	169 052,55	-0,035667	-0,006561	0,000152	0,000154	0,000000
21.03.2008	kr	91,78	kr	394,83	kr	459,48	36237,4974	kr	8 423,57	kr	155 890,73	-0,154491	-0,039717	-0,006346	0,023867	0,001577
14.03.2008	kr	90,90	kr	405,06	kr	471,82	36819,954	kr	8 262,81	kr	164 073,60	-0,009588	0,025910	-0,000248	0,000092	0,000671
07.03.2008	kr	97,08	kr	411,49	kr	478,91	39947,4492	kr	9 424,53	kr	169 324,02	0,067987	0,015874	0,001079	0,004622	0,000252
29.02.2008	kr	97,61	kr	427,11	kr	458,98	45988,0375	kr	9 365,56	kr	163 379,65	0,001798	-0,018129	-0,001427	0,000156	0,000329
22.02.2008	kr	104,14	kr	425,27	kr	492,25	44287,6178	kr	10 845,14	kr	180 854,57	-0,032785	-0,004308	0,000141	0,001075	0,000019
15.02.2008	kr	105,90	kr	415,92	kr	483,31	44045,928	kr	11 214,81	kr	172 989,45	-0,016900	-0,021986	-0,000372	0,000286	0,000483
08.02.2008	kr	106,34	kr	395,07	kr	458,84	42011,7438	kr	11 308,20	kr	156 080,10	0,004155	-0,050130	-0,000208	0,000017	0,002513
01.02.2008	kr	109,02	kr	403,94	kr	467,96	48475,8986	kr	11 325,21	kr	163 297,75	-0,002975	-0,012375	-0,000208	0,000000	0,000264
25.01.2008	kr	113,40	kr	409,12	kr	475,37	46394,208	kr	12 859,56	kr	167 379,17	-0,055157	-0,012924	-0,000713	0,003042	0,000167
18.01.2008	kr	116,49	kr	404,80	kr	473,62	47155,152	kr	13 569,92	kr	163 863,04	0,027249	-0,010559	-0,000288	0,000742	0,000111
11.01.2008	kr	126,20	kr	438,61	kr	512,13	55352,582	kr	15 926,44	kr	192 378,73	0,083355	0,003523	0,002662	0,006948	0,000676
04.01.2008	kr	141,20	kr	475,44	kr	553,81	67132,128	kr	19 937,44	kr	226 043,19	0,118859	0,083970	0,009981	0,014127	0,000751
28.12.2007	kr	141,34	kr	490,97	kr	550,24	73190,4037	kr	19 944,16	kr	240 928,28	0,004308	0,004308	0,000141	0,000186	0,000000
21.12.2007	kr	143,85	kr	480,77	kr	556,99	69158,7645	kr	20 692,82	kr	231 139,79	-0,035470	-0,020456	0,000726	0,001258	0,000418
14.12.2007	kr	136,79	kr	481,84	kr	556,99	69190,8936	kr	18 711,50	kr	232 169,77	-0,049079	0,002226	-0,000109	0,002409	0,000005
07.12.2007	kr	138,55	kr	486,78	kr	561,19	67443,369	kr	19 196,10	kr	236 594,77	0,012866	0,010252	0,000132	0,000166	0,000105
30.11.2007	kr	139,50	kr	493,83	kr	550,24	68720,827	kr	19 844,16	kr	232 481,41	-0,003078	-0,018129	-0,001427	0,000156	0,000329
23.11.2007	kr	137,67	kr	475,31	kr	554,04	65435,9277	kr	18 953,03	kr	225 919,60	-0,012694	-0,035550	0,000451	0,000161	0,001264
16.11.2007	kr	136,79	kr	478,96	kr	559,41	65116,9384	kr	18 711,50	kr	229 402,68	-0,006392	0,007679	-0,000409	0,000041	0,000059
09.11.2007	kr	142,97	kr	507,30	kr	591,27	72528,681	kr	20 440,42	kr	257 353,29	0,045179	0,059170	0,002673	0,002041	0,003051
02.11.2007	kr	136,79	kr	504,34	kr	586,88	68988,6686	kr	18 711,50	kr	254 358,84	-0,043226	-0,005835	0,000252	0,001868	0,000034
26.10.2007	kr	129,76	kr	499,45	kr	586,88	69546,7316	kr	18 711,50	kr	252 080,90	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
19.10.2007	kr	123,11	kr	496,85	kr	575,58	61167,2035	kr	15 156,07	kr	246 859,92	-0,100077	-0,022757	0,000276	0,010001	0,000518
12.10.2007	kr	123,55	kr	505,44	kr	584,25	62447,112	kr	15 264,60	kr	255 469,59	0,003574	0,017289	0,000262	0,010003	0,000299
05.10.2007	kr	109,43	kr	48												

Vedlegg 5: Estimering av fri kontantstrøm og aksjeverdi

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	Terminal
Salginntekter	9667290 15,0%	11117383 15,0%	12229122 10,0%	13452034 10,0%	14460936 7,5%	15183983 5,0%	15639503 3,0%
Lønnskostnader	1836785 19,0%	2223477 20,0%	2445824 20,0%	2555886 19,0%	2602969 18,0%	2733117 18,0%	2815110 18,0%
Drivstoff kostnader	2416822 25,0%	2779346 25,0%	3057280 25,0%	3363008 25,0%	3615234 25,0%	3795996 25,0%	3909876 25,0%
Salg og distribusjon	193346 2,0%	222348 2,0%	244582 2,0%	269041 2,0%	289219 2,0%	303680 2,0%	312790 2,0%
Luftfartsavgift	1450093 15,0%	1667607 15,0%	1834368 15,0%	2017805 15,0%	2169140 15,0%	2277597 15,0%	2345925 15,0%
Handlings avgifter	966729 10,0%	1111738 10,0%	1222912 10,0%	1345203 10,0%	1446094 10,0%	1518398 10,0%	1563950 10,0%
Teknisk vedlikehold	725047 7,5%	778217 7,0%	856039 7,0%	1008903 7,5%	1156875 8,0%	1290639 8,5%	1407555 9,0%
Andre kostnader	918393 9,5%	1033917 9,3%	1100621 9,0%	1210683 9,0%	1301484 9,0%	1366558 9,0%	1407555 9,0%
EBITDAR	1160075 12,0%	1300734 11,7%	1467495 12,0%	1681504 12,5%	1879922 13,0%	1897998 12,5%	1876740 12,0%
Leasing kostnader	694063 7%	867579 7,8%	741057 6,1%	577283 4,3%	591715 4,1%	606508 4,0%	621671 4,0%
Av- og nedskrivninger	174011 1,8%	200113 1,8%	220124 1,8%	242137 1,8%	260297 1,8%	273312 1,8%	281511 1,8%
EBIT	292000 3,0%	233042 2,1%	506313 4,1%	862084 6,4%	1027909 7,1%	1018178 6,7%	973558 6,2%
Skatt 28 %	81 760	65 252	141 768	241 384	287 815	285 090	272 596
Avskrivninger	174 011	200 113	220 124	242 137	260 297	273 312	281 511
Kalk.rente på leasing	233 910	211 011	178 334	150 327	129 077	106 052	81 144
Endring arbeidskapital	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Fri kontantstrøm fra drift	628 161	588 914	773 003	1 023 164	1 139 469	1 122 451	1 073 617
Normalinvesteringer	-500 000	-300 000	-300 000	-250 000	-250 000	-200 000	-250 000
Endring Leasingforpliktelser	39 563	-109 313	167 977	177 070	23 338	22 149	21 021
FCFF	167 724	179 601	640 980	950 234	912 807	944 601	844 638
FCFF	167 724	179 601	640 980	950 234	912 807	944 601	16 935 056
Nåverdi	167 724	166 897	553 505	762 511	680 664	654 547	10 904 797
Diskonteringsrente		1,076122	1,15803856	1,24619077	1,3410533	1,44313696	1,55299144
Selskapsverdi	13 890 643 850						0,04987512
Prosent terminalverdi	78,50%						
Netto gjeld	6 450 720 000						
EK	7 439 923 850						
Antall utestående aksjer	34 573 332						
Verdi per aksje	215,19						

Vedlegg 6: Beregning av multipler

	Ryanair	Airberlin	Easyjet	Air France
	Euro	Euro	Euro	Euro
Aksjekurs per		4	3,5	4,44
Antall utestående aksjer	1 489 359 400	85 098 600	430 300 000	294 490 000
Market cap	5 957 437 600	258 524 000	1 909 012 500	3 533 880 000
NOK				
Bokverdi egenkapital	2 848 600 000	505 340 000	1 304 956 522	6 852 000 000
Markedsverdi egenkapital	5 957 437 600	258 524 000	1 909 012 500	3 533 880 000
Rentebærendegjeld + minoritet	3 910 000 000	673 160 000	1 249 739 130	8 177 000 000
Kortsiktige plasseringer (kasse,bank)	2 028 300 000	411 090 000	792 956 522	3 717 000 000
Netto rentebærende gjeld	1 881 700 000	262 070 000	456 782 609	4 460 000 000
EV	7 839 137 600	520 594 000	2 365 795 109	7 993 880 000
Kapitalisert leasingkostnader	333 000 000	464 590 000	85 550 000	1 320 800 000
EV justert	8 172 137 600	985 184 000	2 451 345 109	9 314 680 000
Salg	3 629 500 000	3 723 580 000	2 585 304 348	23 615 000 000
EBITDAR	789 200 000	29 640 000	214 695 652	2 366 000 000
EBIDTA	456 200 000	-434 950 000	129 145 652	1 045 200 000
Driftsresultat (EBIT)	183 200 000	-129 330 000	71 493 478	-462 800 000
Årsresultat 2010 (E= earnings)	133 300 000	-100 330 000	38 493 478	-333 216 000
Leasing kostnader	99 000 000	464 590 000	115 000 000	1 689 000 000
EBIDTA+ leasingkostnader	232 300 000	364 260 000	153 493 478	1 355 784 000
P/E	44,692	-2,577	49,593	-10,605
EV/EBITDAR	9,933	17,564	11,019	3,379
EV/EBITDA	17,184	-1,197	18,319	7,648
EV-justert/EBIT	44,608	-7,618	34,288	-20,127
EV/salg	2,160	0,140	0,915	0,339
EV-justert/salg	2,252	0,265	0,948	0,394
Norwegian				
	Euro	NOK	Euro/NOK 8	
Salg	125 116 021 415	15 639 502 677		
EBITDAR	15 013 922 570	1 876 740 321		
leasing kostnader	4 973 368 656	621 671 082		
EBITDA	7 788 465 529	1 255 069 239		
Driftsresultat (EBIT)	5 607 695 181	973 558 191		
Årsresultat	5 607 695 181	700 961 898		

Kilder:

<http://www.euoinvestor.no/>

<http://www.thisismoney.co.uk/>

<http://uk.finance.yahoo.com/>

Og selskapenes årsrapporter.