



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Økonomisk Analyse

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? **NEI**
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: **Verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA**

ENGELSK TITTEL: **Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA**

FORFATTER(E)

Studentnummer:

206936

Navn:

Gordon Che Kin Mak

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

Forord

Denne utredningen ble skrevet som avsluttende del av masterstudiet i Økonomi og Administrasjon på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Gjennom studiet har jeg hatt flere interessante fag som regnskap, finans og strategi. Verdivurdering er nemlig et tema som gir muligheten til å kombinere alle disse fagene. Valget mitt falt naturlig nok på verdivurdering av et norsk børsnotert selskap.

Jeg valgte å skrive om selskapet Norwegian Air Shuttle ASA er på bakgrunn av selskapets imponerende vekst gjennom historien. I tillegg har selskapet nylig tatt i bruk Boeing 787 Dreamliner til sine langdistanseruter, noe som gjør at selskapet blir enda mer spennende å verdsette. Arbeidet med oppgaven har gitt meg meget god kunnskap om flybransjen, Norwegians markedsposisjon og fremtidsutsikter.

Til slutt vil jeg takke min veileder, Professor Bernt Arne Ødegaard, for god og konstruktiv veiledning gjennom hele prosessen.

Stavanger, juni 2014

Gordon Che Kin Mak

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen er å verdsette Norwegian Air Shuttle ASA. På bakgrunn av formålet blir det formulert følgende problemstilling: *"Hva er verdien til Norwegian per 31.mars 2014?"*. Hensikten med problemstillingen er å vurdere om aksjeverdien er under- eller overvurdert, og basert på resultatet kunne gi en anbefaling.

Verdivurderingen av selskapet skal gjøres som en fundamental verdsettelse. Det gjennomføres strategiske analyser, blant annet PESTEL og Porters fem konkurransekrefter, og analyser av Norwegians historisk utvikling i nøkkelparametre. Analysene har som formål å avdekke selskapets potensial og fremtidig utvikling som gjelder muligheter og lønnsomhet, og for å gi et grunnlag for estimering av selskapets fremtidig frie kontantstrøm. Det blir også gjennomført multippel- og sensitivitetsanalyser for å underbygge estimert aksjeverdi.

Basert på gjennomførte analyser, historiske utvikling, andre kilder og en rekke antagelser, blir fremtidsregnskapet utarbeidet og selskapets aksjeverdi estimert til 297 kroner per aksje. Den faktiske aksjekursen per 31.mars 2014 er omsatt til 253 kroner, med andre ord er Norwegians aksjekurs undervurdert. Konklusjonen blir en kjøpsanbefaling på dagens aksjekurs.

Innholdsfortegnelse

Figurliste.....	6
Tabelliste.....	7
1 Innledning.....	8
1.1 Valg av tema.....	8
1.2 Problemstilling	8
1.3 Hensikt og begrensninger med utredningen	8
1.4 Utredningens oppbygning.....	9
2 Selskapet og bransjen	9
2.1 Historie	9
2.2 Kort om flybransjen.....	11
2.2.1 Kostnadsstruktur i bransjen.....	12
2.3 Markedssituasjon.....	14
3 Strategisk analyse	15
3.1 Utvikling i selskapets nøkkelparametre.....	16
3.1.1 Antall tilgjengelig setekilometer (ASK)	16
3.1.2 Antall betalte passasjerkilometer (RPK).....	17
3.1.3 Kabinfaktor	17
3.1.4 Enhetskostnad (CASK).....	18
3.1.5 Enhetsinntekt (RASK)	19
3.1.6 Passasjerutvikling	20
3.2 PESTEL.....	20
3.2.1 Politiske og juridiske faktorer.....	21
3.2.1.1 Flysikkerhet.....	21
3.2.1.2 Miljø.....	22
3.2.1.3 Lønns- og arbeidsvilkår.....	23
3.2.2 Økonomiske faktorer	24
3.2.2.1 Bruttonasjonalproduktet	24
3.2.2.2 Oljepris.....	25
3.2.2.3 Valuta.....	26
3.2.3 Sosiale faktorer	27
3.2.4 Miljømessige og teknologiske faktorer.....	28
3.2.5 Oppsummering.....	30

3.3	Porters fem konkurransekrefter	30
3.3.1	Kundenes forhandlingsmakt	31
3.3.2	Leverandørens forhandlingsmakt.....	32
3.3.3	Substitutter.....	33
3.3.4	Potentielle etablerere.....	34
3.3.5	Konkurranserivalisering i bransjen.....	36
3.3.5.1	Markedets konkurransestruktur.....	36
3.3.5.2	Etterspørselsforhold	37
3.3.5.3	Utgangsbarrierer.....	37
3.3.6	Oppsummering.....	38
4	Verdsettelsesmetoder	38
4.1	Fundamental verdsettelse	39
4.2	Komparativ verdsettelse	41
4.3	Valg av metode.....	41
5	Operasjonell leasing.....	42
5.1	Norwegians leasingavtaler og effekten av justering.....	42
6	Avkastningskrav	44
6.1	Egenkapitalkrav	44
6.1.1	Risikofri rente	45
6.1.2	Beta.....	45
6.1.3	Markedsrisikopremie	46
6.1.4	Kalkulering av egenkapitalkrav	46
6.2	Gjeldskrav.....	47
6.3	Totalkapitalens avkastningskrav.....	48
7	Fremtidsregnskap.....	49
7.1	Utvikling i nøkkelparametre	50
7.1.1	Flåteutvikling	50
7.1.2	Utvikling i kapasitet (ASK)	51
7.1.3	Utvikling i kabinfaktor og antall betalte passasjerkilometer (RPK)	53
7.1.4	Utvikling i enhetsinntekt (RASK)	53
7.2	Driftsinntekter.....	54
7.2.1	Passasjerinntekter.....	54
7.2.2	Biinntekter	54

7.2.3	Andre inntekter	55
7.2.4	Oppsummering driftsinntekter	55
7.3	Driftskostnader	56
7.3.1	Vedlikeholdskostnader.....	56
7.3.2	Salgs- og distribusjonskostnader.....	57
7.3.3	Flydrivstoff	58
7.3.4	Lønnskostnader	59
7.3.5	Luftfartsavgifter	60
7.3.6	Handlingskostnader	60
7.3.7	Leasingkostnader	61
7.3.8	Andre driftskostnader	62
7.3.9	Oppsummering av historisk utvikling i driftskostnader og vekstforutsetninger	63
7.3.10	EBITDA.....	64
7.4	Andre kontantstrømelementer	64
7.4.1	Avskrivninger	64
7.4.2	Skatt	65
7.4.3	Kalkulatorisk rente og endring i operasjonell leasing.....	65
7.4.4	Endring i arbeidskapital	66
7.4.5	Flyinvesteringer	67
7.4.6	Andre investeringer.....	68
7.5	Verdsettelse	68
8	Sensitivitetsanalyse	69
8.1	RASK	69
8.2	Oljepris og valutakurs.....	70
8.3	Lønnskostnader.....	70
8.4	Vekstfaktor og WACC	71
8.5	Oppsummering	71
9	Multipelanalyse	72
9.1	Price/Earnings (P/E)	72
9.2	EV/EBITDA	73
10	Konklusjon	74
	Litteraturliste.....	75
	Appendiks.....	79

Figurliste

Figur 2.1: Kursutvikling	11
Figur 2.2: Utvikling i økonomi og premium passasjerer	12
Figur 2.3: Kostnadsstruktur til Norwegian, Ryanair og SAS i 2013.....	13
Figur 2.4: Fordeling av markedsandel innenriks i Norge.....	14
Figur 2.5: Fordeling av markedsandel utenriks fra Norge	15
Figur 3.1: Utvikling i antall setekilometer i milliarder	16
Figur 3.2: Utvikling i antall betalte passasjerkilometer i milliarder	17
Figur 3.3: Utvikling i kabinfaktor	18
Figur 3.4: Utvikling i CASK (NOK).....	19
Figur 3.5: Utvikling i RASK (NOK).....	19
Figur 3.6: Trafikkutvikling i millioner	20
Figur 3.7: Veksten i BNP fra 2013-2016	25
Figur 3.8: Utvikling i prisen på flydrivstoff og råolje per fat i dollar	26
Figur 3.9: Bevegelsen i kronekurs i perioden 2010-2013 (importveid valutaindeks).....	27
Figur 3.10: Porters fem konkurransekrefter	31
Figur 3.11: Transportmiddelbruk i Norge etter avstand i 2009.....	33
Figur 3.12: Utvikling i antall nye etableringer i perioden 1970-2009	35
Figur 7.1: Flåteutvikling.....	51
Figur 7.2: Oversikt over kostnadsstrukturen til Norwegian i 2013.....	56
Figur 9.1: P/E verdier	72
Figur 9.2: EV/EBITDA verdier.....	73

Tabelliste

Tabell 4.1: Oppsett fri kontantstrøm til totalkapitalen	40
Tabell 5.1: Oversikt over Norwegians operasjonell leasing.....	43
Tabell 6.1: Resultatet av regresjon for estimering av betaverdi.....	45
Tabell 6.2: Oversikt over rentebærende gjeld	47
Tabell 6.3: Markedsverdi av egenkapital	49
Tabell 7.1: Oversikt over antall fly og seter	52
Tabell 7.2: Utvikling i nøkkelparametre	54
Tabell 7.3: Historisk utvikling i biinntekter og andre inntekter	55
Tabell 7.4: Vekstforutsetninger for driftsinntekter	55
Tabell 7.5: Utvikling i driftsinntekter	56
Tabell 7.6: Historisk forbruk av flydrivstoff	58
Tabell 7.7: Utvikling i drivstoffkostnader	59
Tabell 7.8: Oversikt over listepriser og relativ listepriser	61
Tabell 7.9: Oversikt over antall fly og kostnad per fly	62
Tabell 7.10: Leasingkostnader i perioden 2014-2020	62
Tabell 7.11: Historisk utvikling i driftskostnader	63
Tabell 7.12: Vekstforutsetninger i prosent	63
Tabell 7.13: EBITDA	64
Tabell 7.14: Historisk utvikling i avskrivninger	65
Tabell 7.15: Utvikling i avskrivninger	65
Tabell 7.16: Endring i leasingforpliktelser i perioden 2014-2020	66
Tabell 7.17: Utvikling i arbeidskapital.....	67
Tabell 7.18: Netto investeringer	68
Tabell 7.19: Estimert aksjeverdi.....	69
Tabell 8.1: Endring i RASK	70
Tabell 8.2: Endring i oljepris og valutakurs	70
Tabell 8.3: Endring i lønnskostnader	71
Tabell 8.4: Endring i vekstfaktor og WACC.....	71

1 Innledning

I innledningen gjør jeg kort rede for de forutsetninger som ligger til grunn for masterutredningen. Først vil jeg presentere valg av tema, deretter endelig problemstilling, hensikt og begrensninger med utredningen. Avslutningsvis vil jeg gjøre rede for utredningens oppbygning.

1.1 Valg av tema

Temaet for denne masterutredningen er verdsettelse av et børsnotert selskap. At selskapet skal være børsnotert, er på bakgrunn av lett tilgjengelig informasjon. Jeg har valgt å verdsette selskapet Norwegian Air Shuttle ASA (heretter kalt Norwegian). Valget er på bakgrunn av selskapets imponerende vekst gjennom historien. I tillegg har selskapet nylig tatt i bruk Boeing 787 Dreamliner, noe som gjør at selskapet blir enda mer spennende å verdsette. Denne nye forutsetningen vil bidra til økt fremtidig inntjening, og med selskapets ambisiøse vekstplaner blir det interessant å studere om selskapet er under- eller overpriset i markedet.

1.2 Problemstilling

"Hva er verdien til Norwegian per 31.mars 2014?"

Jeg har formulert problemstillingen med bakgrunn i utredningens tema. Løsningen av problemstillingen blir utledet fra å estimere selskapets verdi ved å finne aksjekursen per 31.mars 2014. Resultatet settes så i kontrast med dagens aksjekurs og vurderes om selskapets aksjekurs er under- eller overpriset.

1.3 Hensikt og begrensninger med utredningen

Hensikten med utredningen er å estimere, ut ifra et investorperspektiv, verdien av Norwegian. Estimert selskapsverdi per aksje vil kunne gi en anbefaling til eksterne investorer om dagens aksjekurs er henholdsvis under- eller overpriset. Jeg vil gjennomføre analyser av selskapet i en posisjon som ekstern investor og hovedsakelig basere analysene mine på offentlig tilgjengelig informasjon som kvartals- og årsrapporter og mediaoppslag.

Det kommer stadig ny informasjon om selskapet og bransjen, og ny informasjon fører til revurdering i estimeringen. Det er dermed hensiktsmessig å sette en informasjonsgrense, som

i denne utredningen vil være 31.mars og all tilgjengelig informasjon til den datoen vil brukes i verdsettelsen. Tallmaterialet er hentet fra siste tilgjengelige årsrapporter (siste tilgjengelig årsrapport er fra 2012). Endelig årsrapport for 2013 som utgis etter 31.mars, benyttes ikke i vurderingen.

1.4 Utredningens oppbygning

Innledningsvis vil jeg starte med en presentasjon av selskapet og bransjen generelt. Videre blir det presentert selskapets historisk utvikling i nøkkelparametre, samt gjennomføring av to strategiske analyser for å avdekke økonomiske forhold som kan påvirke selskapets verdi. Deretter benytter jeg fundamental verdsettelse til å vurdere Norwegian, der utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og tilhørende kontantstrøm er basert på gjennomførte strategiske analyser, andre tilgjengelige kilder og antagelser. Det blir også gjennomført sensitivitets- og multippelanalyse for å underbygge estimert aksjeverdi. Avslutningsvis gir jeg en konklusjon, med bakgrunn av estimert aksjeverdi, om Norwegians aksjer er under- eller overvurdert i markedet.

2 Selskapet og bransjen

2.1 Historie

Norwegian Air Shuttle ASA ble etablert som en videreføring av virksomheten i selskapet Busy Bee Norway AS den 22.januar 1993. I forbindelse med overtakelsen av selskapet, overtok Norwegian kontrakter med Braathens og opererte som underleverandør med flyvninger på Vestlandet. Samarbeidet mellom Norwegian og Braathens opphørte i 2002.

Fusjonen mellom Braathens og SAS medførte at kontrakten med Norwegian tok slutt og at SAS overtok flyrutene på Vestlandet. Norwegian måtte finne nye strategier for å konkurrere med SAS. Selskapet bestemte å etablere seg som et lavprisselskap, og med seks leasede Boeing 737-300 tok selskapet opp konkurransen med SAS om de fire mest trafikkerte rutene, nemlig Oslo til henholdsvis Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø.

Desember 2003 ble Norwegian børsnotert på Oslo Børs. Børsnoteringen var vellykket, markedet sendte aksjekursen opp, og det muliggjorde at selskapet kunne ekspandere videre. I 2004 inngikk Norwegian samarbeidsavtaler med FlyNordic på ruten Stockholm-Oslo og med

Sterling på 13 utenlandske ruter. I 2005, med negativt resultat siden børsnotering, fikk selskapet endelig et positivt resultat etter skatt på 27 millioner kroner (Norwegian, 2005). Året etter etablerte selskapet ny base i Polen, hvor det ble tilbudt 10 ruter mellom Polen og fem europeiske byer.

Norwegian kjøpte FlyNordic fra Finnair i 2007, noe som styrket selskapets posisjon i markedet og etablering av ny base i Stockholm. Samme år inngikk selskapet avtale med Boeing om kjøp av mer kostnadseffektive og miljøvennlige fly av typen 737-800. Avtalen bestod av et kjøp av 42 Boeing 737-800 og en opsjon av ytterligere 42 fly av samme type. November 2007 opprettet selskapet en fullskala nettbank, Bank Norwegian, og fordelsprogrammet Norwegian Reward. Hensikten med fordelsprogrammet er å gi kunder muligheten til å tjene bonuspoeng som kan brukes til å betale flyreiser. Det var et håp om å skape lojale og tofaste kunder, samtidig som det ville styrke merkenavnet. Året etter brukte Norwegian merkenavnet igjen og opprettet mobilselskapet Call Norwegian. Mobilselskapet ga flypassasjerer en mulighet for telefoni og internett ombord.

I 2008 etablerte selskapet ny base på Rygge og opprettet 14 nye ruter. Samme år gikk Sterling konkurs og samarbeidsavtalen ble opphørt. Resultatet ble at Norwegian etablerte ny base i København. Året etter bestemte selskapet seg for å storsatse i Danmark med 39 ruter og økte antall stasjonerte fly på København fra 7 til 9. På bakgrunn av stor passasjervekst og kraftig økning av rutenett, klarte Norwegian å oppnå historisk beste resultat på 446 millioner kroner etter skatt (Norwegian, 2014e).

Selskapet bestemte å øke den eksisterende ordren hos Boeing med 15 737-800 fly i 2010 og 15 fly ytterligere av samme type i 2011. I tillegg planla selskapet å etablere rimelige langdistanse flyruter. I denne forbindelse inngikk selskapet avtale med amerikanske ILCF om kjøp av 3 Dreamlinere og lease 3 av samme type i 2011. I 2012 utvidet selskapet avtalen om levering av 2 ytterligere Dreamlinere. Samme år inngikk selskapet historisk største flyordre i Europa, en kontrakt om kjøp av 222 nye fly fra Boeing og Airbus. Selskapet avsluttet året med ny historisk beste resultat på 457 millioner kroner etter skatt (Norwegian, 2012e).

Per i dag er selskapet det nest største flyselskapet i Skandinavia og det tredje største lavprisselskapet i Europa. Selskapet har hele 86 fly som opererer 413 ruter til 128 destinasjoner. I 2013 hadde selskapet fått levering av 3 787 Dreamlinere, og det fikk selskapet

til å lansere langdistanseruter til Thailand og USA. Selskapets enorme vekst på rutetilbudet medførte til over 20 millioner passasjerer valgte å reise med Norwegian. Årsskiftet 2013/2014 hadde selskapet, med 35,2 millioner utestående aksjer, en markedsverdi på omtrent 6,7 milliarder (Euroinvestor, 2014). Det tilsvarte en aksjekurs på 188,2 kroner.

Figur 2.1: Kursutvikling



Kilde: (Yahoo, 2014)

2.2 Kort om flybransjen

Flybransjen er en av de raskest voksende økonomiske sektorene. Siden 1970 hadde volumet av flytrafikken (målt i RPK) tidoblet, og det tilsvarer tre ganger så stor vekst som verdens BNP (Iata, 2011). Dette gjenspeiler en økende globalisering og en høy inntektselastisitet i flytrafikken. Allikevel er flybransjen preget av svært dårlig lønnsomhet. I 2012 hadde flybransjen en resultatmargin etter skatt og gjeldsrenter på kun 1,2 % (Iata, 2013a). Bransjens lave lønnsomhet skyldes av intens prisdominert rivalisering blant etablerte og nye konkurrenter. Prissensitive kunder og mektige leverandører gir ytterligere utfordringer for flyselskapene.

Per i dag er konkurransen i bransjen mellom lavprisselskaper og tradisjonelle selskaper. Forskjellen mellom flyselskapene er hovedsakelig ytelsesgraden av service. Tradisjonelle flyselskaper tilbyr som regel høyere grad av service enn sine lavpriskonkurrenter, som for eksempel å inkludere setevalg, bagasje, underholdning, mat og drikke. Mange tradisjonelle flyselskaper er i samarbeid med andre flyselskaper gjennom allianser, og tilbyr ulike fordelsprogrammer og større rutenett enn lavprisselskaper. Disse servicene er kostbare og resulterer høyere billettpriser.

Valg av type flyselskap er opp til individuelle preferanser til hver enkel passasjer. Historisk viser at passasjerer er mer prisbevisste og tilbøyelige til å velge lavprisselskaper i lavkonjunkturperioder. Dette reflekteres i figur 2.2. Under finanskrisen i 2008/2009 hadde lavprisselskaper kun en nedgang på rundt 7 % i antall passasjerer. Veksten tok seg raskt opp igjen (Iata, 2013b). Tradisjonelle selskaper hadde derimot en nedgang på hele 24 % i antall passasjerer i samme periode. Veksten kom seg ikke opp til samme nivå, før finanskrisen, før i slutten av 2012. Denne utviklingen er på bakgrunn av passasjerer som ikke vil prioritere høyere grad av service under lavkonjunkturperioder, som resulterer til større etterspørsel på lavprisselskaper.

Figur 2.2: Utvikling i økonomi og premium passasjerer

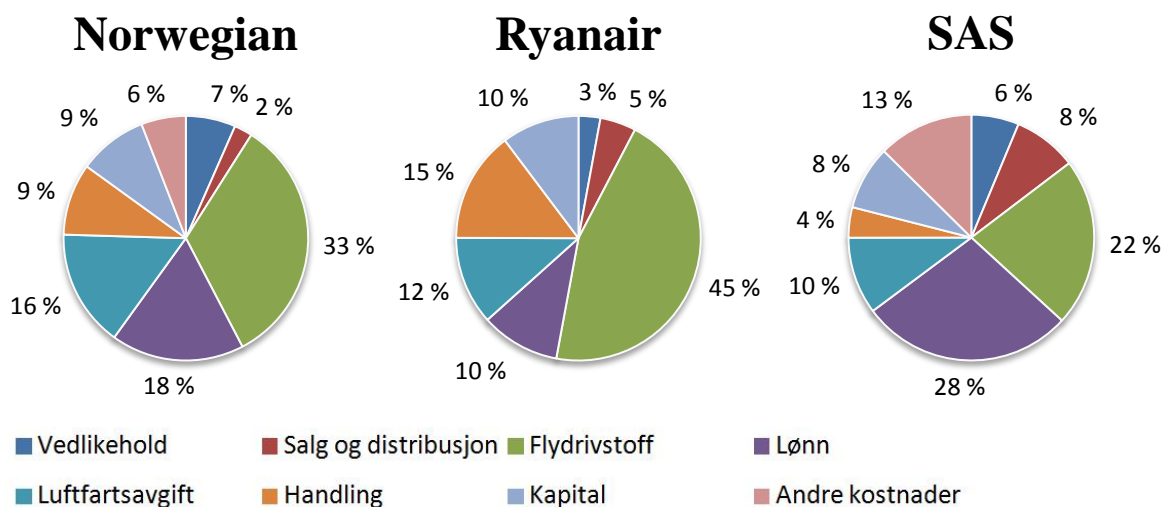


Kilde: (Iata, 2013b)

2.2.1 Kostnadsstruktur i bransjen

Kostnadsstrukturen i bransjen vil variere når selskaper fokuserer på ulike strategier som lavprisselskaper og tradisjonelle selskaper. Selv om lavprisselskaper har lik strategi, skiller kostnadsstrukturen i stor grad på de enkelte selskapene. Både Norwegian og Ryanair er lavprisselskaper, men Norwegian tilbyr flere service og har dermed høyere billettpriser. Figur 2.3 viser kostnadsstrukturen til Norwegian, Ryanair og SAS, og hvor mye de forskjellige kostnadspostene utgjør i de respektive totalkostnadene.

Figur 2.3: Kostnadsstruktur til Norwegian, Ryanair og SAS i 2013



Kilde: (Norwegian, 2013a; Ryanair, 2013; Sas, 2013)

Det er nødvendig å nevne at kostnadspostene til de ulike selskapene inneholder noe ulike kostnader. Det betyr at kostnadene ikke er helt ensartet, men det vil allikevel vise et godt bilde av forskjellen på kostnadsstrukturen mellom lavprisselskaper og tradisjonelle selskaper.

Begge selskapstypene har en stor andel av totalkostnadene som faste eller i periodevis faste kostnader. Det er store variasjoner i selskapenes kostnadsstruktur, men noen av postene skiller seg ut og er spesielt interessante. Kostnader tilhørende flydrivstoff utgjør en stor andel av totalkostnadene. Det er fordi flydrivstoff er nødvendig for den operasjonelle driften, og som det vil nevnes i kapittel 3.1.4, er drivstoffprisen avhengig av oljeprisen og kan ikke påvirkes av det enkelte selskapet. Hos Norwegian og Ryanair utgjør denne kostnadsposten større andel av totalkostnadene enn SAS, noe som kommer av at lavprisselskaper har relativt lavere andre kostnader. Som et resultat av den høye kostnadsandelen i flydrivstoff, vil lavprisselskapenes resultatmargin variere med oljeprisen (opplyses i kapittel 8.2 under sensitivitetsanalysen).

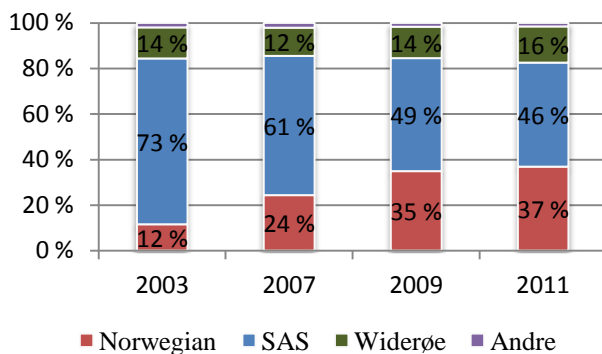
Lønnskostnader er en annen viktig og betydelig kostnadspost. Størrelsen på posten er avhengig av servicegraden som selskapet yter. SAS har høye lønnskostnader som tilsvarer nesten en tredjedel av totalkostnadene. Det kan forklares med at SAS har en del ledig kapasitet (Sas, 2013) og høyere grad av service som krever dyrere arbeidskraft enn både Norwegian og Ryanair. På lik måte har Norwegian høyere grad av service enn Ryanair og resulterer til større lønnskostnader.

2.3 Markedssituasjon

Det norske innenriksmarkedet består hovedsakelig av tre store konkurrenter, nemlig Norwegian, SAS og Widerøe. I 2013 solgte SAS 80 % eierandel av Widerøe og har hensikt til å avhende resten av eierandelene i løpet av 2016 (Sas, 2013). Widerøe vil være en viktig og uavhengig aktør i det norske markedet. Det finnes også andre konkurrenter, men de er små og har kun prosentvis markedsandeler og påvirker i liten grad det norske markedet.

I 2003 var det norske flymarkedet preget av konsolidert markedsstruktur, nærmest monopolmarked for SAS (se figur 2.4). Norwegian som en liten aktør i markedet for 8 år siden, hadde i 2011 en markedsandel som nesten likestilles med SAS. Norwegian økte markedsandelen fra 12 % i 2003 til 37 % i 2011. I samme periode har SAS redusert markedsandelen til 46 % og Widerøe økt til 16 %. Situasjonen per i dag er noe forskjellig i markedsfordelingen, men er preget av samme markedsstruktur bestående av disse tre hovedkonkurrentene.

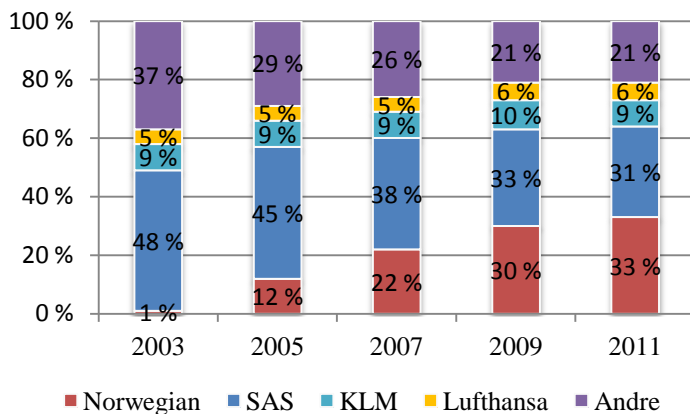
Figur 2.4: Fordeling av markedsandel innenriks i Norge



Kilde: (Denstadli & Rideng, 2011)

Det internasjonale markedet for utenriksreiser er preget av mye større konkurranse enn innenriksmarkedet. I 2011 opererte 37 flyselskaper i utenriksmarkedet hvor fire av selskapene dominerte og hadde 79 % av markedsandelen (se figur 2.5). Norwegian startet som en liten konkurrent med 1 % markedsandel i 2003, og har siden hatt en betydelig vekst. I 2011 hadde selskapet overgått SAS med en markedsandel på 33 %. SAS, KLM og Lufthansa hadde henholdsvis 31, 9 og 6 prosent markedsandel.

Figur 2.5: Fordeling av markedsandel utenriks fra Norge



Kilde: (Denstadli & Rideng, 2011)

Figuren viser at SAS har lenge vært det dominerende selskapet, men i perioden har mistet en stor del av markedsandelen. KLM og Lufthansa i denne perioden har beholdt markedsandelen med henholdsvis 5 til 6 prosent og 9 til 10 prosent. Det betyr at Norwegian har stort sett vunnet over markedsandel fra SAS og andre mindre selskaper.

Norwegian har, utenom det internasjonale utenriksmarkedet i Norge, også markedsandeler i sine utenlandske baser. Selskapet har fokusert på større vekst i det nordiske markedet og siden hatt forbedret posisjonen. I Stockholm, København og Helsinki hadde selskapet henholdsvis 19, 14 og 9 prosent markedsandel i 2012. Dette tilsvarer en økning på 3 % eller 1,4 millioner passasjerer siden 2011. Samme år hadde selskapet en markedsandel på 4 % i London og 4 % i Spania (Norwegian, 2012e).

3 Strategisk analyse

For å kunne gjennomføre en god fundamental verdsettelse av et selskap, er det nødvendig å gjennomføre strategiske analyser som et grunnlag for prognostisering av fremtidige kontantstrømmer. Det er hensiktsmessig å foreta både intern og ekstern analyse. Den interne analysen består av en analyse av utviklingen i selskapets nøkkelparametre for å forstå selskapets historisk utvikling, lønnsomhet og posisjon i bransjen. Den eksterne analysen består av to analyser, PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. PESTEL-analysen vil avdekke makroøkonomiske forhold som kan påvirke bransjen og det enkelte selskap. Porters fem konkurransekrefter vil derimot gå inn på mikroøkonomiske forhold, nemlig mer

bransjespesifikke forhold. Denne analysen vil kunne gi en forståelse på lønnsomhetspotensialet i bransjen og til det enkelte selskapet. Kapitlet vil starte med å se på historisk utvikling i selskapets nøkkelparametre.

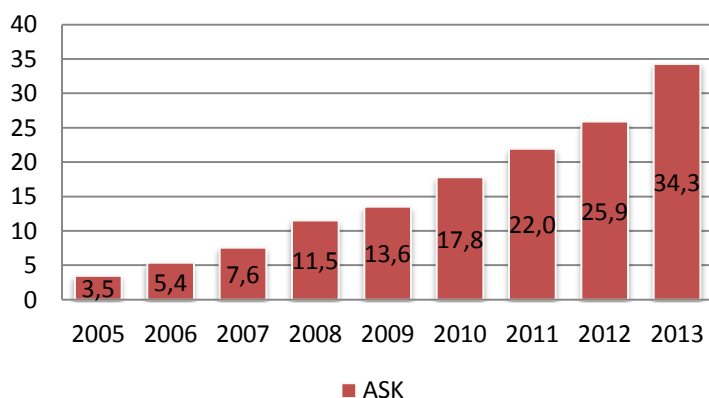
3.1 Utvikling i selskapets nøkkelparametre

Dette kapitlet presenteres noen spesifikke nøkkelparametre i flybransjen for å få bedre innsikt i selskapets økonomisk prestasjon. Det skal gjennomgå nøkkelparametre som antall tilgjengelig setekilometer, antall betalte passasjerkilometer, kabinfaktor, kostnad og inntekt per tilgjengelig setekilometer, og til slutt passasjerutvikling.

3.1.1 Antall tilgjengelig setekilometer (ASK¹)

Antall tilgjengelig setekilometer (ASK) er et kapasitetsmål på selskapets maksimale flåtekapasitet og måler flyselskapets evne til å transportere passasjerer. ASK beregnes ved å ta antall tilgjengelige seter multiplisert med den totale kilometer flydd. Figur 3.1 presenterer Norwegians historisk utvikling i antall tilgjengelige setekilometer i perioden 2005 til 2013. Det viser tydelig at selskapet hadde en enorm vekst i perioden. Dette er på bakgrunn av økende etterspørsel som resulterer til utvidelse av rutenett og anskaffelse av flere flyflåter. I 2013 hadde selskapet en ASK på 34,3 milliarder, som nesten er det tidobbelte ASK sammenlignet med året 2005. Samme år etablerte selskapet langdistanseruter til både USA og Thailand. Selskapet har planer om å ekspandere videre med nye baser i Barcelona og Madrid i 2014 (Norwegian, 2013a).

Figur 3.1: Utvikling i antall setekilometer i milliarder



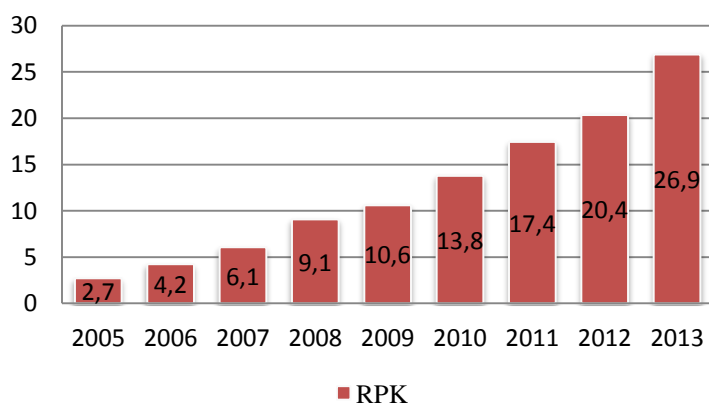
Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

¹ ASK= Available Seat Kilometers

3.1.2 Antall betalte passasjerkilometer (RPK²)

Antall betalte passasjerkilometer (RPK) er et mål for den totale passasjertrafikken. RPK gir også en forståelse på produksjonsnivået, fordi den angir både antall passasjerer og kilometer flydd. RPK beregnes ved å ta antall betalte seter multiplisert med den totale kilometer flydd. Figur 3.2 presenterer Norwegians historisk utvikling i antall betalte passasjerkilometer i perioden fra 2005 til 2013. Utviklingen i perioden viser en betraktelig økning i betalte passasjerkilometer. RPK sammenlignet med ASK, har også nesten tidoblet antallet siden 2005. I 2013 hadde selskapet en RPK på utrolige 26,9 milliarder, noe som tilsvarer en økning på 32 % siden året før.

Figur 3.2: Utvikling i antall betalte passasjerkilometer i milliarder



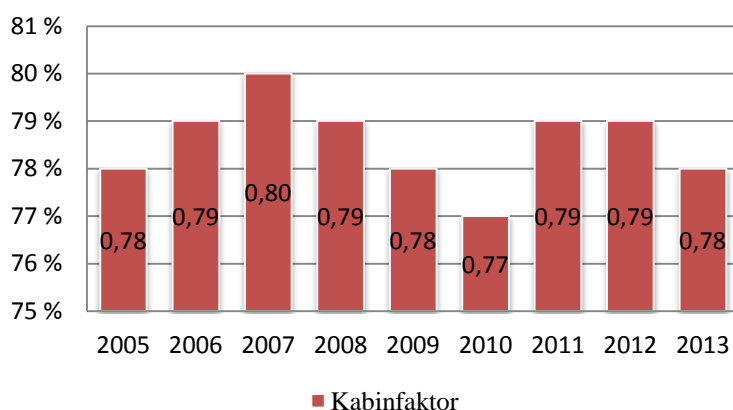
Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

3.1.3 Kabinfaktor

Kabinfaktor finnes ved å ta selskapets RPK dividert med tilhørende ASK. Dette forholdstallet beskriver hvor stor grad av selskapets kapasitet som faktisk utnyttes til å generere inntekt, som dermed beskriver selskapets lønnsomhet og effektivitet i driften. En kabinfaktor på 100 % betyr at selskapets fly er fullstendig lastet med passasjerer og at alle seter på samtlige avganger er solgt. Som det viser på figur 3.3, har Norwegians kabinfaktor vært stabil mellom 77 til 80 prosent gjennom perioden 2005 til 2013. Året 2013 endte med en kabinfaktor på 78 %.

² RPK = Revenue Passenger Kilometers

Figur 3.3: Utvikling i kabinfaktor



Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

3.1.4 Enhetskostnad (CASK³)

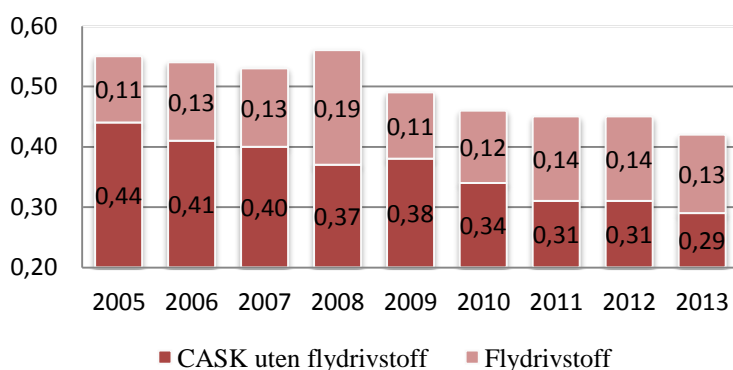
Flybransjen bruker kostnad per tilgjengelig setekilometer (CASK) som kostnadsmål. Enhetskostnaden beskriver kostnadseffektiviteten i et selskap. Som andre bransjers enhetskostnad vil lavere CASK gi bedre kostnadseffektivitet. CASK beregnes ved å ta driftskostnader før avskrivninger og amortiseringer dividert med ASK. Norwegian har kontinuerlig fokusert på kostnad og effektivitet, og som et resultat viser figur 3.4 at selskapets enhetskostnad har redusert nesten hvert eneste år. Økt gjennomsnittlig sektorlengde⁴ som en følge av økt produksjon i det internasjonale markedet gjennom etablering av nye baser og destinasjoner, resulterer til reduserende enhetskostnad (Norwegian, 2013a). Det betyr lengre gjennomsnittlig sektorlengde, flere ASK per flyreise, vil føre til flere setekilometer å fordele de faste kostnadene på, som en følge reduserer enhetskostnaden.

Figur 3.4 presenterer utvikling i CASK med og uten drivstoffkostnader. Dette er på bakgrunn av drivstoffprisen er avhengig av oljeprisen og kan ikke påvirkes av det enkelte selskapet. Det er dermed hensiktsmessig å vise CASK uten drivstoffkostnader for å få et bedre bilde av selskapets kostnadsutvikling. I 2013 hadde selskapet redusert CASK med 22 % siden 2005. Enhetskostnaden har derimot redusert 34 % ved å ekskludere drivstoffkostnaden. Selskapet har videre et mål om å redusere enhetskostnaden til 0,40 kroner (Norwegian, 2013a).

³ CASK = Cost of Available Seat Kilometers

⁴ Sektorlengde betyr flydistanse

Figur 3.4: Utvikling i CASK (NOK)

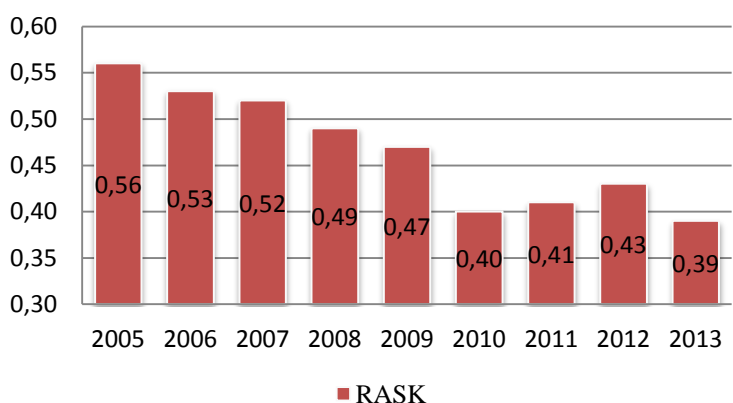


Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

3.1.5 Enhetsinntekt (RASK⁵)

Flybransjen benytter passasjerinntekt per tilgjengelig setekilometer (RASK) til å beregne inntektsnivået. Passasjerinntekter består kun av billettinntekter, og inkluderer ikke biinntekter eller andre inntekter. RASK brukes som inntektsmål og beskriver hvor mye billettinntekt per sete genererer i gjennomsnittlig per kilometer flydd. Gitt en konstant CASK, vil høyere RASK gi større sannsynlighet for at selskapet yter god prestasjon. Enhetsinntekt beregnes ved å ta billettinntekt dividert med ASK.

Figur 3.5: Utvikling i RASK (NOK)



Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

Figur 3.5 presenterer utviklingen i Norwegians RASK i perioden 2005 til 2013. Fra 2005 hadde selskapets RASK redusert alle årene frem til 2010, som tilsvarer et fall på 28 % fra 0,56

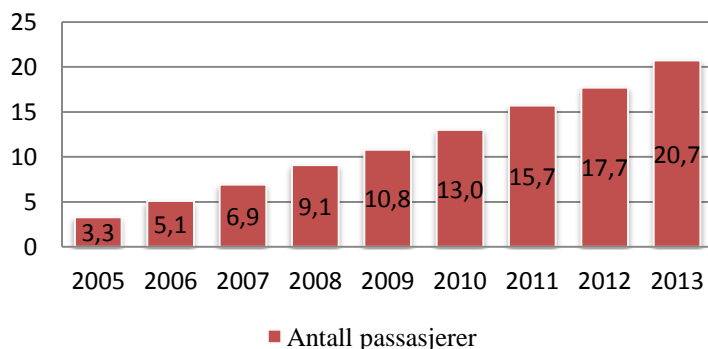
⁵ RASK = Ticket Revenue per Available Seat Kilometers

til 0,40 kroner. Økende gjennomsnittlig sektorlengde, lengre flyreiser, øker passasjerinntekt men i relativt mindre grad enn sektorlengde. I tillegg blir det stadig mer intens konkurranse i bransjen, som har medført til kontinuerlig fallende billettpriser de siste årene (Thompson, 2013). Disse årsakene kan forklare den fallende utviklingen i selskapets RASK. De neste to årene hadde RASK økt noen få prosent til det begynte å falle igjen i 2013. Årsaken er grunnet betydelige og uforutsette kostnader i forbindelse med oppstarten av langdistanseoperasjonen som kostet Norwegian 216 millioner kroner (Landre, 2014).

3.1.6 Passasjerutvikling

Norwegian har hatt sterk vekst siden børsnotering i 2003. For å få en indikasjon på veksten, presenterer figur 3.6 selskapets trafikkutvikling, dvs. utviklingen i antall passasjerer. Det viser at selskapet hadde en stabil høy vekst i antall passasjerer i perioden 2005 til 2013. Fra 2005 hadde antallet passasjerer økt fra 3,3 millioner til 17,7 millioner i 2012. I 2013 hadde selskapet en passasjerøkning på 13 % og endte med 20,7 millioner passasjerer. Trenden viser en utvikling som vil fortsette med sterk vekst fremover.

Figur 3.6: Trafikkutvikling i millioner



Kilde: (Norwegian, 2012e, 2013a)

3.2 PESTEL

Hensikten med PESTEL-analysen er å identifisere forhold på makronivå som kan ha innvirkninger på bransjen og det enkelte selskap. Analysen går inn på politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer, og ser på hvordan endringer i disse faktorene vil kunne påvirke selskapets videreutvikling og fremtidig inntjening. Faktorene er eksogene og kan dermed i liten grad påvirkes av det enkelte selskap. Det er viktig å påpeke at

de seks faktorene i analysen er et sammensatt system og må ses i sammenheng (Oxford University Press, 2011). Resultatet av analysen vil kunne gi en forståelse på hvordan selskapet vil konfrontere og prestere under mulige endringer i de forholdene på makronivå i fremtiden.

3.2.1 Politiske og juridiske faktorer

Politiske og juridiske faktorer er snakk om offentlige beslutninger og lovreguleringer som kan påvirke bransjen og selskapene. Etersom faktorene henger i stor grad sammen og må gjerne ses i sammenheng, er det hensiktsmessig å presentere faktorene sammen.

Norge er en del av EØS, noe som betyr at Norge er underlagt av EUs politikk og lovreguleringer. EØS-avtalen har bidratt til større politisk stabilitet i EU på bakgrunn av fri konkurranse, like konkurransevilkår og overholdelse av de samme reglene. Slik som dagens førende politiske holdninger, vil det være lite sannsynlig med større radikale endringer for flybransjen og selskapene på kort sikt. Det er allikevel noen viktige faktorer som har spesiell betydning for bransjen og dens utvikling. Disse faktorene kan påvirke bransjen økonomisk og dermed selskapenes fremtidig lønnsomhet.

3.2.1.1 Flysikkerhet

EU har svært strenge lover og krav for flysikkerhet. Det er for å hindre ulykker som oppstår i EU-området. EU har nemlig etablert et flysikkerhetsbyrå (EASA) som har ansvaret for flysikkerheten i EU, som gjelder flysikkerhets- og miljøkrav til luftfartøy, deler og utstyr til luftfartøy og vedlikehold av slike produkter (Luftfartstilsynet, 2013). I den nye forordningen 628/2013 ble ansvarsområdet til EASA utvidet til å gjelde alle områder knyttet til flysikkerheten (Samferdselsdepartementet, 2013). Forordningen legger til rette en mer risikobasert tilsynsmetodikk hvor inspektørene får opplæring og vil være mer fleksibel etter behov. Den nye metodikken fører til at inspektørene vil være mer proaktiv og foretar grundigere inspeksjoner. Norge, under EØS-avtalen, ble medlem av EASA og er dermed underlagt av flysikkerhetskrav og tilsyn utført av EASA.

Norwegian setter flysikkerhet som selskapets viktigste og høyeste prioritet. Selskapet har en egen avdeling for flysikkerhet som arbeider proaktiv for å fremme flysikkerhet. I tillegg er flysikkerhet en del av besetningens opplæringsprogram, noe som luftfartstilsynet har godkjent for (Norwegian, 2014a). Selskapet foretar strenge vedlikeholdsprogrammer i samsvar med

EASAs vilkår og regler. Med bakgrunn i Norwegians prioritering og fundamental sikkerhet vil fremtidig endringer i flysikkerhetskrav eller nye forordninger ikke ha særlig økonomiske konsekvenser på selskapet.

Radikale endringer i flysikkerheten har derimot konsekvenser for bransjen og selskapene. Et tilfelle oppstod i 2006, da det ble innført væskeforbud (maks 100ml) om bord etter et forsøk på terror (Aftenposten, 2013). Dette medførte til nye og strengere sikkerhetskontroll og rutiner, noe som resulterte til økte kostnader og lengre reisetid for passasjerer. I 2014 blir det brukt 1,2 milliarder kroner på sikkerhetskontroll på flyplassene i Norge. Dette tilsvarer en seksdobling av kostnadene på 10 år (Solvang, 2014). Kostnaden tillegges passasjerer gjennom en securityavgift på billetten. Den tillagte kostnaden svarer likt for alle selskaper, er konkurransesituasjonen uforandret, men øker kostnadene for selskapene. For å være konkurransedyktig må selskapene holde billettprisene lave, noe som begrenser hvor mye securityavgift som kan pålegges. Dette er en av faktorene som har medført til nedgangen i Norwegians RASK, se figur 3.5.

EASA la frem et nytt forslag for arbeids- og hvilebestemmelser for flygende personell i 2012. Forslaget åpner for at flygende personell må holde seg våken i 22 timer, først standby i 8 timer og deretter 14 arbeidstimer, noe som ikke er trygt. I tillegg åpner forslaget for 12,5 timer flytid om natten, mens anbefaling fra eksperter er 10 timer og etter denne grensen vil mange oppleve kritisk høyt utmattelsesnivå som fører til nedsatt evne til å kontrollere flyet (Johnsen, 2013). Dette forslaget ivaretar ikke flysikkerhet godt nok og ble avvist 1.oktober 2013. Det som kan skje videre er enten forslaget blir lagt helt ned eller kommer opp til ny behandling. Om forslaget kommer gjennom, må norske selskaper implementere reglene for å ikke bli svekket i konkurransesituasjonen. Siden forslaget ikke ivaretar flysikkerheten godt nok, må selskapene implementere ekstra sikkerhet, tiltak eller rutiner for å hindre mulige ulykker som kan oppstå. På bakgrunn av dette kan det bli økte kostnader for selskapene på mellomlang sikt.

3.2.1.2 Miljø

I 2012 innførte EU et kvotesystem som gjelder alle flyselskaper som har flyvninger til, fra og innad i EØS-området. Systemet har som hensikt å redusere utslipp av klimagasser ved at selskaper må kjøpe til seg utslippkvoter for å kunne fly. Innledende vil alle selskaper få tildelt

et gitt antall klimakvoter, men det antas at flyselskapene må betale opp til 30 % av sine utslipp (E24, 2011). I den norske bransjen har Norwegian og SAS fått tildelt 75 % gratiskvoter, noe som betyr at selskapene må kjøpe de resterende 25 % av utslippskvotene (Miljødirektoratet, 2011). Dette fører til økte kostnader for selskapene. EU-kommisjonen regner med at flybilletter vil ha en prisøkning på rundt 12-70 kr (E24, 2011).

EU-parlamentet vil stramme inn på klimakvoter de kommende årene, men virkningen er så liten at den påvirker nesten ikke selskapene økonomisk og dermed heller ikke store miljømessige effekter. EU-parlamentet har foreslått om å trekke inn noen av klimakvotene tilbake, men det er fortsatt stor uenighet mellom medlemslandene og usikker på når vedtaket blir godkjent (Vermes, 2013). Det vil være mest sannsynlig at det blir strengere innstramminger på kort sikt, ettersom EU må nå sine klimamål (Ntb, 2014b).

Norwegian har lenge vært bevisst på miljøproblemet og fokuserer stadig på å redusere utslipp av klimagasser. Allerede i 2007 startet Norwegian på å modernisere flyflåten med mer kostnadseffektive og miljøvennlige Boeing 737-800 fly. Selskapet vil også fase ut de eldre Boeing 737-300 fly fortløpende og sikter på enhetsflåte med 70 nye Boeing 737-800 fly i 2014 (Norwegian, 2014b). Slik har selskapet tatt grep på miljøproblemet. Fremtidige innstramminger på kvotesystemet vil dermed ikke ha store kostnader eller utfordringer for selskapet.

3.2.1.3 Lønns- og arbeidsvilkår

Norge har generelt høyt lønnsnivå og gode arbeidsvilkår. Er det slik at det kommer vedtak eller endringer på lønnsnivå, tariffavtaler, arbeidsvilkår eller andre rettigheter for arbeidstaker, vil Norwegian ha store økonomiske utfordringer. Selskapet har innleide asiatisk flygende personell med asiatisk lønns- og arbeidsvilkår for sine langdistanseruter. Denne ordningen har regjeringen reagert på. I 2013 nektet regjeringen slik ordning og uttalte at det skal være påkrevd at personell fra land utenfor EØS-området må ha oppholds- og arbeidstillatelse (Ntb & E24, 2013). Det betyr at norske selskaper kan ikke bruke personell på asiatiske arbeidsvilkår. Selskapet argumenterer at det ville være umulig å konkurrere, om Norwegian måtte ansette asiatisk personell med norske arbeidsvilkår, med andre internasjonale selskaper. Selskapet omgikk regjeringens krav med å flagge ut deler av flyflåten til Irland.

I 2014 får Norwegian irsk driftstillatelse til å holde langdistanseruter fra Europa. Amerikanske mektigste fagforening AFL-CIO nekter selskapets lisens, noe som betyr at selskapet får ingen driftsrettigheter i USA. Bakgrunnen for nektelsen er selskapets operative ordning med asiatisk lønns- og arbeidsvilkår for asiatisk personell. På denne måten unngår selskapet forpliktelsene overfor fagforeningene i Norge og samtidig fortrenger arbeidstakerne både i USA og Norge (Ntb, 2014c). Norwegian har to valg, enten fly på den norske tillatelsen eller kjøpe et annet flyselskap som allerede har driftsrettigheter i USA (Ntb & E24, 2014). Første alternativet er uaktuelt på bakgrunn av den norske tillatelsen har for mange begrensninger. Det andre alternativet er en mulighet. Selskapet har fått tilbud av 3-4 selskaper om mulig oppkjøp. Selskapet regner med en løsning på problemet innen kort tid, dermed ingen store konsekvenser i fremtiden.

3.2.2 Økonomiske faktorer

Den globale økonomiske utviklingen er viktig og vil påvirke det enkelte lands økonomisk tilstand. EØS-avtalen har åpnet for fire friheter, blant annet fri bevegelse av varer, personer tjenester og kapital. EU er den viktigste handelspartneren for Norge, med rundt 80 % av den totale eksporten til EU og mer enn 60 % av importen fra EU (Europortalen, 2014). Det betyr at EUs utvikling er svært viktig for hvordan Norges økonomiske tilstand vil være. Den globale, EUs og Norges utvikling vil til sammen sette rammene og begrensningene for hvordan selskaper opererer og fatter beslutninger.

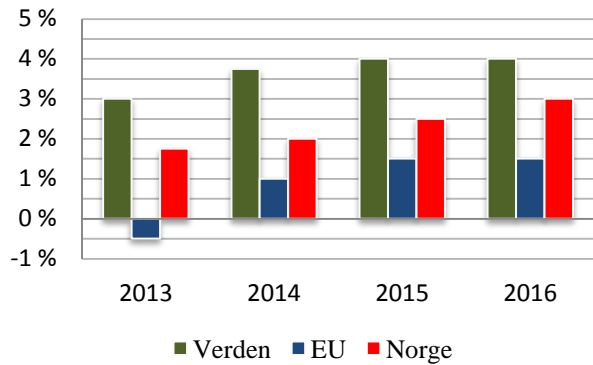
Bruttonasjonalproduktet (BNP) fluktuerer sammen og driver veksten i flytrafikken. Veksten i flytrafikken har høy inntektselastisitet og fluktuerer kraftigere enn BNP (Iata, 2011), og er påvirket av internasjonal handel av varer og tjenester. Med andre ord er BNP en god indikator på hvordan selskaper vil utvikle seg videre. Andre økonomiske faktorer som også spiller inn, er valutaratene, styringsrenten, inflasjonsraten og oljeprisen. Disse faktorene til sammen gir et godt bilde på hvordan selskaper vil operere og tilpasse seg videre.

3.2.2.1 Bruttonasjonalproduktet

Norges Bank forventer at verdens BNP vil ha en moderat økning fremover, se figur 3.7. I 2013 hadde verdens BNP en vekst på 3 % og vil øke til rundt 4 % i 2015 og 2016. Utsiktene for EU vil bedre seg fremover. Det vil være økning i investeringer og sysselsetting. I 2013 hadde EU en negativ BNP vekst på minus halvt prosent, grunnet mye gjeld, lavt

produksjonsvekst og høyt nivå av arbeidsledighet. EU vil fortsatt ha lav styringsrente for å drive ekspansiv pengepolitikk. Etterspørsel- og inntektsvekst vil fortsatt være under potensialet frem til 2016. Inflasjonen vil være lav, mellom 1,25 til 1,5 prosent til 2016.

Figur 3.7: Veksten i BNP fra 2013-2016



Kilde: (Norges Bank, 2013)

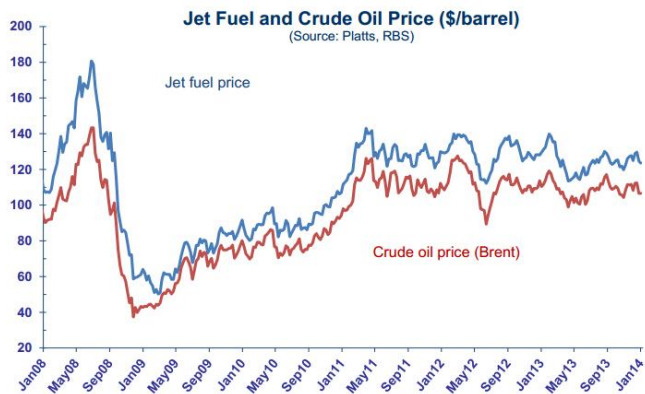
I 2013 hadde BNP veksten i fastlands-Norge redusert med 1,65 % til 1,75 %. Nedgangen er på bakgrunn av moderat utvikling i konsumet, lave investeringer, og lav vekst i eksporten. Videre vil BNP veksten ha en svak økning til 3 % i 2016. Styringsrenten vil fortsatt være lav, mellom intervallet 1,5 til 2 prosent frem til 2016. Det kan nevnes at styringsrenten fastsettes med sikte på en lav og stabil inflasjon på 2,5 % på mellomlang sikt.

Med Norges Bank forventninger om utsiktene fremover, vil det bli økt etterspørsel etter flyreiser i det norske markedet. Utsiktene i EU er svært usikre på bakgrunn av fortsatt lav vekst, mye gjeld og høyt arbeidsledighet. Den globale etterspørselen etter flyreiser vil derimot ha en vekst på 4,7 % frem til 2032 (Airbus, 2013).

3.2.2.2 Oljepris

Flydrivstoff er en av de største kostnadspostene hos selskapene, omtalt i kapittel 2.2.1. I 2013 utgjorde flydrivstoff 33 % av Norwegian's total kostnader (Norwegian, 2013a). Tilsvarende tall for Ryanair og SAS er 45 og 22 prosent (Ryanair, 2013; Sas, 2013). Kostnadsstrukturen viser at lavprisselskapene er mer sårbare for økning i oljeprisen.

Figur 3.8: Utvikling i prisen på flydrivstoff og råolje per fat i dollar



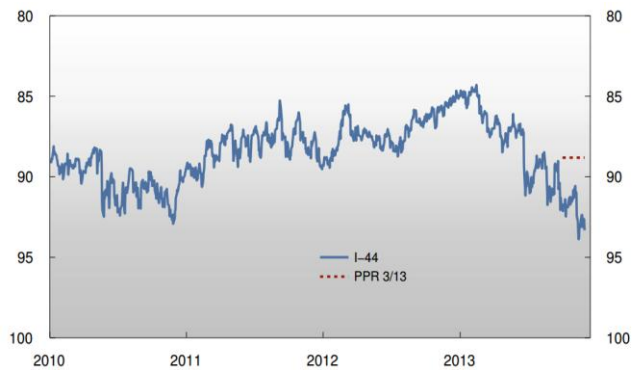
Kilde: (Iata, 2014)

Siden prisen på flydrivstoff er avledet av råoljeprisen, er disse prisene sterkt korrelert (se figur 3.8). Under finanskrisen i 2008 hadde prisen på både flydrivstoff og råolje falt kraftig. Etter råoljeprisen nådde bunnpunktet i slutten av 2008, har prisen økt frem til 2011 og siden vært ganske volatil med en gjennomsnittspris på rundt 110 dollar per fat. Flydrivstoff som nevnt er den største kostnadsposten (hos lavprisselskaper), så videreutvikling i oljeprisen vil ha stor påvirkning på selskapets lønnsomhet. Ifølge OPEC vil oljeprisen være ganske stabil rundt 110 dollar per fat til 2020 og vil deretter stige til 120 dollar per fat til 2025 (Opec, 2013). Dessuten vil estimatene alltid bestå av usikkerheter, og av den grunn velger selskaper og hedge flydrivstoff. Slik kan selskapene redusere usikkerheten og volatiliteten i lønnsomheten.

3.2.2.3 Valuta

Norske kroner har svekket seg i løpet av den siste perioden. Det har vært svake økonomiske nøkkeltall, et fall i markedsaktørens forventninger på styringsrenten, og begrenset likviditet i markedet for norske kroner. Disse forholdene har bidratt til at kronkursen har svingt mer enn normalt i 2013, se figur 3.9.

Figur 3.9: Bevegelsen i kronkurs i perioden 2010-2013 (importveid valutaindeks)



Kilde: (Norges Bank, 2013)

I 2013 tilsvarte en prosent svekkelse i kronkursen mot dollar et valutatap på 54 millioner kroner for Norwegian (Norwegian, 2013a). Tilsvarende en prosent svekkelse i kronkursen mot euro vil føre til et valutatap på 34 millioner. Fluktuasjoner i valuta er risiko som kan ha betydelige innvirkninger på selskapets økonomiske resultat. Norwegian velger og hedge for å redusere risikoen for valutasingninger (Norwegian, 2012e). Norges Bank legger til grunn at kronkursen vil styrke seg noe fremover (Norges Bank, 2013).

3.2.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer er de demografiske og kulturelle aspekter som kan potensielt påvirke markedsstørrelser og forbrukerbehov. Det gjelder faktorene som befolkningsvekst, aldersfordeling, demografi, inntektsnivå og sosiale holdninger. Trender i disse sosiale faktorene kan gi utslag på etterspørselen til selskapets produkter, som samtidig påvirker hvordan et selskap skal operere.

Befolkningsvekst vil selvsagt gi større kundegrnlag for selskapene. I 2013 hadde den norske befolkningsveksten en økning på 1,1 %, og nettoinnvandring stod nemlig for 69 % av veksten (Ssb, 2014a, 2014b). Det blir stadig flere innvandrere og størsteparten kommer fra Polen, Sverige og Litauen. Markedet for innvandrere blir stadig større på bakgrunn av besøk eller andre årsaker for hjemreisen. Fra Norge til andre land i Europa vil være kortdistansereiser, så innvandrere er først og fremst etter gunstige billetter. Lavprisselskaper vil dermed være konkurransedyktig i dette markedet. Norwegian som allerede har mange destinasjoner til disse hjemreisene, vil mest sannsynlig få økt etterspørselen de neste årene.

Inntektsnivået har økt betraktelig hos den norske befolkningen de siste årene. En konsekvens av dette er økt kjøpekraft som gir dem mulighet til å bruke litt ekstra penger på flyreiser. Det er faktum at det blir stadig flere som prioriterer business klassen på langdistansereiser, også i private sammenhenger (Mikalsen, 2014). Årsaken for denne utviklingen er bedre råd, lavere billettpriser og lengre flyreiser. Lavprisselskaper med kontinuerlig priskrig og kampanjer fører til at komfortklassen er rimelig, av og til billigere enn økonomiklassen. Norwegian har innredet premium klasse i sine Dreamlinere, og det viser seg stor interesse for disse setene.

Befolkningen blir stadig eldre og friskere, og en stor del av dem består av eldre som er over 45 år (Ssb, 2013, 2014b). Pensjonsreformen i 2011 ga alle, med nok opptjent pensjon, muligheten til å ta ut pensjon allerede fra 62 års alderen. Dette betyr en økning i den kundegruppen som både har tid og penger til flere og lengre flyreiser. I tillegg er de eldre villige til å kjøpe business klassen for god komfort (Mikalsen, 2014).

En undersøkelse i 2011 viser at de fleste nordmenn prioriterer tiden til familien og venner fremfor karrieren (Martinsen, 2011). Det blir stadig vanligere å ta en helgetur med familien eller med venner. Denne omprioriteringen hos nordmenn kan være et potensielt stort marked for Norwegian. Om selskapet legger til rette helge- og ukeruter til destinasjoner med mulighet for familieaktiviteter, vil selskapet å få større etterspørsel i dette markedet.

Utviklingen i de overnevnte sosiale faktorene vil trolig gi Norwegian økt antall passasjerer og inntekter fremover.

3.2.4 Miljømessige og teknologiske faktorer

Den langsiktige trenden med økt utslipp av klimagasser har medført til økt global oppvarming og havnivåstigning. Dette vil føre til klimaendringer og høyere frekvens av ekstremvær. Miljømessige faktorer omhandler nemlig hvordan forandringer i miljøet og i holdninger til miljøet vil kunne påvirke flybransjen og det enkelte selskap.

Naturkatastrofer som følge av enten global oppvarming eller naturlige svingninger kan forårsake store økonomiske og praktiske problemer for flyselskapene. Vulkanutbruddet og askeskyen på Island våren 2010 resulterte til stengt luftrom i store deler av Europa. Dette førte til en rekke forsinkelser og kansellerte avganger, samtidig som kunder ble misfornøyde og

krevde erstatningsansvar. Norwegian fikk inn 160 tusen henvendelser og opplevde store økonomiske tap (Ntb & Nr, 2011). Året etter gjentok historien seg med ny vulkanutbrudd, men i mindre skala denne gang. Frekvensen av naturkatastrofer og ekstremvær viser seg å ha økt de siste årene, noe som kan bety en praktisk og økonomisk utfordring for bransjen.

For å hindre store klimaendringer og ekstremvær, har EU innført kvotesystemet for å redusere klimagassutslippet i luftrommet, jf. kapittel 3.2.1.2. Videre vil EU-parlamentet ha strengere klimamål med sikte på utslippskutt på 40 % av nivået i 1990, øke andelen av fornybar energi med 30 %, og øke energieffektiviteten med 40 %. Alle disse målene skal nås innen 2030 (Ntb, 2014b). Det vil gi større utfordringer for selskapene fremover.

Stadig fokus og økende bevissthet på miljøproblemet har ført til kontinuerlig teknologisk utvikling i bransjen for å redusere utslipp av klimagasser. Miljøbevisste passasjerer vil også velge mer miljøvennlige alternativer, noe som kan redusere etterspørsel til flybilletter. Teknologisk utvikling i bransjen har som formål å redusere kostnader, utslipp og reisetid, øke kapasiteten og opplevd service, og innføring av mer fleksibilitet i sine produkter (Iata, 2011).

Internett har gitt flybransjen større fleksibilitet og enkelhet. For passasjerer blir det mye enklere å sammenligne ulike priser og destinasjoner, finne de billigste flybillettene samt bestille tilleggservice. All bestilling og innsjekking kan foretas på nettet. Når passasjerer har all den tilgjengelige informasjonen på internett til å sammenligne selskapenes produkter, skaper det trøbbel og større konkurranse for selskapene (Leader, 2011). Selskapene må konkurrere om de mest populære destinasjonene med de rimeligste prisene og tilleggservicene. For Norwegian har bruken av internett vært mer kostnadseffektiv enn de tradisjonelle måtene, via telefon eller reisebyrå, å distribuere produktene sine. Det har bidratt til reduserte kostnader og økte inntekter (Andersen, 2010).

Fokuset på utviklingen i flyet er kontinuerlig forbedring av flyets funksjonalitet og egenskaper. Det vil være å få flyet mer aerodynamisk, lettere, større kapasitet og mer effektiv flymotor. Utviklingen i flyflåten har bidratt til reduserte kostnader, mindre utslipp av klimagasser og høyere opplevd servicenivå. Norwegian skal skifte ut hele flyflåten til mer moderne Boeing 737-800 fly som er mer kostnadseffektiv og miljøvennlig enn den eldre 300-modellen, omtalt i kapittel 3.2.1.2. Selskapet har også installert WiFi på 74 av sine 76 737-

800 fly, noe som betyr økt opplevd service for kundene (Norwegian, 2014f). Videre vil selskapet fokusere på reduksjon av klimagassutslippet og øke den opplevde servicen.

Forskning og utvikling av biodrivstoff er viktig, og bruken av biodrivstoff vil redusere utslippet av klimagasser. IATA støtter ordningen om forskning og utvikling av biodrivstoff, og mener det er mulig å oppnå en andel på 6 % med biodrivstoff på verdensflåten innen 2020 (K. Bredesen, 2012). Det internasjonale sertifiseringsorganet for flydrivstoff, ASTM International, godkjente en standardspesifikasjon for hvordan ikke-fossilt brennstoff kan brukes i kommersiell sivil luftfart. Det betyr at bransjen kan teoretisk sett bli grønnere. Det store problemet med innføring av biodrivstoff er nemlig prisen. Markedsprisen er flere ganger dyrere enn ordinært drivstoff. Norwegian og SAS mener at prisen må være lønnsomt og at infrastrukturen må bygges ut for at det skal være mulig å bruke biodrivstoff. Eksperter mener at prisnivået på ikke-fossilt drivstoff vil utjevne seg med ordinært drivstoff på lang sikt.

3.2.5 Oppsummering

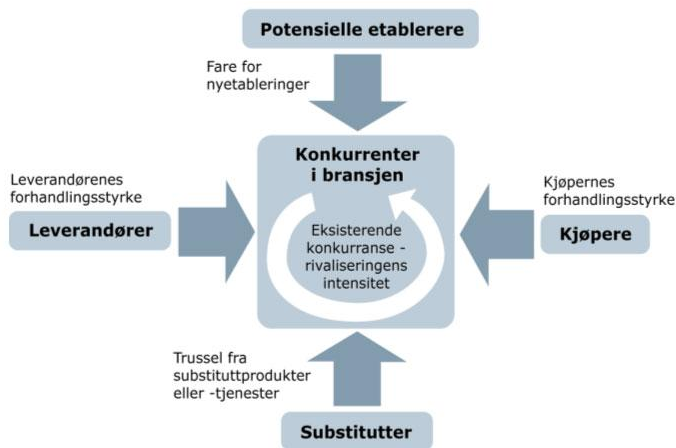
Med bakgrunn i de foregående analyser av makroøkonomiske faktorer, er det grunnlag til å utpeke flere viktige faktorer som har størst potensial til å påvirke Norwegian fremover. Det gjelder økonomiske, sosiale og miljømessige faktorer. Økonomiske og sosiale faktorer vil kunne påvirke passasjergrunlaget, antall ansatte og konsumnivået. Fluktuasjoner i valuta og oljepris er de største risikoene som vil påvirke selskapets kostnadsnivå. Miljømessige faktorer vil kunne påvirke selskapets kostnader og inntekter. Det gjelder det stadig økende fokuset på miljøet som fører til strengere miljøkrav og kvotesystem, og miljøbevisste kunder. Alle disse faktorene vil kunne påvirke Norwegians lønnsomhet fremover.

3.3 Porters fem konkurransekrefter

PESTEL-analysen i foregående kapittel avklarte ulike makroøkonomiske forhold som kan påvirke bransjen. Videre skal det analyseres på mikronivå, nemlig på mer bransjespesifikke forhold for å identifisere de underliggende driverne for lønnsomheten i bransjen. Det som benyttes i analysen er rammeverket til Porter om de fem konkurransekrefter; kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, substitutter, potensielle etablerere og konkurranserivaliseringen i bransjen, se figur 3.10. Disse kreftene bestemmer den samlede verdiskapningen i bransjen og hvordan verdien vil være fordelt mellom dem på sikt (Porter,

1987). Kreftene har både styrke og retning, og forståelsen av kreftene samlede styrke vil si noe om lønnsomhetspotensialet i bransjen fremover.

Figur 3.10: Porters fem konkurransekrefter



Kilde: (Bedriftsradgivning.Org, 2012)

3.3.1 Kundernes forhandlingsmakt

Kundernes forhandlingsmakt handler om hvorvidt kundene har mulighet til å presse ned prisene eller oppnå bedre service på produktene som leveres i bransjen (Porter, 1987). På denne måten kan kunder påvirke både prisnivået og kostnadsnivået. De viktigste faktorene som vil avgjøre kundernes forhandlingsmakt vil være antall kunder, den relative størrelsen på kundegruppen, standardisering av produktene og byttekostnader. Stor forhandlingsmakt hos kundene vil føre til dårlig lønnsomhet i bransjen.

Utviklingen i informasjonsteknologien har gitt kunder større forhandlingsmakt. Ulike søkemotorer på internett gjør at kunder kan lett søke opp selskaper og sammenligne deres priser, destinasjoner og tilgjengelighet, og velger den rimeligste. For kunder er det svært enkelt å bestille billetter og bytte selskaper etter behov. Enkelheten innebærer lave eller ingen byttekostnader. Dette resulterer til at selskaper må konkurrere om kundene, svært ofte i form av priskrig. For forretningsreisende kan byttekostnaden være litt større på bakgrunn av lojalitetsprogrammer og den relative høye reisefrekvensen. Selv om det pådrar seg litt byttekostnader i denne kundegruppen, vil den relative byttekostnaden i bransjen være lav. Dette fører til at kunder kan presse ned prisene, og at lønnsomheten blir dårligere i bransjen.

En bransje med stor forhandlingsmakt hos kundene er ofte karakterisert med noen få store kunder. Disse kundene vil utgjøre en stor andel av verdiskapningen hos selskapene, og i tillegg har makt til å forhandle priser, kvalitet og service. Dette er fordi disse kundene kan alternativt velge andre leverandører, noe som påvirker selskapets lønnsomhet. I flybransjen utgjør hver individuelle kunde en svært liten del av verdiskapningen. Disse kundene vil ha liten forhandlingsmakt. Unntaket er noen få store selskaper som kjøper en viss mengde billetter i året, som vil ha en viss forhandlingsmakt. Disse selskapene får rabatter til gjengjeld for å være lojale. Denne kundegruppen utgjør kun en liten del av totalverdiskapningen og har dermed ingen stor forhandlingsmakt.

Situasjonen i Norge er preget av konsolidert markedsstruktur med få store selskaper som tilbyr innenriksreisene. Etterspørselen er stor i forhold til antall selskaper som tilbyr, noe som gjør at kundene har relativt lav forhandlingsmakt. Utenriksmarkedet vil kundene derimot ha mye større forhandlingsmakt, med hensyn på overnevnte faktorer.

3.3.2 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt handler om hvorvidt leverandører har mulighet til å heve priser og endre kvaliteten på produktene som leveres i bransjen. Mektige leverandører kan dermed redusere lønnsomheten i bransjen ved å øke prisen på produkter eller redusere kvaliteten uten å måtte endre på prisen. De viktigste faktorene som vil avgjøre leverandørens forhandlingsmakt, er hvor viktig produktene er for kunden, om det finnes nære substitutter, og hvor viktig kunden er for leverandøren.

Den kommersielle flyprodusent bransjen kan klassifiseres som et duopol med Airbus og Boeing som konkurrerer om de største flyene. Disse to produsentene har leveranse for de fleste nye flyene i markedet. Norwegians flyflåte består kun av Boeings fly, og vil inkludere fly fra Airbus de kommende årene. Når det er kun få store flyprodusenter i markedet, har flyselskapene begrenset leverandører og tilbud, og vil dermed være svært avhengig av disse produsentene. I tillegg får produsentene flere ordrer enn det de klarer å levere, noe som betyr at selskapene må konkurrere om å få bestilt fly (Ferry, 2013). På bakgrunn av dette vil Airbus og Boeing ha store forhandlingsmakt, som i teorien vil ha større innflytelse på pris og betingelser enn kundene.

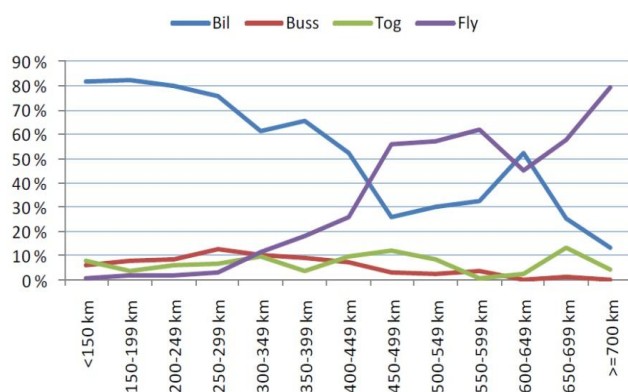
Flyselskaper er avhengig av utdannet arbeidskraft, spesielt piloter og teknisk personell (Iata, 2011). Både piloter og teknisk personell er ikke like lett tilgjengelige som kabinansatte og servicepersonell, fordi piloter og teknisk personell krever flere års utdanning. For Norwegian vil piloter og teknisk personell ha en del forhandlingsmakt, på bakgrunn av norsk lønns- og tariffavtaler og fagforeninger. Disse personellene vil kunne presse opp lønnen og forhandle bedre avtaler.

3.3.3 Substitutter

Substitutter er alternative produkter eller tjenester som har tilsvarende ytelse som de opprinnelige produktene eller tjenestene. Nære substitutter vil ha den effekten til å begrense lønnsomheten i bransjen, ettersom substitutter kan gi de samme priser eller ytelsesforhold. Hvis substitutter har lavere pris og bedre ytelse enn de opprinnelige produktene, vil disse produktene kunne bli utkonkurrert.

I flybransjen vil substituttene være andre alternative transportmidler som tog, buss, bil og båt. Lave flybillettpriser, lett tilgjengelighet og kort reisetid fører til at fly er mer attraktiv i de lengre reisene enn alternative transportmidler. For kortdistanse- og innenriksreiser vil alternativt transportmiddel spille en større rolle. Figur 3.11 viser at antall flyreiser øker med reiselengden i det norske innenriksmarkedet. Kortere reiser under 300 kilometer vil bil være klart dominerende. Mellom strekningen på 300 til 450 kilometer øker antallet flyreiser betydelig og er dominerende på reiser over 500 kilometer. Alternativene med tog og buss har relativt lav andel på både korte og lengre reiser.

Figur 3.11: Transportmiddelbruk i Norge etter avstand i 2009



Kilde: (Denstadli & Rideng, 2011)

Fremveksten av høyhastighetstog i Europa førte til økt konkurranse på korte- og mellomlangdistanse reiser (Iata, 2011). For eksempel i Spania er lyntoget i ferd med å utkonkurrere flyet på flere strekninger (Busterud, 2012). Det er fordi lyntoget har mange fordeler sammenlignet med flyet, blant annet mye enklere og tidsbesparende hvor det unngås innsjekking og sikkerhetskontroller. Toget kjører også fra sentrum til sentrum, noe som er svært praktisk. Billettpriser og reisetider er svært rimelige, for eksempel er en tur fra London til Paris rundt 350 kroner med en reisetid på 2 timer og 15 minutter. Allikevel er lyntoget fremdeles ingen stor trussel for flybransjen, grunnet begrenset nettverk, tilgjengelighet og tilbud. Om infrastrukturen utbygges, og nettverket og tilbudet blir større, vil lyntoget være et godt substitutt for fly både på kort- og langdistanse reiser.

I tillegg til alternative transportmidler, er multikommunikasjon et substitutt som blir stadig vanligere for forretningsreisende. Multikommunikasjon som telefon-, nett- og videokonferanse er enkle og tidsbesparende, samtidig kostnadsbesparende. Slik kan møter avvikle over nettet uten å måtte reise med fly. Økt bevissthet på miljøspørsmålet vil også gjøre dette alternative substituttet mer aktuelt.

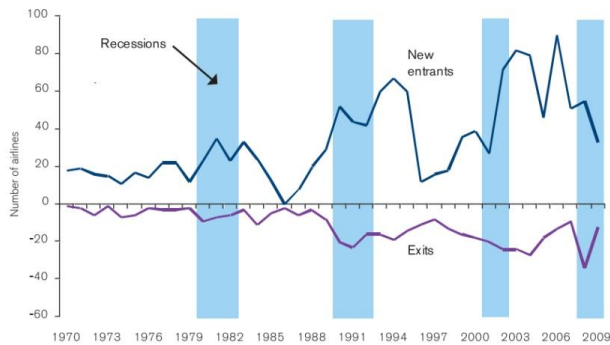
3.3.4 Potentielle etablerere

Nye etableringer kan være en fare for etablerte selskaper, ettersom nye etableringer kan overta markedsandeler og profitt, og intensivere konkurransen. For potensielle etableringer er en bransje attraktiv når det er først og fremst høy lønnsomhet, og ellers lave etableringsbarrierer. Flybransjen er preget av intensiv konkurranse, lave marginer og generelt høye etableringsbarrierer, noe som er lite attraktiv for nye etableringer.

Flybransjen har ulike etableringsbarrierer som fører til vanskeligheter for nye og potensielle etableringer. Stordriftfordeler er en av barrierene som selvsagt vil gi lavere kostnader for etablerte selskaper. For at nye etableringer skal kunne konkurrere om stordriftsfordeler, må de ha store kapitalinvesteringer. Bransjen som i utgangspunktet er kapitalintensiv med hensyn på leasing og kjøp av fly, må nye etableringer ha enda større kapital for å kunne konkurrere. Etablerte selskaper har i tillegg merkenavn, trofaste kunder og andre immaterielle verdier som nyetableringer ikke har. Ulike miljøavgifter og miljøkrav, samt andre reguleringer og lisenser kan gjøre det vanskeligere for nyetableringer i bransjen. Likevel viser historien utrolig mange

nye etableringer de siste årene, men samtidig misslykkes en betydelig andel av dem (Iata, 2011), se figur 3.12.

Figur 3.12: Utvikling i antall nye etableringer i perioden 1970-2009



Kilde: (Iata, 2011)

Nyetableringer vil ikke være den største trusselen på bakgrunn av den store andelen som misslykkes. En større trussel vil være de allerede etablerte selskapene som utvider sitt rutenett for å overta markedsandeler. For eksempel har Ryanair planlagt om å etablere ruter i det norske innenriksmarkedet. Om Ryanair får fly innenriks, vil de være en stor utfordrer for Norwegian, SAS og Widerøe. Ryanair som allerede er et godt etablert selskap med de samme, om ikke bedre, konkurranseforhold og konkurransefortrinn som de norske konkurrentene. Flere inngangsbarrierer har vært motstanden for at Ryanair enda ikke har fått tillatelse med å fly innenriks. Inngangsbarrierene er blant annet norske fagforeninger som er svært imot for Ryanairs innenriks etablering, høye etableringskostnader, og godt etablerte norske aktører som har stordriftsfordeler og trofaste kunder (Nationen, 2013). Ryanair vil ikke være en trussel for norske aktører på kort sikt, men vil være en større trussel på mellomlang sikt.

Trusselen i det europeiske markedet vil være større, på bakgrunn av flere etablerte selskaper og potensielle etablerere. Trusselen for nyetableringer som tidligere nevnt er liten på bakgrunn av inngangsbarrierene og den høye graden av selskaper som misslykkes. Det vil være langt større trussel fra etablerte selskaper som vil utvide rutenettet på de allerede etablerte rutene. I det europeiske markedet vil Norwegian møte større utfordringer. Samme situasjon gjelder for Norwegians langdistanseruter.

3.3.5 Konkurranserivalisering i bransjen

Rivaliseringen mellom etablerte selskaper i bransjen foregår på velkjente former, som priskrig, distribusjonskrig, lansering av nye produkter, og konkurranse om kundelojalitet gjennom lojalitetsprogram og service. Selskaper som vil oppnå en posisjon, føle seg presset eller ser muligheter for å øke markedsandeler, vil øke rivaliseringen i bransjen. Økt rivalisering vil føre til økt ressursbruk og tendens for reduserte billettpriser, som vil dermed påvirke lønnsomheten. En annen årsak for reduserte billettpriser er for å øke kabinfaktoren, fordi dårlig kapasitetsutnyttelse vil føre til høyere kostnader. Rivaliseringen mellom selskapene vil altså si noe om lønnsomhetspotensialet i bransjen. Konkurransesstruktur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer er forholdene som påvirker intensiteten på rivaliseringen i bransjen (Porter, 1987).

3.3.5.1 Markedets konkurransestruktur

Tidligere har trenden vært slik at de tradisjonelle flyselskapene har hatt størst fokus på service, mens lavprisselskapene på pris og kortdistanseruter. Når flytrafikken blir stadig mer priselastisk og kunder mer opptatt av pris, har de to typer selskapene blitt mer like. For å bli konkurransedyktig, velger mange tradisjonelle selskaper å kutte ned kostnader for å tilby rimelige billetter. Lavprisselskaper velger derimot å tilby mer service og langdistanseruter. På bakgrunn av dette har konkurransen blitt mer intens. Det gjelder å få flest mulig kunder fra alle segmenter og konkurransen om hverandres kundegrupper.

Som tidligere nevnt i kapittel 2.3 er det norske innenriks flymarkedet preget av svært konsolidert markedsstruktur med få store konkurrenter. Konkurransen mellom de norske konkurrentene følger den nye trenden. SAS har de siste årene vært gjennom radikale kostnadskutt og driver fremdeles med å redusere kostnadene. Norwegian sin side har satsingen vært å bedre service gjennom sine produkter og lansering av langdistanseruter. Selskapene blir mer og mer like, og konkurrerer om de samme kundegruppene. Rivaliseringen er preget av intens priskrig og vil fortsette å være svært intens. Videre vil Widerøe, som en uavhengig aktør, delta i konkurransen om de innenriksrutene, noe som vil ytterligere øke konkurranseintensiteten.

Konkurransestrukturen i det internasjonale markedet er mer fragmentert, på bakgrunn av mange flere selskaper. Det er flere selskaper som har bedre posisjon og lavere kostnader enn

Norwegian. For å bedre sin posisjon må selskapet få bedre service og lansere nye ruter som er rimelige for kundene. Konkurrentene vil svare med lavere priser og enda bedre service, noe som resulterer til større rivalisering i det internasjonale markedet.

3.3.5.2 Etterspørselsforhold

Etterspørselsforholdet vil kunne påvirke intensiteten på rivaliseringen. Dårlige vekstperioder i bransjen vil føre til intens rivalisering, da som selskaper må konkurrere om en fast mengde kunder. Gode vekstperioder vil derimot føre til mindre intens rivalisering, ettersom det er stor etterspørsel og mindre behov for å konkurrere om kundene. Med Norges Bank forventninger om fremtidsutsiktene, vil etterspørselen i det norske markedet øke jf. kapittel 3.2.2.1. Både Norwegian og SAS ser at utsikten fremover er god og øker tilbudet på de mest trafikkerte innenriksrutene (Ntb, 2014a). Ifølge Airbus vil det internasjonale markedet ha en etterspørselsøkning på 4,7 % frem til 2032, noe som impliserer en moderat økning (Airbus, 2013).

3.3.5.3 Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske eller emosjonelle faktorer som gjør at et selskap blir værende i en bransje selv om avkastningen er lav eller til og med negativ (Porter, 1987). Store utgangsbarrierer vil dermed forhindre selskaper til å avvikle eller nedlegges.

Flybransjen er en kapitalkrevende bransje hvor det foregår store investeringer på fly. Investeringene vil være store utgangsbarrierer for selskapene. Fly er spesialiserte driftsmidler som bare kan brukes i flybransjen, noe som resulterer til lave realisasjonsverdier. Det er mulighet for å selge flyene i annenhåndsmarkedet, men prisene vil være svært avhengig av den økonomiske situasjonen. I nedgangstider vil etterspørselen etter brukte fly være lav, noe som fører til lave priser og vanskeligheter med å selge dem. For selskaper i en slik situasjon, kan netto nåverdi være høyere for videre drift enn ved total nedleggelse. Dagens situasjon i annenhåndsmarkedet er i ubalanse (Ck, 2012). Det har vært mange flyselskaper som har gått konkurs de siste årene, og mange flyordre som har blitt kansellert. Det står igjen svært mange fly i annenhåndsmarkedet, og interessen for brukte fly har redusert på bakgrunn av nye finansieringsmåter og leasingmetoder. På bakgrunn av dette og høye avviklingskostnader er bransjen preget av store utgangsbarrierer.

De strategiske faktorene som image, markedsføringsevne, tilgang til finansmarkedet og lokaler, vil være utgangsbarrierer i bransjen. Selskaper er bekymret for å gå glipp av disse strategiske godene hvis selskapet går ut av bransjen. Emosjonelle faktorer kan også spille en rolle som utgangsbarrierer. SAS er et godt eksempel på dette. Selskapet har i historien vært et statseid selskap og fremstår som et nasjonalt symbol for landet, så staten vil unngå for all del at selskapet går konkurs. SAS har fått flere statsstøtter i dårlige økonomiske perioder, noe som viser at staten vil hindre at selskapet går konkurs.

3.3.6 Oppsummering

Flybransjen er preget av intens rivalisering med dårlig lønnsomhet, samtidig med store etableringsbarrierer gjør at bransjen er svært lite attraktiv for potensielle etableringer. Trusselen for nye etableringer er dermed lav. Trusselen vil være mye større for allerede etablerte selskaper som etablerer seg på nye ruter. Når det gjelder forhandlingsmakten hos kunder, vil den være lav i innenriksmarkedet og høy i utenriksmarkedet. Leverandørens forhandlingsmakt vil derimot være generelt høy på bakgrunn av få flyprodusenter og lav tilgjengelighet på piloter og tekniske personell. Trusselen fra substitutter vil være til stede, og de vil redusere antall flyreisende og setter et tak på prissettingen for flyselskapene. Disse fem kreftene samlete styrke vil redusere lønnsomheten, og en stor del av verdiskapningen i bransjen vil tilfalle kundene og leverandørene.

4 Verdssettelsesmetoder

I dette kapitlet presenteres det verdssettelsesmetodene som blir brukt i utredningen. Metodene som anvendes vil være basert på metodene i boken "Valuation" av Titman og Martin (2014). Det er to metoder som er nødvendig og hensiktsmessig i denne utredningen:

4.1 Fundamental verdssettelse

4.2 Komparativ verdssettelse

Verdssettelsesmetodene kan brukes separat, men vil gi mer nøyaktig og robust resultat om de kombineres i bruken.

4.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en metode for å verdsette et selskap basert på nåverdi ved å neddiskontere selskapets estimerte fremtidig kontantstrømmer med et avkastningskrav. Metoden krever solid forståelse av de fundamentale forholdene i et selskap. Det vil dermed være nødvendig å analysere selskapets historiske regnskapstall og informasjon om fremtidsutsiktene. Det vil også være nødvendig å gjennomføre strategiske analyser for å avdekke forhold som kan påvirke selskapets fremtidig inntjening. Basert på analysene, blir det utarbeidet selskapets fremtidsregnskap og tilhørende kontantstrøm.

Det er hovedsakelig to metoder for fundamental verdsettelse, nemlig egenkapital- og total kapitalmetoden. Metodene er svært like, men i egenkapitalmetoden vil kapitalkravet variere med D/E. I tillegg vil endringer i D/E verdien gi endring i kontantstrøm til egenkapitalen. Egenkapitalmetoden er basert på de frie kontantstrømmene til egenkapitalen, og neddiskonterer kontantstrømmene med et egenkapitalkrav. Kravet er ofte funnet ved hjelp av CAPM-metoden (omtalt i kapittel 6.1).

Total kapitalmetoden er basert på de frie kontantstrømmene til total kapitalen. Med total kapitalen menes her summen av selskapets kapital, både egenkapital og gjeld. Avkastningskravet her må gjenspeile risikoen til total kapitalen. Det benyttes det veide avkastningskravet (WACC), som så blir benyttet til å neddiskontere de frie kontantstrømmene.

Kontantstrømmen til totalkapitalen finnes ved følgende oppsett⁶:

Tabell 4.1: Oppsett fri kontantstrøm til totalkapitalen

	Driftsinntekter
-	Driftskostnader
=	EBITDAR
-	Leasingkostnader
=	EBITDA
-	Avskrivninger
=	EBIT
-	Skatt
+	Kalkulert rente på leasing etter skatt
+	Avskrivninger
-	Økning i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm fra drift
-	Økning i CAPEX fly og andre investeringer
-	Endring i operasjonell leasingforpliktelse
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Verdien av selskapets gjeld blir subtrahert fra selskapets fri kontantstrøm til totalkapitalen, som så neddiskonteres med WACC for å finne verdien til selskapet. Denne metoden vil brukes i utredningen, på bakgrunn av enklere anvendelse i forhold til egenkapitalmetoden.

For å estimere selskapets verdi, er det nødvendig å estimere selskapets fri kontantstrøm i en eksplisitt periode og verdien av all gjenstående kontantstrømmer utover den eksplisitte perioden som en terminalverdi. Terminalverdien estimeres ved å bruke Gordons vekstmodell⁷. Denne modellen krever både en konstant vekstfaktor og avkastningskravet WACC. Terminalverdien estimeres ved å neddiskontere kontantstrømmen (utover den eksplisitte perioden) med differansen mellom en konstant vekstfaktor og WACC. Til slutt summeres kontantstrømmen i den eksplisitte perioden og terminalverdien for å komme frem til selskapets verdi.

⁶ (Titman, 2014) s.27-28

⁷ (Titman, 2014) s.316

4.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, eller multippelverdsettelse, er en metode som verdsetter et selskap ved å se på markedsverdier og andre viktige faktorer som vekstpotensial, risiko og kontantstrøm til sammenlignbare selskaper⁸. Denne metoden krever mye mindre tid og ressurser enn fundamental verdsettelse, og av den grunn er metoden mye brukt av analytikere. Multiplene kan hovedsakelig deles inn i fire kategorier, nemlig resultatmultipler, inntektsmultipler, multipler basert på bokførte verdier og bransjespesifikke multipler. De to mest brukte multiplene er P/E (Price/Earnings) og EV/EBITDA⁹. P/E multiplen ser på forholdet mellom prisen og fortjenesten per aksje. En høy P/E betyr at markedet forventer høyere vekst og fortjeneste fremover, og motsatt tilfellet for lav P/E. Multiplen er avhengig av kapitalstrukturen, noe som må justeres når selskapene skal sammenlignes. EV/EBITDA multiplen er derimot uavhengig av kapitalstrukturen og krever ingen justeringer.

For å gjennomføre komparativ verdsettelse, er det nødvendig å velge ut en gruppe sammenlignbare selskaper, ofte kalt for peer-group. Kriterier for utvalg av selskaper, er at disse selskapene har sammenlignbare profil som selskapet som skal verdsettes, for eksempel lik forventet vekstpotensial, risiko og kontantstrøm¹⁰. Det er viktig å vurdere og ta hensyn til forskjeller mellom de sammenlignbare selskapene, da som ingen selskaper er helt identisk like. Et annet problem som oppstår er den faren for under- eller overprising. Det at multipler reflekterer markedet impliserer at selskapet blir verdsatt for høyt dersom markedet overvurderer sammenlignbare selskaper, og motsatt tilfelle om markedet undervurderer sammenlignbare selskaper. Likevel vil en komparativ verdsettelse gi nyttig informasjon om selskapets verdi i forhold til sammenlignbare selskaper i bransjen.

4.3 Valg av metode

Utredningen benytter rammeverket til fundamental verdsettelse til å vurdere Norwegian. Det blir gjennomført totalkapitalmetoden, da som denne er mest tilegnet. I tillegg blir det gjennomført multippelanalyser for å se om estimert verdi av selskapet er rimelig sammenlignet med andre selskaper i bransjen. Det vil også bli gjennomført en

⁸ (Titman, 2014) s.260

⁹ EV/EBITDA betyr selskapsverdi i forhold til EBITDA

¹⁰ (Titman, 2014) s.261

sensitivitetsanalyse for å se hvordan endringer i de viktigste parametrene vil påvirke selskapets verdi.

5 Operasjonell leasing

Mange flyselskaper velger å lease deler av flyflåten for å redusere kapitalen forbundet med den operasjonelle driften og for å øke fleksibiliteten. Norwegian er intet unntak og leaser store deler av flyflåten. Det er to typer leasingavtaler, og de er behandlet forskjellig i regnskapet.

Operasjonell leasingavtaler er vanligvis inngått for en periode som er mye kortere enn leasende eiendelens levetid. Nåverdien av leasingbetalingene vil også være mye lavere enn den faktiske prisen på eiendelen. Utleieren har eiendomsretten til eiendelen og har ansvaret for vedlikehold, reparasjoner og service. Det betyr at leieren har lite ansvar og risiko for eiendelen. En operasjonell leasing vil ikke være listet som en eiendel, men føres i stedet som en driftskostnad. Finansiell leasingavtaler er derimot en langvarig avtale, hvor leasingperioden ofte strekker seg over eiendelens levetid. Leiertakeren vil i prinsippet ikke kunne si opp avtalen, og har full ansvar og risiko for eiendelen. Leasingavtalen blir listet opp som eiendel, og tilhørende renter og avskrivninger vil være oppført i resultatregnskapet.

5.1 Norwegians leasingavtaler og effekten av justering

Norwegians leasingavtaler utgjør 9 % av totalkostnadene i 2013 jf. figur 2.3. Med andre ord er kostnadene betydelige. Oppføringen av disse kostnadene i regnskapet vil ha konsekvenser for selskapets økonomiske situasjon. Norwegians operasjonelle leasingkostnad er oppført som driftskostnad, og i følge Damodaran blir leasingkostnader feilaktig postert som driftskostnader da som de i virkeligheten inneholder finansielle kostnader (Damodaran, 1999). Dette må omklassifiseres og justeres i regnskapet for å få et riktig bilde og sammenlignbarhet av selskapet.

Omklassifiseringen fra operasjonell til finansiell leasing innebærer å finne nåverdien til leasingforpliktelsene og oppføre verdien som eiendel i regnskapet. Eiendelen blir avskrevet som vanlig eiendel med gjeldende regnskapslover. I tillegg oppføres samme verdi som langsiktig gjeld i balansen, og en kalkulatorisk rente beregnes på bakgrunn av gjelden og blir oppført som finansiell kostnad.

Ifølge Moody kan nåverdien av leasingforpliktelsene bli estimert ved å multiplisere operasjonelle leasingkostnader med en multiplum, som er 8 i flybransjen (Service, 2006). Det er en forenklet metode for beregningen av de operasjonelle leasingforpliktelsene. Selv om metoden er forenklet, er den basert på fornuftige forutsetninger om avskrivninger, eiendelens levetid og gjeldsforpliktelse. Metoden er svært utbredt og blir brukt av flere finansinstitusjoner, og dermed er metoden troverdig og egnet til å bruke.

Tabell 5.1 presenterer Norwegians årlige leasingkostnader i perioden 2009 til 2013. Leasingforpliktelsene i tabellen blir kalkulert ved å multiplisere bransjemultiplum på 8 med årlige leasingkostnader. Det viser at leasingkostnader i 2013 er omtrent 1284,4 millioner og tilhørende leasingforpliktelse blir 10275,2 millioner. Det er dette tallet som skal inn i selskapets balanseregnskap. Rentekostnaden blir kalkulert ved å ta leasingforpliktelsen multiplisert med en kalkulatorisk leasingrente på 5,9 % ¹¹. Denne renten bruker selskapet selv på det de klassifiserer som finansiell leasing. Det vil dermed være hensiktsmessig og fornuftig å bruke en tilsvarende rente på leasing av fly, som vil være en grei estimering på rentekostnaden.

Tabell 5.1: Oversikt over Norwegians operasjonell leasing

Kalkulatorisk leasingrente	5,9 %				
Kapitaliseringsfaktor	x8				
Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Operasjonell leasingkostnader	604,0	778,5	828,4	1 032,9	1 284,4
Leasingforpliktelse	4 832,0	6 228,0	6 627,2	8 263,2	10 275,2
Rentekostnad	285,1	367,4	391,0	487,5	606,2
Avskrivninger	318,9	411,0	437,4	545,4	678,2

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

Omklassifiseringen av operasjonell til finansiell leasing vil påvirke gjeldsgraden som har effekt på totalkapitalen og avkastningskravet. Kalkulert nåverdi av leasingforpliktelsene (se tabell 5.1) vil medføre til økt totalkapital og gjeldsgrad. En økning i avkastningskravet vil redusere nåverdien av kontantstrømmen, og en reduksjon vil tilsvarende øke nåverdien. Omklassifiseringen reduserer driftskostnader og øker finansielle kostnader i form av

¹¹ Renten er hentet fra Norwegian årsrapport 2012 i note 22 (Norwegian, 2012e).

rentekostnader i resultatregnskapet. Justeringen i balansen og regnskapet vil bedre reflektere selskapets kapitalbehov og økonomisk situasjon.

6 Avkastningskrav

I en fundamental verdsettelse av et selskap, er det nødvendig å estimere selskapets avkastningskrav, som så brukes til å neddiskontere selskapets fri kontantstrøm. Den frie kontantstrømmen fordeler mellom aksjonærer og kreditorer. Avkastningskravet som benyttes er et veid snitt av avkastningskravet (WACC) til både egenkapitalen og gjelden. WACC reflekterer den avkastningen en investor kunne ha fått på en alternativ investering med tilsvarende risiko¹². Først må egenkapitalkravet og gjeldskravet estimeres, og ut fra disse to kan WACC bli estimert.

6.1 Egenkapitalkrav

Aksjonærer i et selskap må få kompensert et avkastningskrav for den risikoen de påtar seg på investert kapital i selskapet. Aksjonærer får kompensert for den systematiske risikoen, da som denne ikke er diversifiserbar. Den usystematiske risikoen vil derimot ikke bli kompensert for, da som denne er diversifiserbar. For å kalkulere dette avkastningskravet til egenkapitalen, benyttes den tradisjonelle CAPM-modellen. Denne modellen benytter markedets risikofri rente, aksjens betaverdi og markedsrisikopremie til å beregne avkastningskravet¹³.

$$E(r_e) = r_f + \beta_e [E(R_m) - r_f]$$

$E(r_e)$ = forventet avkastning på egenkapital

r_f = risikofri rente

β_e = selskapets betaverdi, samvarierer med markedsporteføljen

$E(R_m)$ = forventet avkastning på markedsporteføljen

$[E(R_m) - r_f]$ = markedsrisikopremie

¹² (Titman, 2014) s.98

¹³ (Titman, 2014) s.112

6.1.1 Risikofri rente

Norske statsobligasjoner er veldig sikre og nesten risikofrie. På bakgrunn av dette vil norske statsobligasjoner være en god tilnærming til den risikofrie renten. Verdsettelsen tar for seg et langt perspektiv, så den 10-årige statsobligasjonsrenten vil være fornuftig å bruke som den risikofrie renten. Per 31.mars 2014 var renten 2,87 % (Bank, 2014). Det er denne renten som brukes i estimeringen av egenkapitalkravet.

6.1.2 Beta

Selskapets beta representerer sensitiviteten av deres aksjeavkastning i forhold til variasjonen i avkastningen på aksjemarkedes portefølje (i dette tilfellet OSEBX¹⁴). Mer konkret vil det si samvariasjonen mellom avkastningen på aksjen og OSEBX. Betaverdi kan ikke bli observert direkte og må dermed estimeres. For å estimere betaverdien må det foreta en regresjon mellom avkastning til Norwegian og OSEBX¹⁵. Regresjonen er basert på historisk avkastninger i en femårsperiode fra mars 2009 til mars 2014, med månedlige observasjoner. Tabellen under viser resultatet av regresjonen.

Tabell 6.1: Resultatet av regresjon for estimering av betaverdi

Betaverdi	1,40
Standardavvik	0,17
R ²	0,15

Resultatet viser en relativ høy betaverdi på 1,4, noe som kan ha sammenheng med at selskapet var i en vekstperiode som førte til større avkastninger i forhold til OSEBX. Resultatet viser også en R² på 0,15, det betyr at hele 85 % av svingningene på selskapets aksjekurs må forklares med andre faktorer som usystematisk risiko, selskaps- eller bransjespesifikke faktorer. Standardavviket er på 0,17. Ved å bruke tommelfingerregelen med to standardavvik, vil den virkelige betaverdien, med stor sikkerhet, være mellom intervallet 1,06 til 1,74. Estimeringen vil være usikker på bakgrunn av en lav R² og nokså spredt intervall til betaverdien.

Betaverdien på 1,4 vil likevel brukes videre i estimeringen av avkastningskravet. Flytrafikken har en tendens til å fluktuere mer enn BNP (jf. tidligere omtalt i kapittel 2.2), noe som betyr at

¹⁴ OSEBX = Oslo Børs Benchmark Index

¹⁵ (Titman, 2014) s.113

flybransjen er mer risikoutsatt og vil svinge mer enn markedsporteføljen. Det ble tidligere nevnt at Norwegian var i en vekstfase og er fortsatt i en vekstfase, og vil mest sannsynlig ha store svingninger i aksjekursen fremover. Det kan også nevnes at Dagens Næringsliv og e24 har en beta på henholdsvis 1,358 og 1,360 per 3.april 2014 (Dn, 2014b; E24, 2014). Betaene er estimert på bakgrunn av siste års avkastninger mellom Norwegian og OSEBX. En beta på 1,4 vil dermed være fornuftig å bruke videre i utredningen.

6.1.3 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er den meravkastningen en aksjonær krever ved å investere på en diversifisert portefølje. Den kan estimeres som differansen mellom avkastning av markedsporteføljen og den risikofrie renten. PWC har brukt risikopremiestudier "ex-ante" for å finne risikopremien for 2013 og 2014. "Ex-ante" metodikken er basert på markedsaktørers krav til aksjeplasseringens avkastning utover den risikofrie renten. Utvalget til denne undersøkelsen er Norske Finansanalytikeres Forenings (NFFs) 1111 medlemmer. Nettverkets medlemmer er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet, og anses derfor å ha gode forutsetninger i undersøkelsen. Det var 188 markedsaktører som svarte i denne undersøkelsen, og basert på disse svarene viser resultatet i studien en markedsrisikopremie på 5 % i 2013 og 2014 (Pwc & Nff, 2013). Den historiske markedsrisikopremien er litt høyere enn 5 %, nemlig årlig gjennomsnittlig på 5,7 % i perioden 1900 til 2005 (Dimson, Marsh & Staunton, 2008). Det norske aksjemarkedet har historisk vært svært volatil. I tillegg er dagens investorer flinkere til å diversifisere investeringer. Det vil dermed være mer tilegnet og fornuftig å bruke PWC sin markedsrisikopremie på 5 % til å estimere avkastningskravet.

6.1.4 Kalkulering av egenkapitalkrav

$$E(r_e) = r_f + \beta_e [E(R_m) - r_f]$$

Risikofri rente = 2,87 %

Aksjens betaverdi = 1,4

Markedets risikopremie = 5 %

Egenkapitalkravet blir: 2,87 % + (1,4 * 5) = **9,87 %**

6.2 Gjeldskrav

Gjeldskravet er definert som den effektive renten som et selskap betaler for sine rentebærende gjeld. Siden renter er fradragsberettiget, vil gjeldskravet etter skatt bli benyttet i kalkuleringen av WACC. Note 22 i Norwegians årsrapport 2012 viser en oversikt over selskapets rentebærende gjeld og den tilhørende effektive renten. Tabell 6.2 gjengir selskapets rentebærende gjeld og tilhørende renter.

Tabell 6.2: Oversikt over rentebærende gjeld

NOK 1000	Nominell verdi	Effektiv rente
Bond issue	600 000	7,5 %
Facility agreement	941 007	6,8 %
Aircraft financing	4 118 188	3,1 %
Loan facility	98 135	3,8 %
Financial lease liability	15 819	5,9 %
Operational leasing	8 263 200	5,9 %
Vektet snitt		5,19 %

Kilde: (Norwegian, 2012e)

Operasjonelle leasingforpliktelser og tilhørende renter har blitt tatt med i kalkulasjonen, ettersom operasjonell leasingforpliktelser også er rentebærende gjeld (se kapittel 5.1 om operasjonell leasing). Det vektete snittet av selskapets renter gir en gjeldskostnad på 5,19 %. Denne gjeldskostnaden er for lav med hensyn på selskapets høye gjeldsgrad på 64,48 %.

Gjeldsgrad beregnes ved å ta selskapets gjeldsforpliktelser dividert med summen av gjeldsforpliktelsene og markedsverdien av egenkapital¹⁶:

$$\frac{12\,012\,900\,000}{12\,012\,900\,000 + 6\,617\,514\,560} = 0,6448 = \mathbf{64,48\%}$$

Det vil dermed være hensiktsmessig å gjennomføre en syntetisk kredittvurdering av selskapet. Ifølge Damodaran kan kredittvurdering være basert på rentedekningsgraden (Damodaran, 2014). Mange store kredittbyråer som Moody og Standard & Poor baserer sine kredittvurderinger på rentedekningsgraden, så det vil være rimelig å bruke det til vurderingen (Financialweb). Siden det har blitt foretatt en omklassifisering av selskapets operasjonell

¹⁶ (Titman, 2014) s.161

leasing, må det tillegges renter tilhørende operasjonell leasingforpliktelse i selskapets rentekostnader.

Rentedekningsgraden er basert på rentekostnadene i 2012 og blir:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Rentekostnader (inkluderende leasingrenter)}}$$

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{788,7 \text{ mill}}{(241,3 + 487,5) \text{ mill}} = 1,08$$

En rentedekningsgrad på 1,08 gir selskapet en kredittvurdering på CCC og en "credit spread" på 8,75 % for selskapets gjeld (Damodaran, 2014). Ved å summere "credit spread" med risikofri rente blir gjeldskravet beregnet.

$$\text{Gjeldskravet: } 8,75 \% + 2,87 \% = 11,62 \%$$

Flybransjen er preget av intens rivalisering med dårlig lønnsomhet, som dermed er preget av stor risiko, jf. kapittel 3.3 om Porters fem konkurransekrefter. Allikevel er et gjeldskrav på 11,62 % for stor, da som selskapet rapporterer en gjeldskostnad på kun 5,19 %. Det legges dermed til grunn et gjennomsnitt av disse to gjeldskravene. Dette gir et krav på 8,4 %, og dette kravet vil brukes videre til beregning av WACC.

6.3 Totalkapitalens avkastningskrav

Det er nødvendig å beregne to andre komponenter ved estimeringen av WACC, nemlig verdien av selskapets gjeld og egenkapital. Det argumenteres at det gir et bedre bilde av selskapets nåværende økonomisk kapitalbehov ved å bruke markedsverdier i stedet for bokførte verdier¹⁷.

¹⁷ (Titman, 2014) s.100

$$WACC = \frac{D}{EV} k_d (1 - T) + \frac{E}{EV} k_e$$

D = markedsverdien på gjeld

E = markedsverdien på egenkapital

EV = selskapets markedsverdi (D + E)

k_d = gjeldskravet

k_e = egenkapitalkravet

T = skattesats

Markedsverdien på egenkapitalen beregnes ved å ta antall utestående aksjer multiplisert med aksjekursen.

Tabell 6.3: Markedsverdi av egenkapital

Dato per 31.12.13	
Utestående aksjer	35 162 139
Aksjekurs (NOK)	188,20
Markedsverdi på egenkapital	6 617 514 560

Markedsverdien på gjeld er lik rentebærende gjeld for 2013 (Norwegian, 2013a) og operasjonell leasingforpliktelser jf. tabell 5.1: **6 512, 2 + 10 275, 2 = 16 787,4 millioner**

Skattesatsen for 2014 er 27 %, se kapittel 7.4.2 om skatt.

WACC blir: $0,717 * 8,4 \% (1 - 0,27) + 0,283 * 9,87 \% = 7,19 \%$

7 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal fremtidsregnskapet bli utarbeidet med grunnlag i de strategiske analysene i kapittel 3. Innledningsvis vil utviklingen i nøkkelparametrene som antall fly og seter, ASK, RPK, kabinfaktor og RASK bli estimert. Disse vil så brukes til å estimere inntekter og kostnader. Estimert EBITDA vil foreta flere justeringer for å komme frem til kontantstrømmen til totalkapitalen, jf. tabell 4.1.

Det er nødvendig å bestemme prognoseperioden før selve utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Vanlig praksis for selskaper er en estimeringsperiode på mellom 3 til 10

år¹⁸. Det er rimelig å sette en prognoseperiode på 7 år med hensyn på Norwegians 4. kvartalspresentasjon for 2013. Kvartalspresentasjonen presenterer en grundig flåteplan frem til 2016. Med bakgrunn i denne informasjonen, er det mulig å foreta detaljerte beregninger av selskapets inntekter og kostnader. For perioden 2017 til 2020 vil beregningene være basert på andre tilgjengelig kilder, antagelser og historisk utvikling. For perioden utover 2020 vil det være vanskelig å estimere utviklingen i kontantstrømmene, og vil dermed estimeres som en terminalverdi hvor selskapet vil vokse med en konstant vekstfaktor.

7.1 Utvikling i nøkkelparametre

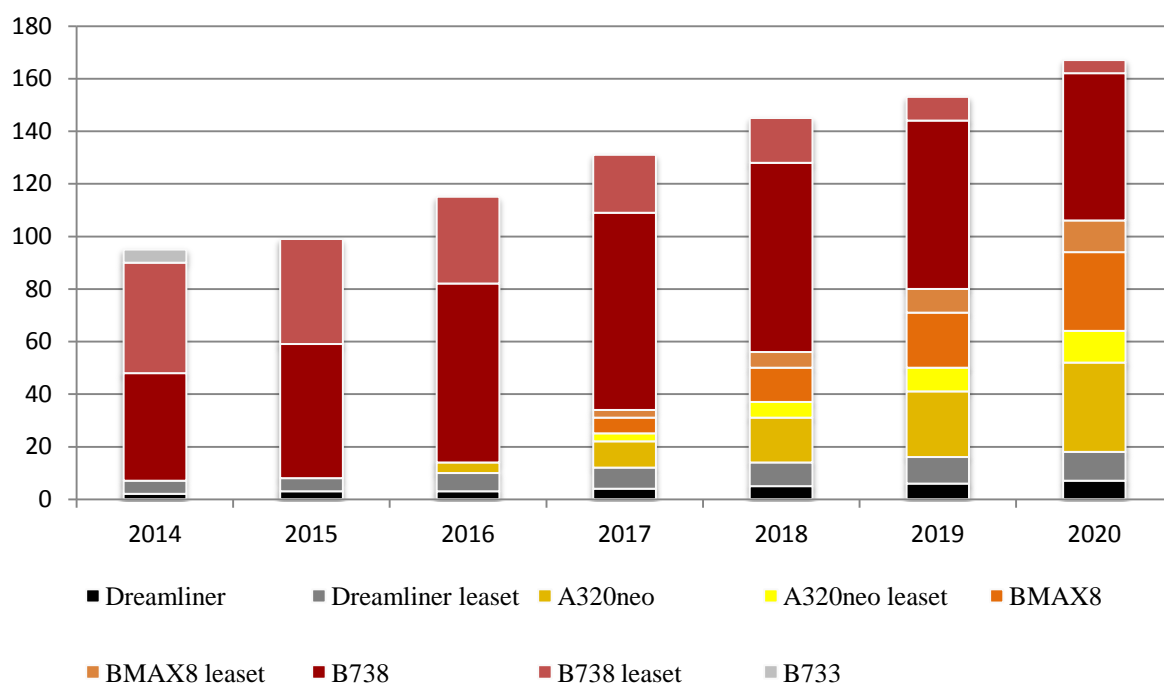
7.1.1 Flåteutvikling

Norwegian har ekspandert sin flyflåte siden oppstart og vil ekspandere videre. Det er de siste årene selskapet har begynt å eie større del av sin flyflåte og har inngått flere store kjøpsordre hos Airbus og Boeing. Utviklingen i flyflåten er avgjørende for selskapets produksjon og investering.

Prognostisering av flåteutviklingen vil være basert på selskapets detaljerte flåteplan for perioden frem til 2016, og resten av den eksplisitte perioden vil være basert på fakta og antagelser. Det er faktum at 28 Boeing 737-800, 100 Boeing 737 MAX8 og 100 Airbus A320neo skal leveres fra 2016 (Norwegian, 2011b). I 2016 får selskapet leveranse av 4 A320neo, mens alle Boeing 738 skal være levert frem til 2018 (Norwegian, 2013a). Det antas at selskapet vil inngå ordre på leveranse av 2 Dreamlinere, 1 kjøpt og 1 leaset, hvert år fra 2016. Leveransen av resterende MAX8 og A320neo vil leveres fra 2017 med økende antall, samtidig får selskapet leaset 3 fly av hver av typene for hvert år frem til 2020. Når det gjelder utfasing av fly, er det faktum at selskapet ikke ønsker å operere fly som er eldre enn 7 til 8 år etter anskaffelse (Norwegian, 2012a). Det antas at disse flyene, både eide og leaset, blir faset ut etter 7 til 8 år. De eldre Boeing 737-300 blir faset ut i 2015. En oversikt over estimeringen i selskapets flyflåte vises i appendiks 1. Med bakgrunn i disse antagelsene viser figur 7.1 utviklingen i selskapets flyflåte i den eksplisitte perioden.

¹⁸ (Titman, 2014) s.316

Figur 7.1: Flåteutvikling



Kilde: (Norwegian, 2011b, 2012a, 2013b)

7.1.2 Utvikling i kapasitet (ASK)

Norwegians evne til å generere inntekter i fremtiden er svært avhengig av selskapets kapasitet, som måles i antall tilgjengelig setekilometer (ASK). Mengden av ASK som blir produsert vil være basert på størrelsen og sammensetningen på selskapets flyflåte, og hvor effektiv disse blir utnyttet.

Norwegians 4. kvartalspresentasjon for 2013 presenterer en grundig flåteplan for perioden 2014 til 2016, samt flåteutviklingen i tidligere år (Norwegian, 2013b). Denne perioden vil selskapet få nye og fase ut eldre fly, noe som vil påvirke antall seter selskapet vil besitte i året. Det vil være vanskelig å tidfeste når flyene blir faset inn og faset ut. Det antas at disse flyene vil ha en gjennomsnittlig betjeningstid på seks måneder i året innfasing og utfasing foregår. Med andre ord betyr det at et fly som blir faset inn eller faset ut vil ha halvert antall seter. På bakgrunn av disse betraktningene har antall seter blitt justert og beregnet. Tabell 7.1 viser antall fly og seter selskapet besitter i perioden 2011 til 2016.

Tabell 7.1: Oversikt over antall fly og seter

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fly	62	68	85	95	99	105
Seter (justert)	10 326	11 700	14 418	17 140	18 908	20 997

Kilde: (Norwegian, 2011a, 2012d, 2013b)

Det legges til grunn utviklingen i ASK per flysete (justert) i perioden 2011 til 2013 ved estimeringen av antall ASK selskapet vil produsere de neste årene. Tabellen viser en stigende tendens med en økning på 2,5, 4,2 og 7,4 prosent henholdsvis årene 2011 til 2013. Denne utviklingen har sammenheng med større flyflåte, og etablering av nye ruter (langdistanseruter i 2013) og europeiske kortdistansebasen, som har ført til lengre gjennomsnittlig sektorlengde samt bedre utnyttelse av flyene.

Sosiale faktorer, omtalt i kapittel 3.2.3, om økt befolkningsvekst, innvandring og inntektsnivå, eldre og friskere befolkning, og omprioritering, vil bidra til å øke etterspørselen etter flyreiser. I tillegg vil bedring i økonomiske forhold i EU, moderat BNP økning i Norge og Verden (omtalt i kapittel 3.2.2.1), bidra til å øke etterspørselen ytterligere. Disse forholdene fører til at selskaper øker produksjonen. Det antas at utviklingen i antall ASK per sete i 2014 øker mer enn i 2013. Utviklingen er på bakgrunn av mye større flyflåte i 2014, med innfasing av 4 nye Dreamlinere og 14 nye Boeing 738, og etablering av nye langdistanseruter. Introdueringen av Dreamlinere i 2013 har vært lite effektiv med mange forsinkelser. Effektiviteten vil trolig øke i 2014, noe som fører til ytterligere økning i ASK per sete. Norwegian har lagt til grunn en økning i ASK på 40 % (tilsvarende en økning på 17,6 % ASK per sete) i 2014 (Norwegian, 2013b). Økningen er rimelig med bakgrunn i allerede publiserte trafikkutvikling, med en økning i ASK på 45 % i januar og 46 % i februar 2014 (Norwegian, 2014c, 2014d). 40 % økning vil fortsatt være for optimistisk. Det vil i stedet legges til grunn en gjennomsnittsokning mellom 2013 (7,45 %) og Norwegian forventet økning i ASK per sete på 17,60 %. En økning på 12,52 % legges til grunn for 2014.

Norwegian uttaler at selskapet vil ha en moderat økning i ASK på 11 % fra 2016 til 2023 (Norwegian, 2012a). Det antas at selskapet ikke klarer å opprettholde det høye produksjonsnivået på bakgrunn av diskuterte substitutter (kapittel 3.3.3) som alternative transportmiddel og multikommunikasjon, som demper økningen i ASK etter hvert. Med bakgrunn av dette, er det rimelig å anta at økningen i 2015 faller ned til 2013-nivået og

reduserer videre i årene fremover til en lav vekst på 5 % i ASK. En full oversikt over estimeringen av antall ASK og seter kan ses i appendiks 3.

Prognostiseringen av veksten og antall produsert ASK i den eksplisitte perioden vises på tabell 7.2. Disse tallene vil brukes til beregning av inntekter og kostnader.

7.1.3 Utvikling i kabinfaktor og antall betalte passasjerkilometer (RPK)

For at Norwegian skal kunne generere inntekter i fremtiden, må flyene fylles opp med passasjerer som betaler for setet. Utnyttelsesgraden på flyene (kabinfaktor) beskriver selskapets effektivitet og lønnsomhet. Utviklingen i kabinfaktor vil dermed ha stor betydning for hvor mye selskapet vil generere inntekter i fremtiden. Selskapet har opprettholdt kabinfaktoren mellom 77 og 80 prosent siden 2005, jf. kapittel 3.1.3. Det betyr at selskapet har god forståelse på markedsutviklingen og etterspørselen. Det tyder ingen grunn for radikale endringer i kabinfaktoren de neste årene, så det forutsettes at selskapet vil ha en gjennomsnittlig kabinfaktor på 79 % i den eksplisitte perioden. Med dette har også RPK blitt prognostisert, se tabell 7.2.

7.1.4 Utvikling i enhetsinntekt (RASK)

En forventet lavere enhetsinntekt (RASK) er en konsekvens av den intense økningen i kapasitet. Økt kapasitet og lengre reiser vil føre til økt gjennomsnittlig sektorlengde, noe som betyr at hver ASK vil bidra med lavere passasjerinntekt (jf. kapittel 3.1.5). Gjennom Porters fem konkurransekrefter blir det avdekket at flymarkedet er preget av ekstremt press fra de fem konkurransekraftene og at mye av den produserte verdiskapningen blir overført til kundene. Dette fører til intens konkurranse og dårlig lønnsomhet, samt at billettpriser vil holde på et lavt nivå på bakgrunn av priskrig og tilbudskampanjer. Til tross for at Norwegian hadde 32 % kapasitetsøkning i 2013, hadde selskapet en nedgang i RASK på 16 % (Norwegian, 2013b). Som nevnt i kapittel 3.1.5 vil passasjerinntekter øke i relativt mindre grad enn sektorlengde. Med prognosen om den intense økningen i ASK til perioden 2015, forventes det ytterligere nedgang i RASK med 10,2 og 2,8 prosent i henholdsvis 2014 og 2015. De neste årene vil RASK øke i avtagende grad, og passasjerinntekter vil dermed øke i relativt større grad enn sektorlengde. Dette fører til økt RASK. Det forventes at RASK økes gradvis fra og med perioden 2017. Se tabell 7.2 for prognosen til RASK.

Tabell 7.2: Utvikling i nøkkelparametre

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ASK (mrd)	45,9	54,4	63,4	69,7	74,6	78,3	82,2
RPK (mrd)	36,2	42,9	50,1	55,1	58,9	61,9	65,0
RASK (NOK)	0,35	0,34	0,34	0,35	0,36	0,37	0,38

7.2 Driftsinntekter

Norwegians driftsinntekter er fordelt mellom passasjerinntekter, biinntekter og andre inntekter. Disse inntektene vil herved også estimeres separat i den eksplisitte perioden med utgangspunkt i foregående estimerte nøkkelparametre. Det vil først starte med estimering av den mest betydelige inntektsposten, nemlig passasjerinntekter.

7.2.1 Passasjerinntekter

Passasjerinntekter utgjorde 85,9 % i 2013 (Norwegian, 2013b), og hvordan passasjerinntekter utvikles videre vil ha stort innslag på selskapets kontantstrøm. To nøkkelparametre er nødvendige i estimeringen av passasjerinntekt, nemlig ASK og RASK. Da som disse to parametrene er allerede estimert, blir det mulig å estimere passasjerinntekter. RASK består kun av billettinntekter, så det er bare å ta ASK multiplisert med RASK for å finne total passasjerinntekt. Se tabell 7.5 for estimert passasjerinntekter for den eksplisitte perioden.

7.2.2 Biinntekter

Biinntekter omfatter salg av billettrelaterte produkter og tjenester som tilleggsbagasje, setereservasjon og setevalg, og andre inntekter som kan knyttes opp mot flyreisen. Disse inntektene har økt kraftig de siste årene og blir stadig viktigere for selskapet. Biinntekter de siste fem årene har gjennomsnittlig stått for 11 % av totalinntektene. Analysen av sosiale faktorer i PESTEL-analysen, jf. kapittel 3.2.3, avdekket at komfort og lengre flyreiser blir stadig vanligere og viktigere, noe som betyr at inntekter i forbindelse med setevalg og tilleggsbagasje vil øke de neste årene. Det tar utgangspunkt i biinntekter per ASK i perioden 2009 til 2013 for prognostiseringen av biinntekter fremover. Biinntekt per ASK har forholdsvis vært veldig stabil og hatt et gjennomsnitt på 0,054 kroner i perioden (se tabell 7.3). Fra 2010 hadde biinntekter per ASK redusert gradvis frem til 2013, noe som har sammenheng med at økt kapasitet vil redusere dette forholdstallet. Biinntekter vil trolig ha en

lignende utvikling som RASK, med en reduksjon i 2014 og 2015, og gradvis økes igjen fra 2017. Utviklingen av biinntekter vises på tabell 7.5.

7.2.3 Andre inntekter

Andre inntekter består av salg som ikke kan direkte relateres til flybilletter, slik som tredjepartsinntekter og cargo. Denne inntektsposten utgjør en svært liten del av inntektene, så det vil være vanskelig å estimere størrelsen på denne posten de kommende årene. Det tas utgangspunkt i andre inntekter i forhold til ASK i perioden 2009 til 2013 for estimeringen av dens videreutvikling. I perioden har andre inntekter per ASK hatt et gjennomsnitt på 0,01 kroner, se tabell 7.3. Det viser at andre inntekter er svært stabil. Det vil dermed legges til grunn 0,01 kroner per ASK gjennom den eksplisitte perioden, se tabell 7.5.

7.2.4 Oppsummering driftsinntekter

Tabell 7.3: Historisk utvikling i biinntekter og andre inntekter

	2009	2010	2011	2012	2013
ASK (mrd)	13,5	17,8	21,9	25,9	34,3
Biinntekt (mill)	735,5	1 034,5	1 224,7	1 405,5	1 757,9
Andre inntekter (mill)	153,8	158,7	201,7	232,9	440,2
Biinntekt/ASK (NOK)	0,054	0,058	0,056	0,054	0,051
Andre inntekter/ASK (NOK)	0,011	0,009	0,009	0,009	0,013

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

Tabell 7.4: Vekstforutsetninger for driftsinntekter

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ASK (mrd)	45,9	54,4	63,4	69,7	74,6	78,3	82,2
RASK(NOK)	0,350	0,340	0,340	0,350	0,360	0,370	0,380
Biinntekt/ASK (NOK)	0,048	0,046	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050
Andre inntekter/ASK (NOK)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010

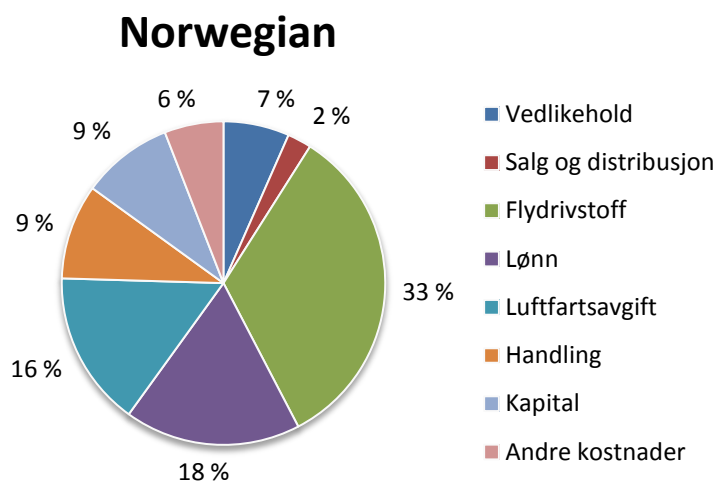
Tabell 7.5: Utvikling i driftsinntekter

Milliarder NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Passasjerinntekter	16,06	18,48	21,55	24,40	26,86	28,98	31,26
Biinntekter	2,20	2,50	2,91	3,27	3,58	3,83	4,11
Andre inntekter	0,47	0,54	0,69	0,69	0,74	0,78	0,82
Driftsinntekter	18,74	21,53	25,16	28,38	31,18	33,61	36,19

7.3 Driftskostnader

Norwegian er et lavprisselskap som har sterkt fokus på driftskostnader. Utviklingen i driftskostnader vil dermed ha stor betydning for selskapets lønnsomhet og konkurransedyktighet. På samme måte som driftsinntekter, vil driftskostnader bli estimert i perioden 2014 til 2020. Kostnadene blir estimert i følgende rekkefølge som er listet på figur 7.2.

Figur 7.2: Oversikt over kostnadsstrukturen til Norwegian i 2013



Kilde: (Norwegian, 2013b)

7.3.1 Vedlikeholdskostnader

Vedlikeholdskostnader omfatter alle kostnader som kan knyttes opp til vedlikehold av fly. Vedlikeholdet gjelder både eide og leasede fly. Det viser at kostnaden er sterk korrelert med selskapets aktivitetsnivå, altså antall produsert ASK.

Tabell 7.11 viser de siste fem årene en fallende trend av forholdet mellom vedlikeholdskostnader og ASK. Det forklares med at Norwegian faser ut eldre Boeing 733 og kontinuerlig kjøper inn flere Boeing 738, noe som fører til mer ensartet flypark som krever mindre vedlikehold. I tillegg fører dette til stordriftsfordeler på grunn av mindre opplæring hos de ansatte og mer standardiserte operasjoner. I løpet av 2015 blir Boeing 733 faset ut, og selskapets flyflåte vil kun bestå av nye flytyper som krever mindre vedlikehold. Med bakgrunn i dette vil vedlikeholdskostnader fortsette å redusere til 2016. Fra 2016 starter innfasing av de nye MAX8 og A320neo flyene, noe som reduserer vedlikeholdskostnader men samtidig øker kostnader på bakgrunn av opplæring hos de ansatte, nytt utstyr og mindre standardiserte operasjoner. Det antas at disse to forholdene vil nøytralisere hverandre. Perioden fra 2016 til 2020 forutsettes at kostnadene vil være stabil på 2 % av ASK. Estimeringen av kostnadene i den eksplisitte perioden vises på tabell 7.13.

7.3.2 Salgs- og distribusjonskostnader

Salgs- og distribusjonskostnader består hovedsakelig av kostnader som kan knyttes opp mot salg og distribusjon av billetter. Fra 2005 til 2006 har antall billetter solgt over internett økt kraftig, og har holdt seg på et nivå rundt 86 til 88 prosent i perioden 2007 til 2010. Automatiseringen og solgte billetter over internett er to av årsakene for at Norwegian har holdt et lavt kostnadsnivå samt redusert det i disse årene. I 2011 hadde andelen av solgte billetter over internett redusert til 82 %, og de siste to årene til 80 %. Selskapet har uttalt at nedgangen i internettsalget er relatert til økt salg gjennom reisebyråer (Norwegian, 2012c). Økt salg gjennom reisebyråer er trolig forårsaket av to grunner. For det første er det rimelig å tro at passasjerer har høyere tilbøyelighet til å kjøpe billetter til langdistansereiser gjennom reisebyråer. For det andre er de nordiske landene rangert på toppen når det gjelder bruk av internett (Initiative). Når Norwegian har økt operasjoner utenfor Skandinavia, vil passasjerer bruke mindre internett, noe som vil øke salget gjennom reisebyråer. Som nevnt har internettsalget holdt seg stabilt på 80 % de to siste årene, og det er ingen informasjon som tyder på radikale endringer. Det legges dermed til grunn at salget vil ligge gjennomsnittlig på 80 % de neste årene. Med dette tilsier det at kostnader per ASK vil ikke ha store forandringer i forhold til historisk utvikling. Det legges til grunn en kostnad per ASK på 1 % i perioden 2014 til 2020. Se prognosen i tabell 7.13.

7.3.3 Flydrivstoff

I 2013 stod flydrivstoff for 33 % av Norwegian's kostnader, og ble dermed den største kostnadsposten, jf. figur 7.2. Kostnaden er avhengig av tre faktorer, nemlig forbruk per ASK, prisen på flydrivstoff og dollarkursen. Historisk viser en sterk korrelasjon mellom flydrivstoffkostnader og ASK. Tabell 7.6 presenterer forbruk av flydrivstoff og forbruk per millioner ASK i perioden 2009 til 2013.

Tabell 7.6: Historisk forbruk av flydrivstoff

	2009	2010	2011	2012	2013
Forbruk flydrivstoff (tonn)	345 700	423 683	497 909	569 197	762 222
ASK (mill)	13 555	17 804	21 958	25 920	34 318
Forbruk/mill ASK	25,50	23,80	22,67	21,96	22,21
Forbruk/mill ASK (fat)¹⁹	182,14	170,00	161,93	156,86	158,64

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

Økningen i forbruk per millioner ASK i 2013 er trolig grunnet forsinkelsene i forbindelse med selskapets langdistansereiser, da som avgang og landing er de mest energikrevende delene av en flyreise. Tabell 7.6 viser at de siste fem årene hadde selskapet en gjennomsnittlig reduksjon på omtrent 5,9 fat forbruk per millioner ASK, og viser dermed en klar fallende trend. Dette skyldes selskapets anskaffelse av mer miljøvennlige flyflåte og etablering av langdistanseruter. Norwegian mener Boeing 738 flyene vil ha omtrent 23 % mindre forbruk og at de nyeste modellene MAX8 og A320neo kan redusere 30 % forbruk sammenlignet med Boeing 733 (Norwegian, 2012e). Med dette forutsettes at forbruk per millioner ASK vil fortsette å redusere. Det antas at forbruket reduserer i avtagende grad, på bakgrunn av den gjennomsnittlige effekten av reduksjonen vil minske, ettersom selskapet stadig får nyere og mer miljøvennlige fly.

Estimeringen av råoljeprisen vil være basert på OPECs anslag om en gjennomsnittlig oljepris på 110 dollar per fat til 2020 (Opec, 2013). Historisk har prisene på flydrivstoff og råolje vært sterkt korrelert, jf. PESTEL-analysen i kapittel 3.2.2.2. For å estimere utviklingen på flydrivstoffprisen, er det hensiktsmessig å se på prisforskjellen mellom flydrivstoff og råolje de siste fem årene. Det viser en gjennomsnittlig prisdifferanse på 12,84 dollar per fat (se

¹⁹ 1 tonn = 7,14 fat (unitjuggler.com)

appendiks 4). Estimeringen for fremtidig drivstoffpris vil dermed være basert på OPECs råoljepris pluss ett flydrivstofftillegg på 12,84 dollar.

Norges Bank forventer at kronekursen vil styrke seg noe og Norges BNP ha en svak økning fremover (jf. kapittel 3.2.2.1). Med dette forutsettes en dollarkurs på 6 kroner per 31.mars 2014 (Dn, 2014a). På bakgrunn av foregående argumenter om forbruket, prisen på flydrivstoff og dollarkursen, blir flydrivstoffkostnader prognostisert for den eksplisitte perioden som vist i tabell 7.7.

Tabell 7.7: Utvikling i drivstoffkostnader

	Oljepris per fat (NOK)	Flydrivstoffpris per fat (NOK)	ASK (mrd)	Forbruk/mill ASK (fat)	Total forbruk (fat)	Flydrivstoffkostnad (mrd)
2014	660	737	45,89	153,14	7 027 901	51,79
2015	660	737	54,37	147,64	8 027 777	59,16
2016	660	737	63,39	145,64	9 232 993	68,05
2017	660	737	69,73	143,64	10 016 879	73,82
2018	660	737	74,61	142,14	10 606 060	78,17
2019	660	737	78,34	141,64	11 097 211	81,78
2020	660	737	82,26	141,64	11 652 015	85,87

7.3.4 Lønnskostnader

I 2013 utgjorde lønnskostnader 18 % av Norwegians driftskostnader og ble den nest største kostnadsposten. De siste fem årene har gjennomsnittlig lønnskostnader per årsverk fluktuert svært mye og viser ingen klar tendens, noe som tilsier et dårlig estimat for utviklingen i kostnaden. Lønnskostnader i forhold til ASK er derimot et mye bedre estimat som viser større korrelasjon (se tabell 7.11).

Lønnskostnader per ASK reduserte med et gjennomsnitt på 0,59 % hvert år siden 2009. Det virker logisk da som Norwegian stadig øker den gjennomsnittlige sektorlengden, noe som betyr at flere ASK blir fordelt per flygende personell. Det legges til grunn at lønnskostnader per ASK vil fortsette å redusere. ASK vil øke relativt raskere enn lønnsøkning, som betyr at kostnaden vil redusere i avtagende grad. Utviklingen i lønnskostnader vises i tabell 7.13.

7.3.5 Luftfartsavgifter

Alle flyselskaper må betale luftfartsavgifter for å bruke lufthavnens infrastruktur og tjenester. Disse avgiftene omfatter avgifter på avganger og landinger, passasjeravgift, securityavgift, terminalavgift og underveisavgift. Historisk viser at avgiftene er korrelert med aktivitetsnivået, nemlig fordi flere av avgiftene er avhengig av antall passasjerer. Fra 2009 til 2013 hadde luftfartsavgifter per ASK redusert fra 7,65 til 6,37 prosent (se tabell 7.11).

Det er flere årsaker for reduksjonen i perioden. For det første opererer Avinor incentiv- og bonusordninger for passasjervekst, noe som vil redusere kostnader for eventuell passasjervekst for selskapet (Avinor, 2014). For det andre fokuserer selskapet på utenriksruter og etablering av nye ruter til andre land som trolig har lavere avgifter enn Norge. Siste årsaken er fordi selskapet investerer på mer miljøvennlige og kostnadseffektive fly, noe som vil redusere avgifter. Innfasing av de nye MAX8 og A320neo flyene i 2016 vil være enda mer miljøvennlige enn selskapets nåværende flyflåte, og vil redusere avgiftene ytterligere. Med dette vil selskapets avgifter fortsette å redusere i forhold til ASK de kommende årene, men i avtagende grad på bakgrunn av stadig nyere og større flyflåte. Utviklingen i avgiften vises på tabell 7.13.

7.3.6 Handlingskostnader

Handlingskostnader omfatter flere kostnader som bakkemannskap, bagasjehåndtering og andre tjenester på flyplassen. Disse tjenestene har Norwegian outsourcet på alle flyplassene for å være mest mulig kostnadsbesparende.

Disse kostnadene tilknyttet handling er svært avhengig av antall produsert ASK. Det er dermed hensiktsmessig å se forholdet mellom dem. Historisk viser en fallende trend mellom handlingskostnader og ASK (se tabell 7.11). Dette skyldes av lengre gjennomsnittlig flyreiser, som naturligvis vil redusere forholdstallet. I tillegg gir stordriftsfordeler lavere handlingskostnader, og økt forhandlingsmakt gir også utslag til reduksjonen (jf. kapittel 3.3.1 om kundenes forhandlingsmakt).

Den fallende trenden vil trolig fortsette på bakgrunn av selskapets fokus på langdistanseruter fremover. I tillegg vil automatisering gjennom teknologisk utvikling bidra til å redusere kostnadene ytterligere. Med dette vil handlingskostnader redusere med 0,25 % i 2014 og

fortsette å redusere i avtagende grad. Estimeringen av kostnaden i perioden 2014 til 2020 vises i tabell 7.13.

7.3.7 Leasingkostnader

Norwegians leasingkostnader består av kostnader ved leasing av fly, biler og eiendommer. Kostnader ved leasing av biler og eiendommer utgjør en ubetydelig del av kostnadene, og ses bort ved estimering av leasingkostnader.

Det er hensiktsmessig å finne leasingkostnader per fly for prognostisering av leasingkostnader i den eksplisitte perioden. I 2006 leaset Norwegian kun Boeing 733. Flytypen hadde en gjennomsnittlig kostnad på 9 millioner per fly (Norwegian, 2006). Det antas at denne typen fly vil ha en årlig gjennomsnittlig kostnadsvekst på 1,5 %. Med dette gjøres det mulig å utlede kostnaden til Boeing 738, som svarer til 26,4 millioner per fly i 2013. Det er mulig å estimere kostnaden til de andre flytypene ved å ta i bruk listepriser (2013) for Boeing 738.

Dreamlineres leasingkostnad blir estimert til 61,8 millioner per fly. På samme måte blir kostnadene estimert for flytypene MAX8 og A320neo.

Tabell 7.8: Oversikt over listepriser og relativ listepriser

Flytype	Listepriser (2013) i millioner NOK	Relativ listepris i forhold til B738
B738	543	1,00
MAX8	622	1,14
A320	617	1,13
B788	1271	2,34

Kilde: (Airbus, 2014; Boeing, 2013)

Norwegians 2013 4.kvartals presentasjonsrapport presenterer en grundig plan over flyleasing for perioden frem til 2016, og den vil legges til grunn for prognostiseringen. Selskapets flåteplan innebærer kontinuerlig fornyelse av sin flyflåte og at flyene skal aldri operere mer enn 7 til 8 år (Norwegian, 2012a). Det legges dermed til grunn at fly som har operert i 7 til 8 år blir utfaset. Den store ordren av typene MAX8 og A320neo som leveres fra 2016, har som hensikt å erstatte de eldre Boeing 738. På bakgrunn av dette forutsettes at selskapet vil årlig erstatte Boeing 738 med tre fly av hver av typene MAX8 og A320neo i perioden 2017 til 2020. Årlige kostnader til de ulike flytypene er også estimert, forutsatt antagelsen om en årlig

kostnadsvekst på 1,5 %. Oversikt over selskapets flyflåte og kostnaden per fly vises på tabell 7.9.

Tabell 7.9: Oversikt over antall fly og kostnad per fly

	Antall Dreamlinere	Kostnad per Dreamlinere	Antall B738	Kostnad per B738	Antall MAX8	Kostnad per MAX8	Antall A320	Kostnad per A320
2014	5	62,8	42	26,8	-	-	-	-
2015	5	63,7	40	27,2	-	-	-	-
2016	7	64,7	33	27,6	-	-	-	-
2017	8	65,7	22	28,0	3	31,9	3	31,6
2018	9	66,6	17	28,4	6	32,4	6	32,1
2019	10	67,6	9	28,8	9	32,9	9	32,6
2020	11	68,7	5	29,3	12	33,4	12	33,1

Kilde: (Atw, 2014; Norwegian, 2013b)

Total leasingkostnader beregnes ved å ta antall fly multiplisert med kostnaden på tilhørende flytype. Prognosene for leasingkostnader og leasingforpliktelser for den eksplisitte perioden vises på tabell 7.10.

Tabell 7.10: Leasingkostnader i perioden 2014-2020

Millioner NOK	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dreamliner	314,0	318,5	452,9	525,6	599,4	676,0	755,7
B738	1125,6	1088,0	910,8	616	482,8	259,2	146,5
MAX8	-	-	-	95,7	194,4	296,1	400,8
A320	-	-	-	94,8	192,6	293,4	397,2
Leasingkostnader	1439,6	1406,5	1363,7	1332,1	1469,2	1524,7	1700,2
Leasingforpliktelser (x8)	11516,8	11252,0	10909,6	10656,8	11753,6	12197,6	13601,6

7.3.8 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en samlepost for både kostnader som kan direkte knyttes til flydriften og kostnader som ikke inngår i noen av de andre kostnadspostene. Andre kostnader som ikke kan direkte knyttes til flydriften, er blant annet systemdrift, markedsføring, back-office arbeid og konsulentkostnad. I årsregnskapet til Norwegian er disse kostnadene ikke skilt fra hverandre, derfor vil kostnadene estimeres samlet. Estimeringen er basert på kostnaden i forhold til ASK.

Tabell 7.11 viser en klar tendens for reduserende kostnader per ASK i perioden 2009 til 2013. Dette kan forklares med stordriftsfordeler. Ingen informasjon som tyder på forandring i denne trenden, derfor forutsettes at kostnaden per ASK fortsetter å redusere de kommende årene med 0,05 % per år. Utviklingen i kostnaden er oppgitt i tabell 7.13.

7.3.9 Oppsummering av historisk utvikling i driftskostnader og vekstforutsetninger

Tabell 7.11: Historisk utvikling i driftskostnader

	2009	2010	2011	2012	2013
ASK (mrd)	13,5	17,8	21,9	25,9	34,3
Vedlikehold (mill)	611,3	697,1	711,6	792,5	927,8
S&D (mill)	149,4	167,8	198,9	274,9	339,4
Lønnskostnader (mill)	1 303,30	1 531,20	1 836,20	2 068,20	2 478,30
Luftfartsavgift (mill)	1 037,70	1 295,90	1 561,40	1 730,20	2 185,30
Handling (mill)	679,4	863,5	982,2	1 077,10	1 339,40
Andre driftskostnader (mill)	721,4	801,9	914,5	1 017,10	1 320,30
Vedlikehold/ASK	4,51 %	3,91 %	3,24 %	3,06 %	2,70 %
S&D/ASK	1,10 %	0,94 %	0,90 %	1,06 %	0,99 %
Lønnskostnader/ASK	9,61 %	8,60 %	8,36 %	7,98 %	7,22 %
Luftfartsavgift/ASK	7,65 %	7,27 %	7,11 %	6,67 %	6,37 %
Handling/ASK	5,01 %	4,85 %	4,47 %	4,15 %	3,90 %
Andre driftskostnader/ASK	5,32 %	4,50 %	4,16 %	3,92 %	3,85 %

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

Tabell 7.12: Vekstforutsetninger i prosent

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vedlikehold/ASK	2,40	2,20	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
S&D/ASK	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Lønnskostnader/ASK	6,62	6,12	5,87	5,77	5,67	5,62	5,62
Luftfartsavgift/ASK	6,07	5,77	5,57	5,42	5,32	5,27	5,27
Handling/ASK	3,65	3,45	3,30	3,20	3,15	3,10	3,10
Andre driftskostnader/ASK	3,80	3,75	3,70	3,65	3,60	3,55	3,50

7.3.10 EBITDA

EBITDA resultater for perioden 2014 til 2020 er blitt estimert på bakgrunn av estimerte inntekter og kostnader.

Tabell 7.13: EBITDA

Milliarder	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Passasjerinntekter	16,06	18,48	21,55	24,40	26,86	28,98	31,26
Biinntekter	2,20	2,50	2,91	3,27	3,58	3,83	4,11
Andre inntekter	0,47	0,54	0,69	0,69	0,74	0,78	0,82
Driftsinntekter	18,74	21,53	25,16	28,38	31,18	33,61	36,19
Vedlikehold	-1,10	-1,19	-1,26	-1,39	-1,49	-1,56	-1,64
S&D	-0,45	-0,54	-0,63	-0,69	-0,74	-0,78	-0,82
Flydrivstoff	-5,17	-5,91	-6,80	-7,38	-7,81	-8,17	-8,58
Lønnskostnader	-3,03	-3,32	-3,72	-4,02	-4,23	-4,40	-4,62
Luftfartsavgift	-2,78	-3,13	-3,53	-3,77	-3,96	-4,12	-4,33
Handling	-1,67	-1,87	-2,09	-2,23	-2,35	-2,42	-2,55
Leasingkostnader	-1,43	-1,40	-1,36	-1,33	-1,46	-1,52	-1,70
Andre driftskostnader	-1,74	-2,03	-2,34	-2,54	-2,68	-2,78	-2,87
Driftskostnader	-17,42	-19,44	-21,76	-23,38	-24,76	-25,79	-27,14
EBITDA	1,32	1,54	2,77	4,29	5,68	7,03	9,05

7.4 Andre kontantstrømelementer

Resultatet EBITDA fra forrige kapittel må justeres for kontantstrømelementer for å komme frem til kontantstrøm til totalkapitalen. Avskrivninger er fradragberettiget, men gir ingen utslag i kontantstrømmen. Det må dermed subtraheres fra EBITDA før beregning av skatt og tillegges tilbake etter skatt. Deretter justeres resultatet for kalkulatorisk rente i forbindelse med operasjonell leasing, arbeidskapital, flyinvesteringer, andre investeringer og operasjonell leasingforpliktelser. På bakgrunn av disse justeringene blir kontantstrøm til totalkapitalen estimert. Resultatet brukes videre til å estimere selskapets verdi.

7.4.1 Avskrivninger

Avskrivninger estimeres som en prosentvis andel av driftsinntekter, noe som er rimelig når avskrivninger ikke har store svingninger i forhold til driftsinntektene. Denne metoden er også

en av de tre metodene som er anbefalt av Koller et al (2005)²⁰. Estimeringen vil inkludere avskrivninger i forbindelse med operasjonell leasing, da som denne omklassifiseringen vil øke selskapets avskrivninger. Historisk utvikling viser at avskrivninger i forhold til driftsinntekter er relativt stabil. Det tas utgangspunkt i gjennomsnittet av forholdstallet de siste 5 årene til å estimere utviklingen til avskrivninger. Det gir estimerte verdier som vises i tabell 7.15.

Tabell 7.14: Historisk utvikling i avskrivninger

	2009	2010	2011	2012	2013
Avskrivninger (mrd)	0,46	0,59	0,73	0,93	1,20
Driftsinntekter (mrd)	7,30	8,40	10,53	12,85	15,57
Avskrivninger/inntekt (%)	6,4 %	7,1 %	6,9 %	7,2 %	7,7 %
Gjennomsnitt	7,0 %				

Kilder: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

Tabell 7.15: Utvikling i avskrivninger

Milliarder	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	18,74	21,53	25,16	28,38	31,18	33,61	36,19
Avskrivninger	1,31	1,50	1,76	1,98	2,18	2,35	2,53

7.4.2 Skatt

Resultatet EBIT blir beregnet ved å trekke avskrivninger fra EBITDA. Det er dette resultatet som brukes til å beregne skattekostnaden. Vanligvis er skattekostnaden lik 28 prosent av resultatet, men i 2014 har skattesatsen for selskaper blitt endret til 27 prosent jf. skattevedtak § 3-3 (Stortingets Skattevedtak, 2014). Det er denne skattesatsen som brukes videre til å estimere selskapets fremtidige skattekostnader.

7.4.3 Kalkulatorisk rente og endring i operasjonell leasing

Omklassifiseringen av operasjonell til finansiell leasing vil føre til kontantstrømeffekter, jf. kapittel 5. Endringer i leasingforpliktelser gir enten negativ eller positiv kontantstrømeffekt etter hvilken retning endringen gjelder. Økning i forpliktelsen vil gi negativ kontantstrømeffekt, og positiv effekt om det er reduksjon. Det er nødvendig å tillegge en kalkulatorisk rente, siden det gjelder en finansiell leasing. Den kalkulatoriske renten er antatt å være 5,9 % eller 4,3 % etter skatt. Med bakgrunn i estimerte verdier av leasingforpliktelsene

²⁰ (Koller, Goedhart & Wessels, 2005) s.238

i kapittel 7.3.7, har endringer i leasingforpliktelse og kalkulatorisk renter i perioden 2014 til 2020 blitt prognostisert som vist i tabell 7.16.

Tabell 7.16: Endring i leasingforpliktelse i perioden 2014-2020

Milliarder	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leasingforpliktelse	11,51	11,25	10,90	10,65	11,75	12,19	13,60
Endring i leasingforpliktelse	1,24	-0,26	-0,34	-0,25	1,09	0,44	1,40
Kalkulatorisk rente etter skatt	0,49	0,48	0,46	0,45	0,50	0,52	0,58

7.4.4 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (I. Bredeesen, 2005). Endingen i arbeidskapital har kontantstrømeffekter. Vanligvis vil en økning i salget føre til mer kapital som blir bundet til driften, men for Norwegian vil dette ikke være tilfellet. Dette er på bakgrunn av forskuddsbetaling av flybilletter, som fører til en negativ arbeidskapital.

Prognostiseringen av arbeidskapitalen tar utgangspunkt i historisk utvikling i arbeidskapital komponentene i forhold til driftsinntekter. Se appendiks 5 for en fullstendig oversikt over historisk utvikling i arbeidskapitalen. De siste fem årene viser at forholdet mellom komponentene og driftsinntektene er svært stabile. På bakgrunn av dette benyttes gjennomsnittet til forholdstallet til de enkelte arbeidskapital komponentene til å estimere videreutvikling i arbeidskapitalen. Tabell 7.17 viser utvikling og endring i arbeidskapitalen for den eksplisitte perioden.

Tabell 7.17: Utvikling i arbeidskapital

Milliarder	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	18,74	21,53	25,16	28,38	31,18	33,61	36,19
Varelager (0,62 %)	0,11	0,13	0,15	0,17	0,19	0,20	0,22
Kundefordringer (10,10 %)	1,89	2,17	2,54	2,86	3,15	3,39	3,65
Kontanter (12,97 %)	2,43	2,79	3,26	3,68	4,04	4,35	4,69
Kortsiktig betalbar gjeld (9,12 %)	1,70	1,96	2,29	2,58	2,84	3,06	3,30
Forskuddsbetalte flyreiser (12,73 %)	2,38	2,74	3,20	3,61	3,97	4,27	4,60
Leverandørgjeld (12,42 %)	2,32	2,67	3,12	3,52	3,87	4,17	4,49
Arbeidskapital	-1,98	-2,27	-2,66	-3,00	-3,29	-3,55	-3,82
Ending i arbeidskapital	-0,61	-0,29	-0,38	-0,34	-0,29	-0,25	-0,27

7.4.5 Flyinvesteringer

Norwegian satser på modernisering og utvidelse av flyflåten, som fører til store investeringsutgifter fremover. Per i dag har selskapet ordre på 222 fly fra Airbus og Boeing som har leveranse fra 2016. I tillegg har selskapet 30 gjenstående Boeing 738 fly for leveranse til 2018. Når flyselskaper inngår store flyordre som dette, er det som regel mulig å forhandle betydelige rabatter. Norwegian vil mest sannsynlig få rabatt mellom 40 til 50 prosent (Fadnes, 2012). Det forutsettes at selskapet får 45 % rabatt på kjøpet, noe som er rimelig ved store kjøpsordrer (Ewalt, 2013). Selskapets investeringsutgifter i den eksplisitte perioden er basert på Airbus og Boeing sine listepriiser (Airbus, 2014; Boeing, 2013). Det antas at selskapet betaler ved leveransen.

Utfasing og salg av eldre fly er det basert på selskapets lineære avskrivninger på sine Boeing 738 og en salgsrabatt på 5 %. Selskapet opererer med lineær avskrivning på 25 år (Norwegian, 2012e). Det antas lik avskrivningsmodell for de andre flytypene. Basert på Norwegians flåteplan om at selskapet aldri skal operere fly som er eldre enn 7 til 8 år, forutsettes at flyene blir solgt etter 7 til 8 år etter anskaffelse. De gjenstående Boeing 733 blir solgt i 2015. Det antas at denne modellen vil selges til gjennomsnittlig salgspris for denne flytypen (Globalplanesearch.Com, 2014), som er lik 24,78 millioner med 5 % avslag.

Alle forutsetningene om nye og utfasing av fly blir beskrevet i kapittel 7.1.1, se også appendiks 1 for oversikten over estimering i selskapets flyflåte og appendiks 2 for estimering i flyinvesteringene i den eksplisitte perioden.

7.4.6 Andre investeringer

Norwegian investerer også andre eiendeler som er nødvendig i driften. Det kan være eiendeler som utstyr om bord i flyet eller kontorutstyr og lignende. Det er ingen konkret informasjon om denne posten, og estimeres dermed som en prosentvis andel av driftsinntektene. De siste fem årene har denne posten i gjennomsnittlig vært 0,19 % av driftsinntektene. Denne prosentandelen brukes videre til estimering av andre investeringer i den eksplisitte perioden. Tabell 7.18 viser utviklingen i andre investeringer.

Tabell 7.18: Netto investeringer

Millioner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nye fly	-4 880,2	-3 685,6	-6 434,5	-6 878,3	-6 663,8	-6 150,7	-6 832,1
Solgte fly	-	123,9	-	-	2 455,4	2 806,2	2 806,2
Andre investeringer	-35,6	-40,9	-47,8	-53,9	-59,2	-63,8	-68,8
Netto	-4 915,8	-3 602,6	-6 482,3	-6 932,2	-4 267,7	-3 408,3	-4 094,7

7.5 Verdsettelse

Verdsettelsen er basert på kontantstrømmene i den eksplisitte perioden og kontantstrømmen utover den eksplisitte perioden som en terminalverdi. For å komme frem til nåverdien, må disse kontantstrømmene diskonteres med en WACC på 7,19 % (jf. kapittel 6.3).

Terminalverdien estimeres ved å bruke Gordons vekstformel²¹. Vekstfaktoren til terminalverdien settes lik gjennomsnittlig økning i BNP til Norge og Europa i perioden 2014 til 2016 (jf. kapittel 3.2.2.1). Dette er rimelig når største delen av inntektene til selskapet kommer fra Norge og Europa. Vekstfaktoren settes lik 2 %.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{t+1}}{(WACC - \text{Vekst})} / (1 + WACC)^n$$

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\frac{2652,3 \text{ millioner} * 1,02}{(0,0719 - 0,0200)}}{(1,0719)^7} = 32\,060,89 \text{ millioner}$$

²¹ (Titman, 2014) s.45

Terminalverdien er omtrent 32 milliarder. Tabell 7.19 viser oppstillingen til estimerte kontantstrømmer, diskonterte kontantstrømmer, terminalverdi, total kapitalverdi, egenkapitalverdi og estimert aksjeverdi. Se appendiks 6 for fullstendig oversikt over fremtidsregnskapet og utrengningen.

Tabell 7.19: Estimert aksjeverdi

Milliarder	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Fri kontantstrøm	-3,72	-1,03	-2,80	-2,21	0,16	2,68	2,65
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,66	0,61
Diskontert kontantstrøm	-3,47	-0,90	-2,27	-1,68	0,11	1,76	1,63

	2014E
Nåverdi eksplisitt periode	- 4,81
Terminal verdi	32,06
Total kapitalverdi	27,25
Netto rentebærende gjeld	- 16,79
Egenkapitalverdi	10,46
Utestående aksjer	35 162 139
Estimert aksjeverdi	297

8 Sensitivitetsanalyse

Estimert aksjeverdi i den fundamentale verdsettelsen er basert på en rekke antagelser om fremtiden, og det gjør at aksjeverdien vil bestå av en del usikkerheter. Det er dermed hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse på de viktigste faktorene som påvirker Norwegians aksjeverdi, som er blant annet RASK, oljepris, valuta, lønnskostnader, vekstfaktor og WACC.

8.1 RASK

RASK er en av de viktigste faktorene i verdsettelsen av Norwegian. Det minnes om at RASK gjelder kun passasjerinntekter, og påvirker dermed ikke biinntekter og andre inntekter. Tabell 8.1 viser at små endringer i RASK vil føre til store endringer på aksjeverdien. En økning i RASK på 0,5 % øker verdien med 52 kroner. Selv om endringen på 0,5 % er en svært liten endring, tilsvarer endringen gjennomsnittlig en økning på 117 millioner kroner i passasjerinntekter per år i den eksplisitte perioden. En negativ endring på omtrent 0,5 % i

RASK fører til at estimert aksjeverdi er lik aksjekursen per 31.mars 2014 på 253 kroner.

Tabell 8.1: Endring i RASK

Endring i RASK	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
Aksjekurs	142	193	245	297	349	401	453

8.2 Oljepris og valutakurs

Kostnaden i forbindelse med flydrivstoff er den største kostnadsposten hos Norwegian og er dermed viktig å ha med i sensitivitetsanalysen. Kostnadsposten er avhengig av oljeprisen og valutakursen, og vil være hensiktsmessig å se disse to komponentene sammen. Utviklingen i disse komponentene vil gi moderate endringer i estimert aksjeverdi. Tabell 8.2 viser at 1 % økning enten i oljepris eller valutakurs gir en negativ endring i aksjekurs på henholdsvis 26 og 29 kroner. Om komponentene har endring på samme retning vil effekten dobles, og motsatt retning på endringen vil nærmest nøytralisere effekten. Tabellen viser også at endring i valutakursen har større utslag enn oljeprisen på aksjeverdien. Det er på bakgrunn av drivstoffstillegget på 12,84 dollar som er avhengig av dollarkursen, jf. kapittel 7.3.3.

Tabell 8.2: Endring i oljepris og valutakurs

Oljepris/Valuta	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
-3 %	461	436	410	386	359	334	308
-2 %	433	407	381	356	330	304	278
-1 %	404	378	352	326	300	274	248
0 %	376	349	323	297	271	245	218
1 %	347	321	294	268	241	215	188
2 %	319	292	265	238	212	185	158
3 %	290	263	236	209	182	155	128

8.3 Lønnskostnader

En annen betydelig kostnadspost er lønnskostnader. Tabell 8.3 indikerer at små endringer i lønnskostnader ikke har særlig påvirkning på estimert aksjekurs. 1 % økning i kostnaden vil kun senke aksjeverdien med 16 kroner. Kostnaden er mye mindre utslagsgivende enn flydrivstoff.

Tabell 8.3: Endring i lønnskostnader

Endring i lønn	-3 %	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %	3 %
Aksjekurs	345	329	313	297	281	265	249

8.4 Vekstfaktor og WACC

To andre viktige faktorer er vekstfaktor og WACC. Alle Kontantstrømmene i den eksplisitte perioden er avhengig av WACC, og terminalverdien er avhengig av både vekstfaktor og WACC. En endring i disse to faktorene vil ha ekstreme endringer i estimert aksjeverdi. En endring i vekstfaktor skyldes av makroøkonomiske forhold, mens endring i WACC skyldes av endring i rentenivået, betaverdien eller markedspremien.

Det har foretatt relativt små endringer i disse to faktorene. Det er fordi små endringer gir mye større utslag i aksjeverdien enn foregående omtalte faktorer. Tabell 8.4 viser at en økning i vekstfaktoren på 0,25 % øker aksjeverdien med 49 kroner. En tilsvarende økning i WACC viser tabell 8.5 en nedgang på 56 kroner. Det viser at WACC har større påvirkning på aksjeverdien enn vekstfaktoren.

Tabell 8.4: Endring i vekstfaktor og WACC

Vekstfaktor	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %
Aksjekurs	176	213	253	297	346	399	459

WACC	6,44 %	6,69 %	6,94 %	7,19 %	7,44 %	7,69 %	7,94 %
Aksjekurs	506	428	359	297	241	190	143

8.5 Oppsummering

Sensitivitetsanalysene i dette kapitlet viser tydelig at små endringer i forutsetningene vil kunne føre til endringer på estimert aksjekurs. De faktorene som ga størst utslag i aksjeverdien ved endringer i forutsetningene, er vekstfaktoren til terminalverdien og WACC. Like etter kommer endringer i RASK, så oljepris og valutakurs, og til slutt lønnskostnader. En kombinasjon av endringer i både oljepris og valutakurs gir stor utslag i aksjeverdien. Når små endringer av forutsetningene gir store utslag i aksjeverdien, er det hensiktsmessig å gjennomføre multippelanalyser for å se om de forutsetningene som er tatt er rimelige.

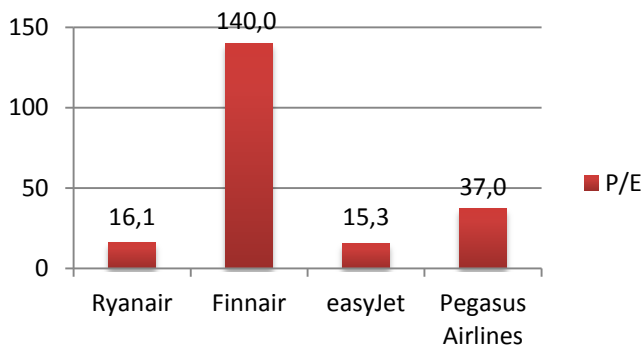
9 Multippelanalyse

Som nevnt i kapittel 4.2 krever multippelanalyser mindre tid og ressurser enn fundamental verdsettelse, og av den grunn er metoden svært egnet til å underbygge den fundamentale verdsettelsen. Multippelanalyser verdsetter et selskap ved å se på markedsverdier og andre viktige faktorer som vekstpotensial, risiko og kontantstrøm til sammenlignbare selskaper. Det er to multippelanalyser som skal gjennomføres i dette kapittelet, nemlig de to mest utbredte metodene P/E og EV/EBITDA. Selskaper som er utvalgt i analysen er Ryanair, Finnair, easyJet og Pegasus Airlines. Disse selskapene har lignende profil som Norwegian, og alle er lavprisselskaper utenom Finnair. Grunnen for at SAS er ikke utvalgt i Peer-group, er på bakgrunn av svært ulike vekstpotensial, risiko og kontantstrøm i forhold til Norwegian. Første analyse som gjennomføres er P/E, og kalkulasjonene finnes i appendiks 7.

9.1 Price/Earnings (P/E)

Figur 9.1 viser svært ulike P/E tall hos de fire selskapene i peer-group. Finnair har definitivt høyest P/E, noe som betyr at markedet forventer at selskapet har høyere vekst og fortjenester fremover. Den høye P/E verdien kan trolig forklares med at Finnair er et nasjonalt flyselskap, og markedet er optimistisk og ser at flyselskapet har stor potensial vekst. P/E verdien til Finnair vil dermed utelukkes i analysen. Gjennomsnittlig P/E for de andre selskapene er 22,8, og med Norwegian's fortjeneste per aksje lik 9,1 er selskapets aksjeverdi verdsatt til 207 kroner. Denne aksjekursen er mye lavere enn estimert aksjekurs i den fundamentale verdsettelsen.

Figur 9.1: P/E verdier

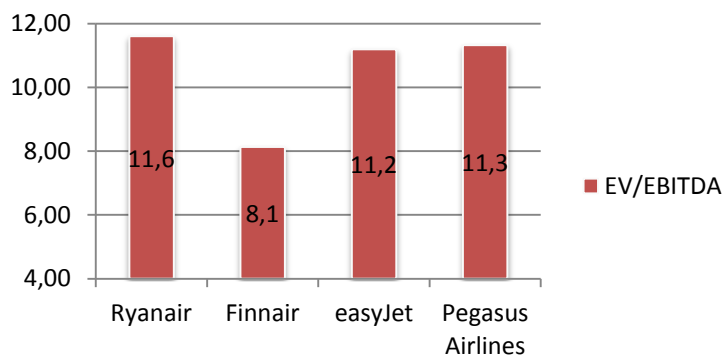


Pegasus Airlines har også veldig høy P/E verdi, noe som kan forklares med at selskapet ble børsnotert i 2013 og av den grunn har markedet større forventninger til selskapet. Ved å utelukke Pegasus Airlines P/E verdien i analysen, blir gjennomsnittlig P/E verdi lik 15,69 og gir Norwegian en aksjeverdi på omtrent 143 kroner. Denne verdien er fortsatt mye lavere enn estimert aksjeverdi.

9.2 EV/EBITDA

Som nevnt i kapittel 4.2 er EV/EBITDA en bedre multippelanalyse enn P/E på bakgrunn av uavhengighet av selskapets kapitalstruktur. Figur 9.2 viser EV/EBITDA verdien til de fire utvalgte selskapene. Disse verdiene er mer konsistent enn P/E verdiene. Gjennomsnittet av EV/EBITDA verdiene i peer-groupen er 10,56. Denne verdien gir Norwegian en aksjeverdi på 265 kroner. Denne verdien er nærmere estimert aksjeverdi, men er fortsatt en del lavere enn verdien i den fundamentale verdsettelsen.

Figur 9.2: EV/EBITDA verdier



Mens P/E analysen indikerer at estimert aksjeverdi er overestimert, verifiserer EV/EBITDA analysen at selskapets aksjeverdi er undervurdert i markedet.

10 Konklusjon

Formålet med denne utredningen er å verdsette Norwegians aksjeverdi, og basert på resultatet kunne gi en anbefaling om aksjen er under- eller overvurdert i markedet. Gjennom den strategiske analysen blir det oppklart at flybransjen er preget av intens rivalisering og svært dårlige marginer. Dette fører til at flere selskaper misslykkes og går konkurs.

Konkurransefortrinnene som stordriftsfordeler og god kostnadsstyring vil være avgjørende om selskapet overlever i bransjen. I tillegg vil fokuset på miljøproblemet påvirke lønnsomheten.

Til tross for alle utfordringene, har Norwegian vært vellykket og hatt en enorm vekst gjennom historien. Selskapets sterke posisjon i markedet, godt etablert merkenavn, stadig modernisering av flypark, innovasjonsevne og god kostnadsstyring vil føre til at selskapet vil fortsette å lykkes i bransjen.

Utarbeidet fremtidsregnskap er basert på gjennomførte strategiske analyser, historisk utvikling, andre tilgjengelige kilder, Norwegians planer og en rekke antagelser. Den fundamentale verdsettelsen ga en estimert aksjeverdi på 297 kroner. Det tilsvarer 17,4 % høyere verdi enn markedsverdien på Norwegians aksje per 31.mars 2014. Med andre ord betyr det at selskapets aksjeverdi er 17,4 % undervurdert i markedet.

I beregningen av avkastningskravet blir det avdekket at Norwegian har en relativ høy gjeldsgrad, noe som ga selskapet en syntetisk kredittvurdering på CCC. Det vil dermed være risiko for at selskapet blir insolvens. Dette har blitt lagt til grunn i beregningen av avkastningskravet til selskapets totalkapital. Sensitivitetsanalysen viser at små endringer i forutsetningene som WACC og vekstfaktor har store konsekvenser på estimert aksjeverdi. På bakgrunn av Norwegians mange konkurransefortrinn som ble avdekket i de strategiske analysene, vil selskapet ha gode fremtidsutsikter og god økonomisk utvikling. Med dette vil selskapet øke den syntetiske kredittvurderingen og dermed senke WACC. Basert på disse punktene er estimert aksjekurs på 297 kroner en god antydning på Norwegians aksjeverdi. Utredningen konkluderer med kjøpsanbefaling på Norwegians aksje.

Litteraturliste

- Aftenposten. (2013). Væskeforbudet blir ikke opphevet. Lastet ned 2014.02.22, fra http://reise.aftenposten.no/reise/--Vaskeforbudet-blir-ikke-opphevet-56042.html#.UwPIp_15OxU
- Airbus. (2013). Global market forecast 2013-2032.
- Airbus. (2014). New airbus aircraft list prices for 2014. Lastet ned 2014.04.17, fra <http://www.airbus.com/presscentre/pressreleases/press-release-detail/detail/new-airbus-aircraft-list-prices-for-2014/>
- Andersen, E. (2010). Norwegian air shuttle: Using it to lower costs, increase revenue, and start new businesses. Lastet ned 2014.03.11, fra <http://appliedabstractions.com/2010/12/02/norwegian-air-shuttle-using-it-to-lower-costs-increase-revenue-and-start-new-businesses/>
- Atw. (2014). Norwegian air shuttle agrees to lease four 787-9s from ilfc. Lastet ned 2014.04.17, fra <http://atwonline.com/airframes/norwegian-air-shuttle-agrees-lease-four-787-9s-ilfc>
- Avinor. (2014). Oppstartstøtte og bonusordning. Lastet ned 2014.04.16, fra http://www.avinor.no/avinor/trafikk/40_Incentivordninger
- Bank, N. (2014). Statsobligasjoner. Daglige noteringer. Lastet ned 2014.03.28, fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>
- Bedriftsradgivning.Org. (2012). Konkurransanalyse («5 forces») Lastet ned 2014.03.26, fra <http://kunnskapssenteret.com/konkurransanalyse/>
- Boeing. (2013). Commercial airplanes prices. Lastet ned 2014.04.17, fra <http://www.boeing.com/boeing/commercial/prices/>
- Bredesen, I. (2005). *Investering og finansiering*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Bredesen, K. (2012). For dyrt å bli grønn i luften. Lastet ned 2014.03.11, fra <http://agendapluss.no/dyrt-%C3%A5-bli-gr%C3%B8nn-i-luften>
- Busterud, K. (2012). En ferie på skinner. Lastet ned 2014.03.22, fra <http://www.h-avis.no/bolig/2.23412/en-ferie-pa-skinner-1.7219048>
- Ck. (2012). Lyst på et brukt fly? Lastet ned 2014.03.21, fra <http://scanair.no/wp/2012/03/14/lyst-pa-et-brukt-fly/>
- Damodaran, A. (1999). Dealing with operating leases in valuation. Lastet ned 2014.03.30, fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297077
- Damodaran, A. (2014). Ratings, interest coverage ratios and default spread. Lastet ned 2014.05.26, fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Denstadli, J. M. & Rideng, A. (2011). Reisevaner på fly 2011.
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2008). The worldwide equity premium: A smaller puzzle. Lastet ned 2014.04.03, fra http://symposium.bnymellonam.com/core/literature/symposium/elroy_dimson_world_wide_equity_premium_Ch11_of_handbook_of_the_equity_risk_premium_elsevier_2008.pdf
- Dn. (2014a). Børs & marked. Lastet ned 2014.20.04, fra <http://www.dn.no/finans/#/details/X:SUSDNOK.IDCFX>
- Dn. (2014b). Norwegian air shuttle. Lastet ned 2014.04.03, fra <http://www.dn.no/finans/#/details/NAS.OSE>
- E24. (2011). Nå blir det dyrerer å fly. Lastet ned 2014.02.19, fra <http://e24.no/naeringsliv/naa-blir-det-dyrere-aa-fly/20103626>

- E24. (2014). Norwegian air shuttle. Lastet ned 2014.03.04, fra <http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=NAS.OSE>
- Euroinvestor. (2014). Norwegian air shuttle: Historiske data. Lastet ned 2014.01.29, fra <http://www.euroinvestor.no/boerser/oslo-stock-exchange/norwegian-air-shuttle/432011/historikk>
- Europortalen. (2014). Eøs. Lastet ned 2014.03.01, fra <http://www.regjeringen.no/en/sub/europaportalen/eos.html?id=684348>
- Ewalt, D. M. (2013). Boeing lands \$15.6 billion 737 order from ryanair. Lastet ned 2014.04.29, fra <http://www.forbes.com/sites/davidewalt/2013/03/19/boeing-lands-a-15-6-billion-737-order-from-ryanair/>
- Fadnes, O.-M. (2012). Norwegian kjøper fly for 127 mrd. Lastet ned 2014.04.29, fra <http://www.dn.no/nyheter/2012/01/25/norwegian-kjoper-fly-for-127-mrd>
- Ferry, D. (2013). Can boeing make enough planes to meet demand? Lastet ned 2014.03.25, fra <http://www.dailyfinance.com/2012/010/27/can-boeing-make-enough-planes-to-meet-demand/>
- Financialweb. The interest coverage ratio. Lastet ned 2014.05.26, fra <http://www.finweb.com/investing/the-interest-coverage-ratio.html#axzz32oqjDJb6>
- Globalplanesearch.Com. (2014). Boeing 737-300 airliners for sale. Lastet ned 2014.04.30, fra http://www.globalplanesearch.com/jets/airliners/boeing/737_300.htm?sort=price
- Iata. (2011). Vision 2050.
- Iata. (2013a). Annual report 2013.
- Iata. (2013b). Premium traffic monitor november 2013.
- Iata. (2014). Airlines financial monitor.
- Indexmundi.Com. (2014). Jet fuel daily price. Lastet ned 2014.04.19, fra <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=jet-fuel&months=60&commodity=crude-oil-brent>
- Initiative, O. Nordic countries. Lastet ned 2014.04.12, fra <https://opennet.net/research/regions/nordic-countries>
- Johnsen, H. F. (2013). Omstridt arbeidsforslag avvist. Lastet ned 2014.02.26, fra <http://reise.aftenposten.no/reise/Omstridt-arbeidsforslag-avvist-52484.html#.UwzBKfl5OxU>
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4.utgave utg.): McKinsey & Company Inc.
- Landre, E. (2014). Dreamliner-trøbbel kostet kjos 216 mill. Lastet ned 2014.02.14, fra <http://e24.no/boers-og-finans/dreamliner-troe-bbel-kostet-kjos-216-mill/22764257>
- Leader, A. (2011). Airline distribution. Lastet ned 2014.03.10, fra <http://www.airlineleader.com/this-months-highlights/airline-distribution-transparency-and-commoditisation-technology-and-convergence>
- Luftfartstilsynet. (2013). Det europeiske flysikkerhetsbyrået - easa. Lastet ned 2014.02.25, fra http://www.luftfartstilsynet.no/regelverk/Europeisk_regelverk/article573.ece
- Martinsen, L. (2011). Familie og fritid viktigere enn karriere. Lastet ned 2014.03.06, fra <http://www.karrierelink.no/artikkel/941>
- Mikalsen, K.-E. (2014). Flere velger business class på feriereiser. Lastet ned 2014.03.05, fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Flere-velger-business-class-pa-feriereiser-7454188.html#.UxZAYfl5OxU>
- Miljødirektoratet. (2011). Sas og norwegian får 75 prosent gratiskvoter. Lastet ned 2014.02.19, fra http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Old-klif/2011/Desember_2011/SAS_og_Norwegian_far_75_prosent_gratiskvoter/

- Nationen. (2013). Fagbevegelsen sier nei til ryanair på innenriksruter i norge. Lastet ned 2014.03.18, fra <http://www.nationen.no/tunmedia/fagbevegelsen-sier-nei-til-ryanair-pa-innenriksruter-i-norge/>
- Norges Bank. (2013). Pengepolitisk rapport 4|13.
- Norwegian. (2005). Årsrapport 2005.
- Norwegian. (2006). Årsrapport 2006.
- Norwegian. (2010). Årsrapport 2010.
- Norwegian. (2011a). Norwegian air shuttle asa q4 2011 presentation.
- Norwegian. (2011b). Norwegian kjøper ytterligere 15 nye boeing 737-800. Lastet ned 2014.04.29, fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/norwegian-kjoeper-ytterligere-15-nye-boeing-737-800-653188>
- Norwegian. (2012a). Fact sheet: Boeing 737 max8, airbus a320neo and boeing 737-800
- Norwegian. (2012b). Historiens største flyordre i europa: Norwegian kjøper 222 nye fly. Lastet ned 2014.04.29, fra <http://media.norwegian.com/#/pressreleases/historiens-stoerste-flyordre-i-europa-norwegian-kjoeper-222-nye-fly-726503>
- Norwegian. (2012c). Kvartalsrapport q4 2012.
- Norwegian. (2012d). Norwegian air shuttle asa q4 2012 presentation.
- Norwegian. (2012e). Årsrapport 2012.
- Norwegian. (2013a). Kvartalsrapport q4 2013.
- Norwegian. (2013b). Norwegian air shuttle asa q4 2013 presentation.
- Norwegian. (2014a). Flysikkerhet. Lastet ned 2014.02.18, fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/drift/flysikkerhet/>
- Norwegian. (2014b). Miljø. Lastet ned 2014.02.19, fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/samfunnsansvar/miljo/>
- Norwegian. (2014c). Traffic figures february 2014 norwegian air shuttle asa.
- Norwegian. (2014d). Traffic figures january 2014 norwegian air shuttle asa.
- Norwegian. (2014e). Vår historie. Lastet ned 2014.01.20, fra <http://www.norwegian.no/om-norwegian/fakta/var-historie/>
- Norwegian. (2014f). Wifi om bord. Lastet ned 2014.03.12, fra <http://www.norwegian.no/Nyttig-pa-reisen/Reisetjenester/wifi/>
- Ntb. (2014a). Både sas og norwegian øker tilbudet i norge. Lastet ned 2014.03.20, fra <http://www.nrk.no/nordland/bade-sas-og-norwegian-oker-tilbudet-1.11458752>
- Ntb. (2014b). Eu-parlamentet vil ha strenge klimamål. Lastet ned 2014.02.26, fra <http://www.abcnyheter.no/nyheter/2014/02/05/eu-parlamentet-vil-ha-streng-klimamal>
- Ntb. (2014c). Usas fagorganiserte vil nekte norwegian å fly til USA. Lastet ned 2014.02.27, fra <http://e24.no/naeringsliv/usas-fagorganiserte-vil-nekte-norwegian-aa-fly-til-usa/22709383>
- Ntb & E24. (2013). Norwegian vil flagge ut til irland. Lastet ned 2014.02.27, fra <http://e24.no/naeringsliv/norwegian-vil-flagge-ut-til-irland/20361895>
- Ntb & E24. (2014). Kjos er forberedt på USA-flause. Lastet ned 2014.02.27, fra <http://e24.no/boers-og-finans/kjos-er-forberedt-paa-usa-flause/22766022>
- Ntb & Nrk. (2011). Frykter nytt vulkanutbrudd på island. Lastet ned 2014.03.10, fra http://www.nrk.no/verden/island_-frykter-nytt-vulkanutbrudd-1.7501059
- Opec. (2013). World oil outlook 2013.
- Oxford University Press. (2011). Pestel analysis of the macro-environment. Lastet ned 2014.03.12, fra http://fdslive.oup.com/www.oup.com/orc/resources/busecon/economics/gillespie_econ2e/01student/additional/business_strategy.pdf
- Porter, M. E. (1987). *Konkurransestrategi*. [Oslo]: TANO.

- Pwc & Nff. (2013). Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014.
- Ryanair. (2013). Årsrapport 2013.
- Samferdselsdepartementet. (2013). Ny easa standardiseringsforordning. Lastet ned 2014.02.18, fra <http://www.regjeringen.no/en/sub/europaportalen/eos/eos-notatbasen/notatene/2013/feb/ny-easa-standardiseringsforordning.html?id=736055>
- Sas. (2013). Årsrapport 2013.
- Service, M. S. I. (2006). Guideline rent expense multiples for use with moody's global standard adjustment to capitalize operating leases. Lastet ned 2014.03.30, fra http://www.elfaonline.org/cvweb_elfa/Product_Downloads/mlac06rtngagen.pdf
- Solvang, O. (2014). Dette gjør at du betaler 1,2 milliarder ekstra for flybilletten. Lastet ned 2014.02.18, fra <http://www.nordlys.no/nyheter/article7095513.ece>
- Ssb. (2013). Døde, 2012. Lastet ned 2014.03.06, fra <http://www.ssb.no/dode/>
- Ssb. (2014a). Folkemengd og befolkningsendringar, 4. Kvartal 2013. Lastet ned 2014.03.04, fra <https://www.ssb.no/folkendrkv>
- Ssb. (2014b). Folkemengden, 1. Januar 2014. Lastet ned 2014.03.04, fra <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkemengde>
- Storingsvedtak om skatt av inntekt og formue mv. For inntektsåret 2014 (2014).
- Thompson, D. (2013). How airline ticket prices fell 50% in 30 years (and why nobody noticed). *The Atlantic*.
- Titman, S. M., John D. (2014). *Valuation: Pearson new international edition* (2. utg.): Pearson Education Limited.
- Vermes, T. (2013). Eu-parlamentet vil stramme litt inn på klimavotene. Lastet ned 2014.02.26, fra <http://www.abcnyheter.no/nyheter/2013/07/03/eu-parlamentet-vil-stramme-litt-inn-pa-klimavotene>
- Yahoo. (2014). Norwegian air shuttle asa. Lastet ned 2014.02.15, fra [http://finance.yahoo.com/echarts?s=NAS.OL+Interactive#symbol=nas.ol;range=20031218,20140214;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvolumes=0;logscale=off;source=;](http://finance.yahoo.com/echarts?s=NAS.OL+Interactive#symbol=nas.ol;range=20031218,20140214;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvolumes=0;logscale=off;source=)

Appendiks

Appendiks 1: Estimering i Norwegians flyflåte

Appendiks 2: Estimering i flyinvestering

Appendiks 3: Estimering i antall seter og ASK

Appendiks 4: Historisk prisforskjell mellom flydrivstoff og råolje

Appendiks 5: Arbeidskapital komponentenes historisk utvikling i forhold til driftsinntekter

Appendiks 6: Estimering i fri kontantstrøm til totalkapitalen

Appendiks 7: Multippel kalkulasjon

Appendiks 1: Estimering i Norwegians flyflåte

Nye fly	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B737-300	-	-	-	-	-	-	-
B737-300 leaset	-	-	-	-	-	-	-
B737-800	14	10	17	7	4	-	-
B737-800 leaset	-	-	-	-	-	-	-
Dreamliner	1	1	-	1	1	1	1
Dreamliner leaset	3	-	2	1	1	1	1
BMAX8	-	-	-	6	7	8	9
BMAX8 leaset	-	-	-	3	3	3	3
A320neo	-	-	4	6	7	8	9
A320neo leaset	-	-	-	3	3	3	3

Utfasing fly	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B737-300	-	5	-	-	-	-	-
B737-300 leaset	5	-	-	-	-	-	-
B737-800	-	-	-	-	7	8	8
B737-800 leaset	3	2	7	11	5	8	4
Dreamliner	-	-	-	-	-	-	-
Dreamliner leaset	-	-	-	-	-	-	-
BMAX8	-	-	-	-	-	-	-
BMAX8 leaset	-	-	-	-	-	-	-
A320neo	-	-	-	-	-	-	-
A320neo leaset	-	-	-	-	-	-	-

Flyflåte	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B737-300	5	-	-	-	-	-	-
B737-300 leaset	-	-	-	-	-	-	-
B737-800	41	51	68	75	72	64	56
B737-800 leaset	42	40	33	22	17	9	5
Dreamliner	2	3	3	4	5	6	7
Dreamliner leaset	5	5	7	8	9	10	11
BMAX8	-	-	-	6	13	21	30
BMAX8 leaset	-	-	-	3	6	9	12
A320neo	-	-	4	10	17	25	34
A320neo leaset	-	-	-	3	6	9	12
Total flåter	95	99	115	131	145	153	167

Kilder: (Norwegian, 2011b, 2012b, 2013b)

Appendiks 2: Estimering i flyinvestering

Flytype	Listepriser (2013) i millioner NOK	Relativ listepris i forhold til B738
B738	543	1,00
MAX8	622	1,14
A320	617	1,13
B788	1271	2,34

Investering	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B737-800	4181,1	2986,5	5077,0	2090,5	1194,6	-	-
Dreamliner	699,0	699,0	-	699,0	699,05	699,05	699,05
BMAX8	-	-	-	2052,6	2394,7	2736,8	3078,9
A320neo	-	-	1357,4	2036,1	2375,4	2714,8	3054,1
Total	4880,2	3685,6	6434,5	6878,3	6663,8	6150,7	6832,1

Solgte fly	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B737-300	-	123,9	-	-	-	-	-
B737-800	-	-	-	-	2455,4	2806,2	2806,2
Dreamliner	-	-	-	-	-	-	-
BMAX8	-	-	-	-	-	-	-
A320neo	-	-	-	-	-	-	-
Total	-	123,9	-	-	2455,4	2806,2	2806,2

Appendiks 3: Estimering i antall seter og ASK

2010	Fly	Seter per fly	Total seter	2011	Fly	Seter per fly	Total seter
B738	18	188	3384		30	188	5640
B738 ny	12	94	1128		16	94	1504
B733	27	148	3996		16	148	2368
B733 faset ut	1	74	74		11	74	814
Total	58		8582		73		10326

2012	Fly	Seter per fly	Total seter
B738	46	188	8648
B738 ny	12	94	1128
B733	10	148	1480
B733 faset ut	6	74	444
Total	74		11700

2013	Fly	Seter per fly	Total seter
Dreamliner ny	3	145,5	436,5
B738	58	188	10904
B738 ny	17	94	1598
B733	10	148	1480
Total	88		14418,5

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

2014	Fly	Seter per fly	Total seter
Dreamliner	3	291	873
Dreamliner ny	4	145,5	582
B738	69	188	12972
B738 ny	14	94	1316
B738 faset ut	3	94	282
B733	5	148	740
B733 faset ut	5	74	370
Total	103		17140

Kilde: (Norwegian, 2013b)

B733: Boeing 737-300

B738: Boeing 737-800

2015	Fly	Seter per fly	Total seter
Dreamliner	7	291	2037
Dreamliner ny	1	145,5	145,5
B738	81	188	15228
B738 ny	10	94	940
B738 faset ut	2	94	188
B733 faset ut	5	74	370
Total	106		18908,5

2016	Fly	Seter per fly	Total seter
Dreamliner	8	291	2328
Dreamliner ny	2	145,5	291
A320neo ny	4	82,5	330
B738	84	188	15792
B738 ny	17	94	1598
B738 faset ut	7	94	658
Total	122		20997

Kilde: (Norwegian, 2013b)

	2010	2011	2012	2013
Antall seter	8 582,0	10 326,0	11 700,0	14 418,5
ASK/sete	2,07	2,12	2,21	2,38
Vekst		2,51 %	4,17 %	7,44 %
Vekst i ASK		23,34	18,03	32,41
Ask	17 804	21 960	25 920	34 320

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Antall seter	17 140,0	18 908,5	20 997,0				
ASK/sete	2,68	2,88	3,02				
Vekst	12,52 %	7,44 %	5,00 %				
Vekst i ASK	33,72 %	18,48 %	16,59 %	10,00 %	7,00 %	5,00 %	5,00 %
Ask	45 892	54 374	63 396	69 736	74 617	78 348	82 265

Appendiks 4: Historisk prisforskjell mellom flydrivstoff og råolje

Måneder	Flydrivstoff (US Dollar per Gallon)	Flydrivstoff (US Dollar per Fat)	Råolje (US Dollars per Fat)	Differansen
mar. 09	1,27	53,34	46,84	6,50
apr. 09	1,37	57,54	50,85	6,69
mai. 09	1,49	62,58	57,94	4,64
jun. 09	1,81	76,02	68,59	7,43
jul. 09	1,71	71,82	64,92	6,90
aug. 09	1,89	79,38	72,50	6,88
sep. 09	1,75	73,50	67,69	5,81
okt. 09	1,94	81,48	73,19	8,29
nov. 09	1,99	83,58	77,04	6,54
des. 09	1,98	83,16	74,67	8,49
jan. 10	2,05	86,10	76,37	9,73
feb. 10	1,99	83,58	74,31	9,27
mar. 10	2,11	88,62	79,27	9,35
apr. 10	2,24	94,08	84,93	9,15
mai. 10	2,06	86,52	76,25	10,27
jun. 10	2,06	86,52	74,84	11,68
jul. 10	2,02	84,84	74,74	10,10
aug. 10	2,08	87,36	76,69	10,67
sep. 10	2,11	88,62	77,79	10,83
okt. 10	2,25	94,50	82,92	11,58
nov. 10	2,32	97,44	85,67	11,77
des. 10	2,45	102,90	91,80	11,10
jan. 11	2,62	110,04	96,29	13,75
feb. 11	2,84	119,28	103,96	15,32
mar. 11	3,13	131,46	114,44	17,02
apr. 11	3,27	137,34	123,15	14,19
mai. 11	3,09	129,78	114,46	15,32
jun. 11	3,05	128,10	113,76	14,34
jul. 11	3,13	131,46	116,46	15,00
aug. 11	3,01	126,42	110,08	16,34
sep. 11	2,95	123,90	110,88	13,02
okt. 11	2,97	124,74	109,47	15,27
nov. 11	3,05	128,10	110,50	17,60
des. 11	2,87	120,54	107,97	12,57
jan. 12	3,09	129,78	110,99	18,79
feb. 12	3,21	134,82	119,70	15,12
mar. 12	3,26	136,92	124,93	11,99
apr. 12	3,23	135,66	120,59	15,07
mai. 12	2,97	124,74	110,52	14,22

jun. 12	2,68	112,56	95,59	16,97
jul. 12	2,89	121,38	103,14	18,24
aug. 12	3,16	132,72	113,34	19,38
sep. 12	3,19	133,98	113,38	20,60
okt. 12	3,11	130,62	111,97	18,65
nov. 12	2,96	124,32	109,71	14,61
des. 12	2,94	123,48	109,64	13,84
jan. 13	3,09	129,78	112,93	16,85
feb. 13	3,22	135,24	116,46	18,78
mar. 13	2,97	124,74	109,24	15,50
apr. 13	2,81	118,02	102,88	15,14
mai. 13	2,73	114,66	103,03	11,63
jun. 13	2,77	116,34	103,11	13,23
jul. 13	2,89	121,38	107,72	13,66
aug. 13	3,00	126,00	110,96	15,04
sep. 13	2,93	123,06	111,62	11,44
okt. 13	2,89	121,38	109,48	11,90
nov. 13	2,83	118,86	108,08	10,78
des. 13	2,96	124,32	110,63	13,69
jan. 14	2,92	122,64	107,57	15,07
feb. 14	2,97	124,74	108,81	15,93
mar. 14	2,89	121,38	107,41	13,97
1 fat = 42 gallon Gjennomsnittlig differanse:				12,84

Kilde: (Indexmundi.Com, 2014)

Appendiks 5: Arbeidskapital komponentenes historisk utvikling i forhold til driftsinntekter

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Varelager	40,8	66,2	82,0	68,4	74,1
Varelager/inntekter	0,56 %	0,79 %	0,78 %	0,53 %	0,47 %
Gjennomsnitt	0,62 %				

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Kundefordringer	829,9	842,1	1 072,5	1 096,6	1 623,1
Kundefordringer/inntekter	11,35 %	10,02 %	10,18 %	8,53 %	10,42 %
Gjennomsnitt	10,10 %				

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Kontanter	1 408,5	1 178,4	1 104,9	1 730,9	2 166,1
Kontanter/inntekter	19,27 %	14,02 %	10,49 %	13,46 %	13,90 %
Gjennomsnitt	12,97 %*				

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Kortsiktig betalbar gjeld	675,3	521,0	1 551,9	1 349,4	768,4
Gjeld/inntekt	9,24 %	6,20 %	14,74 %	10,49 %	4,93 %
Gjennomsnitt	9,12 %				

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Forskuddsbetalte flyreiser	792,7	954,2	1 208,3	1 739,8	2 566,5
Flyreiser/inntekter	10,84 %	11,35 %	11,47 %	13,53 %	16,47 %
Gjennomsnitt	12,73 %				

Millioner NOK	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	7 309,0	8 406,0	10 529,0	12 859,0	15 579,0
Leverandørgjeld	858,9	1 079,4	1 231,9	1 755,9	1 894,8
Gjeld/inntekt	11,75 %	12,84 %	11,70 %	13,65 %	12,16 %
Gjennomsnitt	12,42 %				

Kilde: (Norwegian, 2010, 2012e, 2013a)

* Beregning av gjennomsnittet har utelukket året 2009 på bakgrunn av for stor variasjon i forhold til de andre årene.

Appendiks 6: Estimering i fri kontantstrøm til totalkapitalen

Millioner NOK	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Passasjerinntekter	16 062,20	17 943,42	20 920,68	23 710,24	26 115,95	28 205,28	31 260,70
Biinntekter	2 202,80	2 501,20	2 916,20	3 277,60	3 581,60	3 839,00	4 113,20
Andre inntekter	478,90	543,70	693,90	697,30	746,20	783,50	822,60
Driftsinntekter	18 743,90	20 988,32	24 530,78	27 685,14	30 443,75	32 827,78	36 196,50
Vedlikehold	-1 101,40	-1 196,20	-1 267,90	-1 394,70	-1 492,30	-1 566,90	-1 645,30
S&D	-458,90	-543,70	-633,90	-697,30	-746,10	-783,50	-822,60
Flydrivstoff	-5 179,60	-5 916,50	-6 804,70	-7 382,40	-7 816,70	-8 178,60	-8 587,50
Lønnskostnader	-3 038,00	-3 327,70	-3 721,30	-4 023,80	-4 230,80	-4 403,10	-4 623,30
Luftfartsavgift	-2 785,60	-3 137,40	-3 531,10	-3 779,70	-3 969,60	-4 128,90	-4 335,40
Handling	-1 675,00	-1 875,90	-2 092,00	-2 231,50	-2 350,40	-2 428,80	-2 550,20
Leasingkostnader	-1 439,60	-1 406,50	-1 363,70	-1 332,10	-1 469,20	-1 524,70	-1 700,20
Andre driftskostnader	-1 743,90	-2 039,00	-2 345,60	-2 545,30	-2 686,20	-2 781,30	-2 879,30
Driftskostnader	-17 422,00	-19 442,90	-21 760,20	-23 386,80	-24 761,30	-25 795,80	-27 143,80
EBITDA	1 321,90	1 545,42	2 770,58	4 298,34	5 682,45	7 031,98	9 052,70
Avskrivninger	-1 312,07	-1 469,18	-1 717,15	-1 937,96	-2 131,06	-2 297,94	-2 533,76
EBIT	9,83	76,24	1 053,43	2 360,38	3 551,39	4 734,04	6 518,95
Skatt (27 %)	-2,65	-20,58	-284,42	-637,30	-958,87	-1 278,19	-1 760,12
Kalkulert rente	495,20	483,80	469,10	458,20	505,40	524,50	584,90
Avskrivninger	1 312,07	1 469,18	1 717,15	1 937,96	2 131,06	2 297,94	2 533,76
Ending i arbeidskapital	616,70	294,99	384,34	340,44	297,03	256,18	273,52
Fri kontantstrøm fra drift	2 431,15	2 303,63	3 339,60	4 459,68	5 526,01	6 534,47	8 151,00
Netto investering	-4 915,80	-3 602,60	-6 482,30	-6 932,20	-4 267,70	-3 408,30	-4 094,70
Endring i leasingforpliktelser	-1 241,60	264,80	342,40	252,80	-1 096,80	-444,00	-1 404,00
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	-3 726,30	-1 034,20	-2 800,30	-2 219,70	161,50	2 682,20	2 652,30

Appendiks 7: Multiplert kalkulasjon

P/E multiplert

	Ryanair (Euro cent)	Finnair (Euro)	easyjet (USD)	Pegasus Airlines (Try)
EPS	0,39	0,02	1,013	0,98
Aksjepris	6,26	2,80	15,52	36,30
P/E	16,05	140,00	15,32	37,04
Snitt	15,69	22,80		
Norwegians EPS	9,10	9,10		
Aksjepris	142,74	207,52		

EV/EBITDA multiplert

	Ryanair	Finnair	easyjet	Pegasus Airlines	Snitt
EV/EBITDA	11,60	8,13	11,19	11,32	10,56
Norwegians EBITDA (mill)	1 499,50				
Totalkapital (mill)	15 834,72				
Rentebærende gjeld (mill)	- 6 512,20				
Egenkapital (mill)	9 327,60				
Aksjepris	265,27				