



Universitetet
i Stavanger

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle

Kristian Nessen & Olav Marvik



norwegian



Masteroppgave innen regnskap og revisjon

Veileder: Marius Sikveland

Universitetet i Stavanger



HANDELHØGSKOLEN VED UIS

MASTEROPPGAVE

STUDIEPROGRAM:

Regnskap og Revisjon

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

FORFATTER(E)

Kandidatnummer:

5014

.....

5002

.....

Navn

Kristian Nessen

.....

Olav Marvik

.....

VEILEDER:

Marius Sikveland

| | |
|--|----|
| Sammendrag..... | 1 |
| Forord..... | 2 |
| 1 Innledning..... | 3 |
| 1.1 Formål..... | 3 |
| 1.2 Motivasjon..... | 3 |
| 1.3 Avgrensning..... | 4 |
| 1.4 Oppbygning av oppgaven..... | 5 |
| 2 Presentasjon av virksomheten og bransjen..... | 6 |
| 2.1 Presentasjon av Norwegian | 6 |
| 2.2 Presentasjon av bransjen..... | 9 |
| 2.3 Forretningsmodell flybransjen..... | 10 |
| 2.4 Komparative selskaper | 12 |
| 2.5 Utvikling komparativ bransje | 14 |
| 3 Valg av verdsettelsesmetode | 16 |
| 3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker | 16 |
| 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk | 18 |
| 3.3 Rammeverk for fundamentalanalyse | 19 |
| 4 Strategisk analyse..... | 20 |
| 4.1 PESTEL-analyse..... | 20 |
| 4.2 Porters fem konkurransekrefter | 29 |
| 4.3 Internanalyse VRIO | 35 |
| 4.4 Oppsummering av strategiske analysen med SWOT-analyse..... | 40 |
| 5 Regnskapsanalyse..... | 41 |
| 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse | 41 |
| 5.2 Presentasjon av rapporterte tall..... | 43 |
| 5.3 Omgruppering for analyse | 46 |

| | | |
|------|---|-----|
| 5.4 | Justering av målefeil | 58 |
| 6 | Analyse av risiko | 63 |
| 6.1 | Likviditetsanalyse | 63 |
| 6.2 | Soliditetsanalyse | 69 |
| 6.3 | Syntetisk rating | 72 |
| 7 | Historiske avkastningskrav | 76 |
| 7.1 | Avkastningskrav til egenkapital | 76 |
| 7.2 | Finansielle krav | 83 |
| 7.3 | Avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital | 87 |
| 7.4 | Oppsummering av historisk avkastningskrav | 88 |
| 8 | Analyse av lønnsomhet | 89 |
| 8.1 | Superrentabilitet til egenkapital | 89 |
| 8.2 | Dekomponering av superrentabilitet | 91 |
| 8.3 | Dekomponering av ressursfordel | 93 |
| 8.4 | Oppsummering av Norwegians driftsfordel | 95 |
| 8.5 | Finansieringsfordel | 95 |
| 8.6 | Oppsummering av historisk superrentabilitet | 97 |
| 9 | Fremtidsregnskap | 98 |
| 9.1 | Rammeverk for fremtidsregnskap | 98 |
| 9.2 | Vekstanalyse – Historisk drivere | 99 |
| 9.3 | Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet | 104 |
| 9.4 | Budsjett drivere | 107 |
| 9.5 | Presentasjon av fremtidsregnskapet | 117 |
| 10 | Fremtidskrav | 119 |
| 10.1 | Avkastningskrav til egenkapital | 119 |
| 10.2 | Finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta | 121 |
| 10.3 | Finansielt eiendelskrav og eiendelsbeta | 122 |

| | | |
|------|---|-----|
| 10.4 | Netto finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta | 123 |
| 10.5 | Avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapitalkrav | 124 |
| 10.6 | Oppsummering | 125 |
| 10.7 | Analyse av budsjett – superrentabilitet | 125 |
| 11 | Fundamental verdsettelse | 127 |
| 11.1 | Egenkapitalmetoden | 128 |
| 11.2 | Selskapskapitalmetoden | 130 |
| 11.3 | Verdsettelse etter egenkapitalmetoden | 133 |
| 11.4 | Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden | 134 |
| 11.5 | Oppsummering av fundamental verdsettelse | 136 |
| 11.6 | Usikkerhet i verdiestimat | 136 |
| 11.7 | Risiko for systematisk feil – adferdsøkonomi | 142 |
| 11.8 | Oppsummering | 143 |
| 12 | Komparativ verdsettelse | 144 |
| 12.1 | Multiplikatormodeller | 145 |
| 12.2 | Komparative selskaper | 146 |
| 12.3 | Estimere komparative multiplikatorer | 146 |
| 12.4 | Estimering av komparative verdiestimatet | 149 |
| 12.5 | Oppsummering | 150 |
| 13 | Konklusjon og handlingsstrategi | 151 |
| 13.1 | Oppsummering | 151 |
| 13.2 | Handelsstrategi | 152 |
| 14 | Litteraturliste | 154 |

| | |
|---|----|
| Tabell 2-1 Oversikt over flyflåten til Norwegian..... | 8 |
| Tabell 2-2 ASK og kabinfaktor for Norwegian og bransjen..... | 15 |
| Tabell 4-1 RPK for den europeiske flybransjen samt trendlinje for perioden 2010-2017..... | 25 |
| Tabell 5-1 Resultatregnskap for Norwegian i analyseperioden..... | 43 |
| Tabell 5-2 Balanseregnskap for Norwegian i analyseperioden..... | 45 |
| Tabell 5-3 Gjeldsgrad og egenkapitalandel for Norwegian..... | 46 |
| Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen Norwegian..... | 47 |
| Tabell 5-5 Endring i egenkapitalen Norwegian..... | 48 |
| Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt 2014-2018..... | 49 |
| Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt 2014-2018..... | 50 |
| Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat i perioden 2014-2018..... | 51 |
| Tabell 5-9 Unormalt finansresultat i perioden 2014-2018..... | 51 |
| Tabell 5-10 Normalt driftsresultat..... | 51 |
| Tabell 5-11 Normalt finansresultat..... | 51 |
| Tabell 5-12 Skattesats og finansinntektsskattesats..... | 52 |
| Tabell 5-13 Netto normalt og unormalt finansresultat..... | 53 |
| Tabell 5-14 Driftsskattesats..... | 53 |
| Tabell 5-15 Unormalt netto driftsresultat..... | 54 |
| Tabell 5-16 Fordeling av skattekostnad..... | 54 |
| Tabell 5-17 Omgruppert resultatregnskap..... | 55 |
| Tabell 5-18 Balanse klassifisert som drift og finansposter..... | 56 |
| Tabell 5-19 Balanse med hensyn på sysselsatt kapital..... | 57 |
| Tabell 5-20 Balanse med hensyn på driftskapital..... | 57 |
| Tabell 5-21 Omgruppert kontantstrøm..... | 58 |
| Tabell 5-22 Beregner årlig leasing kapital..... | 60 |
| Tabell 5-23 Effekt av leasing kapital på balansen..... | 61 |
| Tabell 5-24 Effekt av leasing på resultatregnskapet..... | 61 |
| Tabell 5-25 Justert resultatregnskap..... | 62 |
| Tabell 5-26 Justert balanseregnskap..... | 62 |
| Tabell 6-1 Endring i finansielle eiendeler..... | 68 |
| Tabell 6-2 Ratingklasser..... | 73 |
| Tabell 6-3 Syntetisk rating for Norwegian i perioden 2014-2018..... | 74 |
| Tabell 6-4 Syntetisk rating for komparative bransjen i perioden 2014-2018..... | 74 |
| Tabell 7-1 Risikofri rente i perioden 2014-2018..... | 78 |

| | |
|--|-----|
| Tabell 7-2 Historisk risikopremie i perioden 2013-2018 | 80 |
| Tabell 7-3 Unlevered beta | 82 |
| Tabell 7-4 Egenkapitalkrav | 83 |
| Tabell 7-5 Kredittrisiko basert på syntetisk rating | 84 |
| Tabell 7-6 Finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2014-2018 | 84 |
| Tabell 7-7 Justert finansielt gjeldskrav, effektiv rente fra årsoppgavene..... | 85 |
| Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta til Norwegian | 85 |
| Tabell 7-9 Avkastningskrav finansielle eiendeler | 86 |
| Tabell 7-10 Finansiell eiendelsbeta Norwegian | 86 |
| Tabell 7-11 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld | 87 |
| Tabell 7-12 Netto finansiell gjeldsbeta | 87 |
| Tabell 7-13 Historisk netto driftskrav for Norwegian..... | 88 |
| Tabell 7-14 Sysselsatt kapitalkrav for Norwegian | 88 |
| Tabell 7-15 Avkastningskrav oppsummert | 88 |
| Tabell 8-1 Superrentabilitet for Norwegian i perioden | 90 |
| Tabell 8-2 Superrentabilitet for Bransjen i perioden..... | 90 |
| Tabell 8-3 dekomponering av Norwegians superrentabilitet til egenkapital | 92 |
| Tabell 8-4 Dekomponering av Norwegians driftsfordel | 92 |
| Tabell 8-5 Dekomponering av ressursfordel | 93 |
| Tabell 8-6 Common Size analyse av Norwegian og bransjen | 94 |
| Tabell 8-7 Dekomponering av Norwegians omløpsfordel | 95 |
| Tabell 8-8 Dekomponering av Norwegians finansieringsfordel | 96 |
| Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst til Norwegian | 101 |
| Tabell 9-2 Budsjett drivere..... | 107 |
| Tabell 9-3 Fremtidig flyleveranse | 108 |
| Tabell 9-4 Historisk antall passasjerer per fly..... | 109 |
| Tabell 9-5 Estimert passasjerutvikling i perioden 2018-2030..... | 109 |
| Tabell 9-6 Utvikling gjennomsnittlig inntekt per passasjer Norwegian i analyseperioden ... | 110 |
| Tabell 9-7 Utvikling i driftsinntekter i budsjettperioden..... | 110 |
| Tabell 9-8 Utvikling driftsresultat Norwegian i budsjettperioden | 112 |
| Tabell 9-9 Utvikling finansinntekter i budsjettperioden | 113 |
| Tabell 9-10 Utvikling finanskostnader i budsjettperioden | 113 |
| Tabell 9-11 Estimert netto finanskostnader i budsjettperioden..... | 114 |
| Tabell 9-12 Estimert netto driftseiendeler for Norwegian | 115 |

| | |
|--|-----|
| Tabell 9-13 Estimert finansiell gjeldsdel for Norwegian | 115 |
| Tabell 9-14 Estimert finansiell eiendelsdel for Norwegian | 116 |
| Tabell 9-15 Fremskrevet resultatregnskap | 117 |
| Tabell 9-16 Fremskrevet balanse (Sysselsatt kapital) | 117 |
| Tabell 9-17 Fremskrevet balanse (Netto driftskapital)..... | 118 |
| Tabell 9-18 Fremskrevet fri kontantstrøm | 118 |
| Tabell 10-1 Estimert risikofri rente | 120 |
| Tabell 10-2 Egenkapitalkrav | 121 |
| Tabell 10-3 Estimert finansielt gjeldskrav | 122 |
| Tabell 10-4 Estimert finansiell gjeldsbeta..... | 122 |
| Tabell 10-5 Fremtidig finansielt eiendelskrav..... | 122 |
| Tabell 10-6 Finansiell eiendelsbeta..... | 123 |
| Tabell 10-7 Estimert netto finansielt gjeldskrav | 123 |
| Tabell 10-8 Estimert netto finansiell gjeldsbeta..... | 124 |
| Tabell 10-9 Estimert driftskrav Norwegian | 124 |
| Tabell 10-10 Estimert avkastningskrav sysselsatt kapitalkrav..... | 124 |
| Tabell 10-11 Oppsummering fremtidige avkastningskrav..... | 125 |
| Tabell 10-12 Fremtidig driftsfordel..... | 126 |
| Tabell 10-13 Fremtidig superrentabilitet..... | 126 |
| Tabell 11-1 Verdi ved fri kontantstrøm-modell | 133 |
| Tabell 11-2 Verdi ved superprofittmodellen | 133 |
| Tabell 11-3 Verdi ved superprofittvekstmodellen | 134 |
| Tabell 11-4 Verdi ved fri kontantstrøm modell, selskapskapitalmetoden | 134 |
| Tabell 11-5 Verdi ved Superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden | 135 |
| Tabell 11-6 Verdi ved superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden | 135 |
| Tabell 11-7 Oppsummering av første verdi estimat..... | 136 |
| Tabell 11-8 Budsjettdriver passasjer per fly | 137 |
| Tabell 11-9 Budsjettdriver ARPU | 138 |
| Tabell 11-10 Budsjettdriver driftsmargin..... | 138 |
| Tabell 11-11 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkrav og vekst, egenkapitalmetoden..... | 140 |
| Tabell 12-1 Markedsverdi av egenkapital for Norwegian og den komparative bransje | 146 |
| Tabell 12-2 Nøkkeltall for utregningene | 146 |
| Tabell 12-3 Pris/Bok forhold for komparativ bransje | 147 |
| Tabell 12-4 Estimert verdi/salg- forhold for komparative bransje..... | 148 |

| | |
|--|-----|
| Tabell 12-5 Verdiestimat P/B-forhold med egenkapitalmetoden..... | 149 |
| Tabell 12-6 Verdiestimat EV/salg-forholdet med selskapskapitalmetoden..... | 149 |
| Tabell 12-7 Oppsummering av komparativ verdsettelse..... | 150 |
| Tabell 13-1 Handlingsstrategi | 152 |

| | |
|---|-----|
| Figur 2-1 Konsernstruktur Norwegian | 6 |
| Figur 2-2 Aksjonæroversikt sist oppdatert 19.02.2019 | 7 |
| Figur 4-1 Flydrivstoff og oljepris | 23 |
| Figur 4-2 Porters fem konkurransekrefter | 29 |
| Figur 4-3 Utvikling tilgjengelige setekilometer i 1000 (ASK) og unit revenue (RASK) | 31 |
| Figur 4-4 Sesongjustert utvikling yield 2011-2019..... | 34 |
| Figur 4-5 Markedsandel transatlantiske flyvninger..... | 37 |
| Figur 4-6 SWOT-analyse av Norwegian..... | 40 |
| Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018..... | 64 |
| Figur 6-2 Rentedekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018..... | 66 |
| Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018... | 67 |
| Figur 6-4 Egenkapitalprosent til Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018..... | 70 |
| Figur 6-5 Netto driftsrentabilitet til Norwegian og komparative bransje i analyseperioden.... | 71 |
| Figur 7-1 Beta plot 2018 - NAS & OSEBX..... | 81 |
| Figur 8-1 Dekomponering av superrentabilitet | 91 |
| Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet | 99 |
| Figur 9-2 Historisk egenkapitalvekst til Norwegian og komparative bransjen 2014-2018 ... | 101 |
| Figur 9-3 Historisk driftsinntektsvekst til Norwegian og bransjen i analyseperioden..... | 103 |
| Figur 9-4 Realvekst i verdensøkonomien i perioden 1980 – 2024. | 104 |
| Figur 9-5 Netto driftsmargin for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018..... | 111 |
| Figur 11-1 Resultat av Monte Carlo simulering..... | 139 |
| Figur 11-2 Forklaringsgrad for hver budsjettdriver | 140 |

Sammendrag

Denne masteroppgaven er en fundamental verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter omtalt som Norwegian. Formålet med oppgaven er å estimere markedsverdien av Norwegian per 25.02.2019 med bakgrunn i selskapets underliggende økonomiske forhold. For å kunne gi en kjøp-, hold- eller salgs-anbefaling per 25.02.2019. Den fundamentale verdsettelsen vil suppleres av en komparativ verdsettelse for å vurdere rimeligheten av vårt estimat.

Utredningen starte med en presentasjon av Norwegian, flybransjen og komparative selskapene. Videre for å få innsikt i de underliggende økonomiske forhold er det gjennomført en strategisk regnskapsanalyse. Den strategiske analysen ga innsikt i eksterne og interne forhold, for å estimere om Norwegian besitter eller vil besitte en strategisk fordel. Her konkluderte vi med at Norwegian vil ha en fremtidig strategisk fordel med sin langdistanse-strategi. Regnskapsanalysen ga informasjon på Norwegian sin historiske rentabilitet og risiko, sett opp mot bransjegjennomsnittet. Fra resultatene fremkom det at Norwegian har betydelig finansiell risiko og hadde negativ superrentabilitet på -95%, der driftsulempen var på hele -132%.

Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen ble videre anvendt til å utarbeide fremtidskravene og budsjettdriverne som sammen utgjør fremtidsregnskapet. Der budsjettperioden gikk fra år 2019-2028. For å estimere verdiestimat på bakgrunn av fundamental verdsettelse benyttet vi både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Gjennomsnittlig verdiestimatet ble kr 109 per aksje, som ble nedjustert på grunn av konkurrisiko til kr 106 per aksje. Simulering og sensitivitetsanalyse avdekket videre betydelig usikkerhet med vårt verdiestimat. Videre ble det gjennomførte en komparativ verdsettelse for å supplere vårt verdiestimat. Fra den komparative verdsettelsen ble det estimert at markedsverdien var kr 11.2 milliarder som gir et verdiestimat på kr 82,5 per aksje.

Avslutningsvis vektet vi komparative verdsettelsen med den fundamentale verdsettelsen og det endelige verdiestimatet ble kr 97 per aksje som gir en markedsverdi på kr 13,2 milliarder. Aksjekursen per 25.02.2019 var kr 58,8. Handelsstrategien vår blir dermed en kjøp-anbefaling.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som et ledd i vårt masterstudie i regnskap og revisjon ved Universitetet i Stavanger. Masteroppgaven er en obligatorisk del av studiet, der arbeidsmengden tilsvarer 30 studiepoeng.

Begrunnelse for valget var et ønske om å fordype oss innen temaet verdsettelse, ettersom temaet har vært av stor interesse gjennom hele studiet for oss. Videre er flybransjen en spennende bransje i stor vekst som virket interessant å analysere. Ettersom det var viktig for oss å velge et selskap vi hadde et forhold til og som virket interessant har vi valgt å skrive om Norwegian.

Kunnskapen vi har tilegnet oss på Universitetet i Stavanger har gitt den grunnleggende teorien som var nødvendig for å utarbeide denne oppgaven, som har blitt satt ut i praksis ved denne masteroppgaven. Arbeidet har vært morsomt, lærerikt og krevende. Vi har opparbeidet oss betydelig kunnskap om verdsettelse i praksis, flybransjen og Norwegian gjennom vår masterutredning.

Helt til slutt ønsker vi å takke vår veileder Marius Sikveland, førsteamanuensis ved Universitetet i Stavanger, for gode, hurtige og konstruktive tilbakemeldinger gjennom arbeidet med vår masterutredning.

Stavanger, juni 2019

Kristian Nessen

Olav Marvik

1 Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne masteroppgaven innen verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter omtalt som Norwegian, er å kunne gi en handelsstrategi i forhold til gjeldende markedspris på Oslo Børs. Vi har utarbeidet følgende problemstilling:

” Hva er markedsverdien av Norwegian per 25.02.2019?”

Grunnen til at vi valgte denne datoen er at dette er dagen prospektet i forbindelse med emisjonen 2019 ble offentlig. Vi vil benytte oss av fundamental verdsettelse for å komme fram til et verdiesimat for å kunne svare på problemstillingen. Underliggende økonomiske forhold i tillegg til selskapets framtidsutsikter supplert med en komparativ verdsettelse vil utgjøre grunnlaget for verdivurderingen.

Svaret til problemstillingen vil gi oss grunnlaget for å gi en handlingsstrategi om kjøp, hold eller salg av Norwegian aksjen.

1.2 Motivasjon

Valget om å skrive verdsettelse av Norwegian ble gjort på bakgrunn av flere faktorer. Vi har begge hyppig kjøpt og solgt aksjer i Norwegian uten at vi har gjort noen stor bakgrunnsanalyse før våre handlinger. Dette er dermed en gylden anledning til å se om en bør selge nåværende beholdning eller kjøpe seg opp ytterligere. Samtidig har Norwegian aksjen hatt utrolig stor mediedekning i Norge over flere år og er en svært populær aksje for norske småsparere og blir sett på som en folkeaksje (Bjerknes, 2019).

Videre har Norwegian vokst betydelig de siste årene. Norwegian har gått fra å operere et par fly på innenriksruter i Norge, til å bli en stor global aktør som stadig tar flere og flere markedsandeler. Norwegian kan bli det første flyselskapet som klare å drive et lavkost/langdistanse-strategi over Atlanteren og dette motivere oss til å gjøre en dypere analyse av selskapet. Videre har Norwegian aldri vært redd for å satse stort når de bestemmer seg for en strategi og dette gjør at markedsverdien svinger mye fra å være nesten konkurs til å være en attraktiv oppkjøpskandidat. Flybransjen kommer til å vokse videre og store deler av veksten forventes å komme fra verdens fremvoksende økonomier. Norwegian er et av selskapene som ser denne muligheten og det vil være givende å analysere Norwegian for å se om strategien vil være lønnsom.

Flybransjen har historisk sett hatt vanskeligheter med å skape tilstrekkelig avkastning til sine eiere. Men det har på ingen måte satt noen demper på bransjens evne til å tiltrekke seg kapital for å investere i en stadig større flyflåte. Samtidig er det en bransje i vekst der de tradisjonelle lavkost og fullservicemodellene ikke nødvendigvis er det som blir fremtidens forretningsmodell. Videre selv om flybransjen er en av de dårligste når det kommer til avkastning, er det likevel selskaper i bransjen som driver svært lønnsomt og vi ønsker å finne ut hva som har vært suksessoppskriften og hva som blir den fremtidige suksessoppskriften for å kunne gi størst mulig avkastning.

1.3 Avgrensning

Den fundamentale verdsettelsen baseres kun på offentlig tilgjengelig informasjon som var tilgjengelig per 25.02.2019, vesentlige hendelser etter denne datoen er ikke tatt med i analysen. Ettersom oppgaven sitt hovedformål er å vise forståelse av hvordan en skal verdsette et selskap og ikke nødvendigvis kunne gi et helt korrekt oppdatert kursmål på Norwegian per 17.06.2019. For å begrense oppgavens kompleksitet har vi valgt datoen da prospektet til emisjonen ble offentlig den 25.02.2019, som dato for verdsettelsen.

Flybransjen er en global bransje og Norwegian har utallige konkurrenter fra hele verden. Vi valgte dermed å begrense oss til de fire selskapene som vi anser som Norwegians hovedkonkurrenter Ryanair, SAS, EasyJet og Lufthansa. Disse konkurrentene vil utgjøre bransjetall i oppgaven, og vil bli brukt for å sammenligne Norwegian med et bransjegjennomsnitt. Når vi omtaler flybransjen vil det være snakk om bransjetall fra disse konkurrentene hvis ikke noe annet er opplyst i det aktuelle kapitlet. Utdypende begrunnelse av den komparative bransje blir redegjort i kapittel 2.4.

Norwegian har flere datterselskap i konsernet, men ettersom det er begrenset informasjon om flere av datterselskapene til Norwegian, har vi valgt å analysere selskapet på konsernnivå. Dette vil også gjelde for de komparative konkurrentene som også vil bli analysert på konsernnivå. Konsernets virksomhet fra andre forretningsområder enn passasjertransport utgjør en relativt lav andel av selskapets aktiviteter, så her er det hensiktsmessig utfra en kost nytte perspektiv å avgrense virksomheten til hovedsakelig passasjertransport.

Flyselskapene i vår komparative bransje benytter seg av forskjellige regnskapsår ettersom de er fra forskjellige land. I oppgaven har vi ikke hensyntatt dette, ettersom justeringer som måtte blitt foretatt anses som lite vesentlig, samtidig som det hadde vært tidskrevende uten særlig betydning for resultatene av analysene.

1.4 Oppbygning av oppgaven

Masteroppgaven er strukturert sammen med veileder Marius Sikveland som er førsteamanuensis ved Universitetet i Stavanger, for å få en mest mulig hensiktsmessig verdsettelsesoppgave som både skal dekke teori å kunne gi et realistisk verdiestimat av egenkapitalen til Norwegian for å svare på problemstillingen. Vi vil ta utgangspunkt i Penman (2012) sitt rammeverk for fundamental verdsettelse i tillegg til forelesningen til Knivsflå (2019a).

Kapitel 2 er en presentasjon av virksomheten og flybransjen og selskapene som utgjør vår komparative bransje.

Kapitel 3 presenterer de forskjellige verdsettelsesmetodene før rammeverket for fundamental verdsettelse blir grundigere behandlet.

Kapitel 4 gjennomføres det en strategisk analyse av Norwegian som legger grunnlaget for fremtidsregnskapet og gir et innblikk i selskapets strategiske posisjon.

Kapitel 5-8 gjennomføres det en økonomisk analyse av Norwegian for å danne oss et bilde av selskapets økonomiske posisjon, som igjen legger grunnlag for fremtidsregnskapet.

Kapitel 9 estimeres budsjettdriverne og utarbeide fremtidsregnskapet med bakgrunn av den strategiske og økonomiske analysen

Kapitel 10 utarbeides de fremtidige avkastningskrav.

Kapitel 11 utføres den fundamentale verdsettelsen, hvor vi neddiskontere kontantstrømmene med fremtidsavkastningskravene og kommer frem til et estimat på verdien av egenkapitalen til Norwegian og dermed aksjekursen, der usikkerheten blir analysert i en simulerings og sensitivitetsanalyse.

Kapitel 12 utføres en komparativ verdsettelse med bruk av multipler.

Kapitel 13 gis konklusjon av problemstillingen og handlingsstrategien legges frem.

2 Presentasjon av virksomheten og bransjen

2.1 Presentasjon av Norwegian

2.1.1 Historisk utvikling

Norwegian Air Shuttle ASA, ble opprettet i 1993 som en videreføring av selskapet Busy Bee of Norway som gikk konkurs i 1992 (Norwegian, 2019g). Selskapet startet da som operatør for Braathens ruter på Vestlandet. Etter at Braathens ble kjøpt opp av SAS i 2002 startet Norwegian egne innenlandsruter i Norge samme år. Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2003 og har siden levert flytjenester nasjonalt og internasjonalt. Norwegian signerte i 2012 den største flyavtalen i europeisk luftfartshistorie da de bestilte 222 fly (Norwegian, 2019h). Norwegian har fra 2008 til 2018 hatt en veldig stor vekst, og har gått fra 40 til 164 fly, noe som har gjort Norwegian til det tredje største lavprisselskapet i Europa.

Norwegian opererer i dag over 500 ruter til 150 reisemål i Europa, Nord-Afrika, Midtøsten, Asia, Karibia, Argentina og USA. Selskapet opererer også innenriksruter i Norge, Danmark, Sverige, Finland og Argentina (Norwegian, 2019g). Norwegian har i dag 10.215 ansatte fordelt på 35 steder i 13 land og i 2018 fraktet Norwegian 37 millioner passasjerer (Norwegian, 2019g).

2.1.2 Konsernstruktur

Norwegian gruppen består av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA og datterselskap i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Irland, Spania, Storbritannia og Argentina. Norwegian gruppen er fordelt på fire forretningsområder som en kan se i bildet under.

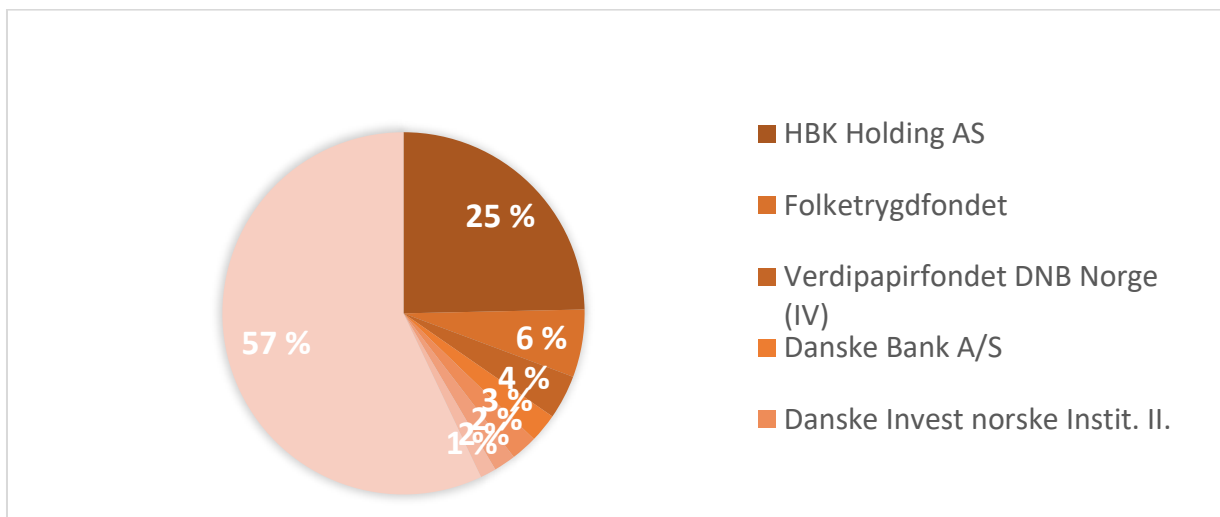
Figur 2-1 Konsernstruktur Norwegian



2.1.3 Eierstruktur

Norwegians største aksjonær per 19.02.2019 er HBK Holding AS, hvor Bjørn Kjos med familie eier rundt 90%, mens Bjørn Kise eier de resterende 10% gjennom sine holdingselskap (Proff, 2019). Våren 2018 kjøpte IAG en aksjepost på 4,61 %, som holdes av J.P Morgan. Denne aksjeposten ble kjøpt for å innlede samtaler om oppkjøp av hele selskapet. Oppkjøpsryktene førte til kursoppgang på over 42% i april 2018. Et år senere valgte imidlertid IAG å selge aksjeposten og avslutte forhandlingene om et mulig oppkjøp (Linderud, 2019). Det forventes store utskiftninger ved eierstrukturen ved den kommende emisjonen der blant annet Kjos og Kise vil samlet bli utvannet fra 26,1% til 18,5% eierandel (Norwegian, 2019b).

Figur 2-2 Aksjonæroversikt sist oppdatert 19.02.2019



2.1.4 Norwegians forretningsmodell

Norwegians hovedvirksomhet er kommersiell flytrafikk nasjonalt og internasjonalt. I tillegg har Norwegian diverse mindre aktiviteter i synergi med hovedvirksomheten, som for eksempel cargo virksomhet og salg av tjenester for tredjeparter. I tillegg eier Norwegian 16,4% av Bank Norwegian som er en forbruksbank og 50 % av OSM Aviation, som driver med utdanning av piloter (Norwegian, 2018b).

Strategien til Norwegian er å bli et globalt flyselskap. Forretningsmodellen er basert på stort volum med konkurransedyktige priser. På nye ruter da spesielt langdistanse bruker selskapet billige flybilletter som markedsføring, for å etablere en kundebase. Visjonen er at alle skal ha råd til å fly. Samtidig skal Norwegian bli det ledende lavpris langdistanse flyselskapet i Europa (Norwegian, 2019d). Mer utdypende gjennomgang av forretningsmodellen blir redegjort i den strategiske analysen.

Selskapet har de siste årene hatt en betydelig vekst, som har gjort at de har oppnådd betydelige markedsandel i det globale markedet, samtidig som de har opparbeidet seg en stor flyflåte som muliggjør stordriftsfordeler. Selskapet er nå det åttende største flyselskapet i Europa, og det tredje største lavprisselskapet. Norwegian vil nå rette fokuset fra vekst til lønnsomhet. Frem til 2022 har Norwegian fire strategiske mål:

- Være foretrukket flyselskapet
- Returnere til en bærekraftig lønnsomhet
- Forsterke posisjonen som det ledende kortdistanse selskapet i Norden
- Bygge en lavpris allianse, med langdistanse operasjonen som kjernen.

2.1.5 Flyflåte

Norwegian har i dag en av verdens mest moderne flyflåter, med en gjennomsnittlig alder på 3,8 år (Norwegian, 2019d). I dag består flåten av fire flytyper som er Dreamliner 787-8 og 787-9 som brukes til langdistanse, 737-800 som brukes til kortdistanse i Europa og 737 MAX 8 som opererer mellom Irland, Nord Irland, Skottland og USA samt innad i Europa.

Flyflåten bestod per 25.02.2019 av 165 fly, der 83 er eid av Norwegian og 84 er på såkalte operasjonell leasing. Norwegian har i dag 195 fly i bestilling. Flyene som er i bestilling er av typen 737-7 MAX, Boeing 787-9 Dreamliner, Airbus 321 Long Range og Airbus A320 neos. De nye flyene vil bli brukt til å utvide virksomheten samtidig som de vil erstatte de eldre flyene.

Som steg i Norwegians strategi om å rette fokus fra vekst til lønnsomhet, vurderer Norwegian å selge 140 av flyene som de ikke trenger til sin egen virksomhet (Norwegian, 2019d).

Tabell 2-1 Oversikt over flyflåten til Norwegian

| | Totalt antall | Eid | Leaset | Bestillinger/ Opsjoner | Passasjer kapasitet per fly |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|------------------------|-----------------------------|
| Boeing 737- Max 8 | 18 | 18 | 0 | 92 | 3 402 |
| Boeing 787-8 / 787-9 | 32 | 12 | 20 | 10 | 9 312 |
| Boeing 737-800 | 115 | 53 | 62 | 0 | 21 735 |
| Airbus 321 LR | | | | 30 | 5 580 |
| Airbus 320 neo | | | | 63 | 12 222 |
| Total (% av totalen) | 165 (100%) | 83 (50,3%) | 82 (49,7%) | 195 | 34 449 |

2.1.6 Oppkjøpskandidat og emisjon

12 april 2018 ble det kjent at International Airlines Group forkortet IAG kjøpte opp en andel på 4,6% av aksjene i Norwegian med hensikt å kjøpe selskapet (Linderud, 2019). Kjent som «toehold» (Tirole, 2006) tanken bak «toehold» eller fotfeste på norsk, er å være med på verdiøkningen som fremkommer ved et oppkjøp. Etter det ble kjent at IAG vurderte å kjøpe opp selskapet har det vært mange rykter om andre mulige kjøpere av selskapet som igjen har påvirket markedsverdien til Norwegian, men per 25. februar har ingen bud blitt akseptert av aksjonærene til Norwegian. Samtidig har Norwegian vært tvunget til å utføre en emisjon i 2018 og 2019 for å ikke havne i brudd med lånebetingelser og forbedre likviditeten til selskapet.

Dette kan medføre økt risiko for earnings management (P. M. Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995; Dichev, Graham, Harvey, Rajgopal, & Economics, 2013; Liviu-Alexandru, 2018; McVay, 2006). Der en forsøker å manipulere markedsverdien, sammenlignet med verdien gitt transparent informasjonsflyt. Dermed bør en være skeptisk til de skjønsmessige vurderingene til Norwegian som fremkommer i prospektet (Norwegian, 2019d) som kom med den siste emisjonen våren 2019. Skjønsmessige vurderinger vil for eksempel være avskrivninger, nedskrivninger og tap på kundefordringer (Brunnermeier & Parker, 2005; P. Dechow, Ge, Schrand, & economics, 2010; P. M. Dechow & Dichev, 2002; P. M. Dechow & Schrand, 2004). Norwegian har gjennom den valgte analyseperioden fått ren revisorberetning alle årene. Forutsetter at risikoen for noe annet en normalberetning er lav, ettersom Norwegian får veldig mye oppmerksomhet i media. Oppsummert er vi oppmerksom på muligheten til earnings management, men forventer det ikke.

2.2 Presentasjon av bransjen

Bransjen som undersøkes er den kommersielle flybransjen som hovedsakelig driver med passasjerfrakt. Vi vil ikke gå i dybden på selskapene som driver med frakt og de subsidierte flyruter.

Siden den første kommersielle flyvningen i 1914 har flybransjen vært gjennom en eksepsjonell vekst. I 2018 reiste hele 4,34 milliarder passasjerer med fly globalt og opp mot 63,7 millioner tonn med varer ble fraktet med fly. Framtidsutsiktene til bransjen antyder en vekst på 4,4% de neste 20 årene (IATA, 2018a). Videre antas det at over halvparten av verdens internasjonale turister reiste med fly som sitt transportmiddel (Norwegian, 2019d). Luftfartsindustrien omsatte samlet for over 821 milliarder dollar i 2018 (IATA, 2018a).

Den globale flybransjen deles opp i seks regioner Europa, Nord-Amerika, Latin-Amerika, Afrika, Midtøsten og Asia-Pacific. Det er stor forskjell i flyselskaperenes driftsmarginer i de forskjellige markedene, der Nord-Amerika har de høyeste driftsmarginene med en fortjeneste på 150 kr per passasjer i gjennomsnitt, og Afrika har de laveste marginene med et forventet tap på 15 kr per passasjer. (IATA, 2018b). De siste årene har bransjen totalt levert avkastning større en avkastningskravet fem år på rad som er en markant forbedring, når bransjen totalt bare har hatt 10 år der avkastningen har vært større en avkastningskravet. (IATA, 2018a).

Norwegians virksomhet foregår i all hovedsak i det europeiske markedet, der driftsmarginen i gjennomsnitt er på 66 kr per passasjer (IATA, 2018b). Derfor er de fleste av hovedkonkurrentene til Norwegian europeiske flyselskaper. I denne oppgaven vil vi sammenligne Norwegians regnskapstall med regnskapstall fra en komparativ bransje, for å få mest mulig relevante sammenligningsgrunnlag.

2.3 Forretningsmodell flybransjen

Kommersielle flyselskaper har i utgangspunktet to forretningsmodeller som er lavkost og fullservice. Historisk har fullserviceselskapene vært den dominerende forretningsmodellen i bransjen, men lavkost-modellen har hatt den største veksten etter suksessen til Southwest Airlines i Nord Amerika. Suksessen til Southwest ble kopiert til Europa på midten av 1990-tallet av EasyJet og Ryanair (Hameed, 2011).

Fullserviceselskapene, tilbyr et spekter med tjenester når du kjøper flybillett hos dem. Som for eksempel måltid ombord, kaffe, bagasje, tilgang til lounges på flyplassen, og ulike klasser som økonomi, premium og første klasse. (AirlineRatings, 2019). Målgruppen er i hovedsak forretningskunder som ønsker at reisen skal være effektiv og ha høy komfort. Der betalingsvillighet oftere er høyere enn for fritidsreisende passasjerer.

Fullkostflyselskapene har typisk en variert flyflåte, noe som er ressurskrevende ettersom opplæring tar lenger tid fordi en pilot/kabinansatt trenger ulike kompetanse for å fly de ulike flymodellene. Dermed har ikke flyselskapet samme fleksibilitet ved å allokere personell, ettersom pilotene ikke nødvendigvis har lov å fly alle flymodellene selskapet besitter. Videre får de ikke presset ned prisen på flykjøp ettersom de trenger flere forskjellige modeller og ikke får kvantumsrabatt på lik linje med lavkostflyselskapene. Årsaken til at de fleste fullserviceselskaper har en variert flyflåte, er på grunn av at de har en mer diversifisert rutenett som gjør det nødvendig med en mer diversifiserbar flyflåte, enn lavkostflyselskapene som ofte flyr punkt til punkt ruter. I tillegg var fullserviceselskapene ofte «flaggbærere» for sine

respektive stater, der staten ofte var hovedaksjonær som i Skandinavia der vi har SAS, Lufthansa i Tyskland og KLM i Nederland osv. I dag er de aller fleste flaggbærerne helt eller delvis privatisert og konkurrerer i det all vesentligste på lik linje i markedet med alle de andre kommersielle flyselskapene. Imidlertid har de tidligere flaggbærerne fremdeles forpliktelser og avtaler som de må opprettholde, fra den tid hvor de var landets eneste flyselskap og var beskyttet av staten, men som i dag anses som ulønnsomme forretningsavgjørelser. Samtidig har fullserviceselskapene en stor fordel ettersom «flaggbærerne» ofte er eneste flyselskap som har lov til å fly over Sibir, som er raskeste vei fra Europa til asiatiske markedet og som forventes å være et stort vekstmarked (M. Lorentzen, 2018).

Lavkostflyselskapene fokusere på prissensitive kunder som hovedsakelig er fritidsreisene. Produktet som selges er nedskalert til det helt essensielle som er et sete på et fly som flyr fra A til B. For tilleggstjenester/produkter må kunden betale ekstra, for eksempel bagasje, mat ombord og i noen tilfeller for innsjekk på flyplassen hvis de ikke har sjekket inn på forhånd osv. Disse tilleggstjenestene er en forutsetning for lønnsomhet ettersom det ofte er større marginer på salg av tilleggstjenester enn selve flybilletten (Solheimsnes, 2019).

For å drive lønnsomt som et lavkostflyselskap må en ha fokus på kostnader. Dette gjøres ved å ha en standardisert og homogen flyflåte for å kutte kostnader med opplæring, reservedeler og kunne få store kvantumsrabatter ved bestilling av en ny flytyper (Norli, 2012).

Videre flyr ofte lavkostselskapene til sekundære flyplasser utenfor de store byene i stedet for de store HUB flyplassene som er nærmere destinasjonen til kundene, ettersom flyplassavgiftene er vesentlig lavere på disse flyplassene (Nysveen, 2017).

2.4 Komparative selskaper

Ved valg av komparative selskaper har vi valgt de selskapene som vi anser som hovedkonkurrentene til Norwegian i det europeiske markedet. I den komparative bransjen har vi valgt å inkludere både lavkost- og fullserviceselskaper for å skape et representativt bilde av Norwegian konkurrenter. Disse selskapene skal fungere som referansepunkter når vi analyserer utviklingen til Norwegian fra tidligere år, og hjelpe oss ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. En vesentlig faktor ved valg av selskapene i den komparative bransjen var at alle selskapene rapporterer etter IFRS, ettersom dette vil fjerne støy som kunne ha kommet hvis selskapene brukte ulike regnskapsspråk. Flyselskapene i vår komparative bransje benytter seg av forskjellige regnskapsår ettersom de er fra forskjellige land med ulik praksis på dette feltet. I oppgaven har vi ikke hensyntatt dette, ettersom justeringer som måtte blitt foretatt anses som lite vesentlig, samtidig som det hadde vært tidskrevende og uten særlig betydning for resultatene av analysene.

2.4.1 Ryanair

Er et irsk lavprisselskap som ble startet opp i 1985. Ryanair er Europas største lavprisflyselskap med over 130 millioner passasjerer i 2018 og forventer å vokse til 200 millioner årlige passasjerer innen 2024. Hovedmarkedet er kortdistanse innenfor Europa.

Ryanair operer med en flyflåte på over 430 Boeing 737-800, selskapet har en ordre på 240 nye Boeing 737 som vil redusere den allerede lave gjennomsnittsalderen på flyene som per dags dato er 6,5 år. Den unge flyflåten gjør at Ryanair påstår å ha den grønneste og reneste flyflåten i Europa. De flyr til 37 unike land og har en i gjennomsnitt over 2400 daglige avganger fra deres 86 baser og 215 destinasjoner som det hele blir ordnet av over 14 500 ansatte (Ryanair, 2019). Ryanair sitt årsregnskap går fra april til mars.

Ryanair har per 25.02.2019 en markedsverdi på 145,7 milliarder NOK per (2019c). Ryanair har økt det finansielle resultatet de siste fire årene til hele 16,25 milliarder NOK i 2018 (Ryanair, 2018).

2.4.2 EasyJet

Er et britisk lavprisflyselskap som ble opprettet i 1995. Er det nest største lavprisselskapet i Europa med over 88,5 millioner passasjerer i 2018. Fokuserer på kortdistanseflyvninger innenfor Europa.

Flyflåten bestod per 30.01.2019 av 159 fly med en gjennomsnittsalder på 7,7 år (Planespotter, 2019). Strategien til EasyJet er å tilby lave priser hvis du bestiller tidlig for å så øke prisen etter

hvert som flyet fylles opp jo nærmere en kommer avgang. Dette gjør at de i 2018 hadde en fyllingsgrad på 92,9% som er i verdenstoppen. EasyJet satser på å være det ledende kortdistanseflyselskap, og har vunnet kåringer flere år på rad som Storbritannias mest populære flyselskap. I tillegg satser de på å være finansielt sterke og har en av de beste kredittscore i flybransjen i verden med en score på BBB+ i 2017. Satser også på å gi god service til å være et lavprisflyselskap, etter suksessen til Southwest Airlines og har over 14 000 ansatte (EasyJet, 2018).

EasyJet har i flere år drevet lønnsomt og i 2018 endte omsetningen på NOK 65,46 milliarder. Resultatet før skatt var på solide 4,94 milliarder NOK, opp med over 15 % fra 2017. Årsregnskapet går fra oktober til september (EasyJet, 2018). Markedsverdien til EasyJet var per 25.02.2019 57,4 milliarder NOK (2019b)

2.4.3 SAS

Er et skandinavisk fullserviceflyselskap som satser hovedsakelig på forretningsreisende som flyr oftere enn fem ganger i året. Selskapet har destinasjoner i Europa, Nord-Amerika og Asia, men hovedvekten er innenriks i Norge, Sverige og Danmark og de fleste flygninger gjøres til og fra et av de skandinaviske landene (SAS, 2019).

SAS var en av grunnleggerne av Star Alliance som ble opprettet i 1997 og er i dag det største globale nettverket av flyselskaper. Medlemskapet betyr at kundene har større fleksibilitet ved at SAS kan tilby reiser til destinasjoner hvor de selv ikke opererer rutene, ettersom passasjerene kan da fly distansen med et av de andre medlem i alliansen og skulle det være kanselleringer eller forsinkelser kan passasjer bli booket på et annet fly i alliansen. Videre gir alliansen kundene fordeler som tilgang til lounges over hele verden og muligheten til å utnytte fordelsprogram hos alle selskapene i alliansen. Alliansen er en av de sterkeste konkurransefordelen til SAS ettersom det øker kundelojalitet til selskapet og over 70% av inntektene kommer fra passasjer som flyr mer enn fem ganger i året med SAS (Trumpy, 2016). Flyflåten bestod per 31 oktober 2018 av 157 fly med en gjennomsnittsalder på 9,9 år (SAS, 2019).

Markedsverdien til SAS per 25.02.2019 var på 10 milliarder NOK (2019c). Passasjertallet til SAS ligger stabilt rundt 30 millioner siste årene, men omsetningen har økt fra 42,65 MSEK i 2017 til 44,71 i 2018 etter suksessfull endring av strategi fra å konkurrere på pris med Norwegian til å fokusere på forretningsreisende med høyere betalingsvillighet. Resultatet ble rundt 2 milliarder NOK. SAS årsregnskap går fra november til oktober.

2.4.4 Lufthansa

Er et tysk fullserviceselskap som ble privatisert i 1997. Lufthansa var sammen med SAS i 1997 en av grunnleggerne av Star Alliance. I dag består Lufthansa gruppen av en rekke europeiske flyselskaper, der de største er Austrian Airlines, Swiss International Airlines og Eurowings, i tillegg til Lufthansa. Lufthansa gruppen er Europas største flyselskap målt i antall passasjerer med over 142 million passasjer i 2018. Flyflåten består av over 763 fly med en gjennomsnittsalder på 11,9 år for gruppen samlet (Lufthansa, 2019).

Lufthansa er verdsatt til 88.3 milliarder NOK per 25.02.2019 (2019a). Som gjør de til det nest største selskapet etter Ryanair i den komparative bransjen. Lufthansa gruppen hadde i 2018 en omsetning på 35,84 milliarder EUR og leverte i samme år et resultat på over 21 milliarder kroner.

2.5 Utvikling komparativ bransje

I flybransjen blir tilbud målt med available seat kilometers (ASK) og etterspørsel målt med revenue passenger kilometers (RPK). ASK beregnes ved å multiplisere antall seter med antall kilometer flydd. Mens RPK beregnes ved å multiplisere antall betalte seter med distansen flydd. Det vil si at hvis selskapet operer lange og/eller hyppige flyvninger vil de ha høyt tilbud med andre ord høy ASK. Samtidig vil selskaper som har høy kabinfaktor ha høy RPK. Kabinfaktor beregnes ved å dividere RPK med ASK og er således et forholdstall mellom bransjens tilbud og etterspørsel.

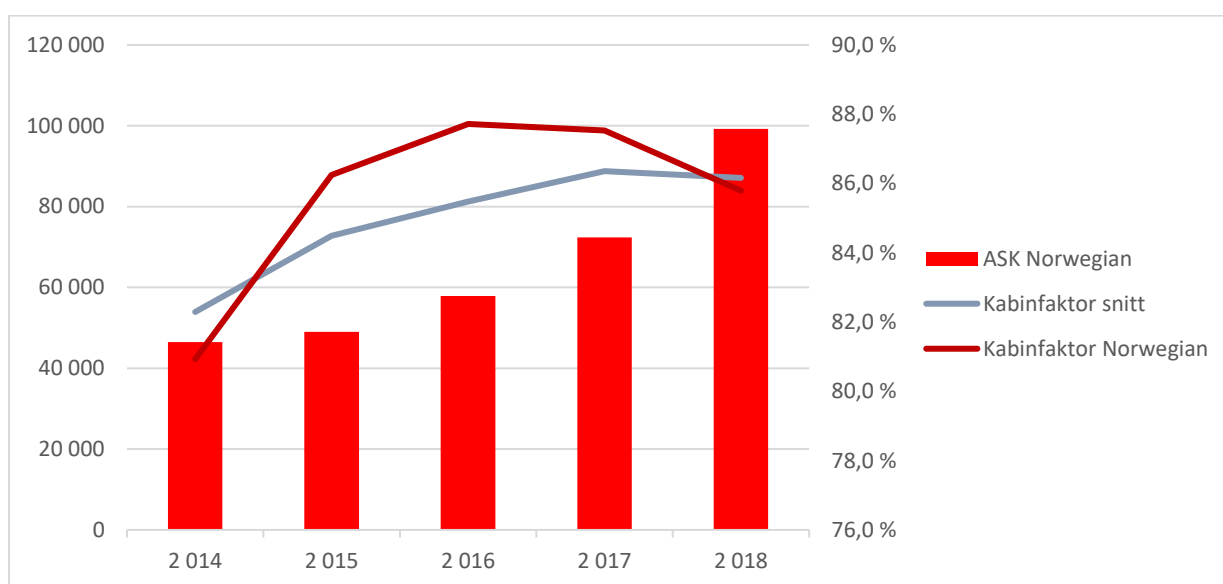
$$\text{Tilbud} = \text{ASK} = \text{Tilgjengelige seter} * \text{Kilometer fløyet}$$

$$\text{Etterspørsel} = \text{RPK} = \text{Solgte seter} * \text{Kilometer fløyet}$$

$$\text{Kabinfaktor} = \frac{\text{RPK}}{\text{ASK}}$$

Kabinfaktoren er et av hovednøkkeltallene for bransjen ettersom tallet viser hvor fylle flyene til de ulike selskapene er. Som nevnt tidligere er den marginale kostnaden per passasjer lav, og dermed er det viktig for lønnsomheten at selskapene klare å fylle flyene mest mulig. Funnene våre fra de forskjellige årsrapportene (EasyJet, 2018; Lufthansa, 2019; Norwegian, 2019d; Ryanair, 2018; SAS, 2019) viser at det er lavkostselskapene som har den desidert beste utnyttelsen av flyene sine, ledet av Ryanair med 95%, EasyJet på 92,9%, Norwegian på 85,8%, Lufthansa på 81,4% og SAS på 74,4%. Norwegian som har vært i en voldsom vekst der tilbudet (ASK) fra Norwegian har doblet seg siden 2014, har Norwegian fremdeles klart å ha en akseptabel høy kabinfaktor.

Tabell 2-2 ASK og kabinfaktor for Norwegian og bransjen



3 Valg av verdsettelsesmetode

Det finnes flere ulike verdsettelsesmetoder for å anslå verdien av et selskap. I dette kapitlet vil vi kort presentere de vanligste metodene for verdsettelse.

3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Det er vanlig å gruppere de forskjellige verdsettelsesmetodene i tre forskjellige hovedgrupper. Fundamental verdsettelse også kalt diskontert kontantstrømmetoden, komparativ verdsettelse også kalt markedsbasert metode og opsjonsprisbasert verdsettelse (Damodaran, 2012b).

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som er basert på analyse av underliggende forhold som for eksempel risikoprofil til selskapet, vekstutsikter og tidligere regnskapstall. I denne metoden forsøker man å evaluere markedsverdien relativt til prognoser av selskapets fremtidige fortjeneste og kontantstrømgenererende potensial (Damodaran, 2012b). Ofte blir fundamental verdsettelse sett på som grunnlaget for de andre metodene, ulempen med metoden er at estimatene kan bli unøyaktig på grunn av de budsjetterte kontantstrømmene er vanskelige å estimere og vi kan dermed få vesentlig feil verdi på selskapet (Dahl & Boye, 1997). Videre skiller en mellom to ulike metoder å utføre den fundamentale verdsettelsen som er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Teknikkene er ulike, men skal i teorien gi samme estimat når en bruker verdivektet avkastningskrav til henholdsvis egenkapital og selskapskapital. Videre er det nærmest uendelig med teknikker innenfor de to retningene/metodene (Damodaran, 2012b) som vil bli mer detaljert gjennomgått i kapittel 11.

Egenkapitalmetoden

Ved anvendelse av egenkapitalmetoden finner vi verdien av egenkapitalen ved hjelp av den fremtidige strømmen av verdier til aksjonærer direkte. Fremgangsmetoden er å regne ut nåverdien til for eksempel fri kontantstrøm til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen (Damodaran, 2012b). En kan her ta utgangspunkt i kontantstrømbaserte modeller, dividende modeller og resultatbaserte modeller. Hvis kravene ved neddiskonteringen er verdivektet, skal modellene ved konsistent bruk gi samme verdiestimat som nevnt tidligere.

Selskapskapitalmetoden

Ved anvendelse av selskapskapitalmetoden (tidligere kalt totalkapitalmetoden) finner en verdien av egenkapital indirekte, ved at en først finner totalverdien av selskapet og deretter trekker fra verdien av rentebærende gjeld. Selskapets verdi kan fremlegges gjennom tre ulike typer kapitalmål som er totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Ifølge Knivsflå

(2019h) er fremgangsmåten ekvivalente og verdiestimatet blir identisk når vektingen i kravene er korrekt utført. Man kan også her ta utgangspunkt i kontantstrømbaserte modeller, dividende modeller og resultatbaserte modeller som vil bli grundigere gjennomgått i kapittel 11.

Avslutningsvis, må en være oppmerksom på at fundamental verdsettelse er subjektiv og ulike analytikere vil få ulike verdier. Verdien er spesielt følsom for endringer i antagelser om vekstraten og diskonteringsrenten og små endringer kan føre til en vesentlig endring i verdien på selskapet. Videre blir parameterne i det all vesentlige basert på skjønnsmessige vurderinger og dermed utsatt for bias-er hos analytikeren (Kaldestad & Møller, 2016). Samtidig anvendes metoden sjeldent i praksis, ettersom den er både tidkrevende og omstendelig. Som nevnt fungerer midlertidig modellen som et grunnlag for de andre modellene, ved sunn skeptisk er modellen relativ god.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en av de mest brukte verdsettelsesmetoden. I en komparativ verdsettelse avgjøres verdien av et selskap ved å sammenligne hvordan markedet priser komparative selskaper. Dette gjøres ved at en bruker multipler, som en finner for eksempel ved å dele markedsprisen per aksje på inntekter, balanseførte verdier, fremtidig inntjening eller ikke-finansielle poster (Damodaran, 2012b). Resultatet i seg selv er nærmest verdiløst, er først når en sammenligner med komparative selskaper at modellene gir nytteverdi. Grunnen til at modellen er en av de mest brukte er fordi den er enkel og lite tidkrevende å anvende. Ofte blir teknikken brukt som supplement til fundamental verdsettelse (Damodaran, 2012b).

Svakheten med komparativ verdsettelse er at en bør finne komparative selskaper som er sammenlignbare både i form av størrelse, risiko, vekstfase og lønnsomhet (Kaldestad & Møller, 2016). I praksis er det få selskaper som er identiske, noe som medfører at teknikken basere seg vesentlig på skjønn, og som kan føre til at teknikken lett kan manipuleres. Ettersom teknikken basere seg på nøkkeltall, som i noe grad er subjektive av selskapet. En sjef kan bruke earnings management til øke f.eks. earnings, slik at verdien på selskapet går opp og sjefen dermed får sin bonus.

3.1.3 Opsjonsprisbasert verdsettelse

En opsjon defineres ifølge Damodaran (2012b) som en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge en eiendel til en gitt pris enten ved eller før utløpsdatoen for opsjonen. I enkelte situasjoner vil en tradisjonell fundamentalanalyse undervurdere verdien. Dette skyldes at man ignorerer verdien av å besitte en rettighet, men ikke plikten til å gjøre bestemte tiltak. Eksempler på

verdien av denne typen fleksibilitet er muligheten til å utsette et prosjekt, til å utvide et prosjekt og til å avhende eller relativt raskt legge ned prosjektet. Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016).

Opsjonsprisbasert verdsettelse er mest hensiktsmessig for selskaper der selskapet gjennomgår kritiske faser/beslutninger, der utfallet enten blir fiasko eller kjempe suksess. Typiske bransjer kan være legemiddelindustrien og IT-industrien. For Norwegian blir ikke dette metoden å foretrekke.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Hvilken metode som er best vil avhenge av flere faktorer, for eksempel tid til disposisjon, tilgjengelig informasjon og krav til pålitelighet, da det noen ganger kan være godt nok med et grovt anslag. Valg av metode vil også variere fra bransje og hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i (Kaldestad & Møller, 2016). Alle metodene ovenfor har styrker og svakheter og en bør for best mulig utfall veie disse styrkene og svakhetene opp mot hverandre. Videre er det hensiktsmessig å kombinere flere av teknikkene for et best mulig resultat. Som for eksempel kombinere fundamental verdsettelse og ulike varianter av komparative tilnærminger.

Norwegian har de siste årene hatt en stor vekst, spesielt på langdistanse. Inntektene har fra 2017 til 2018 økt over 30% fra 30,9 til 40,3 milliarder. Norwegian er nå i en periode der de trapper ned veksten ved å selge fly, og ved å utsette levering av nye fly som er i bestilling. Samtidig har de innført kostnadsreduksjonsprogrammet #Focus og vil optimalisere rutenettverket. Norwegian er dermed ferdig med den største delen av veksten for denne gang og vi forventer en mer stabil vekst og stabile resultater (Norwegian, 2019c). Videre anser vi Norwegian som en etablert aktør i bransjen og har vært på børss siden 2003. Noe som gjør at vi har nok historisk regnskapsdata til fundamental verdsettelse.

Vi har på bakgrunn av dette valgt å bruke en fundamental verdsettelse som vår hovedteknikk og supplerer med en komparativ verdsettelse som blir utarbeidet i kapittel 12. Dette mener vi best vil gjenspeile de underliggende verdier og framtidsutsikter. I tillegg anser vi teknikken som grundig og dermed øker sannsynligheten for at vesentlig informasjonen kommer frem i verdivurderingen. Problemet med metoden vil være at estimatet vil sterkt være påvirket av subjektive antagelser og for å redusere risikoen for feilestimering velger vi derfor å supplere med en komparativ verdsettelse.

3.3 Rammeverk for fundamentalanalyse

Vi har tatt utgangspunkt i Penman (2012) sitt rammeverk for fundamental verdsettelse, supplert med rammeverket til Knivsflå (2019a). En fundamental verdsettelse tar for seg mye informasjon, ut fra informasjonen lager man en prognose på fremtidig inntjening. Ut fra denne prognosen kommer en frem til en verdi på hele selskapet. En fundamental analyse består av fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og en handlingsstrategi.

Steg 1: Strategisk analyse

I den strategiske analysen blir det foretatt en kvalitativ analyse som fokuserer på de eksterne og interne forholdene som påvirker selskapet. Formålet med en strategisk analyse er å gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i bransjen og selskapet. På bakgrunn av den strategiske analysen vil en kunne se om selskapet har en strategisk fordel. I oppgaven vil en se på de eksterne faktorene gjennom en PESTEL-analyse og Porters fem konkurransekrefter. For å kartlegge de interne ressursene gjennomføres det en VRIO-analyse. Avslutningsvis oppsummeres strategiske analysen med et SWOT-diagram.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. For å analysere finansregnskapet krever det at en omorganiserer tallene i finansregnskapet fra et kreditororientert perspektiv til et investorperspektiv. Der en må skille mellom drift, finans og «unormale» poster, en vil da få et mer normalisert bilde av selskapets profitt. Må også justere for eventuelle målefeil.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Det tredje steget dreier seg om å lage estimater på fremtidig inntjening. Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i resultatet fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. På denne måten kan en prognostisere fremtiden. Budsjetperioden vil være fra år 2019-2028, da forutsettes det at fremtidsregnskapet til Norwegian er i en stabil situasjon.

Steg 4 og 5: Verdsettelse og Handlingsstrategi

Her utfører man selve verdsettelsen, og en må ta hensyn til pengenes nåverdi. Kontantstrømmen må dermed diskonteres med et fremtidig avkastningskrav, estimert med hensyn til den risikoen en ser i selskapet og våre forventninger om fremtiden. Det siste steget er å komme med en anbefaling ut fra det resultatet som fremkommer. Resultatet vil sammenlignes med markedsprisen for å komme med en handelsstrategi.

4 Strategisk analyse

For å underbygge antagelsene ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, gjennomføres det en strategisk analyse. Analysen er et hjelpemiddel for å få bedre forståelse av den kvantitative regnskapsanalysen. Analysen gir et anslag på den eventuelle strategiske fordelene til Norwegian, ved at en undersøke om Norwegian klare å skape meravkastning til sine aksjonærer, med andre ord generere avkastning større en avkastningskravet. Dette vil være en vesentlig faktor i prosessen av verdsettelsen av selskapet at de er i posisjon til å skape merverdier. For å undersøke dette har vi valgt å vektlegge PESTEL- og VRIO-analyse som blir oppsummert med en SWOT-analyse. I tillegg benyttes Porters fem krefter for å si noe om luftfartsindustrien selskapet operer i som helhet.

SWOT-analysen benyttes for å kartlegge de vesentligste interne og eksterne faktorene som påvirker verdsettelsen av Norwegian.

Videre ved å analysere de fem grunnleggende kreftene som Porter (2008) presenterer i sin modell vil man kunne gjøre en vurdering av bransjen, om det er attraktiv eller ulønnsom bransje. Dette vil gi oss grunnlag for å avgjøre om dette er en attraktiv bransje med gode vekstmuligheter for en etablert, men stadig voksende aktør som Norwegian.

4.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er et rammeverk for å kartlegge de makroøkonomiske forholdene som har innvirkning på bransjen, men med hovedvekt på forhold som påvirke Norwegian. Analysen består av politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige faktorer (Roos, 2014). Analysen vil ta utgangspunkt i det europeiske markedet ettersom dette er kjernemarkedet til Norwegian. PESTEL-analysen vil ikke være en uttømmende liste av faktorer som har innvirkning på bransjen, men dekke de aller mest vesentlige faktorene som påvirke markedsverdien til Norwegian.

4.1.1 Politiske & Juridiske faktorer

Flybransjen er sterkt påvirket av de politiske og juridiske forholdene. Dette er to faktorer i PESTEL-analysen som vi anser hensiktsmessig å slå sammen ettersom det er sterkt korrelerte og overlapper på en del punkter. Politiske forhold omhandler statlig påvirkning på bransjen ved direkte involvering (Johnson, 2017).

Juridiske forhold handler om regulatoriske og lovgivende endringer eller begrensninger som springer ut av de politiske forholdene (Johnson, 2017). Dette kan være i form av restriksjoner

for å beskytte konsumenten i større grad enn tidligere eller liberalisering som åpner for nye muligheter. Oppgaven vil fokusere på forhold som har kommet de siste årene som har vesentlig påvirkning på bransjen. Dette innebærer blant annet sikkerhetsreguleringer, passasjerrettigheter, Brexit og politiske avtaler. Miljøavgifter vil bli dekket under miljømessige faktorer istedenfor politiske faktorer.

4.1.1.1 Sikkerhetsreguleringer

Luftfartsindustrien er i stor grad politisk eksponert og er i all vesentlighet regulert av internasjonale lover og avtaler (Regjeringen, 2014). Årsaken til dette er fordi EU ønsker at alle europeiske flygninger skal ha samme høy grad av sikkerhet for å gjøre transport mellom medlemslandene effektivt. Dette gjelder også for EØS-landene, Norge inkludert. En ulykke i f.eks. Norge vil påvirke reisevanene til andre europeere ettersom flyulykker ofte får bred mediedekning og folk kan bli urolige for å fly igjen. Dette vil påvirke lønnsomheten til bransjen og hindre effektiv forflytting av personell mellom landene. Ut fra statistikk er fly en av de mest sikre formene for transport, så denne frykten er irrasjonell (commission, 2019). For Norwegian betyr et felles regelverk at ingen av konkurrentene kan kutte kostnader som går utover sikkerheten. Et eksempel på kostnadsutt som kunne gått utover sikkerheten, kan for eksempel være at flyselskapet velger å gjøre mindre vedlikehold på flyene, slik at flyene oftere er i luften og tjener penger, enn å stå i en hangar for vedlikehold. Eller fly med mindre drivstoff for å redusere vekten som igjen gir bedre marginer. Videre er det i selskapets interesse å forhindre ulykker som igjen påvirke reisevanene til folket. Hvis et flyselskap ikke oppfylle sikkerhetskravene utarbeidet av den europeiske kommisjon vil det bli nektet avgang til å fly over europeisk luftrom (commission, 2019).

4.1.1.2 Passasjerrettigheter

EU har laget et felles regelverk for passasjerrettigheter som de fleste europeiske land følger inkludert Norge. Regelverket sier at flyselskapene er forpliktet til å ivareta passasjer ved forsinkelser. Det vil si blant annet skaffe overnatting hvis forventet avgangstid blir minst dagen etter opprinnelig avgangstid. Tilby mat og forfriskninger som står i rimelig forhold til ventetid osv. Videre er passasjerer berettiget til betydelig erstatninger opptil kr 6000,- hvis forsinkelsen er over 3 timer og det er på grunn av forhold som ikke er ekstraordinære og utenfor flyselskapet kontroll (Luftfartilsynet, 2019). Dette medføre betydelig kostnader til flyselskapene i bransjen, som trolig ikke ville tilbudt passasjerer alle rettighetene de har, hvis det hadde vært snakk om service og ikke rettigheter.

4.1.1.3 Politiske avtaler

Viktige forhold for Norwegian er avtalen "European Single Aviation market" som er en avtale at et hvert flyselskap fra et avtaleland kan fly fritt til andre land som er en del av avtalen (Tuszyńska, 2018). Denne avtalen er en fordel for Norwegian ettersom det åpner opp for et større marked enn hvis en bare skulle operert i lille Norge og eventuelt være avhengige av myndighetene laget bilaterale avtaler med hvert enkelt land. Samtidig ville det vært ressurskrevende å få lisens til å drive i de enkelte landene med ulike lovverk som flyselskapene måtte være oppdatert på til enhver tid. Avtalen betyr at selskapene kan ha ruter innenriks i forskjellige medlemslandene det vil si at hvis et selskap ser at Paris til Nice er en svært lønnsom rute gir denne avtalen selskapet mulighet til å operere denne ruten. Avtalen har også ført til økt konkurranse i bransjen som har gitt lavere priser og dermed lavere marginer. Dette har imidlertid vært positivt for lavprisselskapene, ettersom avtalen har gitt dem tilgang til ruter som fullserviceselskapene før har hatt monopol på. Videre vektlegges det at avtalen blir videreført ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

4.1.1.4 Brexit

Siste årene har det vært økt politisk spenning mot høyresiden og proteksjonisme. Vesentlig for Norwegian her er valget til Storbritannia om å trekke seg ut av EU kalt Brexit (Mustad, 2016). Dette er dårlig nytt for en bransje som er avhengig av åpne landegrenser. Ettersom hvis det blir mer tidkrevende passkontroller og visumsøknader osv. vil dette påvirke reisevanene til folk i en negativ retning for luftfartsindustrien ved at en får lavere passasjergrunnlag. Per 25 februar vet en ikke hvordan en eventuell Brexit vil påvirke flybransjen. Usikkerheten rundt Brexit har allerede vært en medvirkende rolle til flere av konkursene i bransjen siste tiden. Blant annet Air Berlin og Flybmi (Norwegian, 2019d). Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet har vi tatt utgangspunkt i en svakere økonomisk utvikling i Storbritannia og dermed mindre aktivitet, lavere etterspørsel og lønnsomhet på britiske ruter, som er et av hovedmarkedene til Norwegian. Problemstillingen anses i midlertid som kortsiktige problemer, så i «steady state» har Brexit ingen betydning.

4.1.2 Økonomiske

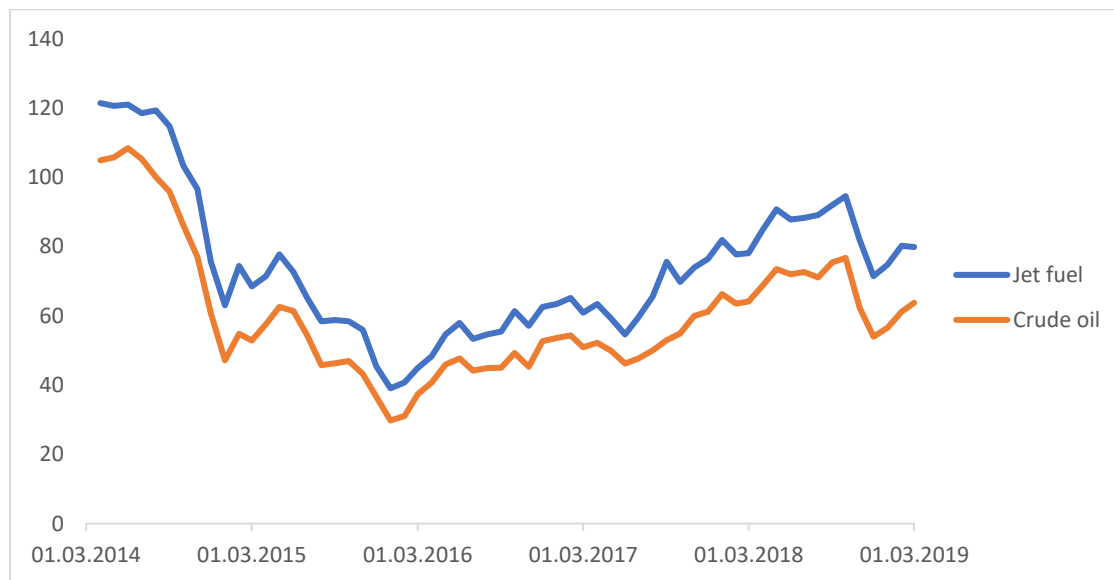
Økonomiske faktorer omhandler det overordnede makroøkonomiske bildet og omfatter de faktorene som påvirker handelen på et overordnet nivå (Johnson, 2017). Er indikatorer som for eksempel inflasjon, valutakurs, arbeidsledighet, kjøpekraft osv. Flybransjen er svært konjunkturfølsom, dette gjør at resultatet til flyselskapene avhenger mye av hvor en er i konjunktursyklusen. Dette betyr at resultatene til bransjen er sterkt påvirket av de

makroøkonomiske forholdene i verden, da spesielt oljepris, valutapriser og rentenivåer for finansiering. Faktorene vil bli utdypet nærmere i de neste delkapitlene.

4.1.2.1 Oljepris

Siden 2014 har oljeprisen falt dramatisk fra toppnivået på 115 dollar til under 30 dollar på det laveste og handles nå til 64 dollar per 25.02.2019 (Bloomberg, 2019b). Dette har hatt positivt virkning for Norwegian ettersom flydrivstoff er en av de høyeste kostnadsdriverne til selskapet.

Figur 4-1 Flydrivstoff og oljepris (IATA, 2019b)



Som en kan se i figur 4-1 er oljepris og flydrivstoff sterkt korrelerte og det er usikkert hvordan denne vil utvikle seg i fremtiden. U.S Energy Information Administration anslår at Crude oil vil ligge på 58 dollar per fat i 2020 (EIA, 2019). Det er stor usikkerhet knyttet til dette estimatet på grunn av svingningene de siste årene. I fremtidsregnskapet forventer vi en stabil oljepris rundt dagens nivå.

4.1.2.2 Rentnivå

Lave rentenivåer har også vært positivt for Norwegian, ettersom Norwegian har en høy gjeldsgrad, med en egenkapitalandel på 3% i 2018 (Norwegian, 2018a). Norwegian er eksponert mot risiko i rentenivå gjennom usikrede obligasjoner, finansiering av fly, forskuddsbetaling av fly og leasing forpliktelser. OECD anslår at 10 års statsobligasjoner i USA vil øke til 3% i 2020 fra dagens nivå på 2,7% (OECD, 2019). Dette kan føre til en vesentlig høyere finanskostnad for Norwegian. Samtidig vil egenkapitalkravet til Norwegian øke når den risikofri rente øker. I fremtidsregnskapet vil en derfor ta høyde for en høyere rente i fremtiden enn den er i dag. Vi deler dermed synspunkt med Knivsflå (2019c) som argumenterer for at

risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet. Vi er inne i en historisk periode med lav rente, men teorien tilsier at renten skal opp slik at en får en konstant historisk normalrente i «steady state».

4.1.2.3 Valutarisiko

Norwegian har stadig en økende andel av inntektene i utenlandsk valuta, ettersom selskapet stadig ekspanderer internasjonalt. Leasing, lån til fly, vedlikehold og drivstoff blir for det meste betalt i USD dette gir Norwegian en sterk eksponering mot svingninger i valuta. Siden oljeprisnedgangen i 2014 har kronen svekket seg mye mot USD. Samtidig går den norske økonomien bedre enn resten av Europa og OECD-landene, dette kan føre til at kronen styrker seg blant annet på grunn av rentehevinger i Norge, mens andre sentralbanker holder den uendret. Hvis kronen styrker seg vil det være positivt for finansiering av driftsmidlene som hovedsakelig er kjøpt inn med utenlandsk valuta og for kunder i Norge ettersom det vil være billigere å reise til utlandet for nordmenn.

Oppsummert kan flyselskapene imidlertid sikre seg mot en rekke av de makroøkonomiske svingningene gjennom forward kontrakter eller terminkontrakter. Norwegian har en strategi om å sikre seg mot uventede prisoppganger, samtidig som en forhåpentligvis skal tjene noe på en eventuell nedgang. Det viktigste er imidlertid at flyselskapene får mest mulig stabile makroøkonomiske faktorer, slik at selskapet kan fokusere på flydrift og ikke spekulasjon i verdipapirer. I fremtidsregnskapet vil vi derfor ta utgangspunkt at nivåene blir liggende rundt dagens nivåer, med unntak av rentenivået som mest sannsynlig vil øke litt.

4.1.3 Sosiale forhold.

Sosialkulturelle forhold handler om kulturelle endringer og forandringer i demografi. Kulturelle endringer er strekt linket med forandring i demografi. For eksempel vil generasjonen født etter 1980 ha et helt annet forhold og kultur rundt bruk av digitale verktøy som for eksempel bruk av sosiale medier og kildebruk. Forandringer i demografi kan for eksempel være økt levealder i befolkningen som igjen fører til at konsumentene har andre behov nå enn tidligere (Johnson, 2017). Videre er nærmest uendelig ulike faktorer som kan påvirke konsumentens valg om de ønsker å benytte seg av tjenesten/produktet bransjen tilbyr. Vi har derfor begrenset oss i dette avsnittet til de faktorene vi anses som mest vesentlig for Norwegian og som ikke blir dekket av de andre avsnittene. Dette er terrorfrykt og forbrukeratferd.

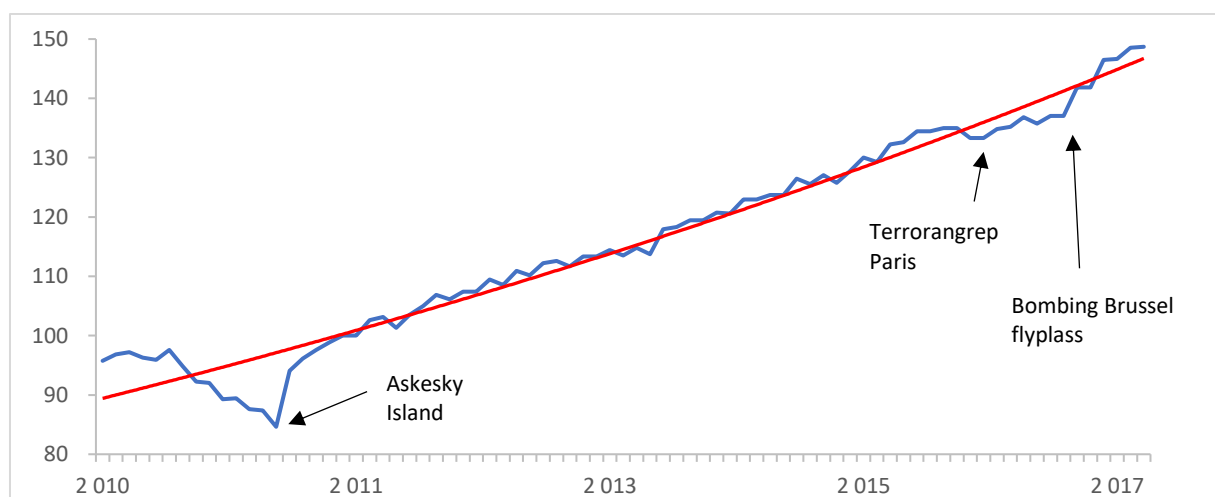
4.1.3.1 Forbrukeratferd.

Bestillingene av flybilletter har endret seg markant de siste tiårene, der 75% av alle bestillingene til Norwegian nå skjer på internett (Norwegian, 2018a). Der er også kommet flere bookingsider, som gjør det enkelt for forbrukere å sjekke prisen på billetter. For eksempel Expedia, Momondo og Google Flights. Som gjør at valget av selskap nesten utelukkende avgjøres av pris, ettersom de fleste forbrukere ser flyreiser som et standardisert og homogent produkt hvor det bare er marginale forskjeller mellom de ulike flyselskapene. Da spesielt de yngre generasjon som er vant til å reise, men som ikke er like opptatt av å betale for alle tilleggstenester fullserviceflyselskapene tilbyr, de ønsker hovedsakelig å komme seg til B fra A på en enkel og rimelig måte. I tillegg konkluderte Barton i BCG med at den nye generasjonene av forbrukere har lav merkevarelojalitet for flyselskaper enn det som har vært tilfelle tidligere (Barton, 2013). Dermed bli vinnerne de flyselskaper som klare å ha de laveste kostnadene og dermed de laveste priser. Norwegian har vært klar over dette lenge og med en av verdens mest drivstoffgjerrige flyflåte ligger de klart an til videre vekst på bekostning av fullservice-flyselskapene som har vært markedsledende enn så lenge.

4.1.3.2 Terrorfrykt

Gjennom historien har flyselskaper vært et attraktivt terrormål ettersom det skaper bred mediedekning og skaper uro i befolkningen. Samtidig rammer terror ofte populære reisemål som også påvirke reiselysten til folk. Dette kan vi se på markedsverdien til de ulike flyselskapene verden rundt når det skjer store terroraksjoner på populære reisemål for eksempel i Paris (Kaspersen, 2015). Men utfra grafen under ser vi at de fleste terrorangrep har bare kortsiktig effekt. Unntaket her er terrorangrepet 9/11 som påvirket trenden vesentlig og finanskrisen som riktignok ikke var terror (Oxley, 2017).

Tabell 4-1 RPK for den europeiske flybransjen samt trendlinje for perioden 2010-2017



4.1.4 Teknologiske

En vesentlig faktor i den makroøkonomiske analysen er teknologiske faktorer. Det kan være teknologi som åpner for nye muligheter og økte marginer. Det kan også være teknologi som gir økt utfordringer og lavere marginer. Johnson m.fl. (2017) argumenterer for at det viktigste forholdet her er å indentifisere potensielle innovative aktiviteter. Som kan være forskning- og utviklingsbudsjetter for selskapene i bransjen eller patent utvikling, målt i økning i patentsøknader. Mediedekning og produkt annonseringer anses også som innovative aktiviteter. For flybransjen blir utviklingen av nye flytyper og droner de viktigste forholdene som kommer til å utdypet.

4.1.4.1 Utvikling av nye flytyper

Den teknologiske utvikling har vært stor siste årene ved at nye modeller fra Airbus og Boeing har startet å ankomme flyselskapene. Blant de nye flyene er Boeings 787 Dreamliner, Boeing 737 MAX og Airbus A320 neo og Airbus A321LR. Disse flyene er opp til 30% mer drivstoffeffektive enn eldre fly. Dette fører til en enorm besparelse av drivstoffkostnader. Videre kan det faktum at rekkevidden har blitt betydelig større, endre langdistanseflygning vesentlig. Ettersom dette gjør det mulig å starte nye ruter å langdistanse der passasjergrunnlaget tidligere har vært for lavt for større fly (Norwegian, 2019g). Flyene blir også stadig forbedret for å øke kundetilfredsheten med tanke på støyreduksjon fra motorene, bedre lysforhold og internett om bord på flyene. Dette kan gi konkurransefortrinn til de selskapene som benytter seg av nye fly, som for eksempel Norwegian.

4.1.4.2 Droner

En teknologi som kan skape problemer for flybransjer er droneflygning. Dette kan medføre at flyplasser må stenge helt ned i påvente av at problemet blir løst. Dette skjedde blant annet i London julen 2018. Der flyplassen måtte stenges ned i flere dager på grunn av droneflygning (NTB, 2018). Dette kan medføre store kostnader på grunn av kanseleringer og refusjoner til passasjerer. Videre kan dronetaxi hvis det blir en realitet, medføre lavere passasjergrunnlag for den tradisjonelle flybransjen hvert fall på kortdistanse (Salater, 2018).

4.1.5 Miljømessige

Miljømessige faktorer handler om faktorer som forurensing, klimaendringer, avfallshåndtering (Johnson, 2017). Dette er en faktor som stadig blir mer og mer betydelig i PESTEL-analysen ved at befolkningen har blitt mer opptatt av menneskelig påvirkning på klimaet. Direkte utslipp fra luftfart utgjør om lag 3% av Eu's totale klimagassutslipp og mer enn 2% av de globale utslippene.

Som følge av dette blir flyselskapene pålagt en rekke miljømessige lover og forskrifter for å begrense utslippene (Commission, 2018). Miljøreguleringene kan føre til økte tilleggskostnader, men de kan også være gode incentiver til å effektivisere drift og være kostnadsbesparende på lang sikt. For flybransjen er klimaavtalen fra 2016, passasjeravgift og ekstremvær, vesentlige faktorer som vil bli utdypet nærmere.

4.1.5.1 Luftfartens klimaavtale

I 2016 ble klimaavtalen for flybransjen som er utarbeidet av FNs luftfartsorganisasjon International Civil Aviation Organization (ICAO) ferdigstilt, som er bindende for alle medlemsstatene. Vesentlig i avtalen er tiltaket som pålegger flyselskapene å ikke øke Co₂-utslippene sine fra år 2021, sammenlignet med snittet for hele flybransjen basert på basisåret 2020 (Larsen, 2016). Skulle et flyselskap likevel slippe ut mer Co₂ i 2021 enn snittet i 2020, vil selskapet bli pålagt å finansiere andre Co₂ reduserende klimatiltak for eksempel planting av trær som Norwegian allerede har startet å gjøre (Norwegian, 2019a).

4.1.5.2 Passasjeravgift

En omdiskutert miljøavgift i flybransjen er passasjeravgiften, som ble innført i Norge første juni 2016. Dagens sats er kr 84 per sete, men fra den tid departementet bestemmer foreslås en provenynøytral omlegging av avgiften slik at flyreiser ut av Europa får en sats på 200 kroner, mens andre flyreiser får en sats på 75 kroner (Regjeringen, 2018a). Ryanair skyldte på avgiften når de la ned sitt tilbud på Rygge sivile lufthavn i 2016, men har i 2018 innrømmet at det ikke var den utslagsgivende årsaken til nedleggelsen (Hopland, 2018). Derimot er det ingen tvil om at avgiften har redusert marginene for den norske luftfartsindustrien. Avgiften er basert på lignende avgift fra Tyskland som nå vurderes å fjerne etter konkursen til Air Berlin (Mikalsen, 2017). Dette kan være godt nytt for Norwegian ettersom en kan håpe at den norske regjeringen ser at avgiften ikke er velfungerende med dagens modell. Kommunikasjonsdirektør Anne-Sissel Skånevik i Norwegian sier:

I Norge i dag er det ingen reelle incentiver fra myndighetshold for å redusere utslippene fra luftfarten. Passasjeravgift har ingen miljøeffekt, det koster det samme å lande med et nytt fly som et gammelt fly, og det er ingen «straff» for å fly rundt med tomme seter (Skånevik, 2016).

Med denne informasjonen har vi i fremtidsregnskapet lagt til følge at departementet vil endre dagens avgift til å differensiere mellom lengden på flyreisen og at det blir gitt incentiv til å fylle opp flyene, istedenfor å fly halvfulle fly som SAS har større problemer med enn Norwegian. Endringen anslås imidlertid å utgjøre en ubetydelig del av Norwegians fremtidige kostnader.

4.1.5.3 Ekstremvær

Ulike værmessige forhold kan påvirke flytrafikken negativt for bransjen. Det mest kjente tilfelle i nyere tid er vulkanutbruddet Eyjafjallajökul-utbruddet i 2010 som lammet store deler av flytrafikken i Europa i flere dager og kostet flyselskapene opp mot 1 milliard euro, der blant annet Norwegian tapte 190 millioner NOK og aksefast kom inn i den norske ordboken (Sundberg, 2014). Nyere fly er bedre rystet for å takle større værutfordringer og vi vil nok ikke se igjen at Europa blir lammet i like stor grad av et nytt vulkanutbrudd som bransjen ble i 2010. Ofte er det ikke snakk om svære naturkatastrofer som preger nyhetsbilde verden over, men snakk om mindre hendelser som kraftig regn og snøfall, sterk vind, tåke osv. som innstille flyvninger som igjen medføre merkostnader til flyselskapene. Hendelser som dette skjer med jevne mellomrom og det er lite flyselskapene kan gjøre for å gradere seg mot denne type innstillinger som er resultat av været.

4.1.6 Oppsummering av PESTEL-analysen

Hensikten med PESTEL-analysen var å undersøke det vi mener er de vesentlige ytre faktorene i bransjen innenfor de seks hovedgruppene. Vi startet med å se på politiske og juridiskere faktorer som har innvirkning på bransjen. Her fant vi ut at Brexit mest sannsynlig vil føre til dårligere lønnsomhet for bransjen. Videre ser vi at de økonomiske faktorene i bransjen er sterkt korrelert med de makroøkonomiske forholdene og vi har i fremtidsregnskapet tatt utgangspunkt i en svak positiv utvikling der rentene og oljeprisen vil være rundt dagens nivåer. De sosiale faktorene, tilsier at Norwegian ligger an til å ta markedsandeler fra fullserviceselskaper ettersom lavkostmodellen er mer framtidsrettet og mer miljøvennlige. Analysen av teknologiske faktorer avdekket at en ung flyflåte gir store drivstoffbesparelser og har flere positive sider som kan bety en strategisk fordel for de selskapene som har en ny flåte. Tilslutt ser vi at under analysen at miljømessige faktorer vil gi økte kostnader til bransjen og dette vil ha innvirkning på Norwegian sitt fremtidsregnskap.

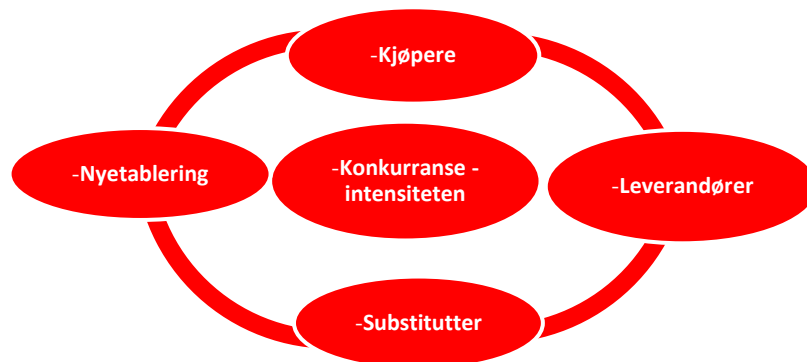
4.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter benyttes for å analysere bransjen strategiske posisjon ved å se på den interne konkurransesituasjonen i bransjen. Porters rammeverk avgjør attraktiviteten til bransjen gjennom fem konkurransekrefter som er:

1. Etablering av nye konkurrenter,
2. Kjøperne sin forhandlingsmakt,
3. Leverandørene sin forhandlingsmakt,
4. Nåværende konkurranseintensitet,
5. Trussel fra nære substitutter.

Bransjens attraktivitet måles etter hvor stort potensiale det er for lønnsomhet i bransjen og hvis de fem kreftene har høy tilstedeværelse, anses bransjen som lite attraktiv, ettersom sterk konkurranse hindre gode profittmarginer (Porter, 2008).

Figur 4-2 Porters fem konkurransekrefter



1. Etablering av nye konkurrenter – Middels

Inngangsbarrierer handler om hvor attraktivt bransjen er for nyetablerte virksomheter. For at bransjen skal være attraktiv vil dette bety at det er vanskelig å etablere seg i bransjen. Ettersom det muliggjør høyere marginer hvis det er mindre konkurranse og at ikke alle nisjekonsepter kan bli etablert et par år før det går konkurs, som dermed skader bransjen i den tid selskapene operer. Typiske forhold som påvirke inngangsbarrieren vil være tilgang til distribusjonskanaler, stordriftsfordeler, lovgivning, erfaring, priskrig osv. (Johnson, 2017).

Det kreves sertifikat kalt «Air Operater`s Certificate» for å ha muligheten til å drive kommersiell flydrift i de enkelte landene. For å få dette sertifikatet må en oppfylle vise krav knyttet sikkerhet,

personell og finansielle midler (council, 2016). Dette kan ses som en juridisk inngangsbarriere og tale mot at trussel for nye konkurrenter anses som lav.

Enn annen inngangsbarriere er at de etablerte flyselskapene har lojalitetsprogrammer som for eksempel Eurobonus og Norwegian Reward. Dette medføre økt byttekostnad for kundene ved at de ikke får benyttet/opptjene bonus, som betyr dårligere forhandlingsmakt til kundene. Videre vil bonusprogram trolig medføre en stor hindring for nyetablerte flyselskaper som ikke har opparbeidet seg en kundebase, ved at eksisterende selskaper kan øke bonusen på ruter der det nye flyselskaper operer, som gjør at kundene velger det eksisterende selskaper og det nyetablerte selskapet får aldri luft under vingene og må avvikle virksomheten. Konkurransetilsynet i Norge fikk innført forbud mot bonuspoeng på innenriksflyginger i 2007, ettersom de mente at dette ville føre til høyere inngangsbarriere for nye aktører og svekke konkurransen særlig for distriktene. ESA mente at forbudet var ulovlig og i 2013 ga norske myndigheter etter for press fra ESA og forbudet ble opphevet og står den dag i dag (Majid, 2013).

Videre er marginalkostnaden for en ekstra passasjer ekstremt lavt og derfor kan de etablerte flyselskapene dumpe prisene for å forhindre en ny aktør å komme inn. SAS Braathens fikk ved flere anledninger konkurransetilsynet på nakken etter å ha blitt beskyldt for å drive med prisdumping for å presse ut konkurrentene på innenriks i Norge (Meyer, 2004). På grunn av faktorene nevnt ovenfor anser vi ikke at faren for nyetableringer vil komme fra nye outsiders.

Trusselen vil eventuelt komme fra eksisterende flyselskaper som vil etablere seg i nye markeder for eksempel det norske innenriksmarkedet som i dag nesten utelukkende består av SAS og Norwegian. Dette innebærer at trusselen for nyetablering anses som middels.

2. Kjøperens forhandlingsmakt - Høy

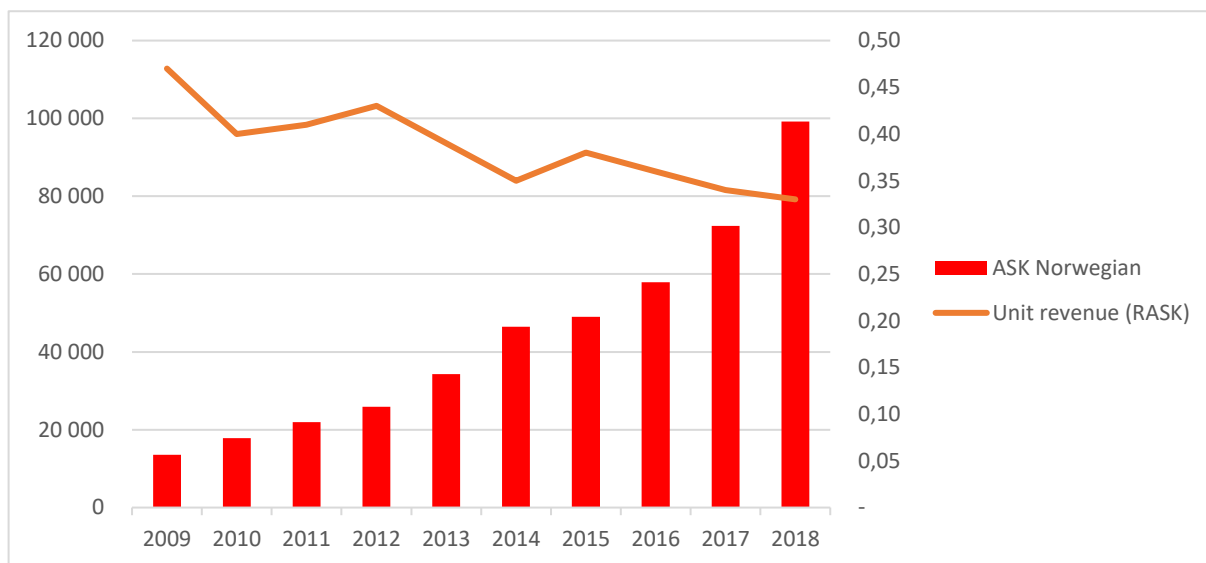
Kjøperens forhandlingsmakt handler om hvilken grad kjøper kan kreve lavere priser eller høyere kvalitet på produktet/tjenesten. Kjøpers forhandlingsmakt er mest sannsynlig høy hvis kundene har lav byttekostnad, prisene i markedet er transparent, produktet er standardisert og det er få, men store kunder og mange tilbydere (Johnson, 2017).

I flybransjen er det stor priskonkurranse, spesielt i Europa som har veldig mange tilbydere. Dette har ført til at det har vært et stort søkelys på kostnadsbesparelser for flyselskapene, som igjen har ført til at produktet selskapene tilbyr har blitt mer homogent. En undersøkelse fra 2010 viser at den viktigste faktoren ved kjøp av flybilletter er pris, mens reisetid og rutetilbud var det

nest viktigste og det er ingen indikasjoner som tilsier at dette har blitt endret (IBM, 2010). Det vil si at kunden ikke har noen sterk preferanse hvilke flyselskap de flyr, som vil si at byttekostnad for kunden er lav og dette øker forhandlingsmakten.

Videre vil myndigheter og bedrifter ha stor forhandlingsmakt når de legger ut kontrakter på anbud til flyselskapene, ettersom flyselskapene som nevnt har lave marginalkostnader per passasjer. Samtidig vil kontraktene skape forutsigbarhet til flyselskapene og dette medføre ofte priskrig når kontrakter legges ut for anbud (Norwegian, 2015).

Figur 4-3 Utvikling tilgjengelige setekilometer i 1000 (ASK) og unit revenue (RASK)



Som en kan se fra figur 4-3 har tilbudet (tilgjengelige setekilometer) økt år for år i takt med veksten til Norwegian. Samtidig har inntektene per tilgjengelige setekilometer (RASK) falt helt til 0,34 som kan ses på som etterspørselskurve.

Konklusjonen blir at kunden har høy forhandlingsmakt ut fra de forhold vi anser som vesentlig.

3. Leverandørens forhandlingsmakt - Høy

Leverandørene har høy forhandlingsmakt hvis de kan forhandle priser som påvirke vesentlig marginene i bransjen (Fjeldstad & Lunnan, 2018). Leverandørens forhandlingsmakt øker ved høye byttekostnader, antall leverandører og mulighet for substitutter. Videre er en annen faktor som kan påvirke forhandlingsmakten er hvis det er mulighet for vertikal integrasjon. Ellers vil de samme faktorene som gjelder for kjøperens forhandlingsmakt gjelde bare i motsatt fortegn. Videre er flybransjen er avhengig av en rekke leverandører, der de viktigste er flyprodusenter, leverandør av drivstoff og flyhavner som vi nå skal analysere.

Det finnes to store flyprodusenter som leverer kommersielle fly i størrelsesorden 70-800 seter, som er europeiske Airbus og amerikanske Boeing. De to leverandørene har tilnærmet et duopol (Pearlstein, 2018). Norwegian har bestillinger på begge typer fly, der de bruker Boeing til operasjonen og Airbus flyene leases ut gjennom leasingselskapet Artic Aviation Asset. Årsaken til at de gjør dette er for å sette opp produsentene opp mot hverandre i forhandlingene på flybestillingene. Videre er det høy byttekostnad ved å bytte leverandør ettersom kabinansatte og piloter trengte opplæring på alle forskjellige flytyper og hvis flyselskapet har sitt eget vedlikeholdsselskap må de kjøpe inn nye reservedeler, ny opplæring av mekanikerne, salg av flyene de allerede har osv. Det er heller ikke noen store aktører som driver med kommersiell flytransport samtidig som de utvikler flytyper, så vertikal integrasjon er ikke tilstede her. Konklusjonen blir at Boeing og Airbus har stor makt og det er relativt lav konkurranse og en høy forhandlingsmakt til leverandørene.

Videre er leverandørene av flydrivstoff en vesentlig leverandør for bransjen ettersom drivstoffkostnad er en av de største kostnadspostene til alle flyselskaper som driver kommersiell flytransport. Prisen på flydrivstoff i det all vesentlige er basert på oljeprisen som igjen er markedsbasert som en kan se på Figur 4-1. Dette medføre lav leverandørmakt på dette punktet.

Siste vesentlige leverandøren til bransjen er flyhavnene. Det er nemlig flyhavnene som kan utstede tillatelse til at flyselskapene kan operere fra og til dem. Dette medføre at flyhavnene har lokale monopoler utstedt av lokale eller statelige myndigheter. Dette gjør at flyhavnene som ligger sentralt til storbyene i Europa har stor forhandlingskraft og blir kritisert for utnytte sin markeds makt ved å ta kunstig høye priser (Biering, 2018). Mens flyhavner i distriktene har betydelig dårligere forhandlingskraft der det er nesten flyselskapene som diktere flyhavnene og ikke omvendt ettersom flyhavnene kan være avhengig av et flyselskap som for eksempel Ryanair og Rygge flyplass. Dermed ender vi på middels forhandlingsmakt til flyhavnene.

Oppsummert på de tre mest vesentlige leverandørene til flybransjen konkludere vi med at samlet sett har leverandørene høy forhandlingskraft.

4. Substitutter – Lav

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker samme behov til konsumentene, men som ikke nødvendigvis er i samme industri/bransje. For eksempel er matpakke substitutt til restauranter, men de operer ikke i samme bransje eller levere samme produkt. En viktig faktor en skal være oppmerksom på når en vurderer substitutter, er at det ikke skal være konkurrenter

fra industrien, men at en skal se trusler og utfordringer som kommer utenfra industrien (Johnson, 2017).

Luftfartsbransjen driver hovedsakelig transport av mennesker. Substitutter setter et tak på prisnivået i bransjen, ettersom forbrukerne heller vil velge substituttene hvis flybransjen tar en for høy pris. Naturlige substitutter vil være reiser med tog, båt, buss og bil. Telefon og videokonferansetjenester er substitutter for forretningsreiser og påvirker ikke Norwegian i vesentlig grad ettersom Norwegian flyr hovedsakelig fritidsreisende.

Med dagens teknologiske utvikling er det bare høyhastighetstog som kan sies å være et reelt substitutt tatt i betraktning reisetid, komfort og andre logistiske utfordringer knyttet til transport av mennesker (grensepassering av land o.l.). På kort sikt er det ingen substitutter som har stor påvirkning på verdsettelsen av Norwegian, men på lang sikt kan utbygningen av høyhastighetstog føre til en betydelig trussel ettersom vi forventer at kundene ønsker å ta det mest komfortable og klimavennlige alternativet i tillegg til pris og reisetid. I Asia og Sentrale-Europa har høyhastighetstog vært konkurransedyktig opp mot fly og flere flyruter har blitt lagt ned etter at høyhastighetstog kom inn og opererte samme strekning. Dette gjelder hovedsakelig på ruter som er mindre enn 1000 kilometer (Justin Bachman, 2018). Videre har det de siste årene blitt større fokus på miljø, der flybransjen er et av de minst miljøvennlige transportmidlene som taler for at folk kan være mer tilbøyelig til å ta i bruk substituttene, men ord er ikke alltid etterfulgt av handling og pris trumfer ofte gjennom.

Som konklusjon konkludere vi at per dags dato er trusler for substitutter lav, men økende.

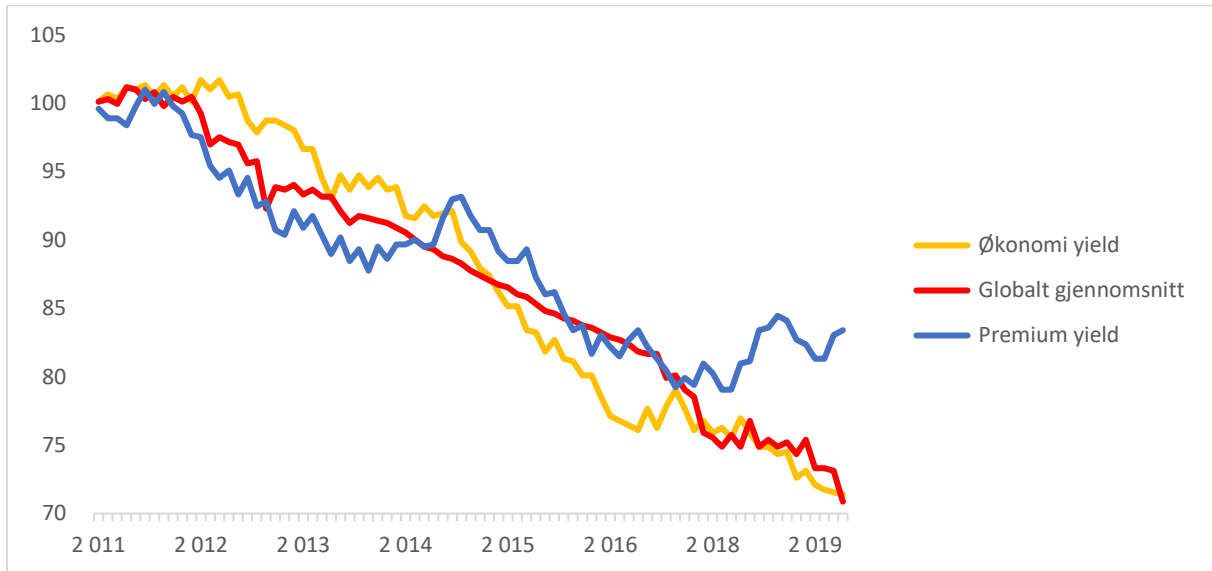
5. Konkurransenintensiteten – Høy

Konkurransenintensitet refererer til kampen om markedsandeler innad i bransjen, og er trolig den viktigste kraften i Porters fem konkurransekrefter. Hvis det er hard konkurranseintensitet vil ofte bransjen ses på som lite attraktiv. Johnson m.fl. (2017) argumenterer for at det er fem faktorer som definerer konkurranseintensiteten. Dette er bransjens samlet vekst, at markedsandel er stort sett likt fordelt, graden av faste kostnader, høye exit kostnader og lav differensiering.

Som nevnt tidligere er pris den viktigste faktoren for kundenes valg av flyselskap. Dette medfører stor konkurranse mellom selskapene. Det er i tillegg veldig mange flyselskaper i Europa som medfører en høy konkurranse. I Europa har de syv største flyselskapene en markedsandel på 55%, sammenlignet med 82% for de fem største i Nord – Amerika (CAPA, 2018a). Dette er et eksempel på den ekstreme konkurransen i det europeiske markedet.

Det er så sterk konkurranse i den europeiske luftbransjen at det har vært flere selskaper som har gått konkurs de siste årene, blant annet Air Berlin, Flybmi, Germania, Monarch Airlines og Primera Air. Veksten for bransjen har heller ikke vært stor siste årene og virke som markedet i Europa snart har nådd sitt toppunkt.

Figur 4-4 Sesongjustert utvikling yield 2011-2019 (IATA, 2019)



For flyselskapene er de fleste kostandene faste, dette medfører at marginalkostnadene per billett blir veldig lave. Dette gjør at flere selskaper selger billige billetter for å fylle flyene, som igjen fører til et prispress på hele bransjen. I figur 4-4 over kan en se hvordan lønnsomheten i de forskjellige segmentene har falt siden 2011.

Flybransjen har også høye exit-kostnader, ettersom flyene har liten alternativ anvendelse. Det vil si at et flyselskap ofte finner det hensiktsmessig å fly ruter med tap, hvis alternativet hadde vært å ha flyene på bakken som igjen fører til høyere konkurranse og lavere marginer for bransjen.

Videre kunne en ha delt opp konkurransen til den enkelte rute. For eksempel er det høy konkurranse på ruten Stavanger- Oslo, mens på andre ruter har Norwegian monopol og dermed kan ta monopolpriser. Hvis en skulle gjort dette ville det medført alt for detaljert analyse og ikke hensiktsmessig knyttet opp til kost-nytte analyse for å finne ut markedsverdien til Norwegian som er hensikten med oppgaven.

Konklusjonen er at konkurranseintensiteten er veldig høy i bransjen, der den er preget av lave marginer og mange konkurrenter.

Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Basert på offentlig tilgjengelig informasjon anser vi bransjen som lav til middels attraktiv. Vi forventer flere fusjoner, Joint Venture samarbeider og konkurser i tiden som kommer. Summen av dette kan føre til høyere marginer og bedre lønnsomhet for de gjenværende selskapene. Med dagens utsikter så kan kundene forvente seg videre lave priser og overkapasitet innad i Europa og økt forhandlingsmakt. Det er heller ingenting som tyder på at leverandørenes forhandlingsmakt skal bli svekket med det første. Substitutter er fremdeles ikke en stor trussel, men teknologi og økt klimabevissthet vil utgjøre en trussel på lang sikt. Er ikke stor trussel for nyetableringer så lenge ikke marginene i bransjen øker eller at de nyetablerte har funnet en lønnsom nisje. En bør imidlertid være oppmerksom på at bransjen de siste fem årene har levert avkastning over avkastningskravet som nevnt i presentasjonen av bransjen i kapittel 2.2. Det faktum at flybransjen er den bransjen med dårligst marginer ser ut til å bedres.

4.3 Internanalyse VRIO

VRIO – rammeverket går ut på å se på de interne ressursene til selskapet for å se om de har et varig konkurransefortrinn. For at en ressurs skal fordelaktig for selskapet må den være:

- (V) Verdifull, som vil si at produktet/tjenesten skaper verdi til konsumenten og muliggjør muligheter i markedet eller redusere trusler.
- (R) Sjelden, som vil si at ingen eller få konkurrenter besitter ressursen/kapasiteten.
- (I) Ikke imiterbar, som vil si at det er utfordrende og ressurskrevende for konkurrenter å kopiere eller anskaffe ressursen/kapasiteten.
- (O) Organisert, som vil si at virksomheten er organisert slik at den drar nytte av ressursen/kapasiteten.

I tillegg må selskapet klare å få verdi ut av de interne ressursene, for at det skal skape et konkurransefortrinn (Johnson, 2017). Oppgaven vil gå gjennom flere av Norwegian's ressurser for å kartlegge om Norwegian har en strategisk fordel i markedet. Det vil si at selskapet har en strategisk fordel hvis netto driftsrentabilitet er større enn bransjen.

4.3.1 Flyflåte

Som nevnt la Norwegian i 2012 den største flyordre i Europeisk historie da de la inn ordre på 222 fly fra Boeing og Airbus som i dag gjør at Norwegian har den yngste flyflåten i Europa med en gjennomsnittets alder på bare 3,8 år fordelt på sine 165 fly. Dette betyr dermed at de også har den grønneste, mest stillegående og effektive flyflåten som kan skape et varig

konkurransefortrinn, hvis de fornyer flyene etter hvert som de blir eldre (Norwegian, 2019e). Den unge flyflåten til Norwegian fører til store besparelser på vedlikehold, men også en bedre reiseopplevelse for passasjerene ettersom de nye flyene føles større på grunn av nytt designet og er mer stillegående. Den største effekten av de nye flyene er imidlertid at flyene er opptil 30 prosent mer drivstoffeffektive (Norwegian, 2019f). Ulempen med å ha nyeste flymodellene er at det følger en del «barnesykdom» som for eksempel har det vært omfattende problemer med motorene på Dreamlinerene (Grymer, 2017). Bjørn Kjos administrerende direktør i Norwegian har selv uttalt at han skulle ha ønsket at Boeing hadde produsert et par hundre fly før Norwegian mottok flyene (Andersen, 2014). Dette er problemer som anses som kortsiktige, men per dags dato har det kostet Norwegian betydelig med penger på grunn av forsinkelser og tapt omdømme. Ved levering av de nye flytypene Airbus A321LR og Boeing MAX flyene kan det diskuteres om det kan oppstå uventede problemer som føre til problemer også på mellomlang sikt. Videre kan større flyflåte bidra til mer fleksibilitet og mindre kanselleringer, ettersom selskapet kan flytte flyene som ikke er i rute, skulle det oppstå problemer med en flytype. Dette føre til at Norwegian slipper å betale høye gebyrer til passasjerer som nevnt i PESTEL-analysen.

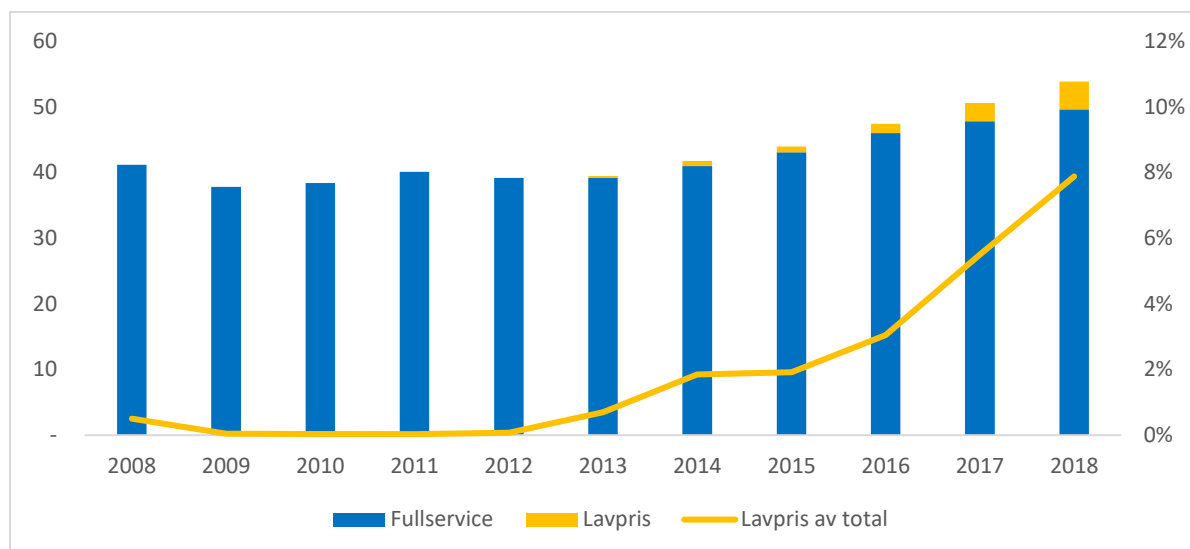
Oppsummert når vi summere alle fordeler og ulemper med flyflåten anser vi flyflåten som en av de viktigste konkurransefordelene til Norwegian. En kan diskutere om denne ressursen har potensial til å skape et varig konkurransefortrinn ettersom det i teorien er bare for konkurrentene å bestille inn nye fly og fase ut de gamle. Så enkelt er det dessverre ikke. Både Boeing og Airbus har fulle ordrebøker de nærmeste årene og en ny ordre fra konkurrenter må stille seg i kø bak Norwegian som har forhåndsrett til leveranse (Boeing, 2019). Dette gjør at Norwegian kan havne i den posisjon at de kan selge fly med fortjeneste videre til andre selskaper (K. W. o. M. Lorentzen, 2018). Videre har listepreisen på flyene gått opp siden Norwegian la inn sin ordre i 2012. Konklusjonen ender på at flyflåten til Norwegian er et konkurransefortrinn av kort til mellomlang varighet, ettersom den er sjeldent per dags dato, Norwegian har organisert seg slik at de drar nytte av den unge flåten og den skaper verdi til selskapet, men er bare kort til mellomlangsiktig, ettersom konkurrentene vil modernisere sine flåter tilsvarende over tid dermed er den imiterbar.

4.3.2 Forretningsmodell

Norwegian har vært det ledende lavkostflyselskapet på transatlantisk ruter og har i dag 5 % av markedsandelen mellom EU-US (CAPA, 2018b). Norwegian er nå det største ikke-amerikanske operatøren på transatlantiske ruter på flyplassene i New York og nest størst ikke-

amerikansk operatøren i Los Angeles. Som vi kan se på figuren nedenfor, har lavkostflyselskaper hatt en enorm utvikling på transatlantiske ruter fra nesten ingen markedsandel i 2012 til over 8 % i 2018, der Norwegian som nevnt står for 5 %.

Figur 4-5 Markedsandel transatlantiske flyvninger for fullkostselskapene og lavprisselskapene målt i antall seter (CAPA, 2018b)



Veksten er et resultat av forretningsmodellen til Norwegian der strategien er å fly drivstoffeffektive fly blant annet Boeings Dreamliner og 737 MAX, for å kunne tilby rimelige priser på ruter og dermed presse ut eksisterende flaggbærere som flyr mindre drivstoffeffektive fly. I tillegg vil den lave passasjerkapasiteten på flyene åpne opp for mindre ruter, der det med gamle store flyene ikke var lønnsomt å operere med transatlantiske ruter, men som nå kan vise seg å være svært attraktive ruter. Videre går strategien ut på å ikke ha for mange ulike klasser på flyene, men hovedsakelig konsentrere seg om økonomiklassen og ha hyppige avganger og lave priser slik at konsumentene som ikke vurderte å fly, nå vurderer å gjøre dette på grunn av prisen. Historisk har bussness klassen vært den desidert mest lønnsomme både med tanke på total inntekt og på utnyttelse av flyene (Tom, 2018), men med nyvingene Dreamliner og 737 MAX kan vi se et skifte der økonomiklassen og smalbuksfly over atlanten blir et konkurransefortrinn.

Det er foreløpig for tidlig å si om strategien til Norwegian vil være lønnsom, men Norwegian har vunnet beste lavprisflyselskap for langdistanse fire år på rad, så har befestet sin posisjon som det ledende lavprisflyselskapet innen langdistanse (Norwegian, 2019e). Videre hvis Norwegian får lov å fly Sibirkorridoren vil dette medføre en bedre utnyttelse av flyflåten ved å fly til de asiatiske landene i vintersesongen, da etterspørselen er vesentlig større her i vintersesongen enn den er til USA som igjen vil øke marginene (NTB, 2019).

Videre anser vi Norwegians langdistanse-lavkostmodell som et konkurransefortrinn ettersom det vil være vanskelig for allerede etablerte fullserviceflyselskaper å imitere denne forretningsmodellen med tanke på fullserviceflyselskapenes flyflåte, grad av service osv. Største trusselen her vil være allerede etablerte lavkostflyselskaper som kopierer forretningsmodellen til Norwegian hvis de ser at strategien er lønnsom. Fordelen Norwegian eventuelt vil ha ovenfor potensielle konkurrentene er at de da har bygget opp en kundebase, og har fått tilpasset rutenettverket til de mest optimale rutene. Dette kan føre til at Norwegian oppnår en varig konkurransefordel og i fremtidsregnskapet vil vi kalkulere at Norwegian dermed har en strategisk fordel ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet, ved at de oppnår bedre driftsmarginer enn bransjesnittet.

4.3.3 Merkevare

Norwegian har vunnet prisen for Europas beste lavprisselskap for sjette året på rad og verdens beste lavprisselskap på langdistanseruter for fjerde året på rad av SkyTrax World Airline, den mest anerkjente og prestisjefylte prisen i flybransjen (Norwegian, 2018c). I tillegg har Norwegian vunnet en rekke andre priser, som for eksempel årets flyselskap av CAPA (CAPA, 2017). Dette gjør at i Europa og resten av verden har Norwegian et svært godt omdømme som et pålitelig lavkostflyselskap. Dette kan skape et varig konkurransefortrinn. Ettersom et godt omdømme skaper tillit, tiltrekker flere kunder og beholder dyktige ansatte. Videre gjør det selskapet mer robuste i krisesituasjoner og bidrar til økt lønnsomhet og vekst (Nerdrum, 2019).

Merkenavn i flybransjen fungerer mer som en grunnmur enn en motivasjonsfaktor. Så lenge merkevaren ikke er forbundet med lavere sikkerhet, tapt bagasje og ofte forsinkelser, vil pris fortsatt være den desidert viktigste faktoren ved valg av flyselskap for fritidsreisene (Matre, 2015). Dette gjelder først og fremst for nordmenn, i utlandet kan omdømme spille en større rolle (ANB, 2015). Et eksempel på dårlig omdømme var Malaysia Airlines som skiftet navn ettersom navnet var negativt assosiert med ulykkene i 2014 som krevde 522 menneskeliv og 2 fly (Moholdt, 2015). Avslutningsvis score SAS som er Norwegian sin hovedkonkurrent, bedre på omdømmekåringer internt i det skandinaviske markedet, men ikke av vesentlig betydning. (Apeland, 2016).

Oppsummert anses ikke Norwegians merkevare som et varig konkurransefortrinn for selskapet ettersom merkenavn stadig har mindre betydning i flybransjen og det faktum at SAS sitt omdømme er betraktelig bedre enn Norwegian sitt og oppfyller dermed hverken kriteriene sjeldent, imiterbart eller verdifullt.

4.3.4 Finansiering

Den amerikanske statelige eksportbanken EX-IM Bank (The Export-Import Bank of the United States) står som garantist av deler av Norwegians kjøp av de 122 nye Boeing flyene. Det har gjort at investeringene i flyflåten har blitt vesentlig rimeligere (Framstad, 2017). Ordningen har vært en stor fordel for Norwegians sin vekst på transatlantiske flyvninger. Ettersom ordningen gjelder for selskaper utenfor USA og de amerikanske flyselskapene har dermed ikke samme fordel. Ordningen går ut på at Norwegian kan låne kapital av banker til finansiering av flyene, der EX-IM Bank er sikkerhetsstiller/kausjonist for lånene. Dette gjør at rentebetingelsene blir betraktelig bedre noe som igjen påvirke resultatet positivt i form av lavere rentekostnader som er en vesentlig finanspost (Hustadnes, 2015).

Bruken av eksportkreditter har vært vesentlig for at Boeing skal være konkurransedyktig opp mot Airbus som også har tilsvarende garantiordninger. Det har vært mye diskusjoner om ordningen har vært brukt til det som var hensikten, nemlig å hjelpe små og mellomstore amerikanske selskaper med eksport. Når realiteten er at nesten 80% av midlene går til å hjelpe utenlandske flyselskaper med å kjøpe Boeing fly. Det er dermed blitt diskutert om ordningen skal fjernes. Usikkerheten har tvunget Norwegian til å se på alternativ finansiering og er ikke lenger like vesentlig for Norwegian (Christensen, 2014). Samtidig har ikke ordningen vært sjelden, ettersom alle flyselskapene har hatt mulighet til å benytte seg av denne finansieringsmetoden. Dermed blir konklusjonen at finansiering ikke er et varig konkurransefortrinn for Norwegian.

Oppsummert har Norwegian hatt konkurransefortrinn ovenfor de amerikanske flyselskapene gjennom eksportgaranti. Konkurransefortrinnet forventes imidlertid å være forbigående. Samtidig vil eventuelt nedleggelse av eksportbanken EX-IM Bank føre til at de andre europeiske flyselskapene ikke vil få samme finansieringsfordel som Norwegian hadde når de fornyet sin flyflåte.

4.3.5 Oppsummering

Resultatet fra VRIO-analysen tilsier at Norwegian har et konkurransefortrinn i flyflåte på kort til mellomlang sikt, men på lang sikt forventes det ikke at konkurransefortrinnet vedvarer. Ettersom konkurrentene vil oppdatere flyflåtene sine tilsvarende. Merkevarerne anses ikke som et konkurransefortrinn, men mer som en konkurranseulempe om en ikke har et godt omdømme. Forretningsmodellen forventes å gi et varig konkurransefortrinn ettersom Norwegian er den største lavpris langdistanse selskapet, og en får dermed opparbeidet seg en kundebase før

eventuelle konkurrenter entrer markedet. Finansieringen gir heller ikke et konkurransefortrinn på lang sikt.

4.4 Oppsummering av strategiske analysen med SWOT-analyse

Resultatene fra den strategiske analysen oppsummeres ved en SWOT-analyse. SWOT-analyse er et strategisk verktøy som viser selskapets styrker, svakheter som er de interne forholdene, og muligheter og trusler som er de eksterne faktorene (Johnson, 2017). Porters fem konkurransekrefter og PESTEL-analysen dekker i all hovedsak de eksterne forholdene som vil si muligheter og trusler. Mens VRIO-analysen fokuserer på de interne forholdene som vil si styrker og svakheter i SWOT-analysen.

Figur 4-6 SWOT-analyse av Norwegian



Oppsummert fant vi ut at bransjen ikke er særlig attraktiv og Norwegian ikke heller har noen særlig vesentlig konkurransefortrinn på de fleste parameterne. Unntaket var ved analyse av forretningsmodellen da langdistansesatsningen, der det anses at Norwegian vil ha et varig konkurransefortrinn og dermed senere rentabilitet utover bransjegjennomsnittet. Videre vil svak positiv makroøkonomisk utvikling bidra til økt etterspørsel og litt høyere marginer for hele bransjen.

5 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet gjennomgår vi den kvantitative regnskapsanalysen. Regnskapsinformasjonen er et historisk overblikk over den økonomiske situasjonen i selskapet gjennom analyseperioden. Det er flere metoder for regnskapsanalyse, men ettersom vi skal undersøke børskursen til Norwegian tar vi utgangspunkt i en investororientert analyse. Hensikten med analysen er at den skal forklare nøkkel/forholdstall og sammenhengen mellom de ulike regnskapstallene (Hoff, Pedersen, & Sanne, 2015).

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Ved utarbeidelse av regnskapsanalysen må det gjøres noen praktiske avgrensninger på bakgrunn av oppgavens kompleksitet og informasjonstilgangen. Dette innebærer avgrensning av analyseperiode, analysenivå og komparative selskapene.

5.1.1 Analyseperiode

Ved valg av analyseperiode bør en ifølge Damodaran (2012a) ta utgangspunkt i virksomhetens livssyklus. Er bedriften i oppstart/vekstfasen bør en ha lang analyseperiode, er selskapet i en stabil fase trenger en ikke å benytte en lang analyseperiode. Grunnen er fordi historisk regnskapstall vil være av mindre betydning for dagens situasjon når virksomheten har vært gjennom en høy vekstperiode som ikke kan vedvare i fremtiden. Imidlertid vil en for kort analyseperiode gi et mindre og mer volatilt grunnlag å bygge analysen på, dermed er det svakhet også med kort analyseperiode. Videre så er Norwegian i en syklisk bransje (Eikeland, 2012) og dette taler for at en bør analysere sykliske bransjer over en viss tid for å ta hensyn til både oppgang- og nedgangskonjunkturer.

Norwegian har vært gjennom en formidabel vekstperiode de siste årene. Veksten antas nå å være avtakkende som vil føre Norwegian inn i en mer stabil periode (Norwegian, 2019d). Det er nå Norwegian skal begynne å høste frukten av denne veksten og vise til bedre lønnsomhet. Utfra at Norwegian har hatt stor vekst siste årene og gått inn i flere nye markeder, vil eldre regnskapstall være mindre representative for dagens situasjon og ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. For analysen blir det derfor brukt en mellomlang analyseperiode fra 2014-2018 sett på som det mest hensiktsmessige.

5.1.2 Analysenivå

Videre bør en avgjøre om Norwegian skal analyseres samlet eller om hvert forretningsområde skal analyseres individuelt. Dersom et selskap har svært forskjellige forretningsområder er det mest hensiktsmessig å analysere disse individuelt gitt at det finnes tilstrekkelig med

regnskapsinformasjon tilgjengelig (Kaldestad & Møller, 2016). I vårt tilfelle har Norwegian et bredt spekter av forretningsområder som er hovedsakelig knyttet til flyvirksomheten. Forretningsområdene oppgaver varierer fra passasjertransport, markedsføring, drift av fordelsprogram til kommersielle fraktvirksomhet og mye mer. Selv om det kan argumenteres for at noen av disse forretningsområdene er nokså ulike, mener vi at i all hovedsak går under kjernevirksomheten som er å være et kommersielt flyselskap. Videre er de fleste datterselskapene organisert som vanlige aksjeselskaper som ikke er børsnoterte og dermed er det begrenset regnskapsinformasjon som nevnt i kapittel 1.3. Dermed anser vi det som hensiktsmessig å analysere Norwegian samlet og ikke hvert forretningsområde individuelt.

Neste steg blir å avgjøre hvorvidt det samlede regnskapet skal analyseres på konsern eller enhetsnivå. Formålet med konsernregnskap er å vise konsernets virksomhet som en økonomisk enhet. Der alle interne transaksjoner er fjernet og dermed gir dette et mer detaljert bilde av virksomheten til Norwegian enn det ville vært hvis vi valgte å analysere på selskapsnivå. I tillegg har vi som nevnt valgt å analysere de komparative selskapene på konsernnivå. På bakgrunn av dette velger vi å analysere konsernregnskapet til Norwegian.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

Som målestokk for Norwegian sine finansielle resultater har vi tatt utgangspunkt i et bransjegjennomsnitt basert på konsernregnskapstallene til to fullserviceflyselskap som er SAS og Lufthansa, og to lavprisflyselskap som er Ryanair og EasyJet samt Norwegian selv. Den komparative bransjen består dermed av dominerende aktører, mindre aktører i vekst og mellomstore etablerte aktører som vi anser representerer den europeiske bransjegjennomsnittet på en hensiktsmessig måte. Utdypning av valg av komparativ bransje står eventuelt mer detaljert i kapittel 2.4. I forlengelse av dette kunne en argumentert at vi ikke burde ha tatt med Norwegians sine egne tall i utarbeidelsen av bransjesnittet ettersom det blir fare for at selskapet sammenlignes med seg selv. Norwegian har hatt en utrolig vekst siste årene, men er fremdeles en liten aktør sammenlignet med de andre selskapene så vi konkluderte at det var mest hensiktsmessig å ta med Norwegian i utarbeidelsen av bransjegjennomsnittet. Videre vil regnskapstall alltid bli sett opp mot resultatene fra den strategiske analysen og eventuelt justert skulle det være store avvik.

Bransjegjennomsnittet skal benyttes når vi skal gjennomføre forholdstallanalyse for å se hvordan Norwegian gjør det i forhold til sine viktigste konkurrenter og hvordan vi forventer at utviklingen vil fortsette utfra den strategiske analysen.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I dette avsnittet vil vi presentere resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for hele konsernet i perioden 2014-2018. Tallene vil være grunnlag for vår analyse. Vi vil ta utgangspunkt i de nyeste tallene som er tilgjengelig, det vil si bruke 2015 regnskapet for regnskapstallene for 2014 osv. Vi har markert tallene slik at de skilles mellom drift, finans og unormale poster, slik at vi får et mer «normalisert» bilde av selskapets profitt, som er bedre tilpasset et investorperspektiv (Penman, 2013).

Tabell 5-1 Resultatregnskap for Norwegian i perioden 2014-2018

| NOK (1000) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Passasjertransport | 16 254 622 | 18 505 762 | 21 095 595 | 24 719 100 | 32 560 100 |
| + Tilleggsinntekter | 2 727 439 | 3 275 289 | 3 928 978 | 4 822 500 | 6 266 600 |
| + Tredjepartinntekter | 557 978 | 702 494 | 925 981 | 1 406 700 | 1 438 900 |
| + Andre gevinster og inntekter (inkl. salg av eiendeler) | - | 7 603 | 103 971 | - | - |
| = Inntekter | 19 540 039 | 22 491 148 | 26 054 525 | 30 948 300 | 40 265 600 |
| - Personalutgifter | 3 208 987 | 3 433 703 | 3 971 412 | 5 316 300 | 6 664 600 |
| - Salg og distribusjon | 469 111 | 612 286 | 758 689 | 946 100 | 878 500 |
| - Drivstoff | 6 321 053 | 5 184 475 | 5 052 906 | 7 339 200 | 12 562 200 |
| - Flyplassavgifter | 2 723 910 | 2 949 313 | 3 303 841 | 3 760 100 | 4 373 000 |
| - Håndtering | 1 854 844 | 2 336 785 | 2 995 608 | 3 685 200 | 5 200 500 |
| - Teknisk vedlikehold | 1 290 035 | 1 716 547 | 1 864 985 | 2 706 500 | 3 493 700 |
| - Andre operasjonskostnader | 1 049 577 | 1 263 185 | 1 519 111 | 1 551 600 | 2 102 100 |
| - Andre flykostnader | 855 231 | 826 391 | 1 206 447 | 2 127 900 | 1 825 900 |
| - Netto tap på virkelig verdi av derivater på kurs og drivstoffpris | 489 476 | 1 013 248 | -592 397 | 306 000 | 994 100 |
| - Netto tap på salg av anleggsmidler | - | - | - | -159 000 | - |
| - Valutatap/gevinst på veksling arbeidskapital i utenlandsk valuta | 94 275 | -539 098 | 15 844 | -580 200 | - |
| - Leasingkostnader | 1 845 940 | 2 213 251 | 2 841 859 | 3 889 700 | 4 354 100 |
| Totale driftskostnader | 20 202 439 | 68 231 | 22 938 305 | 30 889 400 | 42 448 700 |
| = EBITDA | -662 400 | 1 481 062 | 3 116 220 | 58 900 | - 2 183 100 |
| - Avskrivning og amortisering | 748 138 | 1 133 287 | 1 295 825 | 1 405 100 | 1 667 600 |
| - Nedskrivning av eiendeler holdt for salg | - | - | - | 655 900 | - |
| = EBIT (driftsresultat) | -1 410 538 | 347 775 | 1 820 395 | -2 002 100 | - 3 850 700 |
| + Renteinntekter | 51 681 | 74 181 | 43 623 | 71 300 | 117 500 |
| - Rentekostnader | 302 653 | 463 348 | 685 990 | 958 600 | 1 159 500 |
| - Valutatap/gevinst | 36 948 | -26 503 | -116 476 | - | - |
| - Andre finanskostnader/inntekter | -13 781 | 13 514 | -1 035 | 35 300 | 2 273 900 |
| + Resultatandel tilknyttede selskaper | - | - | 2 417 | 291 900 | 128 500 |

| | | | | | |
|---|-------------------|----------------|------------------|--------------------|--------------------|
| + Resultatandel tidligere tilknyttede selskaper | 57 631 | 103 441 | 210 384 | - | - |
| = EBT (resultat før skatt) | -1 627 046 | 75 038 | 1 508 340 | -2 562 200 | - 2 490 300 |
| - Skattekostnad | -557 284 | -171 114 | 373 353 | 768 500 | 1 036 000 |
| = Årsresultat | -1 069 762 | 246 152 | 1 134 987 | - 1 793 700 | - 1 454 300 |
| + Annen OCI | -1 158 | - | 1 232 | -3 000 | |
| + Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg | - | - | - | - | - 772 000 |
| + Andel av OCI-tilknyttede selskaper | - | - | - | - | 22 000 |
| + Valutakursdifferanse fra utenlandsk drift og konsern | 467 359 | 421 093 | -104 313 | -127 033 | 347 900 |
| + Valutakursdifferanse ikke-kontrollerende eierinteresser | - | - | 1 189 | -2 000 | 1 000 |
| + Estimatavvik pensjon | -52 493 | 44 533 | 24 452 | -43 035 | 2 700 |
| = Totalresultat | -656 054 | 711 778 | 1 057 547 | -1 968 768 | -1 852 700 |

Som en kan se fra inntektspostene har Norwegian hatt en kraftig vekst de siste årene. Der driftsinntektene har mer enn doblet seg fra 2014 til 2018. Inntektene i konsernet stammer hovedsakelig fra passasjerinntekter, men også fra tilleggsinntekter. Tilleggsinntektene omfatter salg av tjenester som setereservasjon, innsjekket bagasje, mat om bord osv. Tilleggsinntektene har i perioden økt mer i andel av totale driftsinntekter enn passasjerinntekter. Som samsvarer med lavprismodellen. Dette er også positivt ettersom det er høyere bruttofortjeneste på tilleggsinntektene (Bender, 2014).

Veksten til Norwegian har kostet dyrt, og den store inntektsveksten har enda ikke blitt gjenspeilet i resultatet. Som har vært negativt i 2014, 2017 og 2018. Noe av grunnen til de negative resultatene har ifølge selskapet vært hard konkurranse, høyere oljepris, kostbar vekst og for mange ruter med lav lønnsomhet i tillegg til motorproblemer på Dreamliner-flyene (Marius Lorentzen 2019).

I tabell 5-2 vil vi presentere balansen til Norwegian. Tallene er hentet fra prospektet utgitt i forbindelse med emisjonen, tallene fra 2018 er ikke reviderte.

Tabell 5-2 Balanseregnskap for Norwegian i perioden 2014-2019

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| EIENDELER | | | | | |
| Anleggsmidler | | | | | |
| Immaterielle eiendeler | 206 826 | 206 675 | 198 260 | 201 383 | 212 284 |
| Utsatt skattefordel | 518 915 | 593 626 | 241 499 | 1 018 927 | 2 673 821 |
| Fly, deler og installasjoner på leide luftfartøy | 12 527 932 | 18 507 706 | 22 571 775 | 25 861 883 | 31 064 216 |
| Utstyr og inventar | 83 687 | 79 508 | 88 361 | 90 458 | 211 374 |
| Bygninger | 252 236 | 285 674 | 283 236 | 279 462 | 269 437 |
| Leaset utstyr | 19 234 | | | | |
| Investeringer i finansielle derivater | | | 114 476 | 31 016 | 3 454 |
| Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg | 82 689 | 82 689 | 82 689 | 2 689 | 2 689 |
| Investeringer i tilknyttet virksomhet | 223 594 | 328 127 | 609 110 | 832 561 | 70 338 |
| Forhåndsbetaling til flyprodusenter | 4 102 664 | 5 939 281 | 7 156 303 | 5 219 372 | 8 561 329 |
| Andre fordringer | 421 060 | 501 811 | 623 606 | 789 974 | 1 139 676 |
| Sum anleggsmidler | 18 438 837 | 26 525 097 | 31 971 331 | 34 327 725 | 44 208 618 |
| Omløpsmidler | | | | | |
| Eiendeler holdt for salg | | | | | 850 610 |
| Varelager | 82 851 | 104 141 | 102 465 | 101 890 | 167 344 |
| Kundefordringer | 2 173 522 | 2 550 716 | 3 013 978 | 4 357 571 | 6 752 598 |
| Kortsiktige finansielle investeringer | | | 353 246 | 615 707 | 32 646 |
| Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg | | | | 80 000 | 2 051 791 |
| Kontanter og kontantekvivalenter | 2 011 139 | 2 454 160 | 2 323 647 | 4 039 776 | 1 921 683 |
| Sum omløpsmidler | 4 267 512 | 5 109 017 | 5 793 336 | 9 194 944 | 11 776 672 |
| Sum eiendeler | 22 706 349 | 31 634 114 | 37 764 667 | 43 522 669 | 55 985 290 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | | | | | |
| Egenkapital | | | | | |
| Aksjekapital | 3 516 | 3 576 | 3 576 | 3 576 | 4 544 |
| Overkurs | 1 093 549 | 1 231 631 | 1 231 631 | 1 231 631 | 2 686 659 |
| Annen innskutt egenkapital | 87 221 | 94 362 | 110 621 | 127 769 | 132 866 |
| Fond for vurderingsforskjeller | | | | | - 771 718 |
| Andre reserver | 455 099 | 876 192 | 773 112 | 641 437 | 1 011 665 |
| Opptjent egenkapital | 468 866 | 759 550 | 1 919 266 | 81 666 | - 1 376 863 |
| Sum egenkapital for majoritetseiere | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 038 206 | 2 086 079 | 1 687 153 |
| Minoritet | | | 10 770 | 12 328 | 17 297 |
| Sum egenkapital | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 048 976 | 2 098 407 | 1 704 450 |
| Langsiktig gjeld | | | | | |
| Pensjonsforpliktelser | 201 883 | 134 516 | 107 379 | 149 661 | 146 523 |
| Avsetning til periodisk vedlikehold | 835 480 | 1 177 513 | 1 376 465 | 2 679 400 | 3 187 498 |
| Andre langsiktige forpliktelser | | 80 338 | 85 166 | 137 121 | 145 193 |

| | | | | | |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Utsatt skatt | 169 851 | | | | 614 467 |
| Langsiktige lån | 9 950 228 | 16 543 405 | 18 706 062 | 22 060 271 | 22 280 023 |
| Investeringer i finansielle derivater | | | 27 939 | | 38 104 |
| Forpliktelser for leaset utstyr | 3 227 | | | | |
| Sum langsiktig gjeld | 11 160 669 | 17 935 772 | 20 303 011 | 25 026 453 | 26 411 808 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 3 330 387 | 3 041 388 | 4 768 813 | 4 244 486 | 11 559 119 |
| Leverandørgjeld | 2 680 445 | 2 862 566 | 3 881 684 | 5 568 261 | 8 011 842 |
| Uopptjent inntekt fra billettsalg | 2 965 427 | 4 014 428 | 4 666 212 | 6 493 615 | 6 907 267 |
| Investeringer i finansielle derivater | 458 958 | 782 523 | 86 306 | 41 819 | 1 359 439 |
| Betalbar skatt | 2 210 | 32 123 | 7 650 | 49 629 | 31 366 |
| Sum kortsiktig gjeld | 9 437 427 | 10 733 028 | 13 410 665 | 16 397 810 | 27 869 033 |
| Sum gjeld | 20 598 096 | 28 668 800 | 33 713 676 | 41 424 263 | 54 280 841 |
| Sum egenkapital og gjeld | 22 706 347 | 31 634 111 | 37 762 652 | 43 522 670 | 55 985 291 |

Som en kan se har balansesummene til Norwegian vokst enormt de siste årene. Dette har ført til et sterkt press på egenkapitalen i selskapet, ettersom de store investeringene er finansiert med fremmedkapital. Som en kan se i tabell 5-3 har gjeldsgraden gått fra 9,77 i 2014 til 31,85 i 2018, samtidig som egenkapitalandelen har gått helt ned til 3,04%. Eiendelene har på fire år gått fra 22 milliarder til nesten 56 milliarder.

Tabell 5-3 Gjeldsgrad og egenkapitalandel for Norwegian

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Gjeldsgrad | 9,77 | 9,67 | 8,33 | 19,74 | 31,85 |
| Egenkapitalandel | 9,28 % | 9,37 % | 10,72 % | 4,82 % | 3,04 % |

5.3 Omgruppering for analyse

Norwegian rapporterer etter International Financial Reporting Standards (IFRS). Ettersom IFRS er som nevnt tidligere kreditororientert og det er dermed nødvendig å omgruppere regnskapstallene til et investororientert perspektiv før analysen kan utføres. I omgrupperingen vil vi fordele postene i resultatregnskapet på drift og finans. Dette gjør vi fordi verdiskapningen i selskapet kommer fra driften, og det er dermed viktig å skille ut postene for å analysere lønnsomheten i driften og gjeldskostnaden gjennom finanspostene. Videre vil vi også skille mellom normale og unormale poster for å gjøre prediksjonen av fremtiden enklere.

Det vil også bli skillet mellom drift og finans i det omgrupperte balanseregnskapet. Ettersom driftseiendeler og gjeld bidrar til verdiskapning i driften, mens finanseieendeler og gjeld bidrar til det finansrelaterte resultatet.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap

Vi har tatt utgangspunkt i Kjell Knivsflå (2019g) sitt rammeverk for omgruppering av resultatregnskapet, som er delt i fire steg.

1. Identifisere det fullstendige resultatet
2. Fordel fullstendig nettoresultat
3. Identifisere normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnaden

Steg 1 – Identifisere fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat er gitt ved:

$$\begin{aligned} & \textit{Fullstendig nettoresultat til EK} \\ & = \textit{Årsresultat} + \textit{Annet fullstendig resultat} + \textit{"dirty surplus"} \end{aligned}$$

En rapporterer etter IFRS totalresultat til egenkapitalen, men det kan av og til oppstå såkalte «dirty surplus». Dette er inntekter og kostnader i strid med kongurensprinsippet, og har blitt ført direkte mot egenkapitalen. Siden Norwegian fører etter IFRS, vil det som regel ikke eksistere noe «dirty surplus» da disse vil bli ført under posten «annet fullstendig resultat». Det er imidlertid noen inntekter og kostnader som kan bli ført direkte mot egenkapital for eksempel emisjonskostnader, diverse justeringer og prinsippendringer (Knivsflå, 2019e). «Annet fullstendig resultat» inneholder gevinst og tapsposter som ikke føres direkte i resultatregnskapet som for eksempel tap og gevinst på kontantstrømsikringer og valutasikringer (Institute, 2019).

I den valgte perioden fra 2014 til 2018 var det som forventet ikke såkalte «dirty surplus» i regnskapet til Norwegian. Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen blir dermed lik totalresultatet i perioden. I tabell 5-5 kan en se hvordan dette har påvirket egenkapitalen til Norwegian.

Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen Norwegian

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Rapportert Årsresultat | -1 069 762 | 246 152 | 1 134 987 | -1 793 700 | -1 454 300 |
| + Annet fullstendig resultat | 413 708 | 465 626 | -77 440 | -175 068 | -398 379 |
| = Rapportert totalresultat | -656 054 | 711 778 | 1 057 547 | -1 968 768 | -1 852 679 |
| + Driftsrelatert «dirty surplus» | - | - | - | - | - |
| + Finansrelatert «dirty surplus» | - | - | - | - | - |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | -656 054 | 711 778 | 1 057 547 | -1 968 768 | -1 852 679 |

Tabell 5-5 Endring i egenkapitalen Norwegian

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Egenkapital 01.01 | 2 749 829 | 2 093 774 | 2 970 136 | 4 144 161 | 2 175 378 |
| + Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | -656 055 | 738 280 | 1 174 025 | -1 968 783 | -1 852 679 |
| - Betalt utbytte | - | - | - | - | - |
| + Netto kapitalinnskudd | - | 138 082 | - | - | 1 455 995 |
| = Egenkapital 31.12 | 2 093 774 | 2 970 136 | 4 144 161 | 2 175 378 | 1 778 694 |

Steg 2 – Fordele fullstendig nettoresultat

En må så fordele fullstendig nettoresultat på alle «kapitaler» i balansen slik at alle får sitt resultat før skatt. Dette må gjøres for å finne kilden til resultatet og klargjør hvordan resultatet er fordelt på finanskostnader, skattekostnader, minoritetsresultat og resultat til egenkapital (Knivsflå, 2019e).

Resultat fra tilknyttet og felleskontrollerte selskaper

Tilknyttet selskap er normalt selskap der en har en eierandel på 20-50 prosent. Resultat fra tilknyttet og felleskontrollerte selskaper skal normalt inngå i driftsresultatet ettersom dette ofte er investeringer og som er nært tilknyttet til driften i morselskapet. Er derimot investeringen pengeplassering vil det inngå i finansresultatet (Knivsflå, 2019e).

Norwegian har en eierandel i Bank Norwegian på 16,40% (Redaksjonen, 2019). Bank Norwegian er en finansiell institusjon som tilbyr forbrukslån og kredittkort. Bankens kunder kan tjene opp Cashpoints som kan brukes til å betale flyreiser hos Norwegian. Samtidig har Bank Norwegian en avtale med Norwegian om bruk av merkenavnet Norwegian. Norwegian blir kompensert for bruk av merkevaren og for salg av Cashpoints. I tillegg har Norwegian en eierandel på 50% i OSM Aviation Ltd som driver med utleie av mannskap til Norwegian og andre selskaper.

Til sammen var inntektene fra disse to selskapene på 128 millioner i 2018 (Norwegian, 2019d). Ettersom OSM Aviation leier mannskap til Norwegian vil dette klart være knyttet mot driften og følgelig inngå i driftsregnskapet. Bank Norwegian er klassifisert som en finansiell investering av Norwegian i henhold til IFRS 9.

Dette ble endret i 2018 ettersom Norwegian mistet betydelig innflytelse i banken, etter at finanstillsynet mente Norwegian hadde bestemmende innflytelse i banken og styreleder i Norwegian og Bank Norwegian måtte slutte som styreleder i Bank Norwegian som følge av

dette (Høgseth, 2018). Vi anser imidlertid investeringen i Bank Norwegian som nært knyttet til driften ettersom den er en viktig del av lojalitetsprogrammet til Norwegian og gir selskapet tilgang på likvide midler. Inntektene fra de tilknyttete selskapene vil dermed inngå i driftsregnskapet.

Annet fullstendig resultat

Annet fullstendig resultat omfatter flere poster som må gjennomgås for å klassifiseres som drift eller finans. Posten estimatavvik pensjon er knyttet til driften ettersom det er nært knyttet opp mot lønnskostnadene.

Posten finansielle eiendeler tilgjengelig for salg kommer av endring i verdien på Bank Norwegian aksjene. Denne posten definerer vi som finansiell ettersom endringene i verdien i banken ikke har noen betydning på driften til Norwegian. Valutakursdifferanse fra utenlandsk drift og konsern oppstår som følge av at Norwegian driver et globalt selskap på tvers av landegrenser, ettersom dette er et resultat av driften anser vi denne posten som driftsrelatert.

Andre poster

Under andre finanskostnader/inntekter har Norwegian i 2018 en post på 2.274 millioner. Norwegian har ikke informert va denne posten inneholder, ettersom vi ikke har informasjon om denne posten har vi valgt å la den stå under finans.

Fullstendig drift og finansresultat før skatt

Tabell 5-6 Fullstendig driftsresultat før skatt 2014-2018

| NOK (1000) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsinntekter | 19 540 | 22 491 | 26 054 | 30 948 | 40 265 |
| | 039 | 148 | 525 | 300 | 600 |
| - Driftskostnader | 20 950 | 22 143 | 24 234 | 32 950 | 44 116 |
| | 577 | 373 | 130 | 400 | 300 |
| = Driftsresultat egen virksomhet | -1 410 538 | 347 775 | 1 820 395 | -2 002 100 | -3 850 700 |
| + Resultat fra driftstilknyttet selskaper | 57 631 | 103 441 | 212 801 | 291 900 | 128 500 |
| - Valutatap/gevinst | 36 948 | -26 503 | -116 476 | 0 | 0 |
| + Driftsrelatert annet fullstendig resultat | 413 708 | 465 626 | -77 440 | -175 068 | 373 621 |
| + Driftsrelatert dirty surplus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Fullstendig driftsresultat før skatt | -976 147 | 943 345 | 2 072 232 | -1 885 268 | -3 348 579 |

Tabell 5-7 Fullstendig finansresultat før skatt 2014-2018

| NOK (1000) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| Finansinntekter | 37 900 | 87 695 | 42 588 | 106 600 | 117 500 |
| - Finanskostnader | 288 872 | 476 862 | 684 955 | 993 900 | 3 433 400 |
| = Finansresultat | -250 972 | -389 167 | -642 367 | -887 300 | -3 315 900 |
| + Finansiell annet fullstendig resultat | | | | | -772 000 |
| + Driftsrelatert dirty surplus | | | | | |
| = Fullstendig finansresultat før skatt | -250 972 | -389 167 | -642 367 | -887 300 | -4 087 900 |

Steg 3: Identifisere normale og unormale poster:

Normalresultatet er relevant for fremtidsregnskapet og er dermed svært relevant for verdi og kredittvurdering av selskap. Varige, permanente eller normale poster er poster som er ventet å komme tilbake, og dermed er relevant for fremtiden. Unormale poster er engangsposter som virker inn på en eller noen få perioder og er dermed ikke relevant for fremtiden (Knivsflå, 2019e). Vi må derfor identifisere de normale og unormale postene. Vi har tatt utgangspunkt i regnskapet og notene årsrapportene i perioden i tillegg til prospektet i forbindelse med emisjonen 2019 for å identifisere de unormale og normale postene.

En kan argumentere for at resultat fra tilknyttet selskap ikke er unormalt, det er imidlertid vanskelig å predikere ettersom resultatene her svinger mye. Vi har dermed valgt å klassifisere dem som en unormal post. Videre har vi valgt å klassifisere de resterende finanspostene som unormale sett bort fra de rentebærende postene, ettersom det er noe uklart hva postene inkluderer i tillegg til at de varierer veldig over perioden. Valutasikring og sikring på drivstoff har vi også klassifisert som unormale ettersom postene er vanskelig å predikere for fremtiden og er lite konsistente i vår analyseperiode.

Videre er annet fullstendig resultat definert som unormalt. Se tabell 5-8 til 5-11 for resterende poster.

Tabell 5-8 Unormalt driftsresultat i perioden 2014-2018

| Unormalt driftsresultat | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| + Andre gevinster og inntekter (inkl. salg av eiendeler) | 0 | 7 603 | 103 971 | 0 | 0 |
| - Netto tap på virkelig verdi av derivater på kurs og drivstoffpris | 489 476 | 1 013 | -592 397 | 306 000 | 994 100 |
| - Netto tap på salg av anleggsmidler | 0 | 0 | 0 | -159 000 | 0 |
| - Valutatap/gevinst på veksling arbeidskapital i utenlandsk valuta | 94 275 | -539 098 | 15 844 | -580 200 | 0 |
| - Nedskrivning av eiendeler holdt for salg | 0 | 0 | 0 | 655 900 | 0 |
| + Driftsrelatert annet fullstendig resultat | 413 708 | 465 626 | -77 440 | -175 068 | 373 621 |
| + Resultat tilknyttet selskap | 57 631 | 103 441 | 212 801 | 291 900 | 128 500 |
| - Valutatap/gevinst | 36 948 | -26 503 | -116 476 | 0 | 0 |
| = Unormalt driftsresultat | -149 360 | 129 023 | 932 361 | -105 868 | -491 979 |

Tabell 5-9 Unormalt finansresultat i perioden 2014-2018

| Unormalt finansresultat | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------------|---------------|----------------|---------------|------------------|
| + Andre finansinntekter/kostnader | -13 781 | 12 988 | 117 513 | 35 285 | 2 273 900 |
| + Finansrelatert annet fullstendig resultat | 0 | 0 | 0 | 0 | -772 000 |
| = Unormalt finansresultat | -13 781 | 12 988 | 117 513 | 35 285 | 1 501 900 |

Tabell 5-10 Normalt driftsresultat

| Normalt driftsresultat | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|-----------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsinntekter | 19 540 039 | 22 483 545 | 25 950 554 | 30 948 300 | 40 265 600 |
| - Personalutgifter | 3 208 987 | 3 433 703 | 3 971 412 | 5 316 300 | 6 664 600 |
| - Salg og distribusjon | 469 111 | 612 286 | 758 689 | 946 100 | 878 500 |
| - Drivstoff | 6 321 053 | 5 184 475 | 5 052 906 | 7 339 200 | 12 562 200 |
| - Flyplassavgifter | 2 723 910 | 2 949 313 | 3 303 841 | 3 760 100 | 4 373 000 |
| - Håndtering | 1 854 844 | 2 336 785 | 2 995 608 | 3 685 200 | 5 200 500 |
| - Teknisk vedlikehold | 1 290 035 | 1 716 547 | 1 864 985 | 2 706 500 | 3 493 700 |
| - Andre operasjonskostnader | 1 049 577 | 1 263 185 | 1 519 111 | 1 551 600 | 2 102 100 |
| - Andre flykostnader | 855 231 | 826 391 | 1 206 447 | 2 127 900 | 1 825 900 |
| - Leasingkostnader | 1 845 940 | 2 213 251 | 2 841 859 | 3 889 700 | 4 354 100 |
| - Avskrivning og amortisering | 748 138 | 1 133 287 | 1 295 825 | 1 405 100 | 1 667 600 |
| = Normalt driftsresultat | -826 787 | 814 322 | 1 139 871 | -1 779 400 | -2 856 600 |

Tabell 5-11 Normalt finansresultat

| Normalt finansresultat | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| + Renteinntekter | 51 681 | 74 181 | 43 623 | 71 300 | 117 500 |
| - Rentekostnader | 302 653 | 463 348 | 685 990 | 958 600 | 1 159 500 |
| = Normalt finansresultat | -250 972 | -389 167 | -642 367 | -887 300 | -1 042 000 |

Steg 4: Fordeling av skattekostnader:

Det siste steget er å fordele skattekostnaden på alle resultatene. I regnskapet er skatten oppgitt som bare en post, selv om både finans og driftsposter har forskjellige skattemessige konsekvenser (Penman, 2013). For å få mest riktig nettoresultat vil skattekostnaden fordeles på normalt driftsresultat, unormalt driftsresultat, normal finansinntekt, normal finanskostnad og unormalt finansresultat (Knivsflå, 2019e). Skattesatsen i Norge har i perioden gått ned fra 27% i 2014 og til 23% i 2018 (Regjeringen, 2018c). Norwegian opererer internasjonalt og har dermed skattekostnader i forskjellige land, men for å gjøre det enklere har vi bare tatt hensyn til skattekostnaden i Norge.

Ettersom finanskostnader hovedsakelig består av rentekostnader bruker vi full skattekostnad for å beregne skatten i hele perioden på finanskostnader. Normal finansinntekt og unormalt finansresultat vil få en redusert effektiv skattesats som følge av uttaksmodellen i skatteloven der utbytte og aksjegevinst ikke er skattebelagt på selskapsnivå (Knivsflå, 2019e). Effektiv finansinntektsskattesats (fiss) er utregnet ved en forenkling, der en multipliserer selskapsskattesats med 2/3 for å få et estimat på fiss. Dette er gjort ettersom det er uklart hvor stor del av finansinntektene og unormalt finansresultat som er skattepliktig. Finansinntektsskatten følger i tabell 5-12, og skatt på finansinntekt, finanskostnad og unormalt finansresultat følger i tabell 5-13.

Tabell 5-12 Skattesats og fiss

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Selskapsskattesats | 0,27 | 0,27 | 0,25 | 0,24 | 0,23 |
| Finansinntektsskatt | 0,18 | 0,18 | 0,16 | 0,16 | 0,08 |

Tabell 5-13 Netto normalt og unormalt finansresultat

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Finansinntekter | 51 681 | 74 181 | 43 623 | 71 300 | 117 500 |
| - Finansinntektsskatt | 9 303 | 13 353 | 7 271 | 11 408 | 9 008 |
| = Netto finansinntekter | 42 378 | 87 534 | 50 894 | 82 708 | 126 508 |
| Finanskostnader | 302 653 | 463 348 | 685 990 | 958 600 | 1 159 500 |
| - Finanskostnadsskatt (Inntekt) | 81 716 | 125 104 | 171 498 | 230 064 | 266 685 |
| = Netto finanskostnader | 220 937 | 338 244 | 514 493 | 728 536 | 892 815 |
| Unormalt finansresultat | -50 729 | 39 491 | 233 989 | 35 285 | 2 273 900 |
| - Skatt på unormalt finansresultat | -9 131 | 7 108 | 38 998 | 5 646 | 174 332 |
| + Finansielt annet fullstendig resultat | 0 | 0 | 0 | 0 | -772 000 |
| + Finansielt DSP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Netto unormalt finansresultat | -41 598 | 32 383 | 194 991 | 29 639 | 1 327 568 |

For å beregne skatt på unormalt driftsresultat må vi beregne driftsskattesatsen. Driftsskattesatsen beregnes ut fra følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + f_{kss} * FK}{DR + UDR}$$

Uregning av driftsskattesats kan ses i tabell 5-14. Etter å ha funnet driftsskattesatsen kan en finne den normaliserte driftsskattesatsen ved å bruke gjennomsnittet eller median av driftsskattesatsen i analyseperioden. Den normaliserte driftsskattesatsen brukes til å beregne driftsrelatert skattekostnad. Ifølge Knivsflå (2019g) skal en bruke den minst ekstreme verdien av gjennomsnitt og median. Vi fikk en verdi på 19% ved gjennomsnitt og 27% ved bruk av median., der ingen av verdiene var spesielt ekstreme. Ettersom den oppgitte effektive skattesatsen til Norwegian i 2018 var på 29,33% ble gjennomsnittet på 27% valgt som beste estimat.

Tabell 5-14 Driftsskattesats

| Driftsskattesats | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|---------------------------------------|----------|----------|-----------|------------|------------|
| NSK | Normal skattekostnad | -557 284 | -171 114 | 373 353 | -768 500 | -1 036 000 |
| FI | Normale finansinntekter | 51 681 | 74 181 | 43 623 | 71 300 | 117 500 |
| UFR | Unormalt finansresultat | -50 729 | 39 491 | 233 989 | 35 285 | 2 273 900 |
| FK | Normale finanskostnader | 302 653 | 463 348 | 685 990 | 958 600 | 1 159 500 |
| DR | Normalt driftsresultat | -826 787 | 814 322 | 1 139 871 | -1 779 400 | -2 856 600 |
| UDR | Unormalt driftsresultat | -583 751 | -466 547 | 680 524 | -222 700 | -994 100 |
| DSS | Driftsskattesats | 0,35 | -0,15 | 0,32 | 0,27 | 0,16 |
| NDSS | Normalisert DSS (Gjennomsnitt) | 0,27 | 0,27 | 0,27 | 0,27 | 0,27 |
| DSS-NDSS | Unormal driftsskattesats | 0,16 | -0,42 | 0,04 | 0,00 | -0,11 |

Beregning av skatt på unormalt driftsresultat gjøres ved å bruke driftsskattesats. For å beregne skatt på normalt driftsresultat benyttes den unormale driftsskattesatsen. Unormal driftsskattesats er beregnet ved å trekke driftsskattesats fra normalisert driftsskattesats.

Tabell 5-15 Unormalt netto driftsresultat

| Unormalt netto driftsresultat | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Unormalt driftsresultat | -583 751 | -466 547 | 680 524 | -222 700 | -994 100 |
| - Skatt på unormalt driftsresultat | -204 442 | 70 100 | 215 544 | -60 533 | -155 927 |
| + Driftsrelatert dirty surplus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Driftsrelatert annet fullstendig resultat | 413 708 | 465 626 | -77 440 | -175 068 | 373 621 |
| - Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat | -64 827 | -343 698 | 51 201 | 0 | 328 399 |
| - Unormal skatt på normalt og unormalt resultat | -50 146 | -16 283 | -106 257 | -11 291 | -348 665 |
| = Unormalt netto driftsresultat | 149 373 | 288 961 | 442 596 | -325 944 | -444 287 |

Fordeling av skattekostnad

I tabell 5-16 er de ulike skattekostnadene og skatteinntektene presentert. De normale skattekostnadene vil være normal driftsskattecostnad, skatt på finansinntekter/finanskostnader, mens de øvrige skattepostene er unormale.

Tabell 5-16 Fordeling av skattekostnad

| Fordeling av skattekostnad | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-------------------|
| Normal driftsskattecostnad | -156 324 | 223 411 | 338 093 | -483 665 | -776 463 |
| + Skatt på finansinntekt | 9 303 | 13 353 | 7 271 | 11 408 | 9 008 |
| - Skatt på finanskostnad | 81 716 | 125 104 | 171 498 | 230 064 | 266 685 |
| + Skatt på unormalt driftsresultat | -204 442 | -343 698 | 51 201 | 0 | 328 399 |
| + Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat | -64 827 | 70 100 | 215 544 | -60 533 | -155 927 |
| +Skatt på unormalt finansresultat | -9 131 | 7 108 | 38 998 | 5 646 | 174 332 |
| + Unormal skattecostnad | -50 146 | -16 283 | -106 257 | -11 291 | -348 665 |
| = Rapportert skattecostnad | -557 284 | -171 114 | 373 353 | -768 500 | -1 036 000 |

Det endelige omgrupperte resultatregnskapet følger i tabell 5-17. En kan se fra det omgrupperte resultatet at driftsresultatet ikke er like negativt som det var før omgrupperingen. Dette forteller oss hvor mye penger Norwegian egentlig taper på selve driften, og hvor mye de taper på unormale hendelser.

Tabell 5-17 Omgruppert resultatregnskap

| NOK (1000) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|----------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsinntekter | 19 540 039 | 22 491 148 | 26 054 525 | 30 948 300 | 40 265 600 |
| - Driftskostnader | 20 366 826 | 21 669 223 | 24 810 683 | 32 727 700 | 43 122 200 |
| = Driftsresultat fra egen virksomhet | -826 787 | 821 925 | 1 243 842 | -1 779 400 | -2 856 600 |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | -224 732 | 223 411 | 338 093 | -483 665 | -776 463 |
| = Netto Driftsresultat fra egen virksomhet | -602 055 | 598 514 | 905 749 | -1 295 735 | -2 080 137 |
| + Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet | 57 631 | 103 441 | 212 801 | 291 900 | 128 500 |
| = Netto driftsresultat | -544 424 | 701 955 | 1 118 550 | -1 003 835 | -1 951 637 |
| + Netto finansinntekt | 42 378 | 87 534 | 50 894 | 82 708 | 126 508 |
| =Nettoresultat til sysselsatt kapital | -502 045 | 789 489 | 1 169 443 | -921 127 | -1 825 128 |
| - Netto finanskostnad | 220 937 | 338 244 | 514 493 | 728 536 | 892 815 |
| - Netto minoritetsresultat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| =Nettoresultat til egenkapital | -722 982 | 451 245 | 654 951 | -1 649 663 | -2 717 943 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 149 373 | 288 961 | 442 596 | -325 944 | -444 287 |
| + Unormalt netto finansresultat | -41 598 | 32 383 | 194 991 | 29 639 | 1 327 568 |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | -615 207 | 772 588 | 1 292 537 | -1 945 967 | -1 834 662 |
| - Netto utbetalt utbytte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Endring i egenkapital | -615 207 | 772 588 | 1 292 537 | -1 945 967 | -1 834 662 |

5.3.2 Omgruppering av balanseregnskap

Balanse som er i samsvar med NGRS og IFRS er fordelt på anleggsmidler, omløpsmidler og egenkapital, minoritetsandel, langsiktig og kortsiktig gjeld. Fokus i denne totalbalansen er på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjelden (Knivsflå, 2019g). I likheten med resultatregnskapet må balansen omgrupperes fra kreditororientert syn til et mer investororientert syn. For å få til dette bør en gruppere balansen i netto driftseiendeler og investert kapital slik at en får en balanse som uttrykker netto driftsinvestering.

Anvender igjen Knivsflå (2019g) sitt rammeverk for omgruppering, der omgrupperingen av balansen er delt i fire steg.

1. Omklassifisere eventuelt avsatt utbytte til egenkapital, ikke gjeld
2. Skille hva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Omgruppere total kapital til sysselsatt kapital
4. Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital

Steg 1 - Omklassifisere avsatt utbytte: Dette steget går ut på å omklassifisere utbytte som skal betales til eieren til egenkapital i balansen. Etter IFRS kan en imidlertid ikke avsette for utbytte før det er vedtatt av generalforsamlingen. Dette skjer som regel etter avleggelse av årsrapporten og en trenger dermed ikke å hensyn ta dette når selskap rapporterer etter IFRS (Knivsflå, 2019e). Ettersom Norwegian har levert negativt årsresultat de siste to årene og opererer med en veldig liten egenkapital har de ikke vært i situasjon til å betale ut utbytte. Vi trenger følgelig ikke å gjøre noen endringer i avsatt utbytte.

Steg 2 - Skille hva som er drift og finansiering i totalbalansen: Som nevnt i innledningen er balansen kreditororientert og bør omgrupperes til å ha fokus på drift istedenfor finansiering. Vi vil derfor dele eiendelene og gjelden inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld.

Eiendeler som er driftsrelaterte er eiendeler som inngår i driftssyklusen eller representerer infrastruktur til eiendelen. Finansielle eiendeler er pengeplasseringer og andre driftsfremmende eiendeler som tilhører til driftssyklusen (Knivsflå, 2019e). Finansiell gjeld er lån som er tatt opp i banker eller finansieringsmarkedet til finansiering av virksomheten, som det derfor blir betalt renter på. Driftsrelatert gjeld er lån som er tatt opp som en del av driftssyklusen og som det derfor ikke blir betalt renter på.

Tabell 5-18 Balanse klassifisert som drift og finansposter

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 18 356 148 | 26 442 408 | 31 888 642 | 34 325 036 | 44 208 618 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 2 256 373 | 2 654 857 | 3 116 443 | 4 459 461 | 6 919 942 |
| Driftseiendeler | 20 612 521 | 29 097 265 | 35 005 085 | 38 784 497 | 51 128 560 |
| Finansielle anleggsmidler | 82 689 | 82 689 | 82 689 | 2 689 | 2 689 |
| Finansielle omløpsmidler | 2 011 139 | 2 454 160 | 2 676 893 | 4 735 483 | 4 856 730 |
| Finansielle eiendeler | 2 093 828 | 2 536 849 | 2 759 582 | 4 738 172 | 4 859 419 |
| Eiendeler | 22 706 347 | 31 634 111 | 37 762 652 | 43 522 670 | 55 985 291 |
| Egenkapital | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 048 976 | 2 098 407 | 1 704 450 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | 1 210 441 | 1 392 367 | 1 596 949 | 2 966 182 | 4 131 785 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 6 107 040 | 7 691 640 | 8 641 852 | 12 153 324 | 16 309 914 |
| Driftsrelatert gjeld | 7 317 481 | 9 084 007 | 10 238 801 | 15 119 506 | 20 441 699 |
| Langsiktig finansiell gjeld | 9 950 228 | 16 543 405 | 18 706 062 | 22 060 271 | 22 280 023 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 3 330 387 | 3 041 388 | 4 768 813 | 4 244 486 | 11 559 119 |
| Finansiell gjeld | 13 280 615 | 19 584 793 | 23 474 875 | 26 304 757 | 33 839 142 |
| Egenkapital og gjeld | 22 706 347 | 31 634 111 | 37 762 652 | 43 522 670 | 55 985 291 |

Steg 3 - omgruppere totalkapitalen til sysselsatt kapital: Sysselsatt kapital er kapital som er innskutt i virksomheten og dermed sysselsatt av eierne og de finansielle långiverne (Knivsflå, 2019f). Den resterende gjelden betegnes som driftsrelatert gjeld eller rentefri gjeld og er dermed ikke sysselsatt kapital. Vi må dermed trekke den driftsrelaterte gjelden fra egenkapitalen og gjeld for å finne sysselsatt kapital.

Tabell 5-19 Balanse med hensyn på sysselsatt kapital

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Netto driftsrelatert anleggsmidler | 17 145 707 | 25 050 041 | 30 291 693 | 31 358 854 | 40 076 833 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | -3 850 667 | -5 036 783 | -5 525 409 | -7 693 863 | -9 389 972 |
| Netto driftseiendeler | 13 295 040 | 20 013 258 | 24 766 284 | 23 664 991 | 30 686 861 |
| Finansielle eiendeler | 2 093 828 | 2 536 849 | 2 759 582 | 4 738 172 | 4 859 419 |
| Sysselsatt eiendeler | 15 388 868 | 22 550 107 | 27 525 866 | 28 403 163 | 35 546 280 |
| Egenkapital | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 048 976 | 2 098 407 | 1 704 450 |
| Finansiell gjeld | 13 280 615 | 19 584 793 | 23 474 875 | 26 304 757 | 33 839 142 |
| Sysselsatt kapital | 15 388 868 | 22 550 107 | 27 525 866 | 28 403 163 | 35 546 280 |

Steg 4 Omgruppere sysselsatt kapital til netto driftskapital: Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i de finansielle eiendelene. Finansielle eiendeler i prinsippet er eiendeler som virksomheten har utover de som trengs for å drifte virksomheten. Det vil si at finansielle eiendeler er likvide og kan brukes til å betale ned den finansielle gjelden raskt. Det er dermed naturlig å flytte de finansielle eiendelene over på gjeldssiden av balansen.

Tabell 5-20 Balanse med hensyn på driftskapital

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Netto driftsrelatert anleggsmidler | 17 145 707 | 25 050 041 | 30 291 693 | 31 358 854 | 40 076 833 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | -3 850 667 | -5 036 783 | -5 525 409 | -7 693 863 | -9 389 972 |
| Netto driftseiendeler | 13 295 040 | 20 013 258 | 24 766 284 | 23 664 991 | 30 686 861 |
| Egenkapital | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 048 976 | 2 098 407 | 1 704 450 |
| Netto finansiell gjeld | 11 186 787 | 17 047 944 | 20 715 293 | 21 566 585 | 28 979 723 |
| Netto driftskapital | 13 295 040 | 20 013 258 | 24 766 284 | 23 664 991 | 30 686 861 |

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Etter IFRS er kontantstrømmen mest kreditororientert ettersom den fokuserer på likviditet. Rapportert kontantstrøm fra drift inneholder nettorenter, og en blander dermed drift, investering og finansiering. I en investororientert kontantstrøm ønsker vi fokus på kontanter som er skapt gjennom driften, og dermed er fri til utdeling (Knivsflå, 2019f).

Tabell 5-21 Omgruppert kontantstrøm

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Netto driftsresultat | -602 055 | 598 514 | 905 749 | -1 295 735 | -2 080 137 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 149 373 | 288 961 | 442 596 | -325 944 | -444 287 |
| - Endring i netto driftseiendeler | 6 337 278 | 6 718 218 | 4 753 026 | -1 101 293 | 7 021 870 |
| = Fri KS fra drift | -6 789 960 | -5 830 743 | -3 404 682 | -520 385 | -9 546 293 |
| + Netto finansinntekter | 42 378 | 87 534 | 50 894 | 82 708 | 126 508 |
| + Unormale netto finansresultat | -41 598 | 32 383 | 194 991 | 29 639 | 1 327 568 |
| - Endring i finansielle eiendeler | -203 534 | 443 021 | 222 733 | 1 978 590 | 121 247 |
| = Fri KS til sysselsatt kapital | -6 585 646 | -6 153 848 | -3 381 531 | -2 386 628 | -8 213 464 |
| - Netto finanskostnad | 220 937 | 338 244 | 514 493 | 728 536 | 892 815 |
| + Endring i finansiell gjeld | 6 775 318 | 6 304 178 | 3 890 082 | 2 829 882 | 7 534 385 |
| = Fri KS til egenkapital | -31 264 | -187 914 | -5 941 | -285 282 | -1 571 894 |

5.4 Justering av målefeil

Som nevnt tidligere tillater IFRS noen regnskapsføringsmetoder som strider med god regnskapsskikk. Bruken av disse metodene gir målefeil i resultat og balanseposter. Vi må derfor justere for slike målefeil for å ikke skape et feilaktig inntrykk av selskapets reelle økonomiske situasjon. Formålet med justering av målefeil er å få et omgruppert regnskap som gir et bedre bilde av den reelle økonomiske situasjonen enn hva et omgruppert regnskap basert på offentlig tall. Ifølge Knivsflå (2019d) er det tre typer målefeil type 1, type 2 og type 3.

Målefeil av type 1 er avviket mellom regnskapsføring etter historisk kost og verdibasert regnskapsføring. Verdibasert verdsettelse er basert på nåverdiprinsippet der diskonteringsrenten er det risikjusterte avkastningskravet, mens man ved bruk av korrekt historisk kost diskonterer med internrenten til investeringen. Forskjeller mellom de to skaper målefeil av type 1.

Målefeil av type 2 er avvik som oppstår ettersom god regnskapsskikk tillater avvik fra «korrekt» regnskapsføring. Målefeilen blir da differansen mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk og korrekt historisk kost. Typisk vil dette gjelde for avskrivninger. Målefeilen

oppstår da fordi GRS tillater lineære avskrivninger selv om dette kan gi svært dårlig sammenstilling for noen selskap.

Målefeil av type 3 er feil som har oppstått som følge av kreativ regnskapsføring, og er avviket mellom rapporterte regnskapstall og de som skulle være rapportert etter god regnskapsskikk. Motivet for kreativ regnskapsføring kan være maksimering av verdi for aksjonærene, eller intensiver i form av bonus til ledelsen av selskapet. Vi kan skille mellom regnskapstilpassing og regnskapsmanipulering. Regnskapstilpassing er når en holder seg innenfor rammen av hva regnskapsreglene tillater, mens det går over i regnskapsmanipulering når en beveger seg utenfor reglene (Knivslå, 2019g).

I motsetning til omgrupperingen der en bare flytter på tallene er det ved justering nødvendig å endre på de rapporterte tallene. Dette er blitt kritisert ettersom analytikere ikke har tilgang på samme informasjon som selskapet, og en kan dermed innføre flere feil i regnskapet (Penman, 2013). Vi anser målefeil av type 2 som mest realistisk å finne i Norwegians regnskap, på bakgrunn av størrelsen på oppgaven begrenser vi oss til å den mest relevante målefeilen i flybransjen, at operasjonelle leasingkostnader ikke balanseføres.

IFRS bygger på definisjonen av eiendeler, gjeld og egenkapital og ut fra disse definisjonene får vi definisjonene av inntekter, kostnader og resultat (Fardal, 2019). Dagens standard IAS 17 om leieavtaler klassifiserer leieavtaler som enten finansielle eller operasjonelle. Der finansielle leieavtaler skal innregnes i balansen, mens operasjonelle leieavtaler kun blir innregnet i resultatet. Finansielle leieavtaler blir betraktet som kjøp av eiendeler med lånefinansiering. Dagens standard ble utarbeidet før International Accounting Standards Board (IASB) fastsatte sitt balanseorienterte rammeverk. Fra regnskapsåret 2019 blir IAS 17 erstattet av IFRS 16, som er utarbeidet med det balanseorienterte rammeverket. I den nye standarden må dermed alle leieavtaler balanseføres. Det vil dermed være svært interessant å se hvilken effekt dette har for Norwegian.

Balanseføring av operasjonell leasing

Operasjonell leasing består av kostnader for leie av fly og diverse utstyr. Ved beregning av leasingkostnaden har vi benyttet Knivslå (2019a) sin metode. For å beregne kapitalsummen som skal balanseføres er formelen under benyttet, der en deler årlig leasingkostnad på en kapitaliseringsfaktor.

$$Kapital = \frac{\text{Årlig leasingkostnad}}{\text{kapitaliseringsfaktor}}$$

$$\text{kapitaliseringsfaktor} = \frac{1}{r} - \frac{1}{r \times (1 + r)^t}$$

Der r= rente på finansiell gjeld og t=levetid på leieretten.

En må dermed estimere levetiden på leieretten for å kunne beregne kapitaliseringsfaktor. For å estimere levetiden på leieretten har vi regnet ut leasingkostnad i siste tilgjengelige år delt på total leasing forpliktelse. Dette gir oss en indikasjon på hvor mange år det vil ta å betale alle forpliktelsene. Levetiden på leieretten er dermed estimert til 9 år. Rente på finansiell gjeld er beregnet for hvert av årene. Dette ga en kapitaliseringsfaktor på 8.

Ifølge Knivsflå skal en beregne gjennomsnittlig operasjonell leasingkostnad og multiplisere med kapitaliseringsfaktor for å finne gjennomsnittlig leasing kapital. Vi har imidlertid valgt å ikke bruke gjennomsnitt, men årlig ettersom gjennomsnittet ga en veldig lav leasing kapital i forhold til de store forpliktelsene Norwegian har opparbeidet seg de siste årene. Beregnet årlig leasing kapital kan en se i tabell 5-22.

Tabell 5-22 Beregner årlig leasing kapital

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Rente på finansiell gjeld | 2,28 % | 2,37 % | 2,92 % | 3,64 % | 3,43 % |
| Operasjonell leie | 1 845 940 | 2 213 251 | 2 841 859 | 3 889 700 | 4 354 100 |
| Leasing kapital | 14 868 408 | 17 826 971 | 22 890 191 | 31 330 187 | 35 070 769 |

Det neste steget er å innarbeide leasing kapitalen i balansen. Der en må beregne utsatt skatt, ved å benytte ndss fra tidligere multiplisert med leasing kapital for året. Videre må en beregne kortsiktig og langsiktig netto finansgjeld. Der kortsiktig netto finansgjeld er beregnet ved å multiplisere netto driftseiendeler med (1-ndss). Langsiktig netto finansiell gjeld er beregnet ved å trekke kortsiktig finansiell gjeld fra netto driftseiendeler. I tabell 5-22 kan en se den årlige effekten balanseføring av operasjonell leasing vil ha på balansen til Norwegian. Justeringen for operasjonell leasing ha en enorm effekt på balansen. Balansen var før justeringen på omtrent 56 milliarder i 2018, balanseføringen av leasing forpliktelsene vil øke balansen med 25 milliarder til 81 milliarder totalt.

Tabell 5-23 Effekt av leasing kapital på balansen

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Driftseiendeler | 14 868 408 | 17 826 971 | 22 890 191 | 31 330 187 | 35 070 769 |
| - Utsatt skatt | 4 041 438 | 4 845 617 | 6 221 870 | 8 515 977 | 9 532 719 |
| = Netto driftseiendeler | 10 826 969 | 12 981 354 | 16 668 321 | 22 814 210 | 25 538 050 |
| Kortsiktig netto finansgjeld | 1 097 451 | 1 304 539 | 1 582 316 | 2 001 029 | 2 295 533 |
| + Langsiktig netto finansgjeld | 9 729 518 | 11 676 815 | 15 086 005 | 20 813 181 | 23 242 517 |
| =Netto finansiell gjeld | 10 826 969 | 12 981 354 | 16 668 321 | 22 814 210 | 25 538 050 |

For å regne ut effekten på resultatregnskapet regnet vi ut endring i driftskostnadene, utsatt skatt og finanskostnader. For å finne kostnadsreduksjonen multipliserte vi økningen i driftseiendeler med den finansielle renten for året. Utsatt skatt ble beregnet som tidligere. Finanskostnader er summen av endringen i kostnader og utsatt skatt. Som en ser har det ingen effekt på egenkapitalen. Som en kan se fra Tabell 5-25 gir endringen ingen effekt på nettoresultat til egenkapitalen. Kostnaden blir flyttet fra leasingkostnader til økning i finanskostnader.

Tabell 5-24 Effekt av leasing på resultatregnskapet

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto kostnadsreduksjon | 338 837 | 421 760 | 668 904 | 1 141 737 | 1 201 702 |
| - reduksjon utsatt skatt | 92 101 | 114 640 | 181 817 | 310 340 | 326 639 |
| = Fullstendig netto driftsresultat | 246 737 | 307 120 | 487 087 | 831 397 | 875 063 |
| - Økning netto finanskostnad | 246 737 | 307 120 | 487 087 | 831 397 | 875 063 |
| = Fullstendig nettoresultat til EK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

5.4.1 Omgruppert og justert balanse og resultatregnskap

Tabell 5-25 og tabell 5-26 viser henholdsvis Norwegians justerte resultat og balanse når en har justert for leasing forpliktelsene. Som nevnt tidligere ser vi en stor effekt på balansen, mens det ikke er noen endring i egenkapitalen som følge av balanseføringen.

Tabell 5-25 Justert resultatregnskap

| NOK (1000) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-----------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsinntekter | 19 540 039 | 22 491 148 | 26 054 525 | 30 948 300 | 40 265 600 |
| - Driftskostnader | 20 027 989 | 21 247 463 | 24 141 779 | 31 585 963 | 41 920 498 |
| = Driftsresultat fra egen virksomhet | -487 950 | 1 243 685 | 1 912 746 | -637 663 | -1 654 898 |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | -132 631 | 338 051 | 519 911 | -173 326 | -449 824 |
| = Netto Driftsresultat fra egen virksomhet | -355 318 | 905 635 | 1 392 835 | -464 337 | -1 205 074 |
| + Nettoresultat fra driftstilnyttet virksomhet | 57 631 | 103 441 | 212 801 | 291 900 | 128 500 |
| = Netto driftsresultat | -297 687 | 1 009 076 | 1 605 636 | -172 437 | -1 076 574 |
| + Netto finansinntekt | 42 378 | 87 534 | 50 894 | 82 708 | 126 508 |
| =Nettoresultat til sysselsatt kapital | -255 309 | 1 096 609 | 1 656 530 | -89 729 | -950 066 |
| - Netto finanskostnad | 467 673 | 645 364 | 1 001 579 | 1 559 933 | 1 767 878 |
| - Netto minoritetsresultat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| =Nettoresultat til egenkapital | -722 982 | 451 245 | 654 951 | -1 649 663 | -2 717 943 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 149 373 | 288 961 | 442 596 | -325 944 | -444 287 |
| + Unormalt netto finansresultat | -41 598 | 32 383 | 194 991 | 29 639 | 1 327 568 |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | -615 207 | 772 588 | 1 292 537 | -1 945 967 | -1 834 662 |
| - Netto utbetalt utbytte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Endring i egenkapital | -615 207 | 772 588 | 1 292 537 | -1 945 967 | -1 834 662 |

Tabell 5-26 Justert balanseregnskap

| Tall i NOK 1000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 29 183 117 | 39 423 762 | 48 556 963 | 57 139 246 | 69 746 668 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 2 256 373 | 2 654 857 | 3 116 443 | 4 459 461 | 6 919 942 |
| Driftseiendeler | 31 439 490 | 42 078 619 | 51 673 406 | 61 598 707 | 76 666 610 |
| Finansielle anleggsmidler | 82 689 | 82 689 | 82 689 | 2 689 | 2 689 |
| Finansielle omløpsmidler | 2 011 139 | 2 454 160 | 2 676 893 | 4 735 483 | 4 856 730 |
| Finansielle eiendeler | 2 093 828 | 2 536 849 | 2 759 582 | 4 738 172 | 4 859 419 |
| Eiendeler | 33 533 318 | 44 615 468 | 54 432 988 | 66 336 879 | 81 526 029 |
| Egenkapital | 2 108 251 | 2 965 311 | 4 048 976 | 2 098 407 | 1 704 450 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | 10 939 959 | 13 069 182 | 16 682 954 | 23 779 363 | 27 374 302 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 7 204 491 | 8 996 179 | 10 224 168 | 14 154 353 | 18 605 447 |
| Driftsrelatert gjeld | 18 144 450 | 22 065 361 | 26 907 122 | 37 933 716 | 45 979 749 |
| Langsiktig finansiell gjeld | 9 950 228 | 16 543 405 | 18 706 062 | 22 060 271 | 22 280 023 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | 3 330 387 | 3 041 388 | 4 768 813 | 4 244 486 | 11 559 119 |
| Finansiell gjeld | 13 280 615 | 19 584 793 | 23 474 875 | 26 304 757 | 33 839 142 |
| Egenkapital og gjeld | 33 533 318 | 44 615 468 | 54 432 988 | 66 336 879 | 81 526 029 |

6 Analyse av risiko

Vi vil her analysere kredittrisikoen til Norwegian. Kredittrisiko er risikoen for at en låntaker ikke betaler renter og avdrag i tråd med låneavtalen, og dermed påfører långiver et tap (Penman, 2013). For å analysere kredittrisikoen vil vi utføre en likviditetsanalyse, for å se på den kortsiktige risikoen og en soliditetsanalyse for å se på den langsiktige risikoen. Dette vil gjøres gjennom en forholdstallanalyse av Norwegian, som blir sammenlignet i en tidsserieanalyse og bransjeanalyse. En tidsserieanalyse vil se på trenden i selskapet, mens en bransjeanalyse vil sammenligne situasjonen i selskapet med konkurrenter (Knivsflå, 2019e).

6.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyse tar for seg den kortsiktige risikoen. Likviditetsanalysen ser på selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser, og vil dermed fortelle oss om den kortsiktige risikoen for konkurs (Penman, 2013). De vanligste målene for å måle likviditetsrisikoen er gjennom likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 2 som også inkluderer varebeholdningen er ikke så interessant for et flyselskap ettersom de ikke har noe vesentlig varelager.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser selskapets evne til å tilbakebetale kortsiktig gjeld med kortsiktige eiendeler. Likviditetsgrad 1 kan formuleres slik:

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

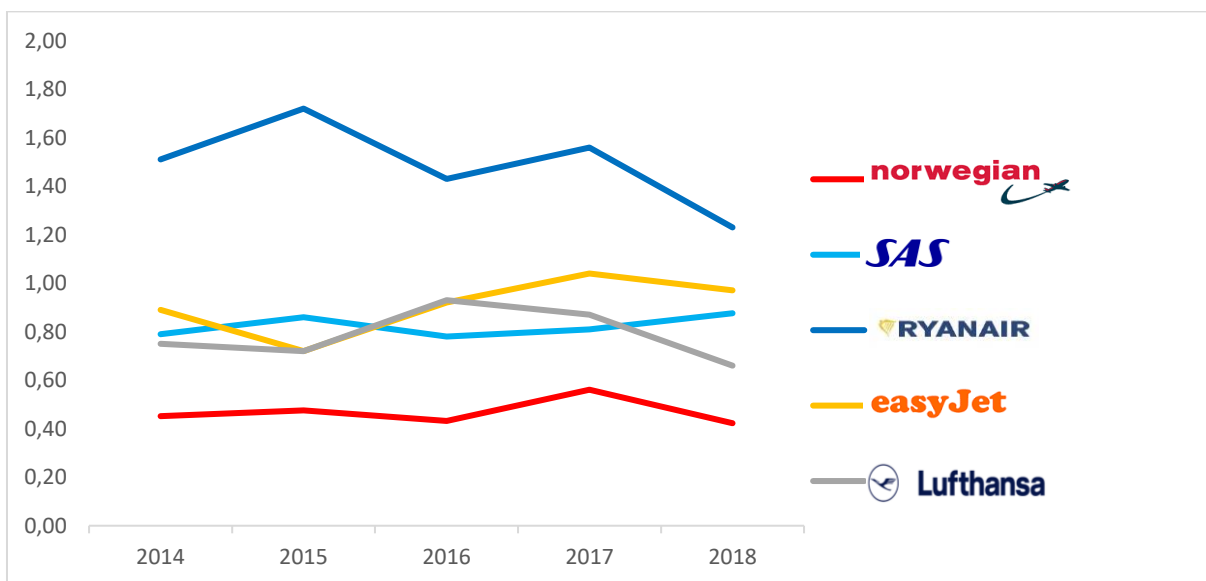
Høy likviditetsgrad indikerer at selskapet har god tilgang på likvide omløpsmidler som enkelt kan tas i bruk for å tilbakebetale den kortsiktige gjelden. Selskaper som har høy likviditetsgrad har lav likviditetsrisiko og visa versa på kort sikt (Damodaran, 2012a).

En vanlig tommelfinger regel er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2,0 men dette forholdstallet er meningsløst ettersom forholdstallet bør heller ses i sammenheng med bransjen selskapet opererer i. Derfor benytter vi formelen til å analysere utviklingen av likviditetsgrad 1 over tid for Norwegian, i tillegg til å sammenligne med den komparative bransjen.

Formelen er enkel å regne ut ettersom alle elementene som inngår i nøkkeltallet kan hentes direkte ut fra regnskapet. Videre kan en diskutere nytteverdien av dette nøkkeltallet. Ettersom omløpsmidlene etter IFRS måles med en forutsetning om fortsatt drift og dermed kan de bokførte verdiene variere vesentlig fra realisasjonsverdien ved en eventuell konkurs. I tillegg

gir det lite mening å vurdere hvor mye av den kortsiktige gjelden som kan betjenes med driftsrelaterte omløpsmidlene. Ettersom eventuelt salg av driftsrelaterte omløpsmidler for å nedbetale kortsiktig gjeld kan føre til at driften stopper opp eller blir vesentlig svekket. Videre kan ofte den kortsiktige gjelden bestå av utsatt skatt og hvis en forutsetter slik som vi gjør i denne oppgaven at selskapet er «going concern» vil denne gjelden bli skyvet videre inn i fremtiden. Dermed vil ikke nødvendigvis denne gjelden komme til forfall (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Grunnen til at vi nevner disse svakhetene er å ha en kritisk holdning over nøkkeltall som kan påvirke verdsettelsen av Norwegian.

Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018



Som det fremkommer av figur 6-1 ser vi at Norwegian har en likviditetsgrad som er nesten halvparten av bransjesnittet gjennom hele analyseperioden. Både omløpsmidler og kortsiktig gjeld har vokst kraftig og har blitt mer en doblet fra 2014 til 2018. Videre er det utfordrende å predikere en fremtidig trend. Ettersom Norwegian har vært stabilt rundt 0,5 gjennom analyseperioden som har vært preget av stor vekst. Videre vil fokuset skifte fra vekst til lønnsomhet fra 2019 og utover, noe som tilsier at likviditetsgraden bør nærme seg bransjegjennomsnittet på mellomlang sikt. Uansett er det betydelig risiko knyttet til likviditeten til Norwegian både hvis vi ser selskapet alene og sammenlignet med komparative bransjen per dags dato.

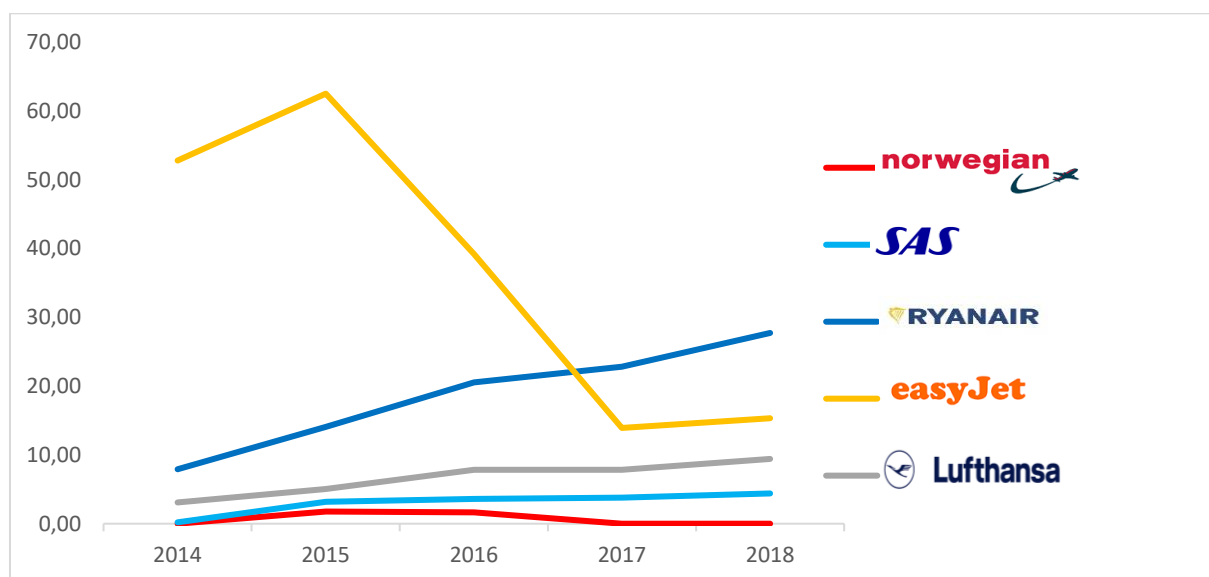
6.1.2 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrad defineres som selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital i forhold til netto finanskostnader (Penman, 2013). Vi har valgt å benytte følgende formel:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat} + \text{finanskostnader}}{\text{Finanskostnad}}$$

Rentedeckningsgrad er et nøkkeltall for å se på hvordan driftsoverskuddet dekker rentekostnadene til selskapet. En rentedeckningsgrad på 1 tilsier at hele overskuddet i sin helhet går med til å betale finanskostnadene. En mye brukt tommelfingerregel er at rentedeckningsgraden bør helst være større enn 2, men enda viktigere er det at rentedeckningsgraden ikke er under 1, ettersom selskapet da ikke er i stand til å betale nåværende rentebærende gjeld og dermed må kompensere med egenkapital. Videre med dagens lave rentesatser og dermed lavere finanskostnader forventer investorer/analytikere bedre rentedeckningsgrad enn det som var tidligere ansett som et akseptabelt nivå. Som vi kan se fra Figur 6-2 under ser vi at de fleste selskapene i den komparative bransjen har hatt en positiv utvikling ledet an av Ryanair som kan vise til svært gode resultatet i analyseperioden. Det ble også vurdert om EasyJet skulle bli tatt ut av figuren ettersom EasyJet kan skape støy med sine ekstremverdier og volatiliteten, men ble etter en totalvurdering tatt med, for å vise hvordan nøkkeltallet kan variere fra år til år. Forklaringen til variasjonen hos EasyJet er endringer hvordan selskapet er finansiert med egenkapital og gjeld og dermed finanskostnader, og stor forskjell på resultatet fra år til år. En skal også være klar over at selskaper kan ha lik rentedeckningsgrad, men totalt forskjellig risiko ettersom resultatene kan svinge mye fra år til år og størrelsen på balansen vil påvirke risikoen. En bør derfor bare bruke dette forholdstallet som et supplement til analyse av likviditet og ikke konkludere isolert sett om likviditeten er god utfra rentedeckningsgrad.

Figur 6-2 Rentedeckningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018



I analyseperioden hadde Norwegian underskudd i 2014, 2017 og 2018 og dermed en rentedeckningsgrad på 0 ettersom det ikke var noen overskudd til å dekke inn finanskostnader. Snittet til Norwegian i analyseperioden ble følgende 0,69. Så vise med all tydelighet at det er betydelig risiko til Norwegian sin likviditet på kort/mellomlang sikt. Grunnen til det lave tallet er veksten som Norwegian har vært gjennom i analyseperioden som har mer enn tredoblet rentekostnadene, samtidig som resultatene er svært volatile med underskudd i tre av de siste fem årene. Som nevnt har Norwegian gjennomført en emisjon og skal etter planen gjennomføre en til i løpet av kort tid for å lette på likviditeten og ikke komme i brudd med lånebetingelsene. Dette har påvirket likviditeten i positiv retning. Videre er strategien endret fra vekst til lønnsomhet og blir hensyntatt ved vurdering av syntetisk rating i fremtidsregnskapet., ettersom det forventes en betydelig forbedring på rentedeckningsgrad allerede inneværende år.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

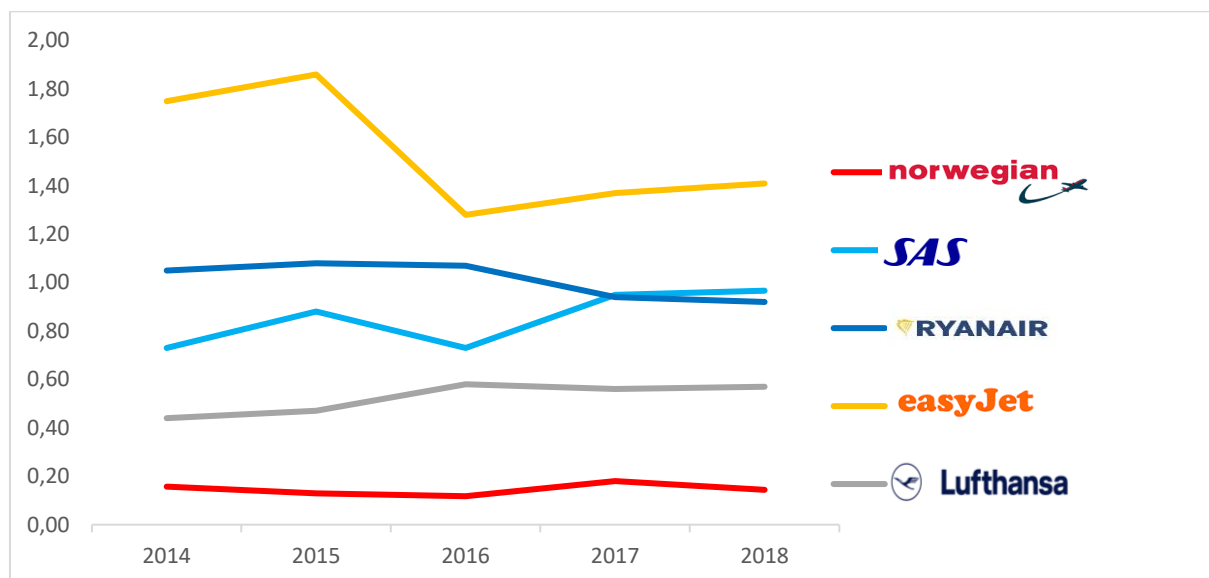
Finansiell gjeldsdekningsgrad er et forholdstall mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Hvis forholdstallet er større enn 1 betyr det at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å dekke all sin finansielle gjeld, og dermed ha netto finansielle eiendeler. Motsatt er forholdstallet lavere enn 1 har selskapet netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2019e). Formelen kan utarbeides som følger:

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Grunnen til at vi har valgt å analyser finansiell gjeldsdekningsgrad er fordi det er de finansielle eiendelene som er de mest likvide. Norwegian har hatt problemer med likviditet siste årene og

har vært nødt til å hente inn frisk kapital i form av emisjon for å ikke havne i brudd med lånebetingelsene. Dette har bidratt til oppmerksomhet rundt kredittrisikoen til Norwegian og dermed var det nødvendig å foreta flere analysere med tanke på likviditeten til Norwegian.

Figur 6-3 Finansiell gjeldsdekningsgrad for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018



Som vi ser fra figur 6-3 er Norwegian langt unna de andre konkurrentene i den komparative bransjen. Gjennomsnittlig gjeldsdekningsgrad for industrien er på 0,54, mens den komparative bransjen hadde en gjeldsdekningsgrad på 0,82, mens Norwegian hadde 0,14 ved slutten av 2018. Det vektete gjennomsnittet over analyseperioden var 0,15 det vil si at Norwegian har så lite som 15% av finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden.

6.1.4 Kontantstrømsanalyse

For å få et bedre bilde av likviditeten til Norwegian har vi tatt utgangspunkt i oppstillingen til Knivsflå for å se på endringen i finansielle eiendeler. De finansielle eiendelene er eiendelene som er mest likvide. Vi har sett på endringene i netto driftseiendeler, finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Tabell 6-1 Endring i finansielle eiendeler

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Netto driftsresultat | -602 055 | 598 514 | 905 749 | -1 295 735 | -2 080 137 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 149 373 | 288 961 | 442 596 | -325 944 | -444 287 |
| - Endring i netto driftseiendeler | 6 337 278 | 6 718 218 | 4 753 026 | -1 101 293 | 7 021 870 |
| = Fri KS fra drift | -6 789 960 | -5 830 743 | -3 404 682 | -520 385 | -9 546 293 |
| - Netto finanskostnad | 220 937 | 338 244 | 514 493 | 728 536 | 892 815 |
| + Endring i finansiell gjeld | 6 775 318 | 6 304 178 | 3 890 082 | 2 829 882 | 7 534 385 |
| = Fri KS til egenkapital fra drift | -235 579 | 135 191 | -29 092 | 1 580 961 | -2 904 723 |
| - Utbetalt utbytte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Fri KS til finansiell investering | -235 579 | 135 191 | -29 092 | 1 580 961 | -2 904 723 |
| + Netto unormalt finansresultat | -41 598 | 32 383 | 194 991 | 29 639 | 1 327 568 |
| = KS til finansiell investering | -277 177 | 167 574 | 165 899 | 1 610 600 | -1 577 156 |
| + Inngående finansielle eiendeler | 2 297 362 | 2 093 828 | 2 536 849 | 2 759 582 | 4 738 172 |
| = Utgående finansielle eiendeler | 2 020 185 | 2 261 402 | 2 702 748 | 4 370 182 | 3 161 016 |

Driftsresultatet har ikke vært stort nok til å finansiere kapitalbehovet og det har dermed vært nødvendig med låneopptak, der veksten har vært finansiert med opptak av finansiell gjeld. Som en ser i tabell 6-1 har Norwegian negativ fri kontantstrøm fra drift, som følge av både negative driftsresultat og stor økning i netto driftseiendeler.

6.1.5 Oppsummering likviditetsanalyse

Det er en reell fare for likviditetsproblemer hos Norwegian ettersom de ligger langt under bransjegjennomsnittet på både likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad. Flybransjen er som nevnt i strategiske analysen sterkt korrelert med konjunktorene, så for å kunne fortsette forretningsdriften må en ha god nok likviditet til å betale fordringer også i utfordrerne perioder. Det kan settes spørsmålsteget om Norwegian er i en slik situasjon at de hadde overlevd en økonomisk nedgangsperiode eller for eksempel nytt vulkanutbrudd tilsvarende Eyjafjallajökulls vulkanutbrudd i 2010. Vi konkludere med at i utgangspunktet vil emisjonen øke de ulike forholdstallene til et akseptabelt nivå. Ettersom Norwegian har vært i en vekstfase, men nå konsentrerer seg mer om lønnsomhet forventer vi at alle likviditetsparameterne vil forbedre seg å nærmere seg bransjegjennomsnittet.

6.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse har som hensikt å undersøke om et selskapet har økonomiske ressurser til å tåle fremtidige tap over en lenger periode (Knivsflå, 2019j). I motsetningen til likviditetsanalyse som måler kortsiktig risiko for mislighold og tap, er hensikten med soliditetsanalysen å se på den langsiktige risikoen. Langsiktig risiko påvirkes i hovedsak av selskapets egenkapitalandel og finansieringsmuligheter. Vi vil derfor i soliditetsanalysen av Norwegian presentere forholdstallene egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet, samt redegjør for covenant krav.

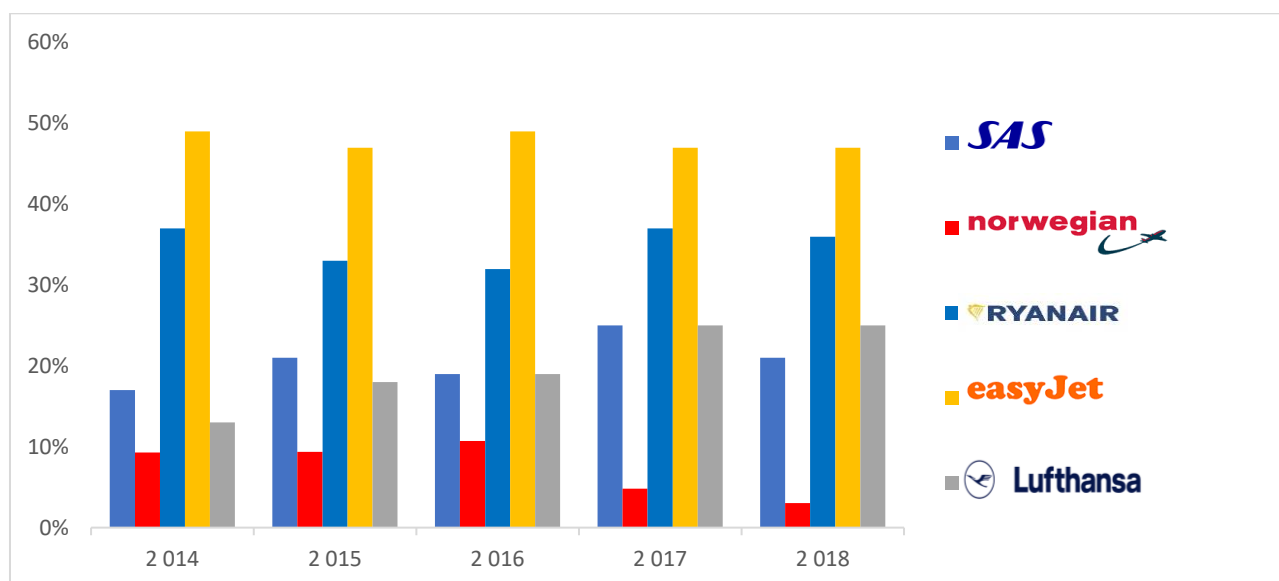
6.2.1 Egenkapitalprosent

Den mest vesentlige komponenten for soliditetsanalyse er å se på egenkapitalprosenten til selskapet. Egenkapitalprosenten består av egenkapital, i tillegg til eventuell minoritetsinteresse dividert på totalkapitalen. Høy egenkapitalprosent er i utgangspunktet positivt, ettersom tap blir ført mot egenkapitalen først, og egenkapitalen vil dermed fungere som sikkerhetsnett for kreditorene mot fremtidige tap og eventuell konkurs (Knivsflå, 2019j). I utgangspunktet skal høy egenkapitalprosent isolert sett gir lavere kredittrisikopremie som igjen er positivt for selskapet ettersom den finansielle belastningen blir redusert. Samtidig forventer investor høyere avkastning på egenkapital enn fremmedkapital så hvis et selskap har høy egenkapital i forhold til bransjen bør en se på hva selskapet skaper av avkastning og hvorfor de eventuelt ikke har investert mer, hvis avkastning er høyere en gjeldsrenten.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Totalkapital}}$$

Det er bokførte og ikke reelle verdier av egenkapitalen som anvendes i telleren, mens i nevneren anvendes totalkapital justert for leasing, metoden er dermed ikke internkonsistent. Hvis egenkapitalkravet gir føring for egenkapitalprosenten ville bokført egenkapital over bokført totalkapital blitt brukt i utregningen av egenkapitalprosenten.

Figur 6-4 Egenkapitalprosent til Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018



Vi ser fra figur 6-4 at Norwegian har over hele analyseperioden hatt urovekkende lav egenkapitalprosent i forhold til konkurrentene i den komparative bransjen. Utviklingen har vært negativ siste årene og ble redusert fra 11% til 5% i 2017 og videre ned til 3% i 2018. Mot snittet i den komparative bransjen som har vært stabilt mellom 26-28% i analyseperioden. Årsaken til dette er imidlertid at Norwegian har vært inne i en kraftig vekstperiode som vi har nevnt, det forventes at egenkapitalandelen vil øke etter hvert som Norwegian leverer positiv avkastning i midten av budsjettperioden.

6.2.2 Covenant krav

Covenant er lån med spesielle lånevilkår eksempel krav til finansiering og drift. Praktisk eksempler kan være restriksjoner for nye låneopptak, salg av anleggsmidler, eller plikt til å forta en emisjon (Knivsflå, 2019j). Hensikten er å få bedre lånebetingelser for eksempel lavere rente, ved å ta med Covenant krav i lånekontrakten.

Norwegian har covenants i obligasjonslånene sine. Selskapet er forpliktet til å ha 1500 millioner i bokført egenkapital og en likviditet på minimum 500 millioner kroner og ikke betale utbytte på over 35% av årsresultatet. Covenant kravene har skapt en del problemer for selskapet. Da de var i nærheten ved å komme i brudd på kravet i 2018, og måtte utføre en emisjon for å hente inn 1,3 milliarder. Norwegian annonserte i februar 2019 at de forventet igjen å komme i brudd med egenkapitalkravet i q1 2019, og ville i den forbindelse hente inn 3 milliarder i en fortrinnsrettet emisjon for å unngå å havne i brudd (Norwegian, 2019d).

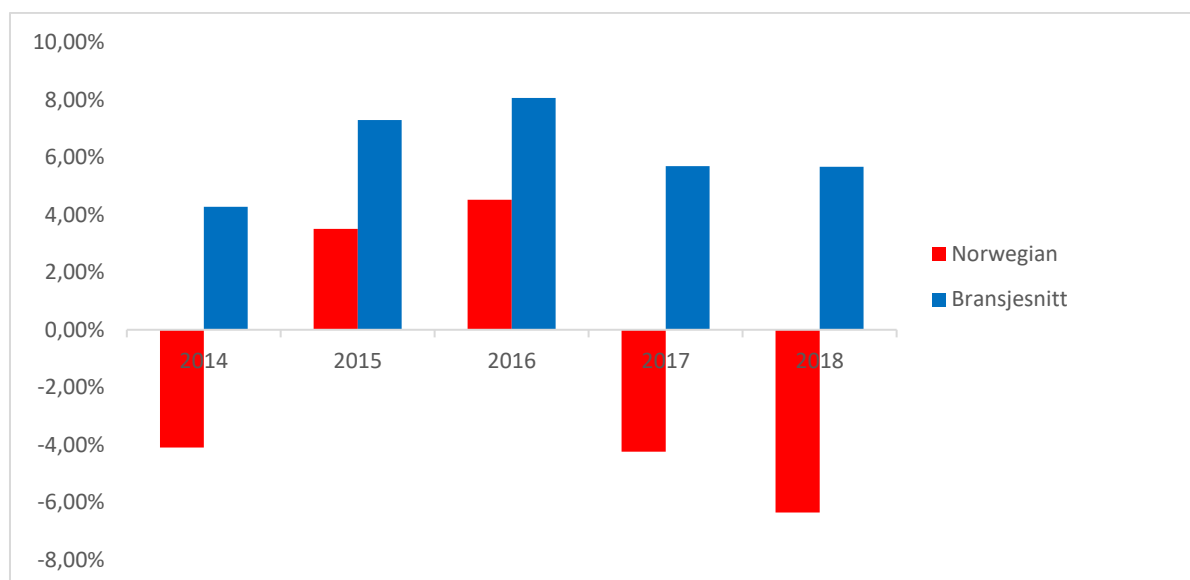
6.2.3 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet inngår i soliditetsanalysen fordi det viser lønnsomheten til driften og siden lav lønnsomhet vil redusere egenkapitalen som nevnt i kapittel 6.2.1 så vil dette påvirke soliditeten til selskapet. I følge Knivsflå (2019a) kan netto driftsrentabilitet formuleres som følger:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR}{NDK} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

Der netto driftsrentabilitet er forholdet mellom netto driftsresultat forkortet NDR og netto driftskapital forkortet NDK og viser avkastning som netto driftseiendelene skaper. Hvis rentabilitet er høyere en avkastningskravet vil det som nevnt tidligere være hensiktsmessig å «skalere» eller «gire» ved å øke finansieringen ved for eksempel gjeld.

Figur 6-5 Netto driftsrentabilitet til Norwegian og komparative bransje i perioden 2014-2018



Som det fremkommer av figur 6-5 er det store svingninger i netto driftsrentabilitet til Norwegian og gjennomsnittet i analyseperioden har vært negativt med - 1,3% mot bransjesnittet som har vært 6,2%, preget av tre år med negativt resultat. Utviklingen til Norwegian har heller ikke vært lystig lesing med negativ utvikling siste 2 årene. I utgangspunktet vil den lave og volatile driftsrentabiliteten tilsi høy soliditetsrisiko. Norwegian har imidlertid vært igjennom en kraftig vekstperiode med store kapitalinvesteringer og følgelig har ikke resultatet blitt stabilisert.

Videre kan vi ikke unngå å nevne at det er stor risiko knyttet til soliditeten til Norwegian ettersom vi ikke vett på nåværende tidspunkt om investeringene vil være lønnsomme. Norwegian har vesentlig lavere avkastning på kapitalen enn bransjen som indikere høyere risiko

sammenlignet med den komparative bransjen. Samtidig kan vi se ut fra Figur 6-5 at bransjen ikke har vesentlig høyere avkastning enn forventet realvekst i global BNP (Knivsflå, 2019h), dette samsvarer med funnene fra den strategiske analysen.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Norwegian score under bransjesnittet på alle forholdstall ofte markant dårligere. Hele tiden har vi fokusert på at Norwegian har vært gjennom en vekstperiode og er den direkte årsaken til at utviklingen har vært negativ gjennom store deler av analyseperioden. Der egenkapitalandelen gikk fra 11% til 5% i 2017 og videre ned til 3% i 2018. Mot snittet i den komparative bransjen som har vært stabilt mellom 26-28% i analyseperioden. Samtidig har Norwegian hatt underskudd og negativ driftsrentabilitet siste to årene som også tære på egenkapitalen og som tvinger Norwegian til å utføre hyppige emisjoner og kan bli nødt til å foreta nye emisjoner hvis ikke lønnsomheten forbedres betraktelig. Videre viser den strategiske analysen positive signaler og vi forventer i fremtidsregnskapet at investeringene vil bli lønnsomme. Som konklusjon på den langsiktige kredittrisikoen til Norwegian er det betydelig risiko til finansieringen og selskapet fremstår som svært lite solid og vi legger til grunn høy soliditetsrisiko. Det bør riktignok rettes oppmerksomhet på at andre soliditetsanalyser vil kunne konkludere annerledes, ettersom vår konklusjon er begrenset av forutsetninger og subjektive valg av hvilke data som skulle inngå i de ulike utregningene av forholdstallene.

6.3 Syntetisk rating

Resultatene fra likviditetsanalysen og soliditetsanalysen danner videre grunnlag for å gi en syntetisk rating av Norwegian, som er et nivå på kredittrisikoen i selskapet. Kredittrisikoen danner grunnlaget for estimering av kredittrisikopremien som långiverne forventer. Kredittrisikopremien vil videre benyttes under kapittel 7 ved utarbeidelse av Norwegians finansielle gjeldskrav. Videre vil det finansielle gjeldskravet anvendes til utregning av Norwegians avkastningskrav, som igjen benyttes i kapittel 8 for å analysere Norwegians lønnsomhet.

Ved utarbeidelse av den syntetiske ratingen har vi tatt utgangspunkt i Knivsflå sin ratingmodell (Knivsflå, 2019g) som igjen henviser til «Standard & Poor`s» sitt karaktersystem. Modellen basere seg på følgende fire nøkkeltall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Modellen som presentert ved Tabell 6-2, gir en bokstavkarakter som indikere konkurssannsynligheten. Der karakter AAA er den beste karakteren og indikerer ikke eksisterende konkurrisiko, til karakter D som indikere en betydelig risiko for konkurs, og ville

nesten i seg selv gjort et selskap konkurs. Ettersom långivere da måtte fått tilsvarende kompensasjon i form av høyere rente, som selskapet mest sannsynlig ikke kunne ha klart å betjene.

Tabell 6-2 Ratingklasser hentet fra Knivsflå

| Rating | Likviditetsgrad 1 | Rentedekningsgrad | Egenkapitalprosent | Netto driftsrentabilitet | Konkurssannsynlighet |
|--------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------------|----------------------|
| AAA | 11,600 | 16,900 | 0,940 | 0,350 | 0,00 % |
| | 8,900 | 11,600 | 0,895 | 0,308 | |
| AA | 6,200 | 6,300 | 0,850 | 0,266 | 0,02 % |
| | 4,600 | 4,825 | 0,755 | 0,216 | |
| A | 3,000 | 3,350 | 0,660 | 0,166 | 0,08 % |
| | 2,350 | 2,755 | 0,550 | 0,131 | |
| BBB | 1,700 | 2,160 | 0,440 | 0,096 | 0,26 % |
| | 1,450 | 1,690 | 0,380 | 0,082 | |
| BB | 1,200 | 1,220 | 0,320 | 0,068 | 0,97 % |
| | 1,050 | 1,060 | 0,270 | 0,054 | |
| B | 0,900 | 0,900 | 0,220 | 0,040 | 4,94 % |
| | 0,750 | 0,485 | 0,175 | 0,026 | |
| CCC | 0,600 | 0,070 | 0,130 | 0,012 | 12,61 % |
| | 0,550 | -0,345 | 0,105 | -0,002 | |
| CC | 0,500 | -0,760 | 0,080 | -0,016 | 27,96 % |
| | 0,450 | -1,170 | 0,030 | -0,030 | |
| C | 0,400 | -1,580 | -0,020 | -0,044 | 50,99 % |
| | 0,350 | -1,995 | -0,100 | -0,058 | |
| D | 0,300 | -2,410 | -0,180 | -0,072 | 85,54 % |

Tabell 6-3 viser den syntetiske ratingen til Norwegian og for bransjen i tabell 6-4 gjennom analyseperioden. Ved endelig karaktersetting bør en utføre en helhetlig vurdering av kredittrisikoen. Som vil si at en ser på forholdstallene, i tillegg til resultatene fra den strategiske analysen for å gi en relevant rating. Dermed blir karaktersettingen basert på skjønn. Ved bruk av forholdstallene er det hovedsakelig siste året som er av interesse, men historisk utvikling vil kunne gi noen indikasjoner på hva ratingen bør være ettersom karaktersettingen som nevnt er skjønnbasert.

Tabell 6-3 Syntetisk rating for Norwegian i perioden 2014-2018

| Norwegian | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Resultat |
|--------------------------|-----------|-------------|-------------|-----------|------------|------------|
| Likviditetsgrad 1 | 0,45 CC- | 0,48 CC | 0,43 CC- | 0,56 CCC- | 0,42 C+ | |
| Rentedekningsgrad | 0,00 CCC- | 1,77 BBB- | 1,67 BBB- | 0,00 CCC- | 0,00 CCC- | |
| Egenkapitalandel | 0,09 CC+ | 0,09 CC+ | 0,11 CCC- | 0,05 CC- | 0,03 CC- | |
| Netto driftsrentabilitet | -0,04 C+ | 0,04 B | 0,05 B+ | -0,04 C | -0,06 C- | |
| Sum/skjønn | CC | CCC+ | CCC+ | CC | CC- | CCC |

Tabell 6-4 Syntetisk rating for komparative bransjen i perioden 2014-2018

| Bransje | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Resultat |
|--------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|
| Likviditetsgrad 1 | 0,88 B | 0,90 B | 0,90 B | 0,97 BB- | 0,83 B- | |
| Rentedekningsgrad | 12,81 AAA- | 17,33 AAA | 14,58 AAA | 9,68 AA+ | 11,38 AAA- | |
| Egenkapitalandel | 0,25 B+ | 0,26 BB- | 0,26 BB- | 0,28 BB- | 0,26 BB- | |
| Netto driftsrentabilitet | 0,04 B | 0,07 BB+ | 0,08 BBB- | 0,06 BB- | 0,06 BB- | |
| Sum/skjønn | B+ | BB- | BB | BB- | B+ | BB- |

Som det fremkommer av tabell 6-3 og Tabell 6-4 har Norwegian høyere kredittrisiko enn den komparative bransjen ut fra forholdstallene. Basert på en skjønnsmessig vurdering har det blitt tatt hensyn til ratingbyrået S&P Global Market Intelligence (Vidovic, 2019) sin vurdering på CCC på Norwegian og resultat av strategiske analysen samt forholdstallene i tabell 6-3. Norwegian ender dermed ut fra en skjønnsmessig vurdering opp med en rating på CCC som innebærer at per 25.02.2019 er det rundt 13% sannsynlig at Norwegian er konkurs innen 31.12.2019 hvis de ikke får gjennomført en emisjon i løpet av 2019.

Som nevnt flere ganger tidligere har Norwegian vært gjennom en kraftig vekstperiode som har gått på bekostning av forholdstallene vi har analysert i kapitel 6. Flybestillingen som ble gjort i 2012 har vært finansiert med gjeld som har svekkes selskapets likviditet og soliditet. Som nevnt i den strategiske analysen er bransjen en av verdens mest konkurranseutsatte bransjer, som gjør det svært utfordrende å drive lønnsomt. Dette medføre at långiverne må kompenseres for denne risikoen de tar på seg ved å låne ut kapital til Norwegian.

Videre ser vi at Norwegian har ligge jevnt rundt CC til CCC, det er ikke er en tydelig trend hvorvidt kredittrisikoen forbedres eller forverres over tid. Den komparative bransjen får en syntetisk rating på BB- som betyr at konkurssannsynlighet er rundt 1%, som er betydelig lavere enn Norwegian. Innad i den komparative bransjen er det signifikante forskjeller der EasyJet og Ryanair har best kredittscore. Det kan derfor tenkes at når Norwegian skifter strategi, vil Norwegian bevege seg nærmere de komparative lavkostselskapene og dermed forbedre sin kredittrisiko og dermed få bedre betingelser på finansiering. Avslutningsvis er det ingen garanti for at Norwegian sin strategi vil være suksessfull, og det er dermed avdekket en betydelig kredittrisiko i Norwegian.

7 Historiske avkastningskrav

Under dette kapitlet vil vi estimere det historiske avkastningskravet til Norwegian. Dette er en vesentlig del av verdsettelsen, som samme med de justerte tallene og omgrupperingen gjort i kapittel 5 skal anvendes til å si noe om selskapets lønnsomhet i kapittel 8. For å komme frem til Norwegian's avkastningskrav på netto driftskapital må først de årlige avkastningskravene til egenkapital og netto finansiell gjeld beregnes. Vi kommer til å benytte oss av Capital Asset Pricing Model (CAPM) eventuelt kapitalverdimodellen (KVM) på norsk og Weighted Average Cost of Capital (WACC) til å beregne avkastningskravet til Norwegian. Begrunnelsen er at det er de to modellene som er mest brukt innen verdsettelse og Aswath Damodaran, professor innen verdsettelse, har selv skrevet at mer komplekse modeller ikke er signifikant bedre på estimere forventet avkastning og en fornuftig anvendelse av CAPM er den mest effektive verktøyet til å håndtere risiko på, ettersom den er både enkel å bruke og forstå (Damodaran, 2012b).

Avkastningskrav er det en investor krever som kompensasjon for inflasjon, tidsverdi og risiko knyttet til investeringen, sett opp mot alternativ plassering av kapital (Kaldestad & Møller, 2016). Avkastningskravet blir brukt som målestokk for rentabilitet noe vi vil komme nærmere inn på i kapittel 8.

7.1 Avkastningskrav til egenkapital

Vi anvende CAPM for å estimere den forventede avkastningen til egenkapitalen. CAPM er en funksjon av risikofri rente, markedsrisikopremien og egenkapitalbetaen. (Tim Koller, 2015) Knivsflå (2019h) argumentere for at en burde legge til en illikviditetspremie som kompensere investor for eventuell dårlig omsetningshastighet som kan gjøre det relativt ressurskrevende å komme seg ut av investeringen. Formelen blir dermed:

$$\text{egenkapitalkrav} = \text{ekk} = R_f + \beta_{EK} * (R_m - R_f) + \text{ilp}$$

Der

$R_f = \text{risikofri rente}$

$\beta_{EK} = \text{Egenkapitalbeta}$

$(R_m - R_f) = \text{Markedsrisikopremie}$

$\text{ilp} = \text{Likviditetspremie}$

CAPM forutsetter at investor er perfekt diversifisert og den usystematiske risikoen dermed er diversifisert bort. Etersom usystematisk risiko er den risiko som gjelder kun et spesifikt selskap eller bransje, den kan diversifiseres bort ved at en investere i andre bransjer og selskaper. Dermed er den eneste risikoen den systematiske risikoen som en investor trenger kompensasjon for og som blir hensyntatt i modellen. Den systematiske risikoen måles ved hjelp av beta til egenkapital som defineres som graden av samvariasjon mellom markedsporteføljen og selskapets aksjer (Tim Koller, 2015). Videre vil vi i de neste avsnittene redegjør for de forskjellige komponentene som inngår i CAPM før avkastningskravet til egenkapital til slutt beregnes.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente forkortet R_f , er kun en hypotetisk tilnærming til å et verdipapir som i teorien da har null risiko for mislighold (Kaldestad & Møller, 2016). I praksis finnes det ikke noen form for slikt verdipapir. Det nærmeste ville blitt innskudd i bank eller statsobligasjoner, men det vil alltid være noe risiko for at en bank eller stat kan gå konkurs, men er så lavt at en anser verdipapiret som risikofri i all praktisk betydning. Ofte benytter en derfor statsobligasjoner fra stater med høy kredittrating som eksempel på risikofri rente. En utfordring blir å velge tidshorizonten som skal benyttes, eksempel 1 år, 5 år eller 10 år. Lange renter kjennetegnes med mer stabilitet og forutsigbarhet enn kortsiktig rente, men her er ulempen at det ikke nødvendigvis er særlig likvide og dermed har preg av likviditetspremie. Videre er lange renter basert på forventningene til den kortsiktige renten og endringer i forventning kan medføre store endringer i den lange renten (Boye & Meyer, 2008). Riktignok har de korte rentene mindre påvirkning på de lange rentene enn det som tidligere var tilfellet (Wintner, 2019). Argumentet for at en ikke bør bruke 10 år statsobligasjoner er at kapitalverdimodellen i utgangspunktet bygger på investeringer med en tidshorizont på et år (Dahl & Boye, 1997). Videre er poenget at kontantstrømmene skal reflektere et «evig» perspektiv så derfor vil stabiliteten på langsiktige renter tale for mer hensiktsmessig nytteverdi. På bakgrunn av dette benytter vi oss av 10 års norske statsobligasjoner som i gjennomsnitt i 2018 var på **1,88%** (Bank, 2019b).

Alternativt kunne vi brukt Norwegian InterBank Offered Rate kjent som NIBOR-renten for å kalkulere den risikofrie renten. NIBOR-renten er en kort lånerente ofte 3 eller 6 måneder effektiv rente, som de norske bankene bruker seg imellom når de låner til hverandre. Begrunnelsen for eventuelt dette valget er at vi skal benytte avkastningskravet til å analysere årlig historisk lønnsomhet og dermed er det hensiktsmessig å ha en kort rente som for eksempel

3 måneder effektiv NIBOR-rente som ikke er vesentlig påvirket av likviditetspremie eller risikopremie for inflasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016).

For å beregne den risikofrie renten trekker vi fra kredittrisikopremie for mislighold av banker som ifølge professor Knivsflå er på 0,6% for vår analyseperiode (Knivsflå, 2019j). Bakgrunnen for avkastningskravet er å vurdere rentabilitet etter skatt og dermed må den risikofrie renten beregnes etter skatt.

Tabell 7-1 Risikofri rente i perioden 2014-2018

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nibor 3 måneder | 1,70 % | 1,29 % | 1,07 % | 0,89 % | 1,06 % | 1,20 % |
| - Kredittrisikopremie bank | 0,60 % | 0,60 % | 0,60 % | 0,60 % | 0,60 % | 0,60 % |
| = Risikofri rente før skatt | 1,10 % | 0,69 % | 0,47 % | 0,29 % | 0,46 % | 0,60 % |
| - Skatt | 0,30 % | 0,19 % | 0,12 % | 0,07 % | 0,11 % | 0,16 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 0,80 % | 0,50 % | 0,35 % | 0,22 % | 0,35 % | 0,45 % |

Som nevnt er det ingen fasitsvar på hvilken tidshorisont en skal benytte seg av med tanke på den risikofrie renten. Vi har her valget mellom å anvende Nibor-renten som vi kalkulerer til 0,45% eller 10 år statsobligasjoner som er på 1,88%, og valget har stor betydning for analyse av historisk lønnsomhet for Norwegian. Vi har som nevnt valgt å benytte oss av 10 år statsobligasjoner. Grunnen er at vi per dags dato har historisk lave renter og en bør forvente at vi vil vende tilbake til mer normalt nivå over tid kalt «mean reversion» (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Derfor blir 0,45% i det laveste laget og 10 år statsobligasjoner fremstår som mer korrekt å anvende.

Videre nevner vi at den risikofrie renten ligger nederst i alle investeringer ettersom alle investeringer som har risiko må gi bedre avkastning/rente enn risikofri rente, hvis ikke vil rasjonelle investorer avstå fra å investere.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom risikofri rente og forventede markedsavkastningen. Det er med andre ord, avkastningskrav som den finansielle investor forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). Markedsrisikoen vil være eksponert for konjunktursvingninger, inflasjon og andre makroøkonomiske forhold som vi har nevnt i den strategiske analysen. Videre ettersom den forventede avkastningen i markedet ikke er observerbar er markedets risikopremie et av de mest omdiskuterte emnene i finans ifølge Koller (2015). Markedets risikopremie kan formuleres som følger:

$$\text{Markedets risikopremie} = R_m - R_f$$

Det finnes flere metoder for å beregne markedsrisikopremie. En metode ifølge Kaldestad (2016) er å gjennomføre spørreundersøkelse blant investorer og akademikere og andre brukere av finansiell data. Problemet med metoden er at en må skaffe seg en representativ populasjon og undersøkelsen må hele tiden oppdateres for å kunne gi et godt estimat. Videre vil undersøkelsen bære preg av ulike bias-er, for eksempel vil norske investorer ofte være for optimistiske med tanke på norske aksjer. Et annet eksempel, hvis du er professor med bakgrunn innen fiske kan du ubevist ha for positive holdninger til aksjer relatert til fiske (Brunnermeier & Parker, 2005). Dette påvirke dermed estimatet og vi konkludere med at dette ikke er den optimale metoden for å utarbeide markedets risikopremie for vår oppgave.

En annen metode Kaldestad og Møller presentere er den implisitte metoden. Som kort forklart går ut på å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurser. Ved at en tar utgangspunkt i en vekstmodell for eksempel Gordons vekstformel, og regner baklengs med hensyn til avkastningskravet for å estimere hvilke risikopremier som er nødvendig for å forsvare dagens børskurs. Fordelen med metoden er at den er fremtidsrettet, sagt med andre ord det er avkastningen fremover som er vesentlig og ikke hva den historisk har vært. Metoden klare også å fange opp at risikopremien variere over tid, mye bedre enn metoden som estimerer ved hjelp av historisk avkastning. Problemet med metoden er at den er svært sensitiv for endring i forventinger og små endringer i estimatet for inntjening vil gi store utslag på den estimerte risikopremien og derfor har vi ikke valgt å basere oss på denne metoden heller.

Den mest brukte metoden for å beregne markedsrisikopremie på er å se på den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt utover risikofri statsobligasjoner (Damodaran, 2012b). Diskusjon som kan oppstå er hva som skal inngå i utregningen, hva skal den risikofrie renten være, tidshorizonten eller bruk av geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Så lenge forutsetningene er forskjellige vil man komme frem til ulike svar på markedets risikopremie.

Damodaran publiserer hvert år oppdaterte tall for de fleste land, inkludert Norge (Damodaran, 2019). Han har også lagt til «lands-premie» som skal kompensere for støy ettersom ifølge Damodaran er det mer utfordrende å estimere markedsrisikopremie utenfor USA, ettersom kapitalmarkedene ikke er like modne. For Norge som har trippel A-rating på Moody's rating, er lands-premie satt til null, ettersom det er ikke noe særskilt risiko knyttet til å investere i Norge. Markedspremien estimeres til 5,96% for Norge per januar 2019 (Damodaran, 2019). Tidshorizonten er til opplysning bare på 10 år som anses som kort.

Videre har Knivsflå utført tilsvarende estimering over markedets risikopremie i Norge. Knivsflå har valgt å normalisere risikopremien for bedre kunne sammenligne med egenkapitalrentabiliteten, som også baseres på normaliserte tall og generelt er det bedre å analysere datagrunnlag der ekstremverdiene er utelatt. Det vil si at gjennomsnittet beregnes etter at de 5% høyeste og laveste premiene for perioden er fjernet. Videre estimere han risikopremien på kort og lang sikt for å tillate variasjon i egenkapitalkravet for analyseperioden. Vekte den korte terminen (KP) med $\frac{2}{3}$ og den lange terminen (LP) $\frac{1}{3}$. Som en ser fra utregningen i tabell 7-2, anslår Knivsflå at gjennomsnittlig normalisert risikopremie etter skatt er 5,1% over regnskapsanalyseperioden (Knivsflå, 2019j).

Tabell 7-2 Historisk risikopremie i perioden 2013-2018

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Årlig risikopremie (Kortsiktig) | 0,042 | 0,042 | 0,042 | 0,042 | 0,042 | 0,041 | 0,042 |
| *Vekt | 0,667 | 0,667 | 0,667 | 0,667 | 0,667 | 0,667 | 0,667 |
| + Årlig risikopremie (Langsiktig) | 0,069 | 0,069 | 0,069 | 0,069 | 0,071 | 0,070 | 0,070 |
| *Vekt | 0,333 | 0,333 | 0,333 | 0,333 | 0,333 | 0,333 | 0,333 |
| Løpende risikopremie | 0,051 | 0,051 | 0,051 | 0,051 | 0,052 | 0,051 | 0,051 |

Det er lite avvik mellom hva Knivsflå og Damodaran anser som markedets risikopremie og vi har valgt å beregne vårt beste estimat som et gjennomsnitt av de to estimatene og ender dermed opp med risikopremie på 5,5%.

7.1.3 Illikviditetspremie

Som nevnt argumenterte Knivsflå (2019j) for at en bør legge til en ekstra komponent til CAPM som var illikviditetspremie. Som nevnt argumenterte Knivsflå (2019j) for at en bør legge til en ekstra komponent til CAPM som var illikviditetspremie. Illikvid verdipapirer er vanskelig å få omsatt og har dermed ofte en høyere avkastning enn tilsvarende likvide verdipapirer fordi investor trenger kompensasjon for mangel på likviditet, ettersom investor ikke nødvendigvis får solgt når det er optimalt for investoren å selge ettersom det er mangel på kjøpere. Det er denne ekstra meravkastningen som er illikviditetspremien.

Det er ikke mye i teorien som omhandler hvordan en skal kalkulere denne premien og derfor er det nødvendig med en skjønnsmessig vurdering. På generelt grunnlag er det lav likviditetsrisiko for børsnoterte selskaper ettersom de når ut til et relativt stort marked. Videre figurere Norwegian ofte på listene over det mest omsatte aksjene, og har i perioden 2014-2019 hatt en gjennomsnittlig omsetning på 112 millioner kroner daglig (Børs, 2019a). Dette taler for at illikviditetspremien bør settes til null. Videre bør en se på om det er konsentrasjon av store

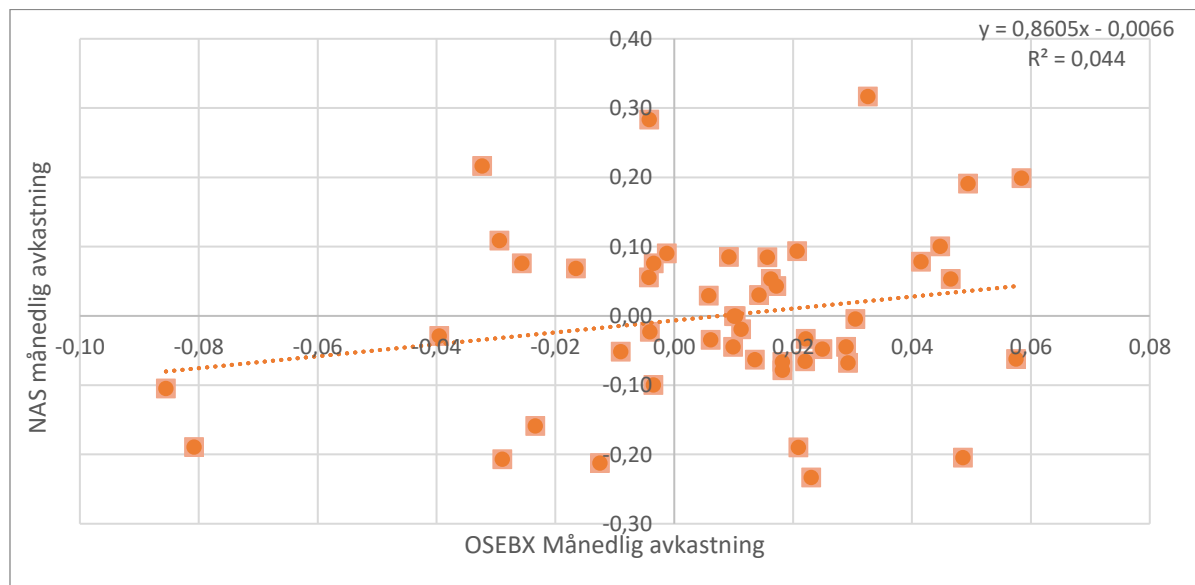
innflytelsesrike eiere som kan påvirke likviditeten på aksjene. IAS 28 definerer betydelig innflytelse i utgangspunktet som eierskap på mer enn 20 % av stemmerettene i selskapet (Myrbakken & Haakanes, 2015) og med den siste emisjonen er det ingen eiere i Norwegian som kan sies å ha betydelig innflytelse på likviditeten (Ekeseth, 2019) og dermed er det lav innlåsningsrisiko for investorer og vi konkluderer med en illikviditetspremie på null.

7.1.4 Betakoeffisienten

Betaverdien forteller oss om den systematiske risikoen i selskapet sammenlignet med den usystematiske risikoen i markedet. En beta på mindre enn 1 vil si at aksjen svinger mindre enn markedet og mer ved en beta på over 1. Den vanligste måten å estimere betaen på er å se på historisk avkastning i aksjen sammenlignet med avkastning på en referanseindeks (Damodaran, 2006). For å estimere beta har vi tatt utgangspunkt i historisk avkastning og utregning av en unlevered beta for bransjen. Der en til slutt kommer frem til en beta på bakgrunn av en skjønnsmessig vurdering.

For å estimere beta, er det benyttet månedlig avkastning for Norwegian og OSEBX. Der det er benyttet data fem år tilbake i tid hentet fra Yahoo Finance (2019). Ettersom en ifølge Damodaran (2019) bør ha minst 60 observasjoner når en beregner ut beta. Etter å ha utført regresjonen som blir presentert i figur 7-1 får vi en rå beta på 0,86 med en R^2 på 0,044. R^2 indikerer at 4,4% av risikoen i Norwegian kommer fra markedsrelatert risiko, mens 95,6% av risikoen kommer fra selskaps-spesifikk risiko knyttet til Norwegian.

Figur 7-1 Beta plot 2018 - NAS & OSEBX



Ifølge Damodaran (2019) vil beta over tid gå tilbake til gjennomsnittlig beta for markedet som er en. Ut fra denne antakelsen blir følgende formel benyttet for å beregne justert beta (Tim Koller, 2015).

$$\text{Justert Beta} = \frac{2}{3} \times \text{Rå Beta} + \frac{1}{3} \times 1.$$

Vi får dermed en justert beta på 0,91. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) kan en i noen tilfeller få et beta estimat som ikke representerer den virkelige risikoen. Ettersom Norwegian har en høy gjeldsgrad virker en beta på 0,91 urealistisk. En løsning på dette blir å ta hensyn til forretningsbeta. Vi har beregnet unlevered beta for den komparative bransjen, det vil si beta for bransjen når en tar bort effekten av kapitalstrukturen i selskapet. Vi har tatt utgangspunkt i rammeverket til Damodaran (2012b), som inneholder fire steg. Det første steget er å beregne beta for selskapene, andre steg er å beregne unlevered beta for hvert av selskapene, tredje steg er å beregne gjennomsnitt for bransjen før siste steg er å benytte kapitalstrukturen til selskapet for å estimere beta for selskapet en verdsetter. For å estimere unlevered beta har vi hentet beta for selskapene fra Bloomberg (2019a). Unlevered beta er beregnet med følgende formel og resultatet følger i tabell 7-3.

$$\text{Unlevered beta} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - \text{skatt}) * G/EK}$$

Tabell 7-3 Unlevered beta

| | Ryanair | EasyJet | SAS | Lufthansa | Gjennomsnitt |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Beta | 1,04 | 0,59 | 1,67 | 0,97 | |
| Gjeld | 6 981 | 3 736 | 26 931 | 33 122 | |
| Egenkapital | 4 876 | 3 259 | 7 268 | 9 639 | |
| Skatt | 10,45 % | 9,89 % | 24,01 % | 21,96 % | |
| Unlevered beta | 0,46 | 0,29 | 0,44 | 0,26 | 0,36 |

Gjennomsnittlig unlevered beta for den komparative bransjen er på 0,36. Neste steg er å anvende unlevered på Norwegian med følgende formel:

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered beta} * (1 + (1 - \text{skatt}) * \left(\frac{\text{Gjeld}}{\text{EK}}\right))$$

Vi får dermed en levered beta for Norwegian på 5,83. Grunnen til at vi får en høy beta, er den høye gjeldsgraden til Norwegian, tester vi med en høyere egenkapital ville betaen vært nærmere konkurrentene. En justert beta på 0,91 gir et egenkapitalkrav som er lavere enn gjeldskravet. Dette fremstår som ulogisk, ettersom investorer som investerer egenkapital i selskapet vil kreve

en høyere avkastning på kapitalen enn en kreditor, som følge av at det er større risiko å investere med egenkapital. Vi har dermed på bakgrunn av analysen, tatt høyde for den store risikoen i selskapet som ble avdekket i kapittel 6 og estimert beta til 1,8.

7.1.5 Egenkapitalkrav

Fra de forskjellige elementene i CAPM vi har beregnet egenkapitalkravet til å være 11,78% i 2018.

Tabell 7-4 Egenkapitalkrav

| | 2018 |
|------------------------|----------------|
| Risikofri rente | 1,88 % |
| Markedets risikopremie | 5,50 % |
| Beta | 1,80 |
| Illikviditetspremie | 0 % |
| Egenkapitalkrav | 11,78 % |

7.2 Finansielle krav

Ifølge Knivsflå er avkastningskravet til netto finansiell gjeld summen av det vektete finansielle gjeldskravet og det vektete finansielle eiendelskravet (Knivsflå, 2019j). Fremmedkapitaleiere bedre kjent som kreditor påtar seg risiko for tap og må dermed få kompensasjon for risiko utover den risikofrie renten. Årsaken er at i motsetning til egenkapitaleiere (aksjonærer) har kreditorene en begrenset oppside ettersom renten er satt, men har stor nedside hvis selskapet misligholder lånet (Petersen et al., 2017). Risiko for tap er korrelert med risiko for at selskapet skal gå konkurs eller lide store tap og begrenset vekstmuligheter. Dette medføre at tapsrisikoen vil variere med selskapets kredittrisiko. Derfor vil vi beregne kravet til finansiell gjeld og eiendeler og inkludere relevante betaer.

7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet verdsette prisen selskapet må betale for å låne kapital til finansiering av prosjektene sine. Det finansielle gjeldskravet er dermed summen av kredittrisikopremien og risikofri rente. Det er hensiktsmessig å være konsistent i fastsettelse av den risikofrie renten både når det kommer til egenkapital- og gjeldskrav og vi vil derfor benytte den samme risikofrie rente i begge utregningene (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = \text{Kredittrisikopremie} + \text{Risikofri rente}$$

Vi benytter oss av den syntetiske ratingen utarbeidet i kapitel 6.3 til utarbeidelse av kredittrisikopremie (KRP). Ettersom den finansielle gjelden til Norwegian i hovedsak består av

langsiktig lån vil det være mest hensiktsmessig å benytte den langsiktige kredittrisikopremien. Konklusjonen fra syntetiske ratingen ble at Norwegian per dags dato har en kredittrisikoring på CCC som indikerer en kredittrisikopremie på rundt 8,3% ifølge tabell 7-5 (Knivsflå, 2019j).

Tabell 7-5 Kredittrisiko basert på syntetisk rating

| Rating | Kort KRP | Lang KRP |
|--------|----------|----------|
| AAA | 0,2 % | 0,6 % |
| AA | 0,4 % | 0,8 % |
| A | 0,6 % | 1,0 % |
| BBB | 1,0 % | 1,4 % |
| BB | 2,7 % | 3,1 % |
| B | 4,0 % | 4,4 % |
| CCC | 7,9 % | 8,3 % |
| CC | 14,5 % | 14,9 % |
| C | 21,0 % | 21,4 % |
| D | 27,6 % | 28,0 % |

Dermed blir Norwegians finansielle gjeldskrav følgende:

Tabell 7-6 Finansielt gjeldskrav til Norwegian i perioden 2014-2018

| År | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Kredittrisikopremie | 8,3 % | 8,3 % | 8,3 % | 8,3 % | 8,3 % |
| + Risikofri rente | 2,52 % | 1,57 % | 1,33 % | 1,64 % | 1,88 % |
| = Finansielt gjeldskrav | 10,82 % | 9,87 % | 9,63 % | 9,94 % | 10,18 % |

Det fremkommer av tabell 7-6 at det finansielle gjeldskravet til Norwegian i gjennomsnitt over analyseperioden er 10% noe som virke urimelig høyt med tanke på at vi er i en periode med rekordlav rente (Hovland, 2019). Det er ikke tatt hensyn til at Norwegian har stilt store deler av flyflåten i pant i tillegg til covenant krav. I tillegg har Norwegian som nevnt fått Ex-Im banken i USA til å stille sikkerhet og dermed fått rimeligere finansiering på flyene enn det kredittrisikoen skulle tilsi. Dette taler for lavere kredittrisikopremie, med andre ord en høyere syntetisk rating.

For å komplimentere analysen av syntetisk rating har vi beregnet ut yield på Norwegians obligasjon. Der resultatet viste at effektiv rente på obligasjonen lå på 6%. I tillegg har vi vektlagt hva Norwegian selv oppgir i årsrapporten som effektiv rente. Utfra hva obligasjonslånene blir omsatt for på Oslo børs, estimerer vi at kreditorene har tatt hensyn til faktorene i forrige avsnitt og dermed gitt en syntetisk rating på B som tilsvarer en langsiktig kredittrisikopremie på 4,4%. En burde være oppmerksom på at det er snakk om risikoen for at Norwegian ikke klare å betale

tilbake til kreditorene ved konkurs. Ikke sannsynligheten for at Norwegian går konkurs som fremdeles anses som høy og karakter CCC.

Tabell 7-7 Justert finansielt gjeldskrav, effektiv rente fra årsoppgavene

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Effektiv rente fra årsrapport | 4,50 % | 4,10 % | 3,90 % | 5,20 % | 5,00 % |
| Justert finansielt gjeldskrav | 6,92 % | 5,97 % | 5,73 % | 6,04 % | 6,28 % |

Vi ender dermed opp på finansielt gjeldskrav på rundt 6% som vi anser som beste estimat. Videre kan vi beregne finansiell gjeldsbeta ved hjelp av markedsrisiko til finansiell gjeld (mrd_{FG}), kredittrisikopremie (krp) og markedsrisikopremie (mrp). Markedsrisiko til finansiell gjeld er risikoen som kommer fra svingninger i økonomien. Ifølge Knivsflå er markedsrisikodel til finansiell gjeld lik forklaringsgraden i regresjonsanalysen fra kapittel 7.1.4 justert med 1/3. Dette gir oss en markedsrisikodel på 0,032 i hele perioden. Fra formelen under ender vi med en finansiell gjeldsbeta på 0,053, der betaen øker noe i 2017 og 2018 som følge av økning i risikofri rente.

$$\beta_{FG} = \frac{krp * mrd_{FG}}{mrp}$$

Tabell 7-8 Finansiell gjeldsbeta til Norwegian

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lang kredittrisikopremie | 0,083 | 0,083 | 0,083 | 0,083 | 0,083 |
| Markedsrisikopremie | 0,051 | 0,051 | 0,051 | 0,052 | 0,055 |
| Markedsrisikodel FG | 0,032 | 0,032 | 0,032 | 0,032 | 0,032 |
| Finansiell gjeldsbeta | 0,053 | 0,053 | 0,053 | 0,052 | 0,049 |

7.2.2 Avkastningskrav til finansielle eiendeler

Det finansielle eiendelskravet er summen av vektet kontantkrav (kk), fordringskrav (fk) og investeringskrav (ik) (Knivsflå, 2019j). For Norwegian beregner vi avkastningskravet ved å vekte kontantkrav og investeringskrav, ettersom det ikke eksisterer finansielle fordringer. Kontanter antas å være en risikofri plassering og har derfor et avkastningskrav tilsvarende den risikofrie renten etter skatt. Investeringskravet er beregnet ut fra formelen under. Kravet vil i stor grad basere seg på kontantkravet ettersom dette utgjør størstedelen av de finansielle eiendelene. Vi har tatt forutsetning om at betaen til de finansielle investeringene er lik 1 som er det samme som beta til børsindeksen. Vi forutsetter videre at de finansielle investeringene er

diversifisert og avkastningskravet til finansielle eiendeler er lik risikofri rente med tillegg i en risikopremie.

$$\text{Finansielt eiendelskrav} = kk \frac{KON}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE}$$

$$ik = r_f(1 - s) + \beta_{inv} * mrp + ilp$$

$$kk = r_f(1 - s)$$

Tabell 7-9 Avkastningskrav finansielle eiendeler

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kontanter | 2,38 % | 1,51 % | 1,29 % | 1,38 % | 1,60 % |
| Investering | 0,44 % | 0,26 % | 0,21 % | 1,08 % | 1,09 % |
| Fordring | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % |
| Finansielt eiendelskrav | 2,81 % | 1,77 % | 1,50 % | 2,46 % | 2,69 % |

Ut fra de finansielle eiendelskravene kan en beregne Norwegians finansielle eiendelsbeta. Det vi har brukt Knivsflå sin formel for eiendelsbeta:

$$\beta_{FG} = \beta_{FOR} \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} \frac{INV}{FE} + \beta_{KON} \frac{KON}{FE}$$

Som nevnt antas det at investeringsbetaen er lik 1, videre antas det at kontanter har en beta lik 0, ettersom kontanter antas å være risikofrie. Fordringsbeta beregnes ut fra følgende formel:

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{kort} * mrd}{mrp}$$

Beregning av finansiell eiendelsbeta følger av tabell 7-10, og som en kan se består hele eiendelsbetaen av vektet investeringsbeta. Dette kommer som følge av at Norwegian ikke har fordringer og kontanter har en beta lik null.

Tabell 7-10 Finansiell eiendelsbeta Norwegian

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fordringsbeta | 0,050 | 0,019 | 0,019 | 0,019 | 0,018 | 0,025 |
| Fordringsvekt | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Kontantbeta | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Kontantvekt | 0,943 | 0,961 | 0,967 | 0,842 | 0,853 | 0,913 |
| Investeringsbeta | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| Investeringsvekt | 0,057 | 0,039 | 0,033 | 0,158 | 0,147 | 0,087 |
| Finansiell eiendelsbeta | 0,057 | 0,039 | 0,033 | 0,158 | 0,147 | 0,087 |

7.2.3 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld for Norwegian

Norwegians netto finansielle gjeldskrav (nfgk) er summen av vektet finansielle gjeldskrav og vektet finansielt eiendelskrav. Finansielt gjeldskrav (fgk) vektet med finansiell gjeld (FG) som andel av netto finansiell gjeld (NFG) og finansielt eiendelskrav (fek) vektet som finansielle eiendeler som andel av netto finansiell gjeld.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 7-11 Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Finansielt gjeldskrav | 6,92 % | 5,97 % | 5,73 % | 6,04 % | 6,28 % |
| Finansiell gjeldsvekt | 1,19 | 1,15 | 1,13 | 1,22 | 1,17 |
| Finansielt eiendelskrav | 2,81 % | 1,77 % | 1,50 % | 2,46 % | 2,69 % |
| Finansiell eiendelsvekt | 0,19 | 0,15 | 0,13 | 0,22 | 0,17 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 7,69 % | 6,59 % | 6,29 % | 6,83 % | 6,88 % |

Beta til netto finansiell gjeld blir beregnet ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta med de samme vektene som ble benyttet ved utregning av netto finansielt gjeldskrav. Formelen blir dermed som følger:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Tabell 7-12 Netto finansiell gjeldsbeta

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansiell gjeldsbeta | 0,053 | 0,053 | 0,053 | 0,052 | 0,049 | 0,052 |
| Finansiell gjeldsvekt | 1,187 | 1,149 | 1,133 | 1,220 | 1,168 | 1,171 |
| Finansiell eiendelsbeta | 0,057 | 0,039 | 0,033 | 0,158 | 0,147 | 0,087 |
| Finansiell eiendelsvekt | 0,187 | 0,149 | 0,133 | 0,220 | 0,168 | 0,171 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | 0,052 | 0,055 | 0,055 | 0,028 | 0,032 | 0,045 |

7.3 Avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Ut fra beregnet avkastningskrav til egenkapital og avkastningskrav til netto finansielt gjeldskrav kan vi beregne avkastningskravet til netto driftskapital. De ulike kravene er vektet basert på andel av egenkapital (EK) og gjeld (NFG). Kravet er omtalt som «Weighted-average cost of capital» eller WACC. Kravet blir vektet ettersom det er ulik risiko knyttet opp mot de forskjellige finansieringskildene. Kravet er et mål på avkastningen investorene i selskapet forventer å få fra investeringen (Tim Koller, 2015).

$$\text{Netto driftskrav} = \text{ekk} \times \frac{EK}{NDK} + \text{nf}gk \frac{NFG}{NDK}$$

Tabell 7-13 Historisk netto driftskrav for Norwegian

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | 11,70 % | 10,75 % | 10,51 % | 11,00 % | 11,78 % |
| Egenkapitalvekt | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,03 | 0,02 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 7,69 % | 6,59 % | 6,29 % | 6,83 % | 6,88 % |
| Gjeldsvekt | 0,92 | 0,92 | 0,91 | 0,97 | 0,98 |
| Netto driftskrav | 7,99 % | 6,91 % | 6,67 % | 6,97 % | 7,00 % |

Tilsvarende vil også kravet til sysselsatt kapital bli beregnet med samme formel som netto driftskapital. Forskjellen er at en vektet egenkapital og gjeld med sysselsatt kapital istedenfor netto driftskapital. Formelen kan dermed uttrykkes som følger:

$$\text{Sysselsatt kapitalkrav} = \text{ekk} * \frac{EK}{SSK} + \text{nf}gk * \frac{NFG}{SSK}$$

Fullstendig beregning fremkommer av tabell 7-14 nedenfor.

Tabell 7-14 Sysselsatt kapitalkrav for Norwegian

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | 11,70 % | 10,75 % | 10,51 % | 11,00 % | 11,78 % |
| Egenkapitalvekt | 0,14 | 0,13 | 0,15 | 0,07 | 0,05 |
| Finansielt gjeldskrav | 6,92 % | 5,97 % | 5,73 % | 6,04 % | 6,28 % |
| Gjeldsvekt | 0,86 | 0,87 | 0,85 | 0,93 | 0,95 |
| Krav til sysselsatt kapital | 7,57 % | 6,60 % | 6,43 % | 6,41 % | 6,54 % |

7.4 Oppsummering av historisk avkastningskrav

For bedre oversikt har vi oppsummert alle avkastningskravene utarbeidet i kapittel 7 i tabell 7-15. Avkastningskravene fra kapittel 7 vil bli brukt i kapittel 8 for å vurdere lønnsomheten til Norwegian, for å estimere om Norwegian besitter en strategisk fordel, finansieringsfordel, bransjefordel osv.

Tabell 7-15 Avkastningskrav oppsummert

| | 2018 |
|-----------------------------|---------|
| Egenkapitalkrav | 11,78 % |
| Finansielt gjeldskrav | 6,28 % |
| Finansielt eiendelskrav | 2,69 % |
| Netto finansielt gjeldskrav | 6,88 % |
| Netto driftskrav | 7,00 % |
| Krav til sysselsatt kapital | 6,54 % |

8 Analyse av lønnsomhet

I dette kapittelet gjennomføres det siste steget i rammeverket for forholdstallsanalyse som er en analyse av rentabilitet og superrentabilitet kalt lønnsomhetsanalyse. Det er flere typer rentabilitet som vi kan måle, for eksempel egenkapitalrentabilitet som er den mest brukte metoden, sysselsatt kapitalrentabilitet og netto driftsrentabilitet. Rentabilitetstallene kan kalkuleres både med normaliserte og fullstendige tall. Alle beregninger i dette kapittelet tar utgangspunkt i de omgrupperte og justerte regnskapstallene som fremkommer av kapittel 5. Videre anvendes kravene vi utarbeidet i kapittel 7 for å se om Norwegian egenkapitalrentabilitet har vært større eller mindre enn egenkapitalkravet i analyseperioden. Rentabilitet uttrykker hvor mye kapitalen kaster fra seg i form av en prosentvis rente (Knivsflå, 2019j) og kan uttrykkes med følgende formel:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Når rentabiliteten er høyere enn kravet oppnår Norwegian en superrentabilitet/meravkastning som indikerer at selskapet har en strategisk fordel (Knivsflå, 2019j) som bør være knyttet opp mot den strategiske analysen i kapittel 4. Når rentabiliteten er høyere enn kravet oppnår Norwegian en superrentabilitet/meravkastning som indikere at selskapet har en strategisk fordel (Knivsflå, 2019j) som bør være knyttet opp mot den strategiske analysen i kapittel 4.

Hensikten er å kunne sammenligne Norwegian med den komparative bransjen og over analyseperioden til Norwegian, for å kunne si noe med tanke på lønnsomheten til Norwegian og veien videre. Når rentabiliteten er høyere enn kravet oppnår Norwegian en superrentabilitet/meravkastning som indikere at selskapet har en strategisk fordel (Knivsflå, 2019j) som bør være knyttet opp mot den strategiske analysen i kapittel 4.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital

Superrentabilitet er et mål på den strategiske fordel for eierne. Der selskapet har en strategisk fordel hvis avkastning på egenkapitalen er høyere enn avkastningskravet. Har selskapet en dårligere avkastning enn avkastningskravet vil selskapet ha en strategisk ulempe.

Ifølge Knivsflå (2019j) bør en optimalt basere analysen på normalisert nettoresultat til kapitalen, ettersom normalisert rentabilitet er mer relevant for fremtidsregnskapet, budsjettering og verdsettelsen. Videre anbefaler Knivsflå å bruke gjennomsnittlig kapital, da den er opptjent i løpet av året og en da tar høyde for endringene i løpet av året. Vi må så trekke ut normalisert nettoresultat for å få etterskuddsrentabiliteten. Dette gir oss formelen:

$$EK \text{ Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til EK}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta EK - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Tabell 8-1 Superrentabilitet for Norwegian i perioden

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-------------------------|----------|---------|---------|----------|----------|--------------|
| Egenkapitalrentabilitet | -25,91 % | 19,52 % | 20,60 % | -42,32 % | -83,36 % | -22,29 % |
| - Egenkapitalkrav | 11,70 % | 10,75 % | 10,51 % | 11,00 % | 11,78 % | 11,15 % |
| = Superrentabilitet | -37,61 % | 8,77 % | 10,09 % | -53,32 % | -95,14 % | -33,44 % |

Som en kan se fra tabell 8-1 har Norwegian negativ rentabilitet i tre av de fem årene i vår analyseperiode, som følge av negativt nettoresultat til egenkapitalen. Norwegian har i perioden bare levert superrentabilitet i to av årene, noe som ikke er uventet ettersom Norwegian har vært gjennom en stor vekst. Egenkapitalrentabiliteten til Norwegian er i perioden veldig volatil ettersom Norwegian har en ekstrem lav egenkapital. Dette medfører at Norwegian oppnår en høy egenkapitalrentabilitet de årene de går med overskudd.

Tabell 8-2 Superrentabilitet for Bransjen i perioden

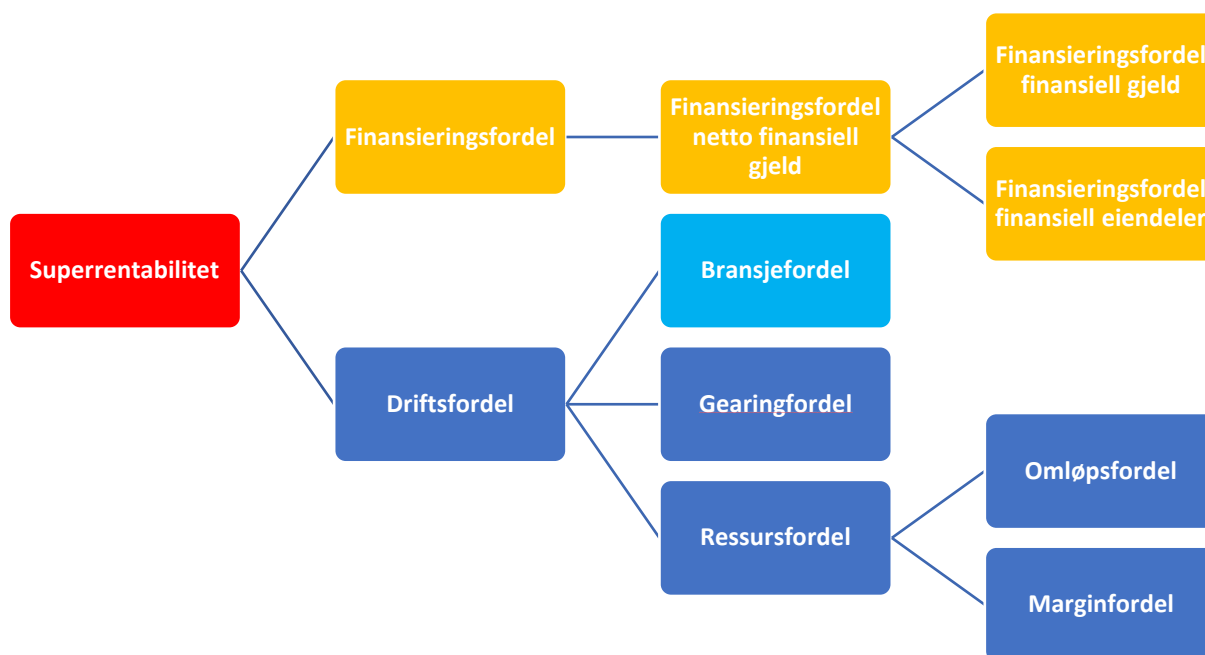
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|---------------------|----------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| Bransje | -0,79 % | 21,57 % | 24,41 % | 21,64 % | 21,78 % | 17,72 % |
| - Egenkapitalkrav | 11,70 % | 10,75 % | 10,51 % | 11,00 % | 11,78 % | 11,15 % |
| = Superrentabilitet | -12,49 % | 10,82 % | 13,90 % | 10,64 % | 10,00 % | 6,57 % |

Bransjetallene er som tidligere sammensatt av den komparative bransjen. Vi har valgt å bruke samme egenkapitalkrav for bransjen som for Norwegian.

8.2 Dekomponering av superrentabilitet

Superrentabiliteten til Norwegian består av en driftsfordel og en finansieringsfordel. For å skille de to komponentene har vi valgt å dekomponere Norwegians strategiske fordel med hensyn til netto driftsrentabilitet. En skiller da mellom drift og finansiering.

Figur 8-1 Dekomponering av superrentabilitet



Som en ser fra Figur 8-1 blir ikke finansieringsfordelen splittet ytterligere med bransjefordel og ressursfordel, ettersom unormal avkastning er unntaket og ikke «regelen» som ved drift. Dermed er forventingen at forskjellen vil være liten og da er det lite hensiktsmessig å splitte avviket ytterligere opp. Knivsflå (2019j) presentere følgende sammenheng mellom superrentabilitet, drifts- og finansieringsfordelene:

$$\text{Superrentabilitet} = ekr - ekk = \underbrace{(ndr - ndk) * (1 + nfgg)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{(nfgk - nfgr) * nfgg}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

Der

ekr= egenkapitalrentabilitet

Driftsfordel:

ndr= netto driftsrentabilitet

ndk= netto driftskrav

nfgg= netto finansiell gjeldsgrad

ekk= egenkapitalkrav

Finansieringsfordel:

nfgr= netto finansiell gjeldsrente

nfgk= netto finansielt gjeldskrav

Ved å dekomponere og skille komponentene får vi økt innsikt i den strategiske fordelens selskapet eventuelt må ha. Dette bidrar til bedre estimat med tanke på videre utvikling selskapet forventes å ha.

Tabell 8-3 dekomponering av Norwegians superrentabilitet til egenkapital

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-----------------------|----------|----------|---------|----------|-----------|--------------|
| Driftsfordel | -67,44 % | -18,06 % | -1,56 % | -58,04 % | -132,33 % | -55,49 % |
| + Finansieringsfordel | 29,83 % | 26,83 % | 11,65 % | 4,73 % | 37,19 % | 22,04 % |
| = Superrentabilitet | -37,61 % | 8,77 % | 10,09 % | -53,32 % | -95,14 % | -33,44 % |

Som en kan se fra tabell 8-3 har driftsfordel og finansieringsfordel også vært svært volatile i perioden. Gjennomsnittlig finansieringsfordel har ligget på 22,04% og driftsulempen var i perioden negativ på -55,49%. Det fremkommer videre fra analysen at Norwegian har hatt en finansieringsfordel i perioden. Grunnen til de store variasjonene er den høye gjeldsgraden til Norwegian i perioden. De forskjellige komponentene blir analysert nærmere i de neste delkapitlene.

8.2.1 Dekomponering av driftsfordel

Videre kan vi dekomponere driftsfordelen opp i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Der ressursfordel og bransjefordel utgjør den «rene» driftsfordelen (Knivsfå, 2019j). Knivsfå formulerte driftsfordel som følger:

$$\begin{aligned}
 \text{Driftsfordel} = & \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel drift}} + \underbrace{(ndr - ndr_B)}_{\text{Ressursfordel drift}} + \underbrace{(ndk_B - ndk) + (ndr - ndk) * nfgg}_{\text{Gearingfordel drift}}
 \end{aligned}$$

For å regne ut dekomponert driftsfordel har vi antatt at driftskrav til bransjen er lik Norwegians driftskrav, ettersom driftskravet i bransjen er tilnærmet lik netto driftskrav til den enkelte virksomheten i bransjen ifølge Knivsfå (2019j). Videre har vi brukt driftsrentabilitet som ble regnet ut for bransjen og Norwegian i kapittel 6.

Tabell 8-4 Dekomponering av Norwegians driftsfordel

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-----------------|----------|----------|---------|----------|-----------|--------------|
| Bransjefordel | -3,71 % | 0,38 % | 1,40 % | -1,28 % | -1,34 % | -0,91 % |
| + Ressursfordel | -6,52 % | -2,25 % | -1,58 % | -6,42 % | -9,17 % | -5,19 % |
| + Gearingfordel | -57,21 % | -16,19 % | -1,38 % | -50,34 % | -121,82 % | -49,39 % |
| Driftsfordel | -67,44 % | -18,06 % | -1,56 % | -58,04 % | -132,33 % | -55,49 % |

Tabell 8-4 viser hvordan driftsfordelen til Norwegian er dekomponert. Her fremkommer det at gearingfordelen gjør store utslag i driftsfordelen. Ettersom Norwegian har en høy gjeldsgrad og negativ driftsrentabilitet i tre av fem år, vil det resultere i en høy gearingulempe i de årene rentabiliteten er negativ. Bransjefordelen er negativ eller lav i hele perioden, noe som samsvarer med resultatene fra den strategiske analysen. Gjennomsnittlig har Norwegian en driftsulempe på 55,5% gjennom perioden.

8.3 Dekomponering av ressursfordel

Som en ser fra formelen nedenfor kan ressursfordelen videre dekomponeres i en marginfordel og omløpsfordel. En marginfordel vil si at virksomheten har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekt enn bransjen og dermed høyere netto driftsmargin. Omløpsfordel vil si at en har høyere driftsinntekter per investerte krone eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen (Knivsflå, 2019a). Netto driftsmargin er regnet ut fra de omgrupperte regnskapstallene for Norwegian. For den komparative bransjen er driftsmargin tallene hentet fra Gurufocus (2019). Knivsflå formulerer ressursfordelen som følgende:

$$\begin{aligned}
 ndr - ndr_B &= \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{ndm_B * (onde - onde_B)}_{\text{Omløpsfordel}}
 \end{aligned}$$

Der: $ndm = \text{netto driftsmargin}$, $onde = \text{omløpet til netto driftseiendeler}$

Tabell 8-5 Dekomponering av ressursfordel

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-----------------|----------|----------|---------|----------|----------|--------------|
| Marginfordel | -15,69 % | -10,14 % | -8,17 % | -15,34 % | -19,06 % | -13,68 % |
| + Omløpsfordel | 9,17 % | 7,89 % | 6,59 % | 8,91 % | 9,89 % | 8,49 % |
| = Ressursfordel | -6,52 % | -2,25 % | -1,58 % | -6,42 % | -9,17 % | -5,19 % |

Som en kan se fra tabell 8-5 har Norwegian en negativ marginfordel i hele analyseperioden, som samsvarer med den strategiske analysen. Den negative marginfordelen kommer av at Norwegian i hele perioden har en dårligere netto driftsmargin enn bransjen. Norwegian har en omløpsfordel i nesten hele perioden, som følge av høyere omløpshastighet enn bransjen.

8.3.1 Analyse av marginfordel

For å analysere ned negative marginfordelen har vi brukt en «common size» resultatanalyse. Her blir alle kostnadspostene beregnet som prosent av driftsinntektene. Vi får da en innsikt i

hvor stor andel av driftsinntektene som går med på å dekke den aktuelle kostnadsposten (Knivsflå, 2019a).

Tabell 8-6 Common Size analyse av Norwegian og bransjen

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt | Bransje |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Driftsinntekter | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |
| - Personalutgifter | 16,42 % | 15,27 % | 15,24 % | 17,18 % | 16,55 % | 16 % | 13 % |
| - Drivstoff | 32,35 % | 23,05 % | 19,39 % | 23,71 % | 31,20 % | 26 % | 25 % |
| - Leasingkostnader | 9,45 % | 9,84 % | 10,91 % | 12,57 % | 10,81 % | 11 % | 2 % |
| - Flyplass og håndteringsavgift | 23,43 % | 23,50 % | 24,18 % | 24,06 % | 23,78 % | 24 % | 28 % |
| - Andre driftskostnader | 25,57 % | 26,79 % | 23,29 % | 28,95 % | 27,22 % | 26 % | 24 % |
| = Driftsresultat fra egen virksomhet | -4,23 % | 3,65 % | 4,77 % | -5,75 % | -7,09 % | -1,73 % | 9,26 % |
| - Driftsrelatert skatt i egen virksomhet | -1,15 % | 0,99 % | 1,30 % | -1,56 % | -1,93 % | -0,47 % | 1,81 % |
| = Netto driftsresultat | -3,08 % | 2,66 % | 3,48 % | -4,19 % | -5,17 % | -1,26 % | 7,45 % |
| + Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet | 0,29 % | 0,46 % | 0,82 % | 0,94 % | 0,32 % | 0,57 % | 0,28 % |
| = Netto driftsresultat | -2,79 % | 3,12 % | 4,29 % | -3,24 % | -4,85 % | -0,69 % | 7,73 % |

Vi har sammenlignet Norwegian sine tall med den komparative bransjen. Som en kan se har ikke Norwegian noen marginfordel, og ligger bak den komparative bransjen på samtlige tall. Dette kan ha en sammenheng med den store veksten til Norwegian, ettersom kostnadene har kommet raskere enn inntektene. Det er heller ingen tvil om at det er en bransje med veldig sterk konkurranse og stort press på marginene.

8.3.2 Dekomponering av omløpsfordel

Omløpsfordelen kan dekomponeres i driftsinntekt per enhet (ARPU) og en effektivitetsfordel (eff). En høy ARPU indikerer at en klarer å ta en høy pris i markedet. Enhetene for Norwegian vil være antall passasjerer fløyet i året.

$$\begin{aligned}
 \text{Omløpsfordel} &= (\text{arpu} - \text{arpu}_B) * \text{eff} * \text{ndm}_B + (\text{eff} - \text{eff}_B) * \text{arpu}_B * \text{ndm}_B \\
 &\quad \underbrace{\hspace{15em}}_{\text{ARPUfordel}} \quad \underbrace{\hspace{15em}}_{\text{Effektivitetsfordel}}
 \end{aligned}$$

Der:

$$\text{ARPU} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Enhet}}$$

$$\text{Eff} = \frac{1}{\frac{(\text{NDE}_{t-1} - 1 + \frac{\Delta \text{NDE}_t - \text{NDR}_t}{2})}{\text{Enhet}}}$$

Tabell 8-7 Dekomponering av Norwegians omløpsfordel

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| ARPU fordel | -4,07 % | -3,98 % | -3,69 % | -2,68 % | -0,75 % | -3,03 % |
| + Effektivitetsfordel | 13,24 % | 11,87 % | 10,27 % | 11,59 % | 10,63 % | 11,52 % |
| = Omløpsfordel | 9,17 % | 7,89 % | 6,59 % | 8,91 % | 9,89 % | 8,49 % |

Ut fra tabell 8-7 kan vi se at omløpsfordelen skyldes en positiv effektivitetsfordel, ettersom Norwegian har en ARPU ulempe i hele analyseperioden. ARPU ulempen kommer av Norwegian er et lavprisflyselskap og har lavere billettpriser enn den komparative bransjen som også består av to fullserviceselskap. Effektivitetsfordelen tilsier at Norwegian utnytter sine driftseiendeler bedre enn den komparative bransjen. En kan se fra tabellen at Norwegian sin ARPU ulempe har hatt en positiv utvikling i perioden. Dette kommer fra at Norwegian har vokst mye på langdistanse de siste årene og da oppnådd en høyere billettpris, som drar ARPU opp.

8.4 Oppsummering av Norwegians driftsfordel

Gjennom analyseperioden har Norwegian hatt en gjennomsnittlig driftsulempe på -55,50%, som bestod av en bransjeulempe på -0,91%, ressursulempe på -5,19% og en gearingulempe på -49,40%. Driftsulempen kommer av at driftsrentabiliteten er konstant lavere enn driftskravet i hele perioden, dette blir forsterket av den høye gjeldsgraden til Norwegian. Ressursulempen ble dekomponert i en marginulempe på -13,68% og en omløpsfordel på 8,59%. Ved analysen av marginfordelen kunne vi se at Norwegian gjennomgående brukte en høyere andel av inntektene på å dekke kostnadene enn den komparative bransjen. Omløpsfordelen ble dekomponert i en ARPUulempe på -3,03% og en effektivitetsfordel på 11,50%.

8.5 Finansieringsfordel

En finansieringsfordel oppstår hvis den effektive renten er lavere enn, gjeldskravet til selskapet, eller om de finansielle eiendelene gir større avkastning enn eiendelskravet. Det ble tidligere identifisert en finansieringsfordel for Norwegian. For å analysere denne fordelene, kan en dele finansieringsfordelen opp i en fordel fra finansiell gjeld og en fordel fra finansielle eiendeler (Knivsflå, 2019a).

$$\text{Finansieringsfordel} = \underbrace{(f_{gk} - f_{gr}) * f_{gg}}_{\text{Fordel fra finansiell gjeld}} + \underbrace{(f_{er} - f_{ek}) * f_{ek}}_{\text{Fordel fra finansielle eiendeler}}$$

Fordel fra finansiell gjeld Fordel fra finansielle eiendeler

$$fgr = \text{finansiell gjeldsrente} = \frac{NFK}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}$$

$$fgr = \text{finansiell gjeldsgrad} = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG - NFK}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

$$fer = \text{finansiell eiendelsrente} = \frac{NFI}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI}{2}}$$

$$feg = \text{finansiell eiendelsgrad} = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE - NFI}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

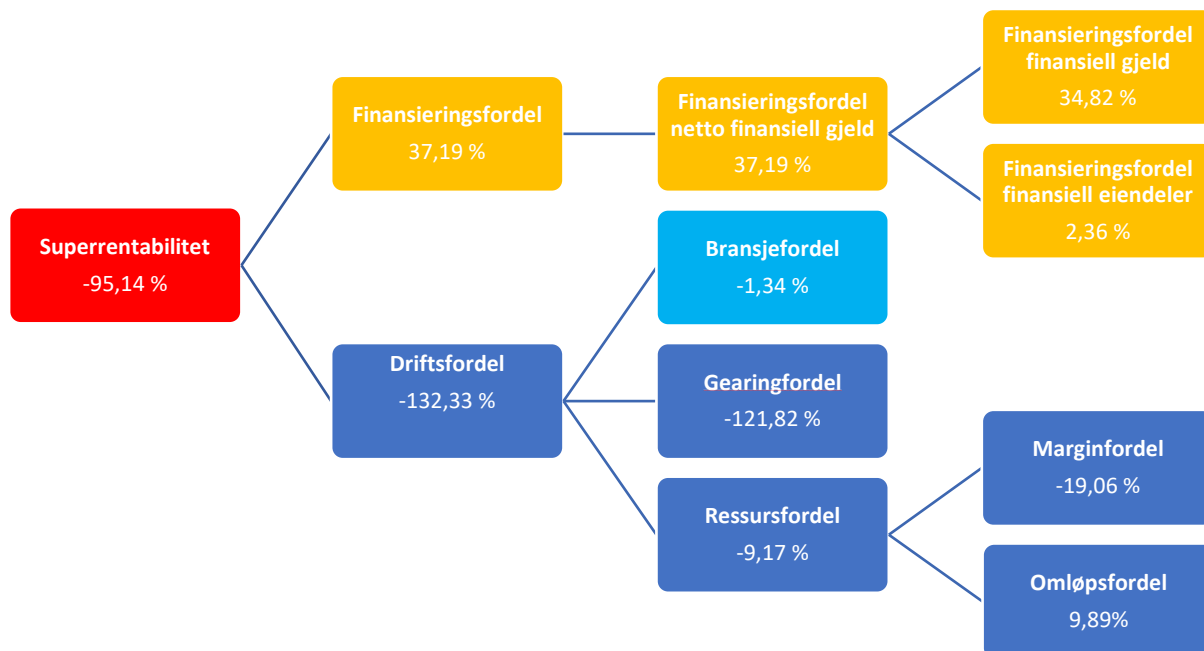
Fra tabell 8-8 under, kan en se at Norwegian har hatt en relativt stor finansieringsfordel fra finansiell gjeld i perioden, der selskapet oppnår et snitt på 22,04%. Dette skyldes som nevnt at betalt lånerente er lavere enn gjeldskravet til selskapet. Samtidig har det ikke vært noen markant fordel fra finansielle eiendeler. Finansieringsfordelen kan skyldes at Norwegian får gunstige garantier ved flykjøp av eksportbanken i USA, i tillegg til at kreditorene har pant i driftseiendelene, som er en vesentlig del av balansen.

Tabell 8-8 Dekomponering av Norwegians finansieringsfordel

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Gjennomsnitt |
|----------------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|--------------|
| Fordel fra finansiell gjeld | 30,74 % | 24,96 % | 11,69 % | 4,52 % | 34,82 % | 21,34 % |
| Fordel fra finansielle eiendeler | -0,91 % | 1,88 % | -0,04 % | 0,21 % | 2,36 % | 0,70 % |
| Finansieringsfordel | 29,83 % | 26,83 % | 11,65 % | 4,73 % | 37,19 % | 22,04 % |

8.6 Oppsummering av historisk superrentabilitet

Under har vi oppsummert dekomponeringen av superrentabilitet for 2018.



9 Fremtidsregnskap

I dette kapittelet vil vi utarbeide et fremtidsregnskap for Norwegian, med bakgrunn i den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysene som er utført i kapittel 5 til 8. Bruker funn fra analysene samt noen skjønnsmessige vurderinger for å budsjettere fremtidig resultat, balanse og kontantstrøm. Fremtidsregnskapet vil sammen med avkastningskravene som fremkommer fra kapittel 10, danne grunnlaget for beregningen av Norwegians markedsverdi i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

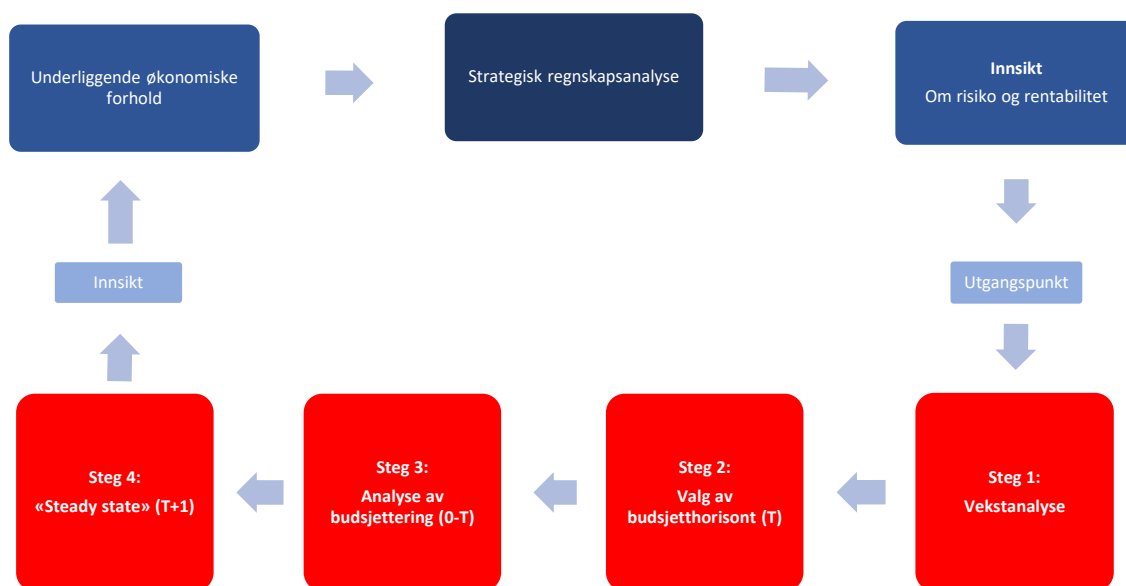
Som nevnt i kapittel 3 har vi valgt å fokusere mest på fundamental verdsettelse som vår verdsettelsesmetode. Det vil si at verdsettelsen av Norwegian hovedsakelig basere seg på nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer eiendelene til Norwegian generer. Det finnes flere metoder å klargjøre regnskapet for fremtidig prognostisering.

Penman (2013) argumenterer for at det mest hensiktsmessige utgangspunktet for å utarbeide fremtidsregnskapet ville være historisk utvikling. Begrunnelsen er at det er fort gjort å være overoptimistisk i vurderingen av muligheter og for negativ ved vurdering av trusler. Dermed vil en få best utgangspunkt ved å benytte seg av historiske tallene og utviklingen, å foreta justering basert på relevante faktorer.

Damodaran (2012b) argumenterer for at enn ikke burde vektlegge alt for mye i de historiske dataene ettersom dette ville gå bekostning av eksterne faktorer som ikke fremkommer av de historiske tallene. Han henviste til forskning som konkluderte med at i løpet av en femårsperiode ville veksten i tidligere år bare korrelere med 40% med dagens regnskapsperiode. Videre burde enn derfor ta utgangspunkt i de vekstfaktorene som har høyest korrelasjon med veksten i innværende år for eksempel passasjerutvikling.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i Knivsflå (2019e) sin inndeling. Der fremtidsregnskapet er delt inn i fire steg som vi ser fra figur 9-1, og som er i tråd med både Damodaran og Penman sitt syn på verdsettelse, ved at budsjettering skal baseres på en kombinasjon av historisk data og andre forhold avdekket i strategiske analysen som kan påvirke verdien på selskapet.

Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet



Det første steget er å utarbeide en vekstanalyse, der driftsinntektsvekst er den mest vesentlige driveren i prognosen og vil ha vesentlig betydning for verdien av Norwegian (Knivsfå, 2019c). Vekstanalysen vil i hovedsak basere seg på historisk vekst over vår valgte analyseperiode som strekker seg fra 2014 til 2018.

Neste steg er å estimere en budsjettthorisont. Budsjettthorisont er det året (T) der budsjetteringen går fra fullstendig til enkel framskrivning, ved at alle budsjettdriverne er konstante. En vil her befinne seg i «steady state». Begrunnelse for vårt valg blir redegjort under de neste delkapitlene. I tillegg til valg av når selskapet er i en «steady state» er det viktig å være kritisk til kvaliteten på regnskapsføringen og prøve å normalisere regnskapet mest mulig.

Tredje steget er å utføre en analyse og selve budsjetteringen over budsjettperioden til selskapet har kommet til «steady state». Siste steget er presentasjon av den frie kontantstrømoppstillingen, fremtidsresultatet og fremtidsbalansen.

9.2 Vekstanalyse – Historisk drivere

Sammen med den strategiske analysen som avdekket muligheter og trusler, ga kapittel 8 innsikt om driverne for lønnsomhet gjennom analyser av risiko og rentabilitet. Som gjør oss i stand til å estimere fremtidig utvikling i verdidriverne til Norwegian. Det første steget i rammeverket blir å analysere vekst over analyseperioden. Vi vil derfor i dette delkapittelet gjøre en analyse av egenkapital og driftsinntekt basert på historiske drivere. Driftsinntekstvekst vil være den

mest vesentlige kilden til resultatvekst, men denne kilden er svært volatil. Dermed supplere vi ved å analysere egenkapital i tillegg ettersom denne veksten ofte er mer stabil (Knivsflå, 2019e).

9.2.1 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Egenkapitalvekst er et vesentlig mål for vekstanalysen ettersom en investor kjøper seg inn i egenkapitalen til selskapet. Det er veksten på denne egenkapitalen som gir investor avkastning for den investerte kapitalen til investoren. Videre vil en analyse av historisk egenkapitalvekst kunne gi en pekepinn på fremtidig egenkapitalvekst. I utgangspunktet er egenkapitalrentabilitet lik veksten i egenkapital, men hvis det foretas emisjoner vil veksten i egenkapital øke og motsatt hvis det blir betalt utbytte. Vi må derfor skille mellom vekst i den fullstendige, og normaliserte egenkapitalen. For å beregne den normale veksten i fremtidsregnskapet må enn sette de unormale postene til null. For fullstendig egenkapitalvekst blir formelen følgende:

$$ekv = \frac{EK_{ub} - EK_{ib}}{EK_{ib}} = \frac{\Delta EK}{EK_{ib}}$$

Der:

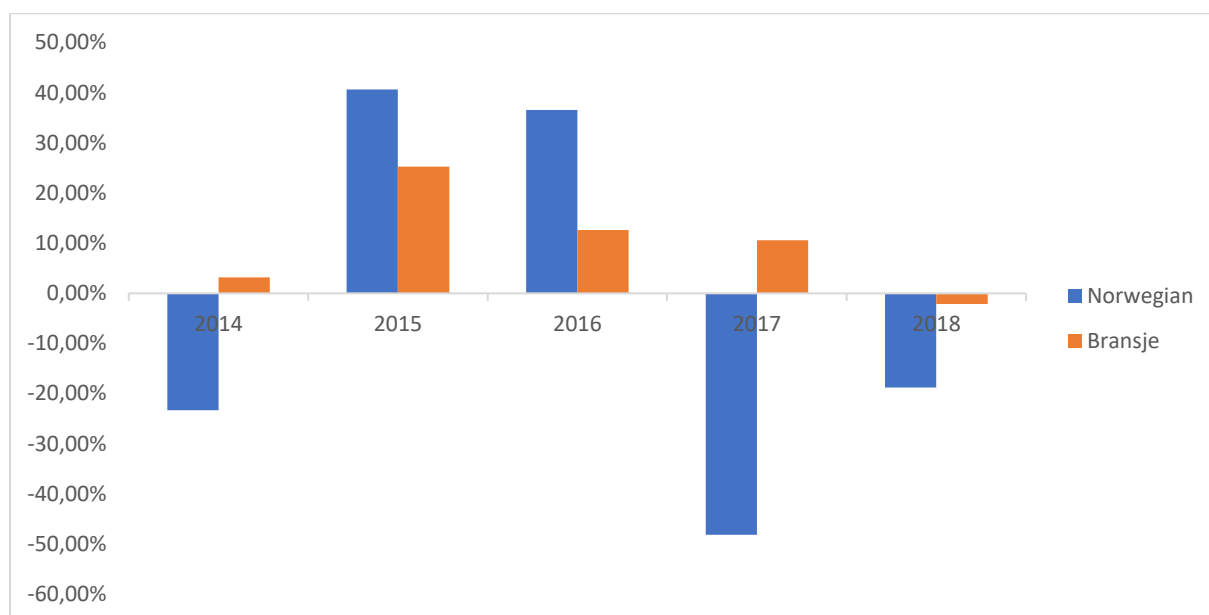
$ekv = Egenkapitalvekst$

$EK_{IB} = Inngående egenkapital$

$EK_{ub} = Utgående egenkapital$

Som vi ser fra figur 9-2 under, har Norwegian sin egenkapitalvekst vært mye mer volatil sammenlignet med bransjen. Årsaken kommer i all hovedsak fra at Norwegian har hatt store svingninger i resultatet som følge av vekstperioden Norwegian befinner seg i, sammenlignet med konkurrentene som er i en mer stabil fase. Dette indikere at vi bør velge en lengre budsjettperiode før vi kan si at Norwegian har kommet til «steady state» fasen.

Figur 9-2 Historisk egenkapitalvekst til Norwegian og komparative bransjen 2014-2018



Som nevnt innledningsvis bør enn se bort fra unormale postene ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Dermed må vi analysere normale egenkapitalveksten til Norwegian. Det er to kilder til vekst i egenkapitalen (ekv), som er internt generert rentabilitet (ekr), og økt gjennom kapitalinnskudd (eku <0) eller redusert gjennom utbytte (eku >0) (Knivsflå, 2019e). Formelen blir dermed:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

Der:

$$ekv = \text{Egenkapitalvekst}$$

$$(1 - eku) = \text{Tilbakeholdningsgrad}$$

$$eku = \frac{\text{Netto betalt utbytte}}{\text{Nettoresultat til egenkapital}}$$

$$ekr = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}}$$

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst til Norwegian

| Normalisert egenkapitalvekst | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|------------------------------|------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Egenkapitalrentabilitet | Ekr | -25,90 % | 19,50 % | 20,60 % | -42,30 % | -83,40 % | -22,30 % |
| Tilbakeholdsgrad | 1-eku | 0,98 | 1,322 | 1,02 | 0,99 | 0,46 | 0,96 |
| Egenkapitalvekst | ekv | -25,38 % | 25,78 % | 21,11 % | -41,86 % | -38,57 % | -21,31 % |

Som det fremkommer av tabell 9-1 har Norwegian en negativ egenkapitalvekst på 21,3% når en trekker ut de unormale postene. Videre ser en at det er stor variasjon år til år. Dette henger sammen med vekstperioden Norwegian for øyeblikket befinner seg i der det vil være mye variasjon fram til veksten har stabilisert seg. Stor variasjon mellom egenkapitalvekst og driftsinntektsvekst kan indikere videre at det vil ta noe lenger tid før Norwegian er i «steady state» som kan bli brukt som argument for lengre budsjettperiode. Dermed må vi analysere historisk driftsinntektsvekst for å se sammenhengen mellom egenkapitalveksten.

9.2.2 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Knivsflå (2019g) argumenterte for at driftsinntektsveksten utgjør den fremste årsaken til vekst i resultatet. I flybransjen kan enn argumentere på at det faktisk er kostnadskutt som ville være den sentrale driveren. Etersom det fremkommer av den strategiske analysen at billettprisen er i stor grad bestemt av markedet, og hvis du skal drive lønnsomt blir det å holde kostnadene nede den viktigste konkurransefordelen enn kan ha. Videre sier inntekten noe om markedsposisjonen til selskapet. I flybransjen er det ofte fordel å ha stor markedsandel for å være lønnsom på lang sikt. Dermed blir den historiske driftsinntektsveksten av vesentlig betydning og bør analyseres i en fundamental verdsettelse. Knivsflå (2019g) presentere følgende formel ved utregning av historisk driftsinntektsvekst:

$$div = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Der:

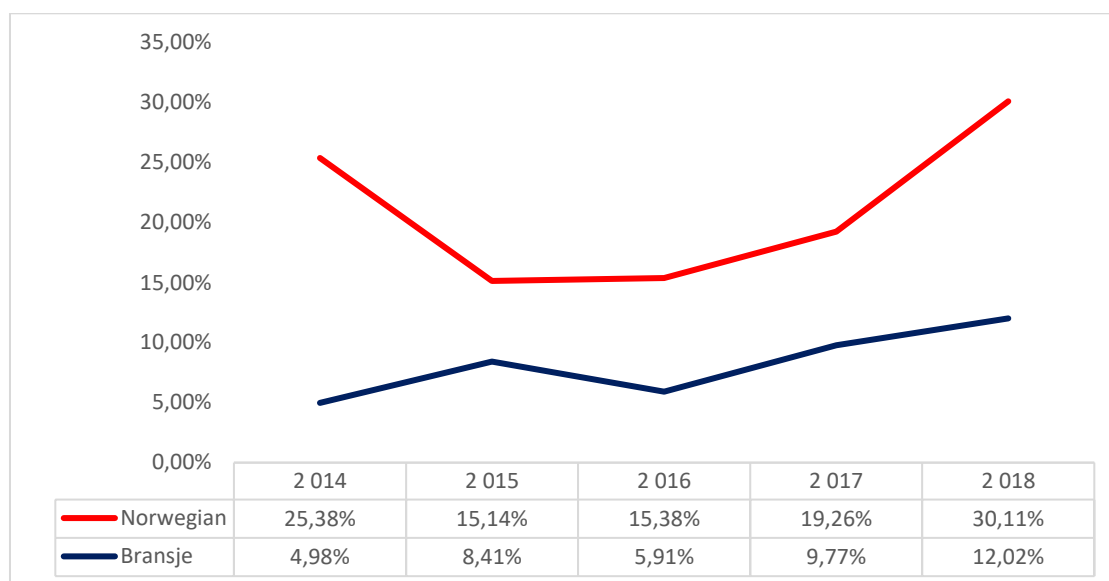
$div = Driftsinntektsvekst$

$DI_t = \text{Årets driftsinntekt}$

$DI_{t-1} = \text{Fjorårets driftsinntekt}$

Den historiske utviklingen av driftsinntektene til Norwegian og gjennomsnittet for den komparative bransjen kan ses nedenfor.

Figur 9-3 Historisk driftsinntektsvekst til Norwegian og komparative bransje i perioden 2014-2018



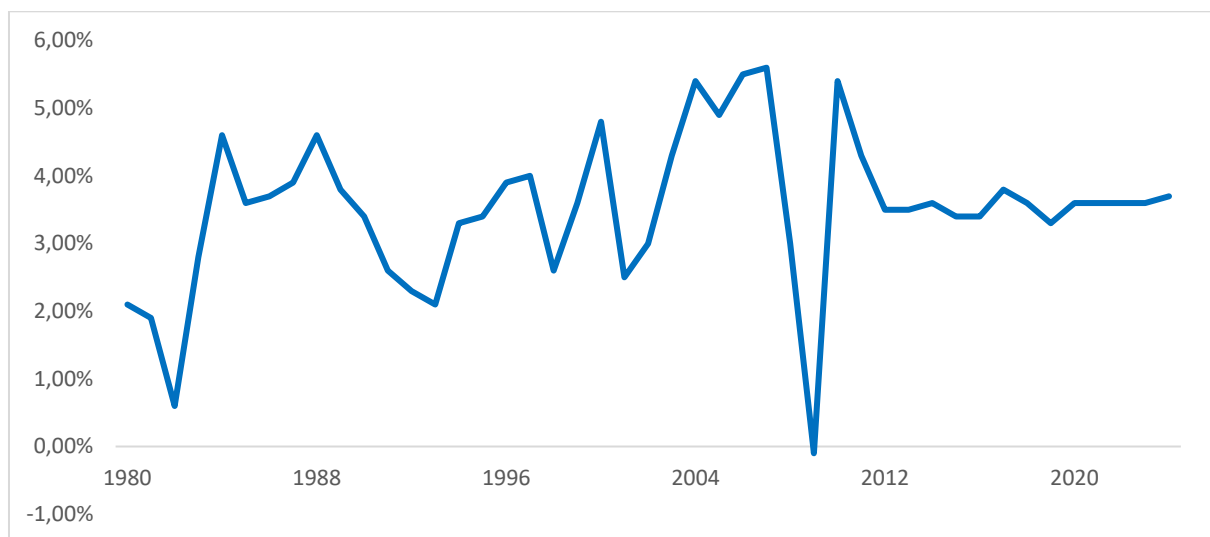
Som det fremkommer av figur 9-3 har Norwegian markant høyere driftsinntektsvekst med et snitt på 21% sammenlignet med bransjen som har hatt en vekst på litt over 8% over analyseperioden. Dette er forventet ettersom Norwegian har vært gjennom en stor ekspansjon og økt flyflåten betraktelig som det fremkommer av strategiske analysen. Videre har vi sett flere eksempler i oppgaven vår på at veksten ikke har vært bærekraftig ettersom driftskostnadene har økt mer enn driftsinntektene over analyseperioden. Dermed er det hensiktsmessig å estimere den fremtidige veksten med bakgrunn i den strategiske analysen. Norwegian selv har som nevnt tidligere endret strategi fra vekst til lønnsomhet ved å optimalisere rutenettet, avhending av fly og ved å kutte kostnader gjennom kostnadsreduksjonsprogrammet #Focus2019.

Oppsummert bør Norwegian vokse i takt med bransjen de kommende årene og ikke avvike vesentlig fra dette. Den strategiske analysen argumentere på at markedet vil vokse i fremvoksende markeder der Norwegian er godt posisjonert, men en mer klimabevist befolkning i Europa tilsier lavere vekst i det europeiske markedet. Dette taler for en moderat vekst som nevnt i kapittel 2.2 rundt 4-6% for bransjen de kommende årene.

9.2.3 Vekst i verdensøkonomien

Videre kan ikke veksten på lang sikt være større enn ventet realvekst i verdensøkonomien i tillegg til forventet global inflasjon (Knivsflå, 2019e). Dette begrunnes ved at vekst er tilbakevendende til gjennomsnittet (mean reversion), hvis ikke ville eventuelt det selskapet som har høyere vekst over tid, blitt selve verdensøkonomien, jamfør renters rente effekt. Dette betyr at et selskap kan vokse opp mot 50-200% hvert år i 10 år, men ikke ha samme vekst i det uendelige.

Figur 9-4 Realvekst i verdensøkonomien i perioden 1980 – 2024.



Figur 9-4 viser realvekst i verdensøkonomien fra 1980 fram til 2018 og prognose for 2019-2024 (IMF, 2019). Som vi ser er vi inne i en stabil vekstperiode og det internasjonale pengefondet forventer videre stabil vekst de neste årene på rundt 3,5% som også er snittet de siste 45 årene og blir vårt utgangspunkt. Videre så ligger inflasjonsmålet til Norges bank på 2% nedjustert fra 2,5% i 2018 (Regjeringen, 2018b). Vi estimere dermed at langsiktig nominell vekst for verdensøkonomien blir på 5,5%. Norwegian kan dermed ikke ha høyere vekst enn 5,5% på lang sikt.

9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet

I de neste delkapitlene vil vi redegjør for valg av budsjettthorisont, detaljnivå og teknikk for framskriving. Som er steg to i rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskapet som Knivsflå presenterte og som ble gjengitt under kapittel 9.1.

9.3.1 Valg av budsjettthorisont (T)

Som nevnt innledningsvis i kapittel 9.1 er budsjettthorisont det året (T) der budsjetteringen går fra fullstendig til enkel framskriving, ved at alle budsjettdriverne er konstante som vil si at vi befinner oss i en «steady state» med konstant vekst. Årsaken til at vi må utarbeide en «steady state» prognose er fordi det ikke er mulig å estimere kontantstrømmer for evig tid. Fordi det blir for usikkert jo lenger fram en prøver å forutse, samtidig hvis en har for kort budsjettthorisont kan dette medføre til undervurdering av verdiene til selskapet og kreve urimelig høye antakelser om veksten i «steady state» (Tim Koller, 2015). Det er en utbredt praksis å velge den eksplisitte prognoseperioden til fem år uten nærmere begrunnelse. Det er flere tilfeller der dette fremstår lite hensiktsmessig og et bedre valg kunne vært både to og ti år som den eksplisitte

prognoseperioden (Kaldestad & Møller, 2016). Dette avhenger av forskjellige faktorer som for eksempel bransje, hvilken konjunktur vi er inne i og hvilken fase selskapet befinner seg i. Budsjetthorisonen blir påvirket av vekst og stabilitet til bransjen og selskapet.

Det er stor uenighet blant de fremste professorene innen verdsettelse om hva den optimale budsjetthorisonen er. Penman (2013) argumenterer for kortes mulig horisont fordi det ville økt validiteten av prognosene. Motsatt mener Koller at budsjetthorisonen bør være 10-15 år med begrunnelse som jeg nevnte under forrige avsnitt. Kaldestad argumenterte for 2-3 år for stabile bransjer som ikke er utsatt for konjunktursvingninger for eksempel dagligvarebransjen, og 5 år eller lenger for sykliske bransjer, eller selskaper/bransjer i stor vekst og høy rentabilitet. Det er ikke noe som antyder at det er et entydig svar i teorien som hvor lang budsjetthorisonen bør være.

Norwegian har vært gjennom en formidabel vekstperiode og gjennom analyseperioden har de hatt en samlet vekst på over 100%. Uttalelser fra ledelsen i selskapet tilsier at veksten vil dramatisk reduseres de kommende årene med bakgrunn i endret strategi jmfør kapittel 2.1.4. Dette reduserer behovet for en lang budsjettperiode. Tross dette, forventes det at Norwegian vil øke antall fly med 5 per år fram til 2027, jmfør Tabell 9-3 Fremtidig flyleveranse. Dette vil gi vekst både på antall passasjer, inntekter og kostnader. Estimerer dermed at Norwegian vil ha en større vekst enn bransjesnittet de nærmeste årene. Dette indikerer at en lengre budsjetthorison vil være å foretrekke. Ettersom det vil ta noe tid før Norwegian vil være i en «steady state».

Norwegian forventes som nevnt å øke flyflåten helt frem til 2027. Ettersom de totalt har en ordre på 195 fly. Selskapet har selv ikke lagt ut noen offentlig plan over hvordan flåten blir etter 2021, men har uttalt at de ikke har planer om å beholde alle flyene selv. De resterende flyene vil selges eller leases ut til andre flyselskap. Tidligere var det forventet at selskapet vil ha leveranser av fly helt frem til de oppnår en flyflåte på 250 fly. Dette med bakgrunn i uttalelser fra Bjørn Kjos der han tidligere har sagt at optimal størrelse på flyselskapet er 250 fly (Riise, 2013). Våre analyser tilsier at flyflåten vil være i en størrelse på 212 fly i 2027, se tabell 9-3. Dette begrunnes i endring av strategien som nevnt tidligere. Airbus 320 neo flyene er ikke tatt med i totalen, ettersom Norwegian aldri har indikert at disse flyene skal inn i deres flyoperasjon. Vi har også redusert flåten av 737-800 flyene fra 115 i år 2018 til 30 i år 2027, ettersom strategien til Norwegian går ut på å fase ut de eldre flyene med nye. Med utgangspunkt i premisene ovenfor, kommer vi fram til en budsjetthorison på 10 år ettersom en «steady state» ikke vil oppnås før alle flyene er levert. Tidsrommet for budsjetteringen blir følgelig 2019-2028, der år 2028 representerer år T, der en «steady state» antas å være oppnådd. Vi har valgt å

ta med to ekstra år, år 2029 og 2030 henholdsvis år T+1 og T+2 for å få med effekten av en konstant vekst. Den kortsiktige perioden vil være fra 2019-2021 og den mellomlangsigtede perioden går fra år 2021-2028.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Ved valg av detaljnivå bør en velge om en ønsker fokusert eller detaljert detaljnivå. Forskjellen er hvor mange drivere som skal benyttes i budsjetteringen ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Der fokusert detaljnivå vil si at en fokuserer på nøkkeldriverne som har vesentlig betydning for verdien av selskapet, mens detaljert detaljnivå vil si at en tar med mange flere budsjett drivere, som ikke nødvendigvis påvirke verdien i noe vesentlig grad som individuelle budsjett drivere (Penman, 2013).

Knivsflå (2019j) argumenterte for at det var mer hensiktsmessig å utføre et mer fokusert detaljnivå hvis budsjett horisonten er lang, som i vårt tilfelle. Ettersom det er utfordrende å ha en sterk forventning om fremtiden på detaljnivå på lang sikt og dette medføre mye usikkerhet inn i modellen. Ettersom vi har valgt en lang budsjett horisont på 10 år, vil vi ikke ha et stort detaljnivå, ettersom dette ifølge Knivsflå ikke forbedrer analysen. Vi har valgt å bruke syv budsjett drivere som vil bli utdypet i kapittel 9.4.

9.3.3 Teknikk for framskriving

Det vil fremkomme noe grad av usikkerhet ved våre nøkkelbudsjett drivere. Knivsflå presenterte to alternative estimeringsmetoder for å redusere risiko for feil antagelser i budsjett drivere, der første metode er scenario budsjettering som vil si at vi kan utarbeide et optimistisk, et pessimistisk og et forventet scenario. Andre metode er simulering- og sensitivitetsanalyser for å gjøre kritiske budsjett drivere til usikre eller stokastiske variabler. Den første metoden er ifølge Knivsflå lite brukt i praksis og vi vil dermed anvende den siste metoden når vi skal redusere usikkerheten ved fremtidsregnskapet. På bakgrunn av at kontantstrømmer realiseres ved slutten av hver regnskapsperiode nevner vi at det vil være den inngående balansen som legges til grunn ved utarbeidelse av budsjett drivere (Knivsflå, 2019j).

Videre vil de aktuelle budsjett drivere på kort til mellomlang sikt bli utarbeidet ved hjelp av den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysene som er utført i kapittel 5 til 8, men på lang sikt vil det være mest realistisk at budsjett drivere går mot gjennomsnittet i den komparative bransjen ettersom vekst er tilbakevendende til gjennomsnittet (mean reversion) se kapittel 9.2.3.

9.4 Budsjett drivere

Som nevnt har vi valgt å benytte oss av Knivsflå (2019g) sitt rammeverk og fokusere på syv budsjett drivere som vi ser fra tabell 9-2. De forskjellige budsjett drivere blir utdypet nedenfor. Det må videre opplyses om at vi her bruker balanseposter fra den inngående balansen i budsjett drivere, i motsetningen til metoden i historisk rentabilitetsanalysen der vi benyttet gjennomsnitt. Videre estimerer vi postene i fremtidsregnskapet med basis i budsjett drivere og budsjett drivere estimeres videre i en kortsiktig periode frem til 2021, mellomperiode til 2027 og «steady state» fra T til T+2, med forskjellig vekstrate i hver periode.

Tabell 9-2 Budsjett drivere

| Regnskap | Driver |
|--------------------------------------|---|
| Resultat | |
| Driftsinntekter _t | Passasjerer _t * Average revenue per unit _t (ARPU) |
| Netto driftsresultat _t | Netto driftsmargin _t * Driftsinntekter _t |
| Netto finansinntekt _t | Finansiell eiendelsrente _t * Finansielle eiendeler _{t-1} |
| Netto finanskostnader _t | Finansiell gjeldsrente _t * Finansiell gjeld _{t-1} |
| Balanse | |
| Netto driftseiendeler _{t-1} | Driftsinntekter _t / Omløpet til netto driftseiendeler _t |
| Finansiell eiendeler _t | Finansiell eiendelsdel _t * Driftsinntekter _t |
| Finansiell gjeld _t | Finansiell gjeldsdel _t * Netto driftseiendeler _t |

9.4.1 Driftsinntekter

I følge Damodaran (2012b) er det tre ulike metoder å anvende for å estimere driftsinntektene til et selskap, som igjen trolig er den viktigste kilden til vekst i et selskap. Den første metoden går ut på å estimere veksten ved å se på historisk vekst. Denne metoden kan være å foretrekke for stabile selskaper som har drevet lenge. Ettersom historisk vekst da vil være en god indikator for fremtidig vekst, men som nevnt kan ikke veksten over tid være større enn veksten i økonomien jamfør kapittel 9.2.3.

Den andre metoden er å benytte seg av estimatene til profesjonelle analytikerne som følger selskapet. Denne anses ifølge Damodaran som kanskje den dårligste metoden ettersom vekstpredikasjonene over tid har vist seg å være dårlige, spesielt på lang sikt. Videre skaper metoden mye usikkerhet til hvilken analytiker du skal høre på, ettersom selskapet ofte har flere analytikere med ulike vekstprediksjoner. Den tredje og siste metoden er å ta utgangspunkt i

fundamentale forhold for å estimere veksten til selskapet. Veksten til et selskap vil være avhengig av hvor mye som blir reinvestert i nye eiendeler og kvaliteten av disse investeringene.

For å estimere Norwegians fremtidige driftsinntekter har vi fordelt alle driftsinntektene på antall passasjerer, der vi ikke har tatt hensyn til de forskjellige inntektskildene som tilleggstenester og cargo ettersom billettinntektene utgjør størstedelen av inntektene. En estimering av hver inntektskilde ville ført til stor usikkerhet i estimatet.

Metoden er en kombinasjon av metode en og tre. Metode tre ettersom vi estimere fremtidige passasjerantall på bakgrunn av Norwegians investeringer og antatt fremtidige investeringer i flyflåten. Den første metoden anvendes for å estimere Norwegians gjennomsnittlige inntekt per passasjer forkortet ARPU, med bakgrunn i de historiske tallene som har vist seg å være relativt stabile siste årene. I tillegg supplere vi med funn fra strategiske analysen for å estimere forventet fremtidig driftsinntekter. Formelen blir dermed:

$$\text{Driftsinntekter} = \text{Antall passasjerer} * \text{ARPU}$$

Passasjervekst

Som nevnt tidligere har vi forutsatt at Norwegian vil ha 212 fly i 2027, nedjustert fra opprinnelig plan på 250 fly som var basert på bestillingene og uttalelser fra Bjørn Kjos. Som en ser fra tabell 9-3 kommer veksten i flyflåten på langdistanse etter år 2020, da 737-800 bare blir byttet ut med 737-max. Det er som nevnt tidligere ikke forventet at selskapet vil ta levering av Airbus 320 neo, som følge av den endrede strategien.

Tabell 9-3 Fremtidig flyleveranse

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | Resterende Ordre |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| Kortdistanse | | | | | | | | | | | | | | |
| Boeing 737- Max 8 | 18 | 34 | 42 | 60 | 68 | 77 | 85 | 93 | 102 | 110 | 110 | 110 | 110 | 0 |
| Boeing 737-800 | 115 | 100 | 92 | 80 | 72 | 63 | 55 | 47 | 38 | 30 | 30 | 30 | 30 | 0 |
| Sum | 133 | 134 | 134 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 | |
| Langdistanse | | | | | | | | | | | | | | |
| Boeing 787-9 | 32 | 37 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 0 |
| Airbus 321 LR | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 10 | 15 | 20 | 25 | 30 | 30 | 30 | 30 | 0 |
| Sum | 32 | 37 | 42 | 42 | 47 | 52 | 57 | 62 | 67 | 72 | 72 | 72 | 72 | |
| Leingselskap/Salg | | | | | | | | | | | | | | |
| Airbus 320 neo | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 63 |
| Total | 165 | 171 | 176 | 182 | 187 | 192 | 197 | 202 | 207 | 212 | 212 | 212 | 212 | |

For å estimere fremtidig passasjertall er det regnet ut hvor mange passasjerer som blir fraktet på hvert fly i løpet av året. Siste året fra analyseperioden er grunnlag for budsjettperioden, der passasjerer per fly blir multiplisert med antall fly som blir levert i analyseperioden fra tabell 9-3.

Tabell 9-4 Historisk antall passasjerer per fly

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Passasjertall | 24 000 000 | 25 800 000 | 29 300 000 | 33 100 000 | 37 300 000 | 29 900 000 |
| Antall fly | 95 | 99 | 116 | 144 | 165 | 124 |
| Passasjerer per fly | 252 632 | 260 606 | 252 586 | 229 861 | 226 061 | 244 349 |

I tillegg til å ha antall fly som driver i passasjerveksten antas det at Norwegian vil øke fyllingsgraden i perioden fremover, etter hvert som veksten avtar. I den korte perioden anslår vi at passasjerveksten vil være noe mindre enn i mellomperioden, da vi anser at Brexit vil påvirke passasjertallene negativt, som den strategiske analysen avdekket. Veksten i den korte perioden er dermed satt til 1,5% og mellomperioden til 2%. Veksten i antall passasjerer kan ikke øke ubegrenset som følge av at maksimal fyllingsgrad er 100%, og skal de eventuelt vokse videre etter 2028 må selskapet utvide flyflåten ytterligere. Vi estimerer videre at passasjerer per fly vil stabilisere seg på 266.000 passasjerer i «steady state».

På bakgrunn av antakelsene vil antall fraktet passasjerer øke fra 37 millioner til 56 millioner som presentert i tabell 9-5. Dette er en økning på over 50%, men som er lavere enn veksten som har vært siste årene. Veksten er fremdeles betydelig som det også bør være ettersom flyflåten vil vokse med 30% og vi forventer høyere fyllingsgrad på rutene.

Tabell 9-5 Estimert passasjerutvikling i perioden 2018-2030

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Antall fly | 165 | 171 | 176 | 182 | 187 | 192 | 197 | 202 | 207 | 212 | 212 |
| Passasjerer per fly | 226 061 | 229 452 | 232 893 | 236 387 | 241 114 | 245 937 | 250 855 | 255 873 | 260 990 | 266 210 | 266 210 |
| Antall passasjerer i 1000 | 37 300 | 39 236 | 40 989 | 43 022 | 45 088 | 47 220 | 49 419 | 51 686 | 54 025 | 56 436 | 56 436 |

Gjennomsnittlig inntekt per passasjer (ARPU)

I kapittel 8 kom det frem at Norwegian hadde en ARPU-ulempe sett i forhold til bransje, der vi påpekte at dette har sammenheng med at det finnes fullserviceselskap i den komparative bransjen. Det vil dermed være naturlig at Norwegian har en lavere ARPU enn den komparative bransjen. Som en kan se fra tabell 9-6 har Norwegian hatt en positiv utvikling i ARPU. Dette har en sammenheng med at Norwegian har vokst på langdistanse, som har betydelig høyere billettpriser.

Tabell 9-6 Utvikling gjennomsnittlig inntekt per passasjer Norwegian i perioden 2014-2018

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Snitt |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter i 1000 | 19 540 039 | 22 491 148 | 26 054 525 | 30 948 300 | 40 265 600 | 27 859 922 |
| Passasjerer i 1000 | 24 000 | 25 800 | 29 300 | 33 100 | 37 300 | 29 900 |
| ARPU | 814 | 872 | 889 | 935 | 1 080 | 918 |

Fra tabell 9-3 kan vi se at Norwegian frem til 2027 vil doble antall fly på langdistanse. Norwegian vil dermed gå fra å ha 19% til 34% langdistansefly av den totale flåten. Fra den strategiske analysen kom det frem at den europeiske flybransjen har en svært høy konkurranseintensitet med lave marginer og stor konkurranse som gjør det utfordrende å øke billettprisene. Det vil dermed være vanskelig å øke billettprisene fremover i det europeiske markedet som utgjør hovedmarkedet til Norwegian. På grunn av langdistansesatsningen vil det allikevel være mulighet for å øke billettprisene noe, ettersom en oppnår en høyere billettpris på langdistanse og det er mindre konkurranse. Vi forventer dermed at ARPU vil øke marginalt med 3% på kort sikt både grunn av større fokus på lønnsomhet og økt rutetilbud på langdistanse. I den mellomlange perioden og «steady state» estimere vi en økning på 2-2,5% hovedsakelig på grunn av inflasjon ettersom den strategiske analysen viser at det vil være utfordrende å øke billettprisene for mye også på langdistanse. Driftsinntektene går fra 40 til 76 milliarder NOK over en periode på 10 år. Driftsinntektene vil dermed ha en betydelig vekst i perioden fremover, men hovedsakelig drevet av økning i antall fly. Veksten vil imidlertid ikke være like stor som i analyseperioden, da Norwegian bare vil øke med fem fly per år frem til 2027.

Tabell 9-7 Utvikling i driftsinntekter i budsjettperioden

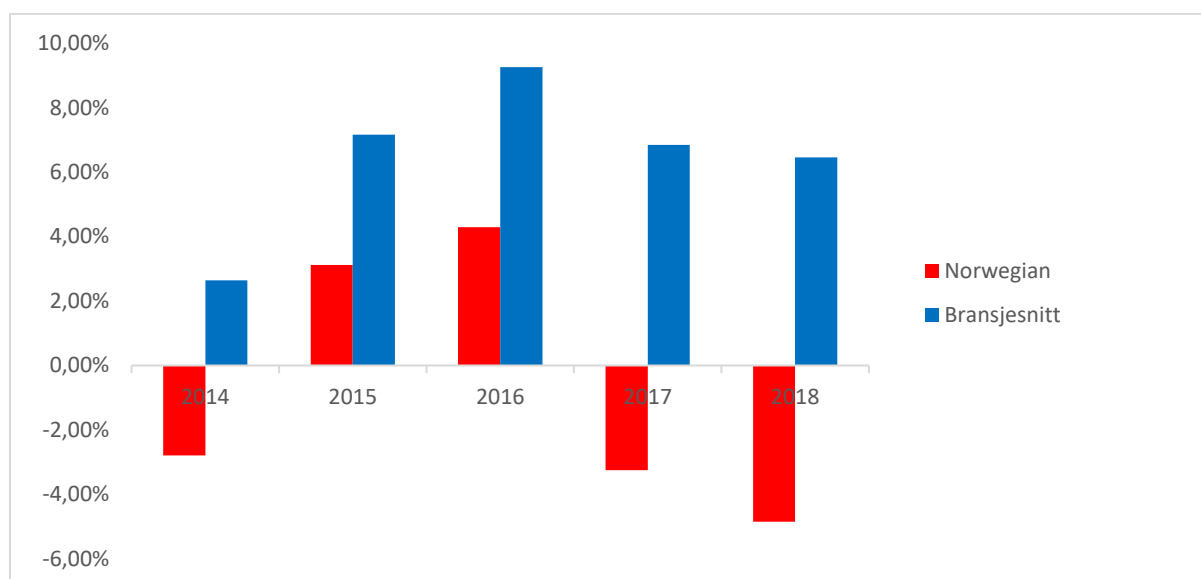
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Passasjerer i 1000 | 37 300 | 39 236 | 40 989 | 43 022 | 45 088 | 47 220 | 49 419 | 51 686 | 54 025 | 56 436 | 56 436 |
| ARPU | 1 080 | 1 112 | 1 145 | 1 180 | 1 203 | 1 227 | 1 252 | 1 277 | 1 302 | 1 328 | 1 362 |
| Driftsinntekter i mNOK | 40 266 | 43 626 | 46 943 | 50 749 | 54 250 | 57 951 | 61 862 | 65 995 | 70 361 | 74 972 | 76 846 |

9.4.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat (NDR) blir budsjettert over budsjettperioden ved å anvende de budsjetterte driftsinntektene, som fremkommer av tabell 9-7. Netto driftsresultat er dermed påvirket av budsjettdriverne driftsinntekter og netto driftsmargin, der netto driftsresultat er utregnet ved bruk av følgende formel:

$$NDR_t = DI_t * ndm_t$$

Figur 9-5 Netto driftsmargin for Norwegian og bransjen i perioden 2014-2018



Som det fremkommer av figur 9-5 ser vi at Norwegian har hatt negativ driftsmargin i tre av de siste fem årene og et snitt på -0,7%. Dette samsvarer med resultatene fra kapittel 8.3 der resultatene viste at Norwegian har hatt en marginulempe gjennom hele analyseperioden. I analyseperioden hadde den komparative bransjen en gjennomsnittlig driftsmargin på 6,47%.

Det antas som nevnt i den strategiske analysen at oljeprisen fortsetter å ligge rundt dagens nivå på rundt 63 dollar fatet, og at marginene dermed ikke blir påvirket negativt av en høy oljepris i budsjettperioden. Det kom videre frem i den strategiske analysen at konkurransen i Europa forventes å dempes noe, ettersom en trolig kommer til å se en konsolidering i den europeiske luftbransjen. Det forventes imidlertid fortsatt stor konkurranse.

Som nevnt har ledelsen i Norwegian uttalt at de forventer å være lønnsomme i 2019 (Norwegian, 2019d). Ut fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen er det trolig at selskapet så vidt klarer å levere positive tall i 2019. Det forventes på kort sikt at kostnadskutt og optimalisering av ruter vil forbedre marginene noe, men være langt under bransjesnittet. Det

forventes fortsatt stor konkurranse for Norwegian og noen innfasingsproblemer ved oppstart av enda en ny flytype, Boeing 737-Max. Det estimeres at Norwegian vil klare å levere en driftsmargin på 2% årlig i den korte perioden frem til 2021.

Ut fra den strategiske analysen og endring av strategi forventer vi at Norwegian vil nærme seg bransjegjennomsnittet i mellomperioden, ettersom driftsmarginene i utgangspunktet skal være tilbakevendende til gjennomsnittet, som er på 6,47%. Etter 2021 er hoveddelen av flyflåten levert og vi forventer som nevnt at fokus vil være på å forbedre driften i perioden etter dette. Samtidig bør en forvente at det vil være noe økte kostnader ved innfasing av Airbus 321 LR som blir det første Airbus flyet Norwegian tar inn i driften. Dette vil dermed redusere noe av marginene.

Det estimeres videre at Norwegian vil få en større kundebase og et optimalisert rutenettverk som vil forbedrer marginene, vi estimerer dermed at driftsmargin vil være på 6% i den mellomlange budsjettperioden. Som er noe under bransjegjennomsnittet i analyseperioden som følge av at Norwegian har et noe høyere kostnadsnivå enn lavpriskonkurrentene EasyJet og Ryanair som drar gjennomsnittlig driftsmargin for den komparative bransjen opp. Driftsmargin i «steady state» settes til 5% som er estimert bransjegjennomsnitt på lang sikt.

Dermed har vi grunnlaget for å estimere netto driftsresultat ved å multiplisere netto driftsmargin sammen med budsjettert driftsinntekt. Resultatet fremkommer av tabell 9-8 nedenfor, der driftsresultat går fra underskudd på en milliard i 2018 til nesten fire milliarder i overskudd i «steady state».

Tabell 9-8 Utvikling driftsresultat Norwegian i budsjettperioden

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsmargin | | 2,00 % | 2,00 % | 2,00 % | 6,00 % | 6,00 % | 6,00 % | 6,00 % | 6,00 % | 6,00 % | 5,00 % |
| Driftsinntekter i mNOK | 40 266 | 43 626 | 46 943 | 50 749 | 54 250 | 57 951 | 61 862 | 65 995 | 70 361 | 74 972 | 76 846 |
| Driftsresultat i mNOK | -827 | 873 | 939 | 1 015 | 3 255 | 3 477 | 3 712 | 3 960 | 4 222 | 4 498 | 3 842 |

9.4.3 Netto finanskostnad

Finanskostnader og finansinntekter utgjør til sammen netto finanskostnad. For å kunne estimere netto finanskostnader trenger vi å estimere finansielle eiendeler/gjeld og tilhørende rentekrav. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$\text{Netto finansinntekt} = \text{Finansiell eiendelsrente} * \text{Finansielle eiendeler}$$

$$\text{Netto finanskostnad} = \text{Finansiell gjeldsrente} * \text{Finansiell gjeld}$$

9.4.3.1 Finansinntekt

Ifølge Knivsflå (2019b) er en normal forutsetning i budsjettperioden at finansiell eiendelsrente/gjeldsrente er lik det finansielle eiendelskravet/gjeldskravet. Vi forutsetter at Norwegian ikke vil opprettholde noen finansieringsfordel i budsjettperioden og at kapitalmarkedet er velfungerende. Vi estimerer dermed at den finansielle eiendelsrenten vil være lik det finansielle eiendelskravet. Utregning av rente følger i kapittel 10 og estimering av finansielle eiendeler vil fremkomme av kapittel 9.4.6. Estimert finansinntekter i budsjettperioden fremkommer av tabell 9-9.

Tabell 9-9 Utvikling finansinntekter i budsjettperioden

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Finansiell eiendelsrente | 1,03 % | 1,22 % | 1,40 % | 1,58 % | 1,76 % | 1,85 % | 2,03 % | 2,21 % | 2,38 % | 2,48 % |
| Finansielle eiendeler | 5 038 | 5 188 | 5 367 | 5 866 | 5 968 | 6 067 | 6 164 | 6 259 | 6 352 | 6 383 |
| Finansinntekt i mNOK | 52 | 63 | 75 | 93 | 105 | 112 | 125 | 138 | 151 | 158 |

9.4.3.2 Finanskostnad

Finansiell gjeldsrente vil i budsjettperioden settes til å være lik avkastningskravet til finansiell gjeld. Ettersom det som nevnt forutsettes at kapitalmarkedene er effektive og velfungerende. Utregning av rente følger i kapittel 10 og estimering av finansiell gjeld vil fremkomme av kapittel 9.4.5. Utviklingen av finanskostnader følger av tabell 9-10.

Tabell 9-10 Utvikling finanskostnader i budsjettperioden

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Finansiell gjeldsrente | 5,10 % | 5,27 % | 5,44 % | 5,60 % | 5,76 % | 5,84 % | 6,00 % | 6,16 % | 6,32 % | 5,10 % |
| Finansiell gjeld | 35 088 | 36 129 | 37 377 | 36 607 | 35 826 | 35 039 | 34 247 | 33 453 | 32 658 | 31 571 |
| Finanskostnad i mNOK | 1 789 | 1 904 | 2 033 | 2 050 | 2 064 | 2 046 | 2 055 | 2 061 | 2 064 | 1 610 |

9.4.3.3 Netto finanskostnader

Som det fremkommer av tabell 9-11 øker netto finanskostnadene frem til 2021, der finanskostnadene stabiliserer seg. Estimert overskudd vil benyttes til å redusere gjeld som igjen medføre at finanskostnader stabiliserer seg fra år 2021 og ut budsjettperioden, som følge av økningen i flyflåten frem til år 2027. Ettersom det ikke er estimert økning i flyflåte i «steady state» vil finanskostnader bli redusert i «steady state».

Tabell 9-11 Estimert netto finanskostnader i budsjettperioden

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Finansinntekter | 52 | 63 | 75 | 93 | 105 | 112 | 125 | 138 | 151 | 158 |
| Finanskostnader | 1 789 | 1 904 | 2 033 | 2 050 | 2 064 | 2 046 | 2 055 | 2 061 | 2 064 | 1 610 |
| Netto finanskostnader i mNOK | 1 738 | 1 841 | 1 958 | 1 957 | 1 959 | 1 934 | 1 930 | 1 923 | 1 913 | 1 452 |

9.4.4 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler blir beregnet ut fra formelen under. Ettersom vi allerede har budsjettert driftsinntektene, gjenstår det bare å estimere omløpet til netto driftseiendeler. For å kunne estimere fremtidig netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er et mål på hvor effektivt kapitalen til selskapet anvendes til å skape inntekter. Fra kapittel 8 kom det frem at Norwegian hadde en omløpsfordel i hele analyseperioden.

$$\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_t}$$

Omløpsfordelen ble dekomponert i en ARPUfordel og en effektivitetsfordel. I analysen kom det frem at omløpsfordelen til Norwegian kom fra en effektivitetsfordel, da selskapet hadde en ARPU ulempe. Norwegian hadde en lav stigning i omløpsfordelen i perioden. Ifølge Knivsflå (2019h) vil omløpsfordelen bevege seg mot bransjesnittet over en lengre periode. Norwegian hadde en gjennomsnittlig onde på 1,38 i perioden, mens bransjen hadde et snitt på 2,3 i analyseperioden. Vi forventer at Norwegian vil øke omløpshastigheten etterhvert som flyene er levert og driften stabiliserer seg.

Som en kunne se i den estimerte flyflåten vil Norwegian få levert fly helt til 2027, der de stabiliserer seg på 212 fly. Det estimeres at onde vil øke med 4,5% i den kortsiktige perioden, dette begrunner vi med at Norwegian har hatt en stor vekst de siste årene og dermed vil få en bedre utnyttelse av driftseiendelene når de nye rutene får satt seg. I mellomperioden estimeres det at onde vil øke 5% årlig mot bransjesnittet, økningen i mellomperioden kommer av at det hele tiden vil være et etterslep etter den store veksten, og dermed vil vi se en mer og mer effektiv

utnyttelse av driftseiendelene. I «steady state» er det ikke budsjettert med økning i onde, ettersom Norwegian ikke vil ta inn nye fly etter 2027. Onden vil dermed stabilisere seg på rundt 2,05 litt under bransjesnittet.

Tabell 9-12 Estimert netto driftseiendeler for Norwegian

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsinntekter i mNOK | 40 266 | 43 626 | 46 943 | 50 749 | 54 250 | 57 951 | 61 862 | 65 995 | 70 361 | 74 972 | 76 846 |
| Omløp til netto driftseiendeler | 1,31 | 1,37 | 1,43 | 1,50 | 1,57 | 1,65 | 1,73 | 1,82 | 1,91 | 2,01 | 2,05 |
| Netto driftseiendeler | 30 687 | 31 816 | 32 761 | 33 892 | 34 505 | 35 104 | 35 689 | 36 260 | 36 818 | 37 362 | 37 545 |

9.4.5 Finansiell gjeld

Som nevnt i kapittel 6 er Norwegian kraftig gjeldsbelastet og det er knyttet stor usikkerhet om Norwegian vil klare å betjene gjelden framover. Den finansielle gjelden består i all hovedsak av bank- og obligasjonslån, samt justeringer fortatt for leasing i kapittel 5. Knivsflå (2019j) presenterer følgende formel for å estimere den finansielle gjelden:

$$\text{Finansiell gjeld} = \text{Finansiell gjeldsdel} * \text{Netto driftseiendeler}$$

Knivsflå presenterte 50% som den typiske finansielle gjeldsdel på Oslo Børs, og for ikke børsnoterte virksomheten er den ofte litt høyere rundt 60-70%. Flybransjen vil normalt ligge over dette nivået på grunn av flykjøp krever store investeringer. Estimerer at gjennomsnittet for finansiell gjeldsdel for bransjen er på 0,85 i 2018. Norwegian hadde en finansiell gjeldsdel på 1,1 i 2018 som presentert i tabell 9-13. Dette vil si at den finansielle gjelden er større enn netto driftseiendeler. En må være oppmerksom på at det er finansiell gjeldsdel og ikke netto finansiell gjeld det er snakk om. Årsaken til den høye gjeldsdelen kan forklares med de store investeringene i driftseiendeler, som Norwegian har gjennomført i vekstperioden som er finansiert med gjeld.

Videre argumenterer Knivsflå (2019j) for at selskaper med mye gjeld vil ofte ønske å redusere gjelden for å bedre den finansielle situasjonen. Ettersom långivere trolig vil kreve høyere kompensasjon i form av høyere rente når selskapet er tungt gjeldsfinansiert. Videre argumenterer Knivsflå for at kapitalstrukturen til en virksomhet normalt er stabil over tid, men at på lang sikt er det optimalt å ligge rundt bransjesnittet, som i vårt tilfelle er 85%.

Tabell 9-13 Estimert finansiell gjeldsdel for Norwegian

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Finansiell gjeldsdel | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,06 | 1,02 | 0,98 | 0,94 | 0,91 | 0,87 | 0,84 |
| *Netto driftseiendeler | 30 687 | 31 816 | 32 761 | 33 892 | 34 505 | 35 104 | 35 689 | 36 260 | 36 818 | 37 362 | 37 545 |
| Finansiell gjeld | 33 842 | 35 088 | 36 129 | 37 377 | 36 607 | 35 826 | 35 039 | 34 247 | 33 453 | 32 658 | 31 571 |

Som det fremkommer av tabell 9-13 har vi estimert at den finansielle gjeldsdelen vil ligge på dagens nivå frem til 2021, da driftsresultatet forventes å forbedres. I den mellomlange budsjettperioden forventes det at gjeldsdel reduseres mot bransjesnittet ettersom investeringene av fly reduseres og de nye flyene estimeres til å genere positivt resultat som igjen brukes til å nedbetale selskapets gjeld.

9.4.6 Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene utgjør en mye mindre del av balansen til Norwegian sammenlignet med finansiell gjeld. På samme måte som finansiell gjeld ble beregnet kan vi anvende samme formel for å estimere finansielle eiendeler. Der finansiell gjeldsdel er byttet ut med finansiell eiendelsdel. Formelen blir dermed som følger:

$$\text{Finansielle eiendeler} = \text{Finansiell eiendelsdel} * \text{Netto driftseiendeler}$$

Knivsflå (2019h) presenterer 20% som typisk finansiell eiendelsdel, men argumenterer videre for at 20% er høyt i «steady state». Ettersom det ikke er en optimal selskapsstyring å ha så mye kontanter hvis eneste formålet er kontantvekst investering. Dette fordi et selskap bør genere større avkastning enn finansielle investeringer som ofte har avkastningskrav som tilsvarer risikofri rente på generelt grunnlag.

I analyseperioden har Norwegians finansielle eiendelsdel vært helt nede på 11% i 2016 og helt opp til 20% i 2017, og hatt en gjennomsnittlig verdi 15%. Det vil si at eiendelsdelen kan svinge mye år for år. Samtidig har bransjen hatt et gjennomsnitt på 35% i analyseperioden, men med store forskjeller internt i den komparative bransjen gjør at vi ser bort fra bransjesnittet ved estimering av fremtidig finansiell eiendelsdel. Norwegian har som nevnt i kapittel 6, covenant krav der de må ha minst 500 millioner kroner i likvide midler. Dette sammen med økte driftsinntekter tilsier en forventet høyere finansiell eiendelsdel på lang sikt for Norwegian. Videre har Norwegian vært presset på likviditet i vekstperioden og estimatene tilsier at Norwegian ikke vil ha noen ekstrem vekst i perioden fremover. Det forventes ikke at Norwegian har en stor kontantbeholdning i fremtiden, når alternativet vil være å investere i drift. så et estimat på 17% som er litt høyere enn historisk gjennomsnittet for Norwegian fremstår som beste estimat i den mellomlange budsjettperioden og i «steady state».

Tabell 9-14 Estimert finansiell eiendelsdel for Norwegian

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Finansiell eiendelsdel | 0,16 | 0,16 | 0,16 | 0,16 | 0,17 | 0,17 | 0,17 | 0,17 | 0,17 | 0,17 | 0,17 |
| *Netto driftseiendeler | 30 687 | 31 816 | 32 761 | 33 892 | 34 505 | 35 104 | 35 689 | 36 260 | 36 818 | 37 362 | 37 545 |
| Finansiell eiendeler | 4 859 | 5 038 | 5 188 | 5 367 | 5 866 | 5 968 | 6 067 | 6 164 | 6 259 | 6 352 | 6 383 |

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Tabell 9-15 Fremskrevet resultatregnskap

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter | 43 626 423 | 46 942 848 | 50 749 459 | 54 250 280 | 57 951 135 | 61 862 475 | 65 995 265 | 70 361 015 | 74 971 803 | 76 846 098 | 78 767 250 | 80 736 431 |
| Netto driftsresultat | 872 528 | 938 857 | 1 014 989 | 3 255 017 | 3 477 068 | 3 711 748 | 3 959 716 | 4 221 661 | 4 498 308 | 3 842 305 | 3 938 363 | 4 036 822 |
| + Netto finansinntekt | 51 923 | 63 134 | 75 318 | 92 664 | 104 798 | 112 392 | 125 064 | 138 027 | 151 272 | 158 166 | 162 120 | 166 173 |
| =Nettoresultat til sysselsatt kapital | 924 452 | 1 001 991 | 1 090 307 | 3 347 681 | 3 581 866 | 3 824 140 | 4 084 779 | 4 359 688 | 4 649 580 | 4 000 471 | 4 100 482 | 4 202 994 |
| - Netto finanskostnad | 1 789 465 | 1 904 001 | 2 033 298 | 2 049 966 | 2 063 606 | 2 046 295 | 2 054 840 | 2 060 689 | 2 063 956 | 1 610 098 | 1 650 351 | 1 691 609 |
| =Nettoresultat til egenkapital | -865 013 | -902 010 | -942 992 | 1 297 716 | 1 518 260 | 1 777 845 | 2 029 940 | 2 298 999 | 2 585 624 | 2 390 373 | 2 450 132 | 2 511 385 |
| + Unormalt resultat til egenkapital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen | -865 013 | -902 010 | -942 992 | 1 297 716 | 1 518 260 | 1 777 845 | 2 029 940 | 2 298 999 | 2 585 624 | 2 390 373 | 2 450 132 | 2 511 385 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | -927 754 | -954 466 | -1 005 835 | -584 122 | 37 763 | 306 374 | 569 635 | 851 798 | 1 153 273 | 1 089 106 | 2 141 196 | 2 194 726 |
| = Endring i egenkapital | 62 741 | 52 455 | 62 844 | 1 881 838 | 1 480 497 | 1 471 471 | 1 460 305 | 1 447 201 | 1 432 351 | 1 301 266 | 308 935 | 316 659 |

Tabell 9-16 Fremskrevet balanse (Sysselsatt kapital)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Netto driftseiendeler | 31 816 442 | 32 760 849 | 33 892 284 | 34 505 006 | 35 103 690 | 35 688 542 | 36 259 766 | 36 817 561 | 37 362 126 | 37 545 274 | 38 483 905 | 39 446 003 |
| Finansielle eiendeler | 5 038 294 | 5 187 845 | 5 367 014 | 5 865 851 | 5 967 627 | 6 067 052 | 6 164 160 | 6 258 985 | 6 351 561 | 6 382 697 | 6 542 264 | 6 705 821 |
| Sysselsatte eiendeler | 36 854 736 | 37 948 694 | 39 259 298 | 40 370 857 | 41 071 317 | 41 755 595 | 42 423 926 | 43 076 547 | 43 713 687 | 43 927 970 | 45 026 169 | 46 151 824 |
| Egenkapital | 1 767 191 | 1 819 646 | 1 882 490 | 3 764 328 | 5 244 825 | 6 716 296 | 8 176 601 | 9 623 802 | 11 056 153 | 12 357 420 | 12 666 355 | 12 983 014 |
| Finansiell gjeld | 35 087 545 | 36 129 048 | 37 376 808 | 36 606 529 | 35 826 492 | 35 039 298 | 34 247 325 | 33 452 744 | 32 657 534 | 31 570 550 | 32 359 814 | 33 168 809 |
| Sysselsatt kapital | 36 854 736 | 37 948 694 | 39 259 298 | 40 370 857 | 41 071 317 | 41 755 595 | 42 423 926 | 43 076 547 | 43 713 687 | 43 927 970 | 45 026 169 | 46 151 824 |

Tabell 9-17 Fremskrevet balanse (Netto driftskapital)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Netto driftseiendeler | 31 816 442 | 32 760 849 | 33 892 284 | 34 505 006 | 35 103 690 | 35 688 542 | 36 259 766 | 36 817 561 | 37 362 126 | 37 545 274 | 38 483 905 | 39 446 003 |
| Egenkapital | 1 767 191 | 1 819 646 | 1 882 490 | 3 764 328 | 5 244 825 | 6 716 296 | 8 176 601 | 9 623 802 | 11 056 153 | 12 357 420 | 12 666 355 | 12 983 014 |
| Netto finansiell gjeld | 30 049 251 | 30 941 202 | 32 009 794 | 30 740 678 | 29 858 865 | 28 972 246 | 28 083 165 | 27 193 759 | 26 305 972 | 25 187 854 | 25 817 550 | 26 462 989 |
| Netto driftskapital | 31 816 442 | 32 760 849 | 33 892 284 | 34 505 006 | 35 103 690 | 35 688 542 | 36 259 766 | 36 817 561 | 37 362 126 | 37 545 274 | 38 483 905 | 39 446 003 |

Tabell 9-18 Fremskrevet fri kontantstrøm

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Netto driftsresultat | 872 528 | 938 857 | 1 014 989 | 3 255 017 | 3 477 068 | 3 711 748 | 3 959 716 | 4 221 661 | 4 498 308 | 3 842 305 | 3 938 363 | 4 036 822 |
| Endring i netto driftseiendeler | 1 129 581 | 944 407 | 1 131 436 | 612 721 | 598 684 | 584 853 | 571 224 | 557 795 | 544 565 | 183 148 | 938 632 | 962 098 |
| Fri kontantstrøm fra drift | -257 052 | -5 550 | -116 446 | 2 642 295 | 2 878 384 | 3 126 896 | 3 388 492 | 3 663 866 | 3 953 744 | 3 659 157 | 2 999 731 | 3 074 724 |
| Netto finansinntekter | 51 923 | 63 134 | 75 318 | 92 664 | 104 798 | 112 392 | 125 064 | 138 027 | 151 272 | 158 166 | 162 120 | 166 173 |
| Endring i finansielle eiendeler | 178 875 | 149 552 | 179 169 | 498 837 | 101 776 | 99 425 | 97 108 | 94 825 | 92 576 | 31 135 | 159 567 | 163 557 |
| Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital | -384 004 | -91 968 | -220 297 | 2 236 123 | 2 881 406 | 3 139 863 | 3 416 448 | 3 707 068 | 4 012 440 | 3 786 188 | 3 002 283 | 3 077 340 |
| Netto finanskostnader | 1 789 465 | 1 904 001 | 2 033 298 | 2 049 966 | 2 063 606 | 2 046 295 | 2 054 840 | 2 060 689 | 2 063 956 | 1 610 098 | 1 650 351 | 1 691 609 |
| Endring i finansiell gjeld | 1 245 715 | 1 041 503 | 1 247 760 | -770 280 | -780 037 | -787 194 | -791 973 | -794 581 | -795 211 | -1 086 984 | 789 264 | 808 995 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | -927 754 | -954 466 | -1 005 835 | -584 122 | 37 763 | 306 374 | 569 635 | 851 798 | 1 153 273 | 1 089 106 | 2 141 196 | 2 194 726 |

10 Fremtidskrav

I dette kapitlet skal vi utarbeide fremtidige avkastningskravene til Norwegian basert på innsikten fra kapittel 7 der vi beregnet historisk avkastningskrav. Hensikten med kapittel 7 var å estimere avkastningskrav som ble brukt som referanse for å måle superrentabilitet i kapittel 8. I dette kapitlet er hensikten å benytte avkastningskravene som diskonteringsrente i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11, det vil si å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer.

Siden det er samme fremgangsmåte i dette kapitlet som i kapittel 7 er det lite hensiktsmessig å utdype teorien og forklaringene igjen, og derfor vil det være en begrenset teoridelen i dette kapitlet. Videre vil de fremtidige avkastningskravene i dette kapitlet ta utgangspunkt i de budsjetterte vekter, men det endelige avkastningskravene som anvendes som diskonteringsrente i verdsettelsen bruker verdibaserte vekter. Videre vil utarbeidelsen av fremtidskravene bli gjort på inngående balanse og ikke gjennomsnittlig kapital slik vi gjorde i kapittel 7. Dette medføre at krav som er basert på vekter, for eksempel netto driftskrav ikke egentlig er konstante før i år $T+1$.

10.1 Avkastningskrav til egenkapital

Vi benytter igjen kapitalverdimodellen (CAPM) som forklart i kapittel 7 for å estimere fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen. Nedenfor estimeres de enkelte komponentene i egenkapitalkravet som er; risikofri rente, egenkapitalbeta, markedsrisikopremie og en illikvidtetspremie. Formelen er presentert av Knivsflå (2019h).

$$ekk = R_f + \beta_{EK} * (R_m - R_f) + ilp$$

10.1.1 Risikofri rente

Knivsflå (2019a) argumenterer for at risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet som også er nevnt i strategiske analysen. Vi er inne i en historisk periode med lav rente, men teorien tilsier at renten skal opp slik at vi får en konstant historisk normalrente i «steady state».

I 2019 benytter vi oss av gjennomsnittlig 3 måneders Nibor rente, det vil si 1,27% (Børs, 2019b). Videre benytter vi oss av Knivsflå sin estimering av forventet rentebane. For å estimere langsiktig rente for budsjettperioden anvender Knivsflå denne formelen:

$$\text{Langsiktig rente} = \left(\frac{2}{3} * \text{gjennomsnittlig månedlig nibor } 96 - 18\right) + \left(\frac{1}{3} * 10 \text{ årig statsobligasjonsrente}\right)$$

Gjennomsnittlig månedlig Nibor i perioden 1996-2018 er på 3,6% (2019b) og en 10-årig statsobligasjonsrente per 06.05.2019 på 1,71% (Bank, 2019a) som gir oss en langsiktig rente på 3% som blir vår normalrente i år T. Det vil si at fra 2019 til 2028 vil renten ifølge estimatet gradvis øke fra 1,3% til 3% gjennom budsjetteringsperioden. Videre trekker vi fra kortsiktig kredittrisikopremie på en AA-bankrating og skatt.

Selskapsskatten har de siste årene blitt kuttet fra 28% i 2013 ned til 22% i 2019, videre har Scheel-utvalget foreslått ytterligere reduksjon til 20%. Grunnen er at den internasjonale utviklingen med økt skattetilpasninger og kapitalmobilitet over landegrenser gjør det nødvendig å redusere selskapsskatten ned mot nivået til våre nærmeste handelspartnere som vil si 20% (Regjeringen, 2018c). Vi vil derfor ha skattesats på 22% i 2019, 21% 2020 og 20% fra 2021 som konstant faktor i utregningen. Resultatet blir presentert i tabell 10-1 og en ser at risikofri rente går fra 0,35% til 2% i år T 2028.

Tabell 10-1 Estimert risikofri rente

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Snitt bankrating | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| Skattesats | 23 % | 22 % | 21 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % | 20 % |
| Nibor rente 3 mnd | 1,06 % | 1,27 % | 1,40 % | 1,54 % | 1,69 % | 1,86 % | 2,05 % | 2,25 % | 2,47 % | 2,72 % | 3,00 % | 3,00 % | 3,00 % |
| -kort krp bank før skatt | 0,60 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % |
| =Risikofri før skatt | 0,46 % | 0,77 % | 0,90 % | 1,04 % | 1,19 % | 1,36 % | 1,55 % | 1,75 % | 1,97 % | 2,22 % | 2,50 % | 2,50 % | 2,50 % |
| -skatt | 0,11 % | 0,17 % | 0,19 % | 0,21 % | 0,24 % | 0,27 % | 0,31 % | 0,35 % | 0,39 % | 0,44 % | 0,50 % | 0,50 % | 0,50 % |
| =Risikofri etter skatt | 0,35 % | 0,60 % | 0,71 % | 0,83 % | 0,95 % | 1,09 % | 1,24 % | 1,40 % | 1,58 % | 1,78 % | 2,00 % | 2,00 % | 2,00 % |

10.1.2 Årlig egenkapitalbeta

Vi har beregnet den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen i analyseperioden og på bakgrunn av denne kan vi estimere driftsbeta. Miller og Modiglianis proposisjon sier at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen (Damodaran, 2012b). Dermed vil netto driftsbeta være uavhengig av kapitalstrukturen, og dermed være lik hele analyseperioden. Vi kan dermed regne ut den implisitte egenkapitalbetaen i analyseperioden på bakgrunn av følgende formell:

$$\beta_{ndk} = \left(\beta_{EK} * \frac{EK}{NDK}\right) + \left(\beta_{EK} * \frac{MI}{NDK}\right) + \left(\beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}\right)$$

Netto driftsbeta ble beregnet til 0,10 i analyseperioden og er følgelig lik i hele perioden. Netto finansiell gjeldsbeta er beregnet i kapittel 10.4. Egenkapitalbetaen svinger noe i budsjettperioden ettersom små endringer i egenkapitalvekten gjør store endringer i betaen. Utrengnet egenkapitalbeta følger i tabell 10-2, under utregning av egenkapitalkrav. Tabell 10-2

10.1.3 Markedsrisikopremie

Det benyttes samme markedsrisikopremie som estimert i kapittel 7 som var 5.5%. Ettersom det er få indikatorer som pålitelig kan estimere den fremtidige risikopremien og dermed er det mest hensiktsmessig å benytte seg av den historiske risikopremien (Kaldestad & Møller, 2016).

10.1.4 Illikvidetspremie

Det forutsettes at Norwegian vil fortsette å være blant de mest omsatte selskapene på Oslo Børs (Børs, 2019a) og som i kapittel 7 settes dermed illikviditetspremie til 0% over budsjettperioden. Det forventes heller ikke at det vil være noe innlåsningsrisiko for aksjonærene ved at et selskap eller investor kjøper en betydelig del av selskapet. Skulle dette vært tilfellet er det eventuelt snakk om et oppkjøp av hele selskapet.

10.1.5 Egenkapitalkrav

Ettersom de ulike faktorene i kapitalverdimodellen er beregnet, kan fremtidig egenkapitalkrav estimeres. I tabell 10-2 kan en se utviklingen i egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet går fra 8,8% i 2019 til 9,7% i «steady state». Hovedårsaken er forventet høyere risikofri rente. Egenkapitalbetaen er ikke konstante i budsjettperioden, bare netto driftsbeta (Knivslå, 2019i).

Tabell 10-2 Egenkapitalkrav

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| Risikofri rente | 0,70 % | 0,87 % | 1,04 % | 1,20 % | 1,36 % | 1,44 % | 1,60 % | 1,76 % | 1,92 % | 2,00 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Markedets risikopremie | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % | 5,50 % |
| Beta | 1,47 | 1,20 | 0,96 | 1,43 | 1,80 | 1,37 | 1,35 | 1,38 | 1,47 | 1,47 | 1,41 | 1,42 |
| Illikviditetspremie | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % | 0 % |
| Egenkapitalkrav | 8,77 % | 7,47 % | 6,30 % | 9,04 % | 11,26 % | 8,97 % | 9,03 % | 9,35 % | 9,98 % | 10,10 % | 9,74 % | 9,78 % |

10.2 Finansielt gjeldskrav og gjeldsbeta

Finansielt gjeldskrav er basert på kredittrisikopremie og risikofri rente som i kapittel 7. Kredittrisikopremien som anvendes vil være lavere enn den som ble anvendt i kapittel 7 på bakgrunn av forutsetning om at Norwegian øker egenkapitalrentabiliteten, egenkapitalandelen og likviditet. Som igjen føre til høyere syntetisk rating. I kapittel 7 estimerte vi at Norwegian hadde en rating på CCC som gir en kredittrisikopremie på 8,3%, mens i budsjettperioden har vi forutsatt en rating på B som gir en kredittrisikopremie på 4,4%. Videre endre kredittrisikopremien seg i «steady state» som følge av at vi estimerer at Norwegian forbedre ratingen sin ytterligere til BB i «steady state», som er bransjesnittet, ifølge Vidovic (2019). I perioden øker gjeldskravet helt til «steady state» som følge av økning i den risikofri renten.

Tabell 10-3 Estimert finansielt gjeldskrav

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risikofri rente etter skatt | 0,70 % | 0,87 % | 1,04 % | 1,20 % | 1,36 % | 1,44 % | 1,60 % | 1,76 % | 1,92 % | 2,00 % | 2,00 % | 2,00 % |
| Kredittrisikopremie | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 4,40 % | 3,10 % | 3,10 % | 3,10 % |
| Finansielt gjeldskrav | 5,1 % | 5,3 % | 5,4 % | 5,6 % | 5,8 % | 5,8 % | 6,0 % | 6,2 % | 6,3 % | 5,1 % | 5,1 % | 5,1 % |

For å finne finansiell gjeldsbeta benyttes samme markedsrisikodel til finansiell gjeld som i kapittel 7. Videre er markedsrisikopremie konstant i hele perioden, mens kredittrisikopremien går litt ned i «steady state» som nevnt tidligere. Gjeldsbeta estimeres til 0,02 i «steady state» og er stabil på 0,03 gjennom hele budsjettperioden som det fremkommer av tabell 10-4. Formelen for finansiell gjeldsbeta kan uttrykkes som følger:

$$\text{Finansiell gjeldsbeta} = \frac{\text{Lang kredittrisikopremie} * \text{Markedsrisikopremie}}{\text{Markedsrisikodel FG}}$$

Tabell 10-4 Estimert finansiell gjeldsbeta

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lang kredittrisikopremie | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Markedsrisikopremie | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| Markedsrisikodel FG | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Finansiell gjeldsbeta | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,02 | 0,02 |

10.3 Finansielt eiendelskrav og eiendelsbeta

I tabell 10-5 har vi estimert fremtidig finansielt eiendelskrav. Utregningene er i hovedsak basert på samme forutsetninger som i kapittel 7.2.2. Ettersom vi ikke har detaljert nok fremtidsregnskap til å beregne kontantvekt og investeringsvekt har vi valgt å reversere vektene tilbake til gjennomsnittet i analyseperioden. Vi får dermed et finansielt eiendelskrav i 2019 på 1,03% som utvikler seg til 2,48% i «steady state», hovedsakelig som følge av økning i risikofri rente som nevnt i strategiske analysen i kapittel 4.2.2.

Tabell 10-5 Fremtidig finansielt eiendelskrav

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kontanter | 1,60 % | 0,70 % | 0,87 % | 1,04 % | 1,20 % | 1,36 % | 1,44 % | 1,60 % | 1,76 % | 1,92 % | 2,00 % | 2,00 % | 2,00 % |
| *Kontantvekt | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,92 | 0,92 | 0,92 | 0,91 | 0,91 | 0,91 |
| Investeringsvekt | 1,09 % | 6,20 % | 6,37 % | 6,54 % | 6,70 % | 6,86 % | 6,94 % | 7,10 % | 7,26 % | 7,42 % | 7,50 % | 7,50 % | 7,50 % |
| *Investeringsvekt | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,09 |
| Finansielt eiendelskrav | 1,57 % | 1,03 % | 1,22 % | 1,40 % | 1,58 % | 1,76 % | 1,85 % | 2,03 % | 2,21 % | 2,38 % | 2,48 % | 2,48 % | 2,48 % |

Videre har vi estimert finansiell eiendelsbeta i tabell 10-6, med de samme forutsetningene som ved utregning av finansiell eiendelsbeta i kapittel 7.2.2. Vektene er reversert lineært tilbake til gjennomsnittet i perioden som ovenfor. Fordringsbeta er beregnet som tidligere, og ettersom faktorene k_{rp} , m_{rd} og m_{rp} er konstante i perioden er også fordringsbetaen konstant. Forutsetningene for kontantbeta og investeringsbeta er de samme.

Tabell 10-6 Finansiell eiendelsbeta

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fordringsbeta | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 | 0,02 |
| Fordringsvekt | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Kontantbeta | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Kontantvekt | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,93 | 0,92 | 0,92 | 0,91 | 0,91 | 0,91 |
| Investeringsbeta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Investeringsvekt | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,09 |
| Finansiell eiendelsbeta | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,09 |

10.4 Netto finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta

Det fremkommer av tabell 10-7 at netto finansielt gjeldskrav estimeres til 5,69% første året og øker gjennom hele budsjettperioden til 7,3% på det høyeste. Årsaken er at vi forventer at rentenivået vil øke mot «normal» rente jamfør kapittel 4.2.2. I «steady state» estimerer vi nfgk til å være 5,76% ettersom den syntetiske ratingen til Norwegian øker fra B til BB og dermed forventes det at kreditorene krever en lavere kredittrisikopremie for å utstede kapital til Norwegian. Anvender samme formel for å estimere netto finansielt gjeldskrav som i kapittel 7.2.3 og benytter resultatene i delkapitlene ovenfor til kalkulasjonen som blir presentert i tabell 10-7.

Tabell 10-7 Estimert netto finansielt gjeldskrav

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansielt gjeldskrav | 5,10% | 5,27% | 5,44% | 5,60% | 5,76% | 5,84% | 6,00% | 6,16% | 6,32% | 5,10% | 5,10% | 5,10% |
| Finansiell gjeldsvekt | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,19 | 1,20 | 1,21 | 1,22 | 1,23 | 1,24 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| -Finansielt eiendelskrav | 1,57% | 1,03% | 1,22% | 1,40% | 1,58% | 1,76% | 1,85% | 2,03% | 2,21% | 2,38% | 2,48% | 2,48% |
| Finansiell eiendelsvekt | 0,17 | 0,17 | 0,17 | 0,19 | 0,20 | 0,21 | 0,22 | 0,23 | 0,24 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| =Netto finansielt gjeldskrav | 5,69% | 5,98% | 6,15% | 6,40% | 6,60% | 6,70% | 6,91% | 7,11% | 7,31% | 5,79% | 5,76% | 5,76% |

I tabell 10-8 nedenfor presenteres fremtidig netto finansiell gjeldsbeta. Estimater benyttes til å estimere årlig egenkapitalbeta og som vi kan se fra tabellen er den stabil gjennom hele budsjettperioden og i «steady state».

Tabell 10-8 Estimert netto finansiell gjeldsbeta

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansiell gjeldsbeta | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,026 | 0,018 | 0,018 | 0,018 |
| Finansiell gjeldsvekt | 1,168 | 1,168 | 1,168 | 1,191 | 1,200 | 1,209 | 1,219 | 1,230 | 1,241 | 1,253 | 1,253 | 1,253 |
| Finansiell eiendelsbeta | 0,057 | 0,060 | 0,061 | 0,064 | 0,066 | 0,062 | 0,063 | 0,063 | 0,063 | 0,063 | 0,063 | 0,063 |
| Finansiell eiendelsvekt | 0,168 | 0,168 | 0,168 | 0,191 | 0,200 | 0,209 | 0,219 | 0,230 | 0,241 | 0,253 | 0,253 | 0,253 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | 0,021 | 0,020 | 0,020 | 0,019 | 0,018 | 0,019 | 0,019 | 0,019 | 0,019 | 0,019 | 0,019 | 0,019 |

10.5 Avkastningskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapitalkrav

Selskapskrav er et vektet avkastningskrav for de som har finansiert virksomheten, som vil si kreditorer og aksjonærer. Det finnes to typer selskapskrav som er netto driftskapital og sysselsatt kapitalkrav. Avkastningskrav til netto driftskapital er beregnet på samme måte som i kapittel 7.3. Der egenkapitalvekt og netto finansiell gjeldsvekt er regnet ut fra fremtidsbalansen.

Tabell 10-9 Estimert driftskrav Norwegian

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | 8,77 % | 7,47 % | 6,30 % | 9,04 % | 11,26 % | 8,97 % | 9,03 % | 9,35 % | 9,98 % | 10,10 % | 9,74 % | 9,78 % |
| Egenkapitalvekt | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,11 | 0,15 | 0,19 | 0,23 | 0,26 | 0,30 | 0,33 | 0,33 | 0,33 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 5,69 % | 5,98 % | 6,15 % | 6,40 % | 6,60 % | 6,70 % | 6,91 % | 7,11 % | 7,31 % | 5,79 % | 5,76 % | 5,76 % |
| Netto finansiell gjeldsvekt | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,94 | 0,89 | 0,85 | 0,81 | 0,77 | 0,74 | 0,70 | 0,67 | 0,67 |
| Netto driftskrav | 5,86 % | 6,06 % | 6,16 % | 7,03 % | 7,56 % | 7,38 % | 7,65 % | 7,95 % | 8,35 % | 7,40 % | 7,07 % | 7,09 % |

I tabell 10-9 estimeres det at netto driftskrav vil være jevnt stigende gjennom hele analyseperioden og vil være på 8,35% ved slutten av budsjetteringen. I «steady state» er det kalkulert at netto driftskrav vil være rundt 7,1% drevet av økt egenkapitalkrav samtidig så netto finansielt gjeldskrav vil være tilnærmet likt dagens situasjon.

Tabell 10-10 Estimert avkastningskrav sysselsatt kapitalkrav

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | 8,77 % | 7,47 % | 6,30 % | 9,04 % | 11,26 % | 8,97 % | 9,03 % | 9,35 % | 9,98 % | 10,10 % | 9,74 % | 9,78 % |
| Egenkapitalvekt | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,09 | 0,13 | 0,16 | 0,19 | 0,22 | 0,25 | 0,28 | 0,28 |
| Finansielt gjeldskrav | 5,10 % | 5,27 % | 5,44 % | 5,60 % | 5,76 % | 5,84 % | 6,00 % | 6,16 % | 6,32 % | 5,10 % | 5,10 % | 5,10 % |
| Finansiell gjeldsvekt | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,91 | 0,87 | 0,84 | 0,81 | 0,78 | 0,75 | 0,72 | 0,72 |
| Sysselsatt kapitalkrav | 5,28 % | 5,38 % | 5,48 % | 5,76 % | 6,27 % | 6,24 % | 6,49 % | 6,78 % | 7,14 % | 6,37 % | 6,41 % | 6,42 % |

I tabell 10-10 fremkommer det at sysselsatt kapitalkrav er estimert til 6,41% i «steady state» som er litt lavere en netto driftskrav. Sysselsatt kapitalkrav er gjennomgående lavere en netto driftskrav. Ettersom vektingen er forskjellig og en benytter seg av finansielt gjeldskrav istedenfor netto finansielt gjeldskrav.

10.6 Oppsummering

For bedre oversikt har vi valgt å presentere alle fremtidskravene som vi har estimert i dette kapittelet ved tabell 10-11. Fremtidskravene blir benyttet når en skal estimere budsjettdriverne i kapittel 9.4. og ved utarbeidelse av verdiestimatene i kapittel 11.

Tabell 10-11 Oppsummering fremtidige avkastningskrav

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Finansielt gjeldskrav | 5,10 % | 5,27 % | 5,44 % | 5,60 % | 5,76 % | 5,84 % | 6,00 % | 6,16 % | 6,32 % | 5,10 % | 5,10 % | 5,10 % |
| Finansielt eiendelskrav | 1,57 % | 1,03 % | 1,22 % | 1,40 % | 1,58 % | 1,76 % | 1,85 % | 2,03 % | 2,21 % | 2,38 % | 2,48 % | 2,48 % |
| Egenkapitalkrav | 8,77 % | 7,47 % | 6,30 % | 9,04 % | 11,26 % | 8,97 % | 9,03 % | 9,35 % | 9,98 % | 10,10 % | 9,74 % | 9,78 % |
| Netto finansielt gjeldskrav | 5,69 % | 5,98 % | 6,15 % | 6,40 % | 6,60 % | 6,70 % | 6,91 % | 7,11 % | 7,31 % | 5,79 % | 5,76 % | 5,76 % |
| Netto driftskrav | 5,86 % | 6,06 % | 6,16 % | 7,03 % | 7,56 % | 7,38 % | 7,65 % | 7,95 % | 8,35 % | 7,40 % | 7,07 % | 7,09 % |
| Sysselsatt kapitalkrav | 5,28 % | 5,38 % | 5,48 % | 5,76 % | 6,27 % | 6,24 % | 6,49 % | 6,78 % | 7,14 % | 6,37 % | 6,41 % | 6,42 % |

10.7 Analyse av budsjett – superrentabilitet

Fremtidskravene utarbeidet i dette kapittelet vil sammen med fremtidsregnskapet utarbeidet i kapittel 9, danne grunnlaget for Norwegian sin eventuelle strategiske fordel i fremtiden. I analysen av en eventuell strategisk fordel, bygger vi på analysen av lønnsomhet som fremkommer av kapittel 8. Imidlertid vil dekomponeringen være begrenset ettersom fremtidsregnskapet er mindre detaljert enn finansregnskapet er. Videre har vi påpekt i kapittel 9.4.3 at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav. Dermed vil det heller ikke eksistere noen finansieringsfordeler.

Videre presenterer Knivsflå (2019j) to hypoteser med tanke på strategisk fordel i fremtiden. Første hypotese er at virksomheter ikke har noen varig strategisk fordel ettersom eventuelle kortsiktige strategiske fordeler vil reverseres mot snittet i bransjen. Der konkurransesituasjonen over tid vil gjør at egenkapitalrentabiliteten (ekr) vender mot egenkapitalkravet (ekk).

Den andre alternative hypotesen som Knivsflå presenterer, er at hvis en virksomhet besitter stor strategisk fordel vil det kunne argumenteres at virksomheten ville hatt varig superrentabilitet (ekr_t) også på lang sikt, men i mindre grad. Hvis dette er tilfellet må superrentabiliteten begrunnes i den strategiske regnskapsanalysen. Den alternative hypotesen kan uttrykkes som følger:

$$Ekr > ekr_t, ekr_t - ekk > 0$$

Vi skal dermed se hvilke av hypotese som gjør seg gjeldende for Norwegian.

Tabell 10-12 Fremtidig driftsfordel

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| Netto driftsrentabilitet | 2,84 % | 2,95 % | 3,10 % | 9,60 % | 10,08 % | 10,57 % | 11,10 % | 11,64 % | 12,22 % | 10,28 % | 10,49 % | 10,49 % |
| Netto driftskrav | 5,86 % | 6,06 % | 6,16 % | 7,03 % | 7,56 % | 7,38 % | 7,65 % | 7,95 % | 8,35 % | 7,40 % | 7,07 % | 7,09 % |
| Ren driftsfordel | -3,02 % | -3,11 % | -3,06 % | 2,57 % | 2,52 % | 3,19 % | 3,45 % | 3,69 % | 3,86 % | 2,88 % | 3,40 % | 3,40 % |
| Gearingfordel drift | -51,34 % | -52,93 % | -52,00 % | 21,01 % | 14,34 % | 13,76 % | 11,85 % | 10,43 % | 9,19 % | 5,88 % | 6,93 % | 6,93 % |
| Samlet driftsfordel | -54,36 % | -56,04 % | -55,06 % | 23,58 % | 16,86 % | 16,95 % | 15,30 % | 14,12 % | 13,06 % | 8,76 % | 10,34 % | 10,34 % |

Som det fremkommer av tabell 10-12 estimeres det en positiv samlet driftsfordel på 10% som består av en ren driftsfordel på 3,5% som er begrunnet i langdistanse-strategien fra den strategiske analysen og en gearingfordel på 7%. Som nevnt tidligere forutsettes det ikke noe finansieringsfordel i budsjettperioden ettersom den finansielle gjeldsrenten er satt lik gjeldskravet. Dermed blir superrentabilitet lik samlet driftsfordel i budsjettperioden slik det fremkommer av Tabell 10-13. Det er estimert at fra og med år 2029 vil driftsfordelen stabilisere seg. Det estimatet er et tenkt gjennomsnitt. På grunn av konjunkturer i økonomien som påvirker industrien vil ikke ndr være stabil i fremtiden, men svinge i takt med konjunktorene. Konklusjon blir at Norwegian vil ha en varig strategisk fordel, men ikke like høy i «steady state» som i den budsjetterte mellomperioden og den alternative hypotese gjør seg gjeldende.

Tabell 10-13 Fremtidig superrentabilitet

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| Egenkapitalrentabilitet | -45,08 % | -52,65 % | -48,76 % | 32,62 % | 28,12 % | 25,96 % | 24,33 % | 23,48 % | 23,04 % | 18,87 % | 20,09 % | 20,13 % |
| Egenkapitalkrav | 9,28 % | 3,39 % | 6,30 % | 9,04 % | 11,26 % | 9,01 % | 9,03 % | 9,36 % | 9,98 % | 10,11 % | 9,75 % | 9,79 % |
| Superrentabilitet | -54,36 % | -56,04 % | -55,06 % | 23,58 % | 16,86 % | 16,95 % | 15,30 % | 14,12 % | 13,06 % | 8,76 % | 10,34 % | 10,34 % |

11 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 ble det presentert tre metoder for verdsettelse – fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Der vi fastslo at vi kommer til å anvende fundamental verdsettelse for å estimere egenkapitalen til Norwegian per 25.02.2019, supplert med en komparativ verdsettelse.

Som nevnt i kapittel 3 har vi tatt utgangspunkt i Penman sitt rammeverk og har til nå gjennomført de innledende tre stegene. Steg en var strategisk analyse som vi gjennomførte i kapittel 4. I kapittel 5 gjennomførte vi regnskapsanalysen som var steg to. Tredje steget som ble gjennomgått i kapittel 9 og 10, som var å anvende innsikten fra tidligere stegene til å utarbeide fremtidsregnskapet. I dette kapittelet skal vi gjennomføre det fjerde steget som er selve verdsettelsen.

Det er i utgangspunktet to ulike modeller innenfor fundamental verdsettelse som anvendes til å estimere egenkapitalverdien til selskapet. Dette er direkte gjennom å anvende egenkapitalmetoden, eller indirekte ved å anvende selskapskapitalmetoden. Metodene er ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2019g). Knivsflå (2019g) deler metodene igjen inn i fire modeller som er:

1. Utbyttmodellen
2. Fri kontantstrøm-modellen
3. Superprofittmodellen
4. Superprofittvekstmodellen

Hvis kalkuleringen er gjort riktig skal en ende opp med et estimat på egenkapitalverdi som er lik for alle fire metodene. Videre tar en hensyn til konkurrisikoen til Norwegian og får et endelig verdiestimat. Tilslutt gjennomføre vi en Monto Carlo- simulering ved hjelp av tilleggsprogrammet «@Risk», som tar høyde for usikkerhet i budsjettdriverne til fremtidsregnskapet. Ettersom verdivurderingen i vesentlig grad vil være påvirket av subjektive forutsetninger og tolkninger av bransjen og selskapet. Det vil dermed være vesentlig usikkerhet knyttet til verdiestimatet som gjør det nødvendig med usikkerhetsanalyser for å gjøre estimatet mer pålitelig. Usikkerhetsanalysene påvirke ikke selve verdiestimatet vårt, formålet er å påpeke hvor utsatt verdiestimatet er for endringer. Ettersom verdiestimatet kan endre seg for eksempel 30% bare ved å endre på et nøkkelparameter, som kan være godt innenfor det som oppfattes å være et pålitelighetsintervall for eksempel at vekst i «Steady state» er 2% istedenfor 2,5% (Kaldestad & Møller, 2016).

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av strømmen til egenkapitalen, ved at en neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2019g). Dette kan illustreres gjennom følgende formel:

$$VEK = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_t}{(1+r)^t}$$

der, $r = \text{avkastningskrav}$, $t = \text{år}$

Verdien til egenkapitalen vil være lik nåverdien til forventet fremtidig kontantstrøm til egenkapital. I kapittel 9 estimerte vi konstant vekst for Norwegian lik T+1. Dermed benytter vi oss av Gordons vekstformel som anvendes når en verdsette virksomheter i konstant vekst (Damodaran, 2012b). Formelen kan formuleres som følger:

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}}$$

De neste underkapitlene vil vi presentere de fire modellene Knivsflå (2019g) presenterte for direkte verdsettelse av egenkapital for en virksomhet. Under forutsetning om kontant vekst i «steady state» i alle modellene, kan vi formulere følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^t \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_t}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)} + \frac{\text{Kontantstrøm til egenkapital}_{t+1}}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen kan anvendes for å verdsette egenkapital i et selskap, der verdien på egenkapitalen er lik nåverdien av fremtidig utbytte diskontert med egenkapitalkravet. Modellen tar utgangspunkt at utbytte er den eneste kontantstrømmen investor mottar når en kjøper aksjer i et børsnotert selskap. Formelen kan formuleres som følger:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^t \frac{NBU_t}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)} + \frac{NBU_{t+1}}{(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

Der, $NBU = \text{Netto utbetalt utbytte}$, $t = \text{år}$, $ekk = \text{egenkapitalkravet}$, $ekv = \text{veksten til egenkapital}$

Norwegian betaler imidlertid ikke utbytte per dags dato og det vil være knyttet stor usikkerhet hvis vi skulle fastsatt forventet fremtidig utbytte. Dermed vil ikke denne modellen bli anvendt

i oppgaven ettersom fri kontantstrøm-modellen i prinsippet vil være lik. Der eneste forskjell på modellene vil være at FKE er byttet ut med NBU, der tellerverdien vil være like (Knivsflå, 2019g).

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen sier at verdien av egenkapital i dag er nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen, diskontert med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2019g). Egenkapitalen skaper fri kontantstrøm til utdeling dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalveksten, det vil si reinvesteringsraten i egenkapital. Sagt med andre ord hvor lang tid det tar før investering har «betalt seg» selv. Fri kontantstrøm-modellen kan uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekv - ekk)}$$

Der, VEK = Verdi egenkapital, FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital, ekk = egenkapitalkrav, ekv = vekst til egenkapital

Fri kontantstrøm-modellen er sammen med utbyttmodellen ansett som grunnmodell, som de andre modellene tar utgangspunkt i (Knivsflå, 2019g). Fri kontantstrøm-modellen vil danne grunnlaget for vår verdsettelse av Norwegian når vi presenterer estimatet etter denne modellen.

11.1.3 Superprofittmodellen

Neste modell innenfor egenkapitalmetoden er superprofittmodellen, som estimerer verdien av egenkapital i dag, til balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Knivsflå, 2019g). Modellen tar hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen, ved at fremtidig superprofitt estimeres ved nettoresultat til egenkapitalen fratrukket avkastningskravet til egenkapitalen multiplisert med den inngående egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Under forutsetning av konstant vekst fra «steady state» til det uendelige, kan formelen uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^t \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekv - ekk)}$$

Der, VEK = Verdi egenkapital, EK = Egenkapital, SPE = Superprofitt til egenkapital, ekk = egenkapitalkrav, ekv = vekst til egenkapital

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er modellen god i teorien, men vanskelig å anvende i praksis.

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Siste modell vi presenterer innenfor egenkapitalmetoden er superprofittvekstmodellen også kalt unormal resultatvekstmodellen. Egenkapitalverdien estimeres ved å ta den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til egenkapitalen pluss nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2019g). Fremtidig vekst i denne modellen må være positiv superprofittvekst, med andre ord gir modellen kun verdi når veksten er lønnsom. Der nettoresultatet til egenkapital er større en avkastningskravet til egenkapital. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{\Delta SPE_{t+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

Der, VEK = Verdi egenkapital, NRE = Nettoresultat til egenkapital, ΔSPE = Superprofittvekst til egenkapital,
 ekk = egenkapitalkrav, ekv = vekst til egenkapital

Det bør presiseres at modellen tar hensyn til at avkastningskravet et gitt år avviker fra det avkastningskravet som nettoresultat til egenkapitalen er kapitalisert med (Knivsflå, 2019g). Dette kan formuleres som følger:

$$\Delta SPE = \frac{(1 - ekk_1) * SPE_t - (1 + ekk_t) * SPE_{t-1}}{(1 + ekk_t)}$$

Der, ΔSPE = Superprofittvekst til egenkapital, SPE = Superprofitt til egenkapital, ekk = egenkapitalkrav,

11.2 Selskapskapitalmetoden

Når en anvender selskapskapitalmetoden blir egenkapitalen beregnet indirekte, som tidligere nevnt i kapittel 3. Det vil si at en verdsette hele selskapet og deretter trekke fra verdien av gjeld og eventuelt minoritetsinteresser (som vi ser bort fra i oppgaven) (Knivsflå, 2019h). Metodene vi presenterte i egenkapitalmetoden kan også anvendes som nevnt i selskapskapitalmetoden, men vi velger å slå sammen utbyttmodellen og fri kontantstrøm-modellen jamfør diskusjonen i kapittel 11.1.1.

Videre gjøres leser oppmerksom på at egenkapitalkravet blir byttet ut med netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Vi kommer heller ikke til å verdsette gjelden til Norwegian, dette gjelder både finansiell og netto finansiell gjeld, på grunn av vi som nevnt forutsetter at gjeldskravene er lik gjeldsrenten. Bokført verdi blir dermed lik den virkelige verdien.

Man kan under selskapskapitalmetoden benytte både netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Metodene skal gi samme verdiestimat dersom kravene som anvendes er

verdivektet og ikke benytte seg av budsjetterte vekter. I den sysselsatt kapitalmetoden estimerer man først verdien av den sysselsatte kapitalen og trekker fra den finansielle gjelden (Knivsflå, 2019h). Kan formuleres som følger:

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Verdi sysselsatt kapital} - \text{Verdi finansiell gjeld} - \text{Verdi minoritet}$$

Ved netto driftskapitalmetoden estimerer man først verdien av netto driftskapital, og trekker fra netto finansiell gjeld og eventuell minoritetsinteresser (Knivsflå, 2019h) Kan formuleres som følger:

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{Verdi netto driftskapital} - \text{Verdi netto finansiell gjeld} - \text{Verdi minoritet}$$

Når vi presenterer modellene i selskapskapitalmetoden tar vi utgangspunkt i netto driftskapitalmetoden.

11.2.1 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm til selskapet er summen av kontantstrømmene til alle kravholdere i selskapet. Kontantstrømmen til selskapet er med andre ord selskapets inntjening før skatter og renteutgifter tillagt kapitalutgifter, avskrivninger og endring i arbeidskapital. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^t \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t) * (ndk - ndv)}$$

Der, $VNDK$ = Verdi netto driftskapital, FKD = Fri kontantstrøm fra drift, ndk = Netto driftskrav, ndv = Netto driftsvekst

Verdien av netto driftskapital er nåverdien av fri kontantstrøm fra drift, som er diskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital (Knivsflå, 2019h).

11.2.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen ved selskapskapitalmetoden estimerer den først verdien av selskapskapitalen ved å summere nåverdien av all fremtidig superprofitt skapt av drift, i tillegg legge til den bokførte verdien av selskapskapitalen. Videre så diskonteres superprofitten med avkastningskravet til selskapskapitalen. Tilslutt trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld og står dermed igjen med verdien av selskapets egenkapital. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^t \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{t+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t) * (ndk - ndv)}$$

Der, $VNDK = \text{Verdi netto driftskapital}$, $NDK = \text{Netto driftskapital}$, $SPD = \text{Superprofitt drift}$,
 $ndk = \text{Netto driftskrav}$, $ndv = \text{Vekst i netto driftskapital}$

11.2.3 Superprofittvekstmodellen

Her tar man utgangspunkt i netto driftsresultat skapt i år 0, å dividere på vekstfaktoren (Knivsflå, 2019h). Forutsetter at netto driftsresultat vil ha konstant vekst. Videre justerer vi for vekst i profitt ved å neddiskontere fremtidig vekst i netto superprofitt ned til år 0 med utgangspunkt i fremtidsregnskapstall, som gir os et estimat på driftskapitalen (Knivsflå, 2019h) Etter å ha funnet verdien trekker en fra verdien av netto finansiell gjeld og står dermed igjen med verdien av selskapets egenkapital. Formelen kan uttrykkes som følger:

$$VNDK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} * \left(\sum_{t=1}^t \frac{\Delta SPD_t}{(1+ndk_1)*...*(1+ndk_t)} + \frac{\Delta SPD_{t+1}}{(1+ndk_1)*...*(1+ndk_{t+1})*(ndk-ndv)} \right)$$

Der, $VNDK = \text{Verdi netto driftskapital}$, $NDR = \text{Netto driftsresultat}$, $\Delta SPD = \text{Superprofittvekst drift}$,
 $ndk = \text{Netto driftskrav}$, $ndv = \text{Vekst i netto driftskapital}$

Formelen for superprofittvekst fra drift kan formuleres som følger:

$$\Delta SPD_t = \frac{(1+ndk_1)*SPD_t - (1+ndk_t)*SPD_{t-1}}{1+ndk_t}$$

11.3 Verdssettelse etter egenkapitalmetoden

Tabell 11-1 Verdi ved fri kontantstrøm-modell

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) |
|----------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Fri kontantstrøm til egenkapital | | -927 754 | -954 466 | -1 005 835 | -584 122 | 37 763 | 306 374 | 569 635 | 851 798 | 1 153 273 | 1 089 106 | 2 141 196 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,09 | 1,17 | 1,24 | 1,35 | 1,51 | 1,64 | 1,79 | 1,96 | 2,15 | 2,37 | 0,17 |
| = Nåverdi til 2019-2028 | -950 838 | -852 912 | -816 478 | -809 430 | -431 098 | 25 050 | 186 492 | 318 033 | 434 896 | 535 394 | 459 214 | 12 465 182 |
| + Nåverdi av horisontverdi | 12 465 182 | | | | | | | | | | | |
| =Verdi av egenkapital | 11 514 344 | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 84,47 | | | | | | | | | | | |

Tabell 11-2 Verdi ved superprofittmodellen

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) |
|------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Balanseført egenkapital | 1 704 450 | | | | | | | | | | | |
| + Superprofitt til EK | | -1 014 576 | -1 034 019 | -1 057 623 | 1 127 565 | 1 094 397 | 1 307 142 | 1 423 688 | 1 534 332 | 1 625 329 | 1 273 448 | 1 246 180 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,09 | 1,17 | 1,24 | 1,35 | 1,51 | 1,64 | 1,79 | 1,96 | 2,15 | 2,37 | 0,17 |
| Nåverdi 2018-2028 | 4 259 587 | -932 731 | -884 530 | -851 105 | 832 173 | 725 952 | 795 665 | 794 859 | 783 372 | 754 541 | 536 941 | 7 254 757 |
| + Nåverdi av horisontverdi | 7 254 757 | | | | | | | | | | | |
| =Verdi av egenkapital | 11 514 344 | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 84,47 | | | | | | | | | | | |

Tabell 11-3 Verdi ved superprofittvekstmodellen

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) | 2030 (T+2) |
|----------------------------------|-------------------|----------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|---------------|
| Nettoreultat i år 1 | | -865 013 | | | | | | | | | | | |
| Kapitalisert nettoreultat | -9 857 848 | | | | | | | | | | | | |
| Superprofittvekst til EK | | | -31 998 | -48 231 | 2 182 461 | -57 613 | 210 349 | 113 259 | 102 548 | 73 211 | -367 234 | -38 259 | 14 185 |
| /Diskonteringsfaktor | 12 | | 1,09 | 1,17 | 1,24 | 1,35 | 1,51 | 1,64 | 1,79 | 1,96 | 2,15 | 2,37 | 0,17 |
| = Nåverdien år 2020 -2030 | 1 841 705 | | -29 416 | -41 258 | 1 756 300 | -42 520 | 139 532 | 68 942 | 57 253 | 37 379 | -170 484 | -16 132 | 82 109 |
| + Kapitalisert verdi | -9 857 848 | | | | | | | | | | | | |
| =Verdien av egenkapital | 11 514 344 | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 84,47 | | | | | | | | | | | | |

11.4 Verdsettelse etter selskapskapitalmetoden

Tabell 11-4 Verdi ved fri kontantstrøm modell, selskapskapitalmetoden

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) |
|------------------------------------|-------------------|-----------------|---------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| FKD | | -257 052 | -5 550 | -116 446 | 2 642 295 | 2 878 384 | 3 126 896 | 3 388 492 | 3 663 866 | 3 953 744 | 3 659 157 | 2 999 731 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,06 | 1,12 | 1,19 | 1,28 | 1,37 | 1,47 | 1,59 | 1,71 | 1,86 | 1,99 | 0,09 |
| = Nåverdi fra 2019 til 2028 | 14 188 900 | -242 817 | -4 943 | -97 695 | 2 071 168 | 2 097 678 | 2 122 094 | 2 136 300 | 2 139 761 | 2 131 017 | 1 836 335 | 32 913 514 |
| + Horistonverdien fra T+1 | 32 913 514 | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av NDK VNDK | 47 102 414 | | | | | | | | | | | |
| -Netto finansiell gjeld | 28 982 411 | | | | | | | | | | | |
| =Verdi av egenkapital | 18 120 003 | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 132,93 | | | | | | | | | | | |

Tabell 11-5 Verdi ved Superprofittmodellen, selskapskapitalmetoden

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) |
|------------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Balanseført NDK | 30 686 861 | | | | | | | | | | | |
| Superprofitt fra NDK | | -926 507 | -990 343 | -1 001 929 | 871 935 | 869 079 | 1 119 752 | 1 231 188 | 1 338 343 | 1 422 352 | 1 077 202 | |
| Diskonteringsfaktor | | 1,06 | 1,12 | 1,19 | 1,28 | 1,37 | 1,47 | 1,59 | 1,71 | 1,86 | 1,99 | 0,09 |
| Nåverdi 2019-2028 | 2 344 002 | -875 198 | -882 017 | -840 586 | 683 468 | 633 358 | 759 929 | 776 212 | 781 615 | 766 630 | 540 590 | 14 071 551 |
| + Horisontverdi fra T+1 | 14 071 551 | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av NDK VNDK | 47 102 414 | | | | | | | | | | | |
| -Netto finansiell gjeld | 28 982 411 | | | | | | | | | | | |
| =Verdi av egenkapital | 18 120 003 | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 132,93 | | | | | | | | | | | |

Tabell 11-6 Verdi ved superprofittvekstmodellen, selskapskapitalmetoden

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 (T) | 2029 (T+1) | 2030 (T+2) |
|------------------------------|-------------------|---------|----------------|----------------|------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|
| Netto driftsresultat | | 872 528 | | | | | | | | | | | |
| Kapitalisert driftsresultat | 11 288 773 | | | | | | | | | | | | |
| Superprofittvekst NDK | | | -63 957 | -11 597 | 1 889 307 | -2 870 | 250 266 | 111 708 | 107 459 | 84 323 | -342 112 | 204 651 | 26 793 |
| Diskonteringsfaktor | 13 | | 1,06 | 1,12 | 1,19 | 1,28 | 1,37 | 1,47 | 1,59 | 1,71 | 1,86 | 1,99 | 0,09 |
| Nåverdi 2019-T+1 | 35 812 937 | | -60 415 | -10 328 | 1 585 067 | -2 250 | 182 386 | 75 811 | 67 748 | 49 246 | -184 394 | 102 703 | 293 979 |
| Kapitalisert driftsresultat | 11 288 773 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av NDK VNDK | 47 101 711 | | | | | | | | | | | | |
| -Netto finansiell gjeld | 28 982 411 | | | | | | | | | | | | |
| =Verdi av egenkapital | 18 120 003 | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer | 136 308 384 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje | 132,93 | | | | | | | | | | | | |

11.5 Oppsummering av fundamental verdsettelse

I tabell 11-7 er resultatet fra de forskjellige metodene oppsummert. Som en kan se gir de forskjellige modellene samme resultat innenfor hver metode, som tyder på at de budsjetterte vektene er brukt korrekt. Basert på gjennomsnittlig verdiestimat vil verdi per aksje bli på kr 108,70. Som er en økning på 85% fra aksjekursen per 25.02.2019 på NOK 58,8. Det vil si at ut i fra den fundamentale verdsettelsen vil det være en klar kjøpsanbefaling på aksjen. Men som nevnt tidligere skal vi supplere den fundamentale verdsettelsen med komparativ verdsettelse. Samtidig anses det hensiktsmessig å justere verdiestimatet for konkurrisiko ettersom analysen av risiko i kapittel 6 avdekket at det var betydelig finansiell risiko knyttet til Norwegian.

Tabell 11-7 Oppsummering av første verdi estimat

| Verdi av egenkapital | Fri kontantstrøm | Superprofitt | Superprofittvekst |
|------------------------|------------------|--------------|-------------------|
| Egenkapitalmetoden | 11 514 344 | 11 514 344 | 11 514 344 |
| Selskapskapitalmetoden | 18 120 003 | 18 120 003 | 18 120 003 |
| Gjennomsnitt | 14 817 174 | 14 817 174 | 14 817 174 |

11.6 Usikkerhet i verdiestimat

Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen gir oss et estimat basert på de forventede budsjettdriverne. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til utviklingen i budsjettdriverne. I dette delkapittelet vil vi ved hjelp av verktøyet «@Risk», et tilleggsprogram til Microsoft Excel, simulerer resultatet av verddivurderingen ved å endre budsjettdriverne ved hjelp av en Monte Carlo- simulering. For å se hvordan dette påvirker verdiestimatet, vil vi i tillegg utføre en sensitivitetsanalyse.

11.6.1 Simuleringsanalyse

For å undersøke usikkerheten i verdiestimatet, har vi gjort de vesentlige budsjettdriverne om til stokastiske variabler, der hver variabel vil få en sannsynlighetsfordeling. Resultatet av simuleringen vil gi en sannsynlighetsfordeling av verdiestimatet. Vi har bare utført en simulering av egenkapitalmetoden, men dette vil også fortelle oss om variasjonen i selskapsmetoden, ettersom de er basert på samme budsjettdriverne. Ifølge Damodaran (2012a) foregår simuleringsanalysen i tre steg som er - valg av variabler, valg av sannsynlighetsfordeling og utfallsrom.

Verdien av Norwegian vil i stor grad avhenge av driften, vi har dermed fokusert på de driftsrelaterte driverne. Budsjettdriverne vi har valgt å gjøre om til stokastiske variabler er passasjerer per fly, ARPU, driftsmargin, vekstraten og egenkapitalkravet. I fremtidsregnskapet

delte vi driverne opp i kort periode, mellomperiode og «steady state», dermed er de stokastiske variablene delt opp på samme måte i simuleringsanalysen, med unntak fra egenkapitalkravet som har en årlig fordeling. Det neste steget er å velge sannsynlighetsfordeling. Sannsynlighetsfordelingen blir tatt på bakgrunn av historisk data, skjønn og den strategiske analysen.

Passasjerer per fly

Passasjerer per fly er en av driverne til driftsinntektene, og har dermed stor påvirkning på det endelige verdiestimatet. Passasjerer per fly er estimert ut fra den fremtidige flyflåten til Norwegian. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet ble det budsjettert med en vekst i passasjerer per fly som følge av høyere fyllingsgrad på flyene når veksten avtar. I tabell 11-8 kan en se forventet årlig vekst i kortsiktig periode (KP), mellomperiode (MP) og «steady state» (S). Driverne bygger på året før, der 2019 har en vekst på 1,5% fra året før osv.

I budsjettperioden har vi valgt en normalfordeling for passasjerer per fly. Standardavviket er beregnet fra historiske tall i perioden 2014-2018. Ettersom det er mer usikkerhet i estimatene i mellomperioden og «steady state», har vi økt standardavviket i mellomperioden til 5,34% og 6,34% i «steady state».

Tabell 11-8 Budsjettdriver passasjer per fly

| | År | Forventet årlig vekst | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|------------------------|-----------|-----------------------|---------------|-------------------------|
| Passasjerer per fly KP | 2019-2021 | 1,50 % | 4,34 % | Normal |
| Passasjerer per fly MP | 2021-2027 | 2,00 % | 5,34 % | Normal |
| Passasjerer per fly S | 2028- | 0,00 % | 6,34 % | Normal |

ARPU

ARPU påvirker igjen driftsinntektene, og det vil dermed være viktig å analysere. ARPU har i analyseperioden hatt et standardavvik på 4,98%, dette vil dermed være det kortsiktige standardavviket. I mellomperioden er det som nevnt større usikkerhet. Norwegian vil i perioden vokse på langdistanse, vi har i fremtidsregnskapet estimert at Norwegian vil øke billettinntektene som følge av dette. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til dette som følge av stor konkurranse, brexit og andre forhold som er nevnt i den strategiske analysen. Standardavviket i mellomperioden er dermed satt til 5,98%, noe høyere enn den kortsiktige perioden. I den kortsiktige perioden og mellomperioden er det utført normalfordeling, mens det i «steady state» er utført en uniformfordeling. Uniformfordelingen er benyttet som følge av at det ses som usannsynlig at inntekt per passasjer har negativ utvikling på lang sikt, som følge av

inflasjon og ingen vekst i flyflåten. En uniformfordeling er da bedre, ettersom simuleringen ikke går utenfor intervallet på 2%-0%.

Tabell 11-9 Budsjettdriver ARPU

| | År | Forventet årlig vekst | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|---------|-----------|-----------------------|---------------|-------------------------|
| ARPU KP | 2019-2021 | 3 % | 4,98 % | Normal |
| ARPU MP | 2021-2027 | 2 % | 5,98 % | Normal |
| ARPU S | 2028- | 3 % | [0%, 2%] | Uniform |

Driftsmargin

For driftsmargin er historisk standardavvik på 4,01% benyttet i kort og mellomperioden, ved en normalfordeling. I «steady state» vil usikkerheten være noe mindre, og det er forventet en årlig driftsmargin på 5%, ved en uniform fordeling i mellomrommet 4,5%-5,5%.

Tabell 11-10 Budsjettdriver driftsmargin

| | År | Forventet | Standardavvik | Sannsynlighetsfordeling |
|-----------------|-----------|-----------|---------------|-------------------------|
| Driftsmargin KP | 2019-2021 | 2,00 % | 4,01 % | Normal |
| Driftsmargin MP | 2021-2027 | 6,00 % | 4,01 % | Normal |
| Driftsmargin S | 2028- | 5,00 % | [4,5%, 5,5%] | Uniform |

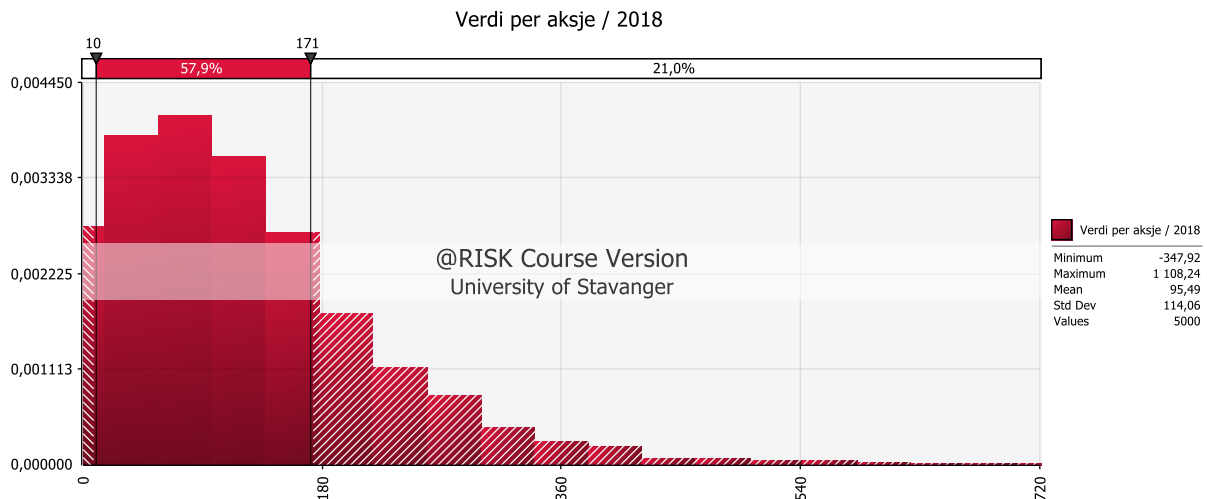
Øvrige faktorer

Av de øvrige faktorene som inngår i simuleringen har vi med veksten i terminalledd og egenkapitalkravet. Ettersom egenkapitalkravet er forskjellig fra år til, har vi valgt en uniformfordeling der egenkapitalkravet er mellom 4%-12%. Kravet er satt skjønsmessig ut fra det intervallet egenkapitalkravet ligger på i perioden. Veksten i terminalleddet er også uniformfordelt, med et standardavvik på 1,5%-3%.

11.6.2 Resultat av Monte Carlo simulering

På bakgrunn av forutsetningene over er det utført en Monte Carlo simulering i «@Risk». Det er utført et prøveantall på 5.000. I Figur 11-1 under følger normalfordelingen av simuleringen.

Figur 11-1 Resultat av Monte Carlo simulering

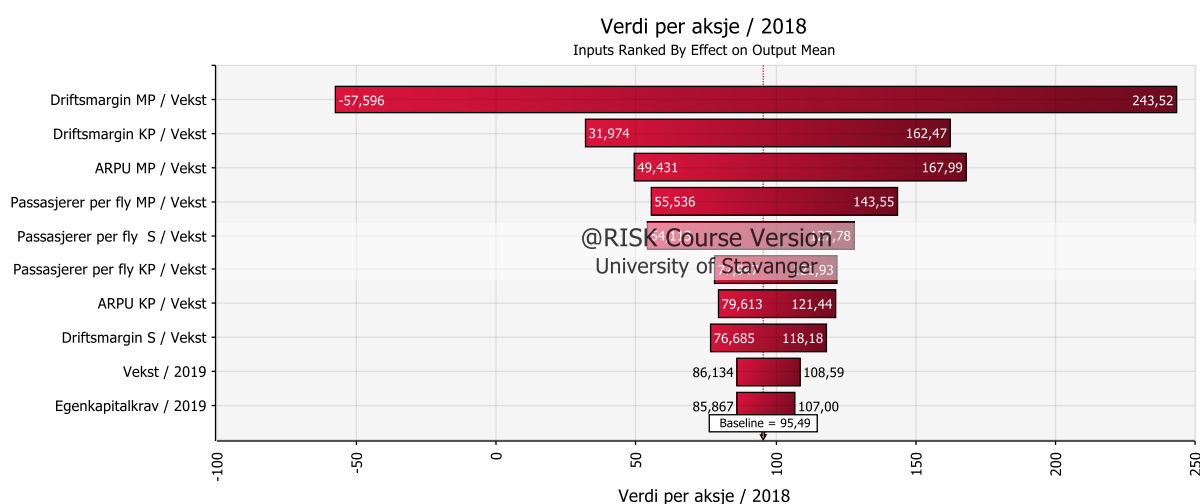


Simuleringen viser et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 95,49 med en median på kr 85,0. Vårt estimat med egenkapitalmetoden ga oss en verdi på kr 84,47, som er noe under gjennomsnittet, men på linje med median. En årsak til forskjellen i gjennomsnitt og vårt estimat, kan være nivået av høye verdier. Verdiene lavere enn 0 vil representere konkurs for selskapet. Fra simuleringen ser en at sannsynligheten for at verdiestimatet er mellom 10 og 171 ligger på 57,9%, der er dermed stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Det er 17,9% sannsynlighet for at Norwegian får en verdi per aksje på under 0, og dermed går konkurs. Standardavviket i simuleringen er beregnet til 114,06.

11.6.3 Sensitivitetsanalyse

Når en analyserer de forskjellige budsjettdriverne får man en bedre forståelse på innvirkningen budsjettdriverne har på verdiestimatet. Vi vil dermed se på forklaringsgraden til de ulike budsjettdriverne gjennom en tornadoanalyse i «@risk» og en sensitivitetsanalyse utført i Excel.

Figur 11-2 Forklaringsgrad for hver budsjettdriver



Som en kan se fra figur 11-2, har driftsmargin i mellomperioden og kort periode størst innvirkning på aksjekursen. Dette er ikke overraskende, ettersom driftsmargin forklarer lønnsomheten til Norwegian, og vil dermed stå for mye av oppsidepotensialet i aksjen. Dette var forventet, og følgelig ble ikke driftsmargin i «steady state» normalfordelt, ettersom det da ville hatt for stor betydning for verdien. Driftsmarginen forteller oss også hvor viktig det vil for selskapet levere positive marginer fremover. Videre kan en se at ARPU i MP og passasjerer per fly MP også har stor påvirkning på verdien.

Ettersom terminalverdien i år T+1 utgjør en stor del av egenkapitalverdien, i både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, har vi utført en enkel sensitivitetsanalyse av terminalleddet. Her er det simulert hvordan aksjeverdien blir påvirket ved endringer i egenkapitalkravet og veksten i fremtiden. Som det fremkommer i tabell 11-11 vil verdien per aksje variere mye hvis egenkapitalkravet og veksten endres. Dette stemmer godt overens med simuleringen som ble utført i sist delkapittel.

Tabell 11-11 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalkrav og vekst, egenkapitalmetoden

| | Vekst | | | | |
|--------|-------|--------|--------------|--------|--------|
| | 0,0 % | 1,0 % | 2,5 % | 3,0 % | 4,0 % |
| 7,0 % | 87,64 | 103,41 | 140,21 | 158,61 | 213,80 |
| 8,0 % | 75,82 | 87,64 | 113,45 | 125,49 | 158,61 |
| 9,7 % | 61,01 | 68,78 | 84,47 | 91,25 | 108,36 |
| 10,0 % | 59,26 | 66,62 | 81,34 | 87,64 | 103,41 |
| 11,0 % | 53,24 | 59,26 | 70,95 | 75,82 | 87,64 |

11.6.4 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet i oppgaven er utarbeidet under forutsetning om fortsatt drift. Som er en av to metoder som Knivsflå (2019a) presenterer i forelesningen sin. Den andre metoden er å bygge konkurs inn i forventet fremtidsregnskapet. Ved simulering og sensitivitetsanalysene som fremkom fra de forrige delkapitlene vil en i prinsippet inkludere muligheten for konkurs i verdiesestimater. Ettersom i de tilfeller en får verdier som er lik eller lavere enn null vil dette i praksis være det samme som å estimere at selskapet går konkurs. Resultatet fra simuleringen viser at det er 17,9% sannsynlighet for at Norwegian går konkurs.

Ved forutsetning om fortsatt drift skal en håndtere konkurssenarioet separat, men konkursrisiko er implisitt allerede blitt inkludert ved fastsettelsen av kredittrisikopremien. Kredittrisikopremien er nemlig en premie kreditorene krever som betaling for risikoen for at selskapet ikke klarer å betale tilbake til kreditorene. Dette senarioet betyr i praksis at selskapet som oftest er konkurs. Knivsflå (2019a) argumenterer videre for at konkursrisiko likevel vil være undervurdert og at en bør justere verdiesestimater fra den fundamentale verdsettelsen for konkursrisiko. Formelen Knivsflå presenterer kan uttrykkes som følger:

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

Der, FVEK = Fundamentalverdi av egenkapitalen gitt fortsatt drift,

LVEK = Likvidasjonsverdi (nåverdi) av egenkapital,

p = Sannsynlighet for fremtidig konkurs

Ved likvidasjonsverdi menes den substansverdien som står igjen til eierne når virksomheten realiserer verdiene raskt. Ofte vil LVEK være tilnærmet lik null, som betyr at kreditorene ofte ikke får full dekning for kreditten de har utestående og eierne får som regel ingenting. Ettersom eierne er «sist i køen» når det kommer til utdelinger (Bloomberg, 2019a). Forutsetter dermed at likvidasjonsverdien er lik null. Videre ettersom det allerede er tatt hensyn til langsiktig konkursrisiko ved kalkulering av kredittrisikopremien, velger vi bare å justere for kortsiktig konkursrisiko på det fundamentale verdiesestimater. I kapittel 10 ble det estimert at Norwegian vil ha en syntetisk rating på BB som også er bransjesnittet. Det vil si at sannsynligheten for konkurs er satt til 2,7% jamfør Tabell 7-5. tabell 7-5 Fundamentale verdiesestimater blir dermed nedjustert til kr 106 per aksje.

11.7 Risiko for systematisk feil – adferdsøkonomi

De siste tiårene har de vokst frem et nytt økonomisk fagfelt kalt adferdsøkonomi som knytter psykologi med økonomisk teori. Økonomiske teorier tar nemlig utgangspunkt at aktørene gjør rasjonelle beslutninger, noe som viser seg ofte å være direkte feil og misvisende. Risikoen for systematiske feil eller bias i parametersettingen er ifølge Kaldestad and Møller (2016) en av de største fellene man kan gjøre i verdsettelse. I dette delkapittelet skal svakheter med oppgaven belyses. Det er nemlig slik at bias-er hos undertegnede kan ha påvirket estimatene som er utarbeidet i denne oppgaven. Ved å være bevisst over risikoen ved disse bias-ene kan noe av risikoen reduseres og verdiestimatet fremstår mer objektivt.

11.7.1 Overoptimisme

Overoptimisme er en systematisk feil der analytikeren har et urealistisk positivt syn på utviklingen til selskapet og overvurdere sannsynligheten for positive scenarier. Samtidig som en ignorerer eller undervurdere sannsynligheten for negative hendelsene. Dersom analytikeren er påvirket av overoptimisme vil verdiestimatet tendere til å være overvurdert (Kaldestad & Møller, 2016). I denne verdivurderingen av Norwegian er det risiko for at sannsynligheten for at Norwegian vil besitte en strategisk fordel i form av langdistanse-satsingen er overvurdert, og at sannsynligheten for fiasko er undervurdert. Dette ville eventuelt medført at verdiestimatet måtte blitt kraftig kuttet.

11.7.2 Flokkmentalitet

Flokkmentalitet er tendensen et individ har for å kopiere adferden til en større gruppe. Som henger igjen fra steinalderen der det var bedre overlevelsesstrategi å følge flokken en å gå sin egen vei (Kaldestad & Møller, 2016). I verdsettelsen av Norwegian kan det være risiko at undertegnende har blitt påvirket av hva andre finansanalytikere og meglerhus har priset selskapet til. Ettersom hvis en ikke skulle treffe med estimatet vil det ikke oppleves så graverende ettersom flere mer respekterte analytikere også bommer. Eksempel har både Pareto og DNB Markets gitt kjøpsanbefaling på Norwegian (Vosgraff, 2019).

11.7.3 Positiv/negativ fremstilling av et fenomen (framing)

Som oftest kan en sak bli presentert på to måter, enten i form av positiv eller negativ vinkling. Selv om fakta er nøyaktig de samme, vil presentasjonsformen kunne påvirke beslutningstakeren. I en verdivurdering er det nødvendig å være oppmerksom på systematiske feil som kan følge av hvordan en sak er fremstilt. Ettersom mye av informasjonsgrunnlaget som blir anvendt i oppgaven er produsert av noen som kan ha en interesse i å presentere

informasjonen positivt. Eksempler kan være presentasjon av års- og kvartalsrapportene av selskapet, eller et meglerhus som ønsker oppmerksomhet rundt aksjen som igjen forhåpentligvis fører til mer omsetning av aksjen og igjen kurtasjegebyrer til meglerhuset. Revisor vil imidlertid redusere noe av risikoen for at selskapet fremlegger fakta for positivt i avleggelse av regnskapet. Videre er Bjørn Kjos som er konserndirektør for Norwegian en karismatisk person som ofte overvurdere mulighetene og potensiale til Norwegian, samtidig som han bagatellisere problemene og risikoene knyttet til selskapet (Hoffengh, 2014). Oppsummert bør leseren være oppmerksom på at informasjonen som fremkommer av oppgaven hovedsakelig kommer fra kilder som har en interesse av å «frame» informasjonen positivt og at en dermed bør være kritisk til informasjonen som er presentert.

11.8 Oppsummering

Med utgangspunkt i budsjettdriverne utarbeidet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10 er det i dette kapitlet utarbeidet et verdiestimat per aksje til Norwegian. Verdiestimatet ble først kalkulert ved å benytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden som samlet ga et verdiestimat på kr 109 per aksje.

Videre ble verdiestimatet nedjustert på bakgrunn av konkurrisikoen til kr 106 per aksje. For å fremme usikkerheten ved verdiestimatet benyttet vi «@Risk» til å analysere egenkapitalmetoden. Der resultatet viste at det var 58% sannsynlighet for en aksjekurs mellom 10 og 171 kr, der konkurrisikoen var på 17,9%. Resultatet fra sensitivitetsanalysen viste at driftsmargin i mellomperiode og kortsiktig periode hadde størst påvirkning på verdien per aksje, og at det var stor usikkerhet knyttet til vårt verdiestimat.

Avslutningsvis ble det gjort en vurdering av de mest aktuelle bias-ene i verdsettelsen av Norwegian. Etersom bias-ene kan føre til svakhet eller feil i verdiestimatet som dermed øker usikkerhet ved verdiestimatet. Ved å være oppmerksom over risikoen for systematisk feil, vil risikoene ved bias-ene bli redusert.

12 Komparativ verdsettelse

I kapittel 3 presenterte vi tre verdsettelses teknikker som var aktuelle å anvende for å estimere markedsverdien til Norwegian. I kapittel 11 ble den fundamentale verdsettelsesteknikken benyttet og den ga oss et estimat på kr 106 per aksje og en markedsverdi på kr 14,45 milliarder. Som nevnt i kapittel 3 ville vi basere oss i hovedsak på fundamental verdsettelse, men supplere med komparativ verdsettelse. Det vil si at når den komparative verdsettelsen er gjennomført vil vi oppsummere den sammen med fundamentale verdsettelse, og gjennom vektning av begge metodene vil vi finne et samlet verdiestimat på markedsverdien av Norwegian. Som igjen skal besvare vår problemstilling presentert i kapittel 1.

Ved komparativ verdsettelse verdsetter en ikke et selskap ved å estimere selskapets fremtidige kontantstrømmer, vekstpotensialet og risikoprofil som en gjør i fundamental verdsettelse, men basert på hva selskapet blir priset i dag i markedet. Dermed kan en si at komparativ verdsettelse er en markedsbasert verdsettelsesteknikk, der selskapets fremtidige kontantstrømmer, vekstpotensialet og risikoprofil blir estimert indirekte ved å sammenligne prisene til sammenlignbare selskaper (Knivsflå, 2019a).

Grunnen til at komparativ verdsettelsesteknikk blir mye brukt i praksis er at den er relativt enkel å anvende, lite ressurskrevende og enkel å forstå. Ulempen med metoden er at analytikeren som gjennomfører verddivurderingen har stor frihet til å påvirke estimatet ved å kunne velge om det er multiplikator eller salgsverdien som gir «rett» estimat, og hvilke virksomheter som skal sammenlignes (Damodaran, 2012b). Videre kan komparativ verdsettelse forsterke eventuelle «bobler». Etersom grunnlaget for verdsettelsen er en sammenligning av multipler blant virksomheter i samme bransje. Det betyr at den komparative verdsettelsesteknikken kan gi for høye verdier når markedet er for optimistisk og motsatt hvis markedet er for pessimistisk. En kan dermed si at verdsettelsesteknikken passer best når markedet er stabilt. Videre kan verdsettelsen være fullstendig frakoblet de fundamentale realitetene i selskapene og fanger ikke opp ressursfordeler et selskap eventuelt måte ha som ikke allerede er priset inn (Knivsflå, 2019a).

Knivsflå (2019a) argumenterer for at en kan enten anvende multiplikatormodeller eller substansverdimodeller for å utføre en komparativ verdsettelse. Substansverdimodeller krever mer detaljert oversikt over salgsverdien av eiendeler og gjeld i et selskap, så vi velger heller å benytte oss av multiplikatormodeller. Multiplikatormodeller kan igjen deles inn i to metoder som er egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Knivsflå anbefaler å anvende

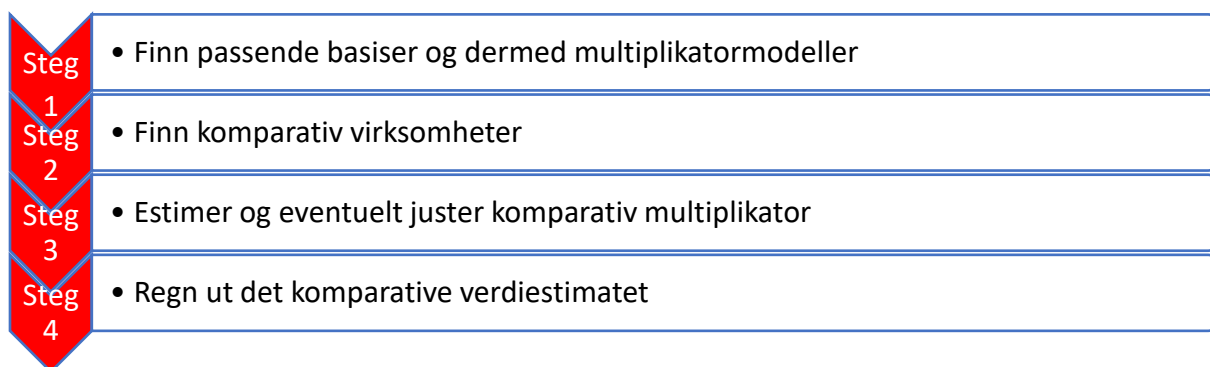
selskapskapitalmetoden. Ettersom egenkapitalmetoden avhenge av kapitalstrukturen er lik for selskapene som sammenlignes. Dette er urealistisk, og dermed må en justere kapitalstrukturen og en kan ende opp med målefeil på grunn av feil ved justeringer. I denne oppgaven vil begge metodene anvendes. Egenkapitalmetoden vil benyttes ved estimering av Pris/bok multiple og selskapskapitalmetoden anvendes ved estimering av estimert verdi/salg. Metodene uttrykkes som følger:

$$\text{Selskapskapitalmetoden: } VEK = M_k * Basis - NFG$$

$$\text{Egenkapitalmetoden: } VEK = M_k * Basis$$

Der: VEk = Verdi egenkapital, M_k = Multiplikator, NFG = Netto finansiell gjeld

Vider presenterer Knivsflå (2019j) et eget rammeverk for multiplikatorvurdering som består av følgende steg:



Som vi vil komme nærmere innpå i de neste delkapitlene.

12.1 Multiplikatormodeller

Som nevnt benytter vi oss av multiplikatormodeller ved selskapskapitalmetoden for å estimere egenkapitalverdien og dermed markedsverdien. Datagrunnlaget for utregning av multiplikatorer fremkommer av tabell 12-1 og tabell 12-2 som viser markedsverdien og vesentlige balanseposter for bruk av multiplikatormodeller til Norwegian og selskapene i vår komparative bransje. Markedsverdien er estimert ved å multiplisere selskapenes utestående aksjer per 25.02.2019 med aksjekursen og valutakurs for selskapene som er børsnotert på utenlandske børser. For SAS som er børsnotert flere steder har vi tatt utgangspunkt i den svenske børsen og for Ryanair har vi valgt NASDAQ børsen, ettersom det er størst omsetning her. Utestående aksjer er hentet fra siste publiserte årsrapportene til selskapene per 25.02.2019.

Tabell 12-1 Markedsverdi av egenkapital for Norwegian og den komparative bransje

| | Norwegian | Ryanair | EasyJet | SAS | Lufthansa |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aksjekurs 25.02.19 | 58,80 | 74,18 | 1 314,50 | 23,37 | 23,76 |
| Valuta | NOK | USD | GBX | SEK | EUR |
| Utestående aksjer | 136 310 000 | 226 385 282 | 397 208 133 | 471 240 000 | 382 580 000 |
| Markedsverdi i 1000 | 8 015 028 | 16 793 260 | 522 130 091 | 11 012 879 | 9 090 101 |

Tabell 12-2 Nøkkeltall for utregningene

| Tall i 1000 | Norwegian | Ryanair | Easyjet | SAS | Lufthansa |
|------------------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|
| Valuta | NOK | USD | GBP | SEK | EUR |
| Driftsinntekter | 40 265 600 | 8 810 000 | 5 898 000 | 44 718 000 | 35 844 000 |
| Egenkapital | 1 704 450 | 5 505 000 | 1 731 000 | 7 268 000 | 9 573 000 |
| Kortsiktig gjeld | - | 4 882 400 | 2 060 000 | 16 689 000 | 12 425 000 |
| Langsiktig | - | - | 1 676 000 | 13 054 000 | 16 215 000 |
| Kontanter | - | 1 866 500 | 1 025 000 | 9 756 000 | 1 218 000 |
| Netto finansiell gjeld | 28 982 411 | 3 015 900 | 2 711 000 | 19 987 000 | 27 422 000 |
| Netto driftskapital | 30 686 861 | 8 520 900 | 4 442 000 | 27 255 000 | 36 995 000 |

12.2 Komparative selskaper

Vi forholder oss fremdeles til de samme selskapene som utgjør vår komparative bransje som ble presentert i kapittel 2.4. Det kan argumenteres at vårt valg av komparative selskaper burde utelukkende bestå av lavprisselskaper for bedre sammenligningsgrunnlag og at SAS og Lufthansa dermed burde vært byttet ut med to andre lavprisflyselskaper. Men innledningsvis var et argument at Norwegian med sin langdistansestrategi er nærmere en hybrid av fullservice og lavkostflyselskap. Samtidig kjemper SAS og Norwegian i samme geografisk marked og er hovedkonkurrenten til Norwegian så det ble dermed naturlig å ha samme komparative bransje som ellers i oppgaven.

12.3 Estimere komparative multiplikatorer

Det finnes flere former for multiplikatorer innenfor metodene. Normalt deles multiplene i tre kategorier som er resultat/kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2016). Videre må en være oppmerksom på at basisverdien alltid må være positiv og at basisverdien er konsistent med telleren (Knivsflå, 2019a). Norwegian har som nevnt negativt driftsresultat og resultat i 2018, så dermed er fortjeneste multipler utelukket. Ikke-finansielle multipler velger vi også å se bort fra ettersom dette skaper mer støy ved verdsettelsen ved å vektlegge tilfeldig valgte basiser. Vi tar dermed utgangspunkt i de mest vanlige multiplene pris/bok som er en balanseorientert multiple og

estimert verdi/salg som er en inntektsmultiple. En kunne argumentert at en burde tatt utgangspunkt i pris/salg som inntektsmultiple ettersom den er den mest brukte. Damodaran (2012b) mener imidlertid at EV/salg er en bedre ettersom pris/salg gir lavere multiple for virksomheter med høyere gjeldsgrad enn de komparative virksomhetene. Dette kunne ha ført til feil konklusjoner ettersom det er stor forskjell i kapitalstrukturen i vår komparative bransje.

Pris/bok

Pris/bok er forholdet mellom markedspris av selskapets aksjer og selskapets bokførte verdi av egenkapitalen. Damodaran (2012b) formulerte formelen som følger:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen per aksje}}$$

En høy P/B-ratio betyr at markedet forventer at selskapet vil gi meravkastning på selskapets eiendeler. Mens en P/B under 1 normalt betyr at selskapet forventes å gi lavere avkastning enn avkastningskravet, gjennom svak lønnsomhet ettersom markedsverdien av egenkapital er lavere enn den bokførte verdien (Kaldestad & Møller, 2016). P/B-ratioen er derfor et mål på hvor mye investorer betaler for eierskap i selskapets netto eiendeler.

Årsaken til at multiplikatoren er mye brukt i praksis er fordi den gir et relativt stabilt og intuitivt mål av verdi og kan anvendes også i de tilfeller selskapet har negativt resultat som Norwegian fikk i 2018. Ulempen med metoden er at regnskapsteknikken selskapet bruker vil ha påvirkning på multiplikatoren. Skjønnsmessige vurderinger i regnskapet kan føre til at identiske selskaper får totalt forskjellige ratio (Kaldestad & Møller, 2016). I vår komparative bransje benytter alle selskapene seg av IFRS, dermed blir denne ulempen noe redusert.

I tabell 12-3 blir pris/bok verdi for selskapene i den komparative bransjen presentert. Som en kan se fra tabellen har Norwegian ikke uventet den høyeste ratioen. Verdiestimatet vil bli estimert i neste delkapittel, der vi benytter både gjennomsnittet og median for å estimere verdien på selskapet.

Tabell 12-3 Pris/Bok forhold for komparativ bransje

| | Norwegian | Ryanair | Easyjet | SAS | Lufthansa | Gjennomsnitt | Median |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Bokførte aksjer | 136 310 000 | 226 385 282 | 397 208 133 | 382 580 000 | 471 240 000 | | |
| Valuta | NOK | USD | GBP | SEK | EUR | | |
| Bokført egenkapital i 1000 | 1 704 450 | 5 505 000 | 173 100 000 | 7 268 000 | 9 573 000 | | |
| Bokført egenkapital per aksje | 13 | 24 | 436 | 19 | 20 | | |
| Pris/Bok | 4,70 | 3,05 | 3,02 | 1,25 | 1,15 | 2,63 | 3,02 |

Estimert verdi/salg

Estimert verdi (EV)/salg måler verdien av egenkapitalen relativt til inntektene den generer. Damodaran (2012b) formulerte formelen som følger:

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld} - \text{kontanter}}{\text{Driftsinntekter}}$$

EV/salg er som nevnt en inntektsmultiplere som måler verdien av egenkapital relativt til inntekten den generer. Som ved andre multipler hvis alt annet er likt vil virksomheter som handles for lav multiple anses som rimelige i forhold til virksomheter som handles med en høy multiple.

Ved denne multiplikatoren bør en være oppmerksom på at den forutsetter implisitt at virksomhetene har samme marginer. Det vil si at multiplikatoren ikke tar hensyn til om det er et kvalitetsprodukt av høy kvalitet, eller om det er et billig masseprodusert produkt. Samme omsetning skal ifølge modellen gi samme verdi på selskapet selv om dette ofte kan være feil (Kaldestad & Møller, 2016). For eksempel vil en billett på første klasse har mye høyere margin enn økonomiklassen. Dermed hvis et selskap tilbyr et sete på første klasse til kr 50 000 eller 50 seter på økonomiklassen til kr 1000 så vil de to flyselskapene mest sannsynlig ha forskjellig margin og dermed lønnsomhet som igjen påvirke verdien.

I Tabell 12-4 blir EV/salg-ratioen for selskapene i den komparative bransjen presentert. Verdiestimatet vil bli estimert i neste delkapittel, der vi benytter både gjennomsnittet og median for å estimere verdien på selskapet.

Tabell 12-4 Estimert verdi/salg- forhold for komparative bransje

| Tall i 1000 | Norwegian | Ryanair | Easyjet | SAS | Lufthansa | Gjennomsnitt | Median |
|------------------------|------------|------------|-----------|------------|------------|--------------|--------|
| Valuta | | USD | GBP | SEK | EUR | | |
| Driftsinntekter | 40 265 600 | 8 810 000 | 5 898 000 | 44 718 000 | 35 844 000 | | |
| Egenkapital | 1 704 450 | 5 505 000 | 1 731 000 | 7 268 000 | 9 573 000 | | |
| Kortsiktig gjeld | - | 4 882 400 | 2 060 000 | 16 689 000 | 12 425 000 | | |
| Langsiktig | - | - | 1 676 000 | 13 054 000 | 16 215 000 | | |
| Kontanter | - | 1 866 500 | 1 025 000 | 9 756 000 | 1 218 000 | | |
| Netto finansiell gjeld | 28 982 411 | 3 015 900 | 2 711 000 | 19 987 000 | 27 422 000 | | |
| Netto driftskapital | 30 686 861 | 8 520 900 | 4 442 000 | 27 255 000 | 36 995 000 | | |
| Markedsverdi | 8 015 028 | 16 793 260 | 5 221 301 | 9 090 101 | 11 012 879 | | |
| EV/Sales | 0,92 | 2,25 | 1,34 | 0,65 | 1,07 | 1,25 | 1,07 |

12.4 Estimering av komparative verdiestimatet

Resultatene fra den komparative verdsettelsen fremkommer i tabell 12-5 for pris/bok og tabell 12-6 for EV/salg.

Tabell 12-5 Verdiestimat P/B-forhold med egenkapitalmetoden

| Verdiestimat | Gjennomsnitt | Median | Norwegian | Ryanair | Easyjet | SAS | Lufthansa |
|----------------------------|--------------|-----------|-----------|---------|---------|------|-----------|
| P/B | 2,63 | 3,02 | 4,70 | 3,05 | 3,02 | 1,25 | 1,15 |
| Verdi egenkapital | 4 489 665 | 5 141 217 | | | | | |
| Antall aksjer i 1000 | 136 310 | 136 310 | | | | | |
| Verdiestimat P/B Norwegian | 33 | 38 | | | | | |

Tabell 12-6 Verdiestimat EV/salg-forholdet med selskapskapitalmetoden

| Verdiestimat | Gjennomsnitt | Median | Norwegian | Ryanair | Easyjet | SAS | Lufthansa |
|----------------------|--------------|------------|-----------|---------|---------|------|-----------|
| EV/Salg | 1,25 | 1,07 | 0,92 | 2,25 | 1,34 | 0,65 | 1,07 |
| Verdi egenkapital | 21 226 772 | 14 193 670 | | | | | |
| Antall aksjer i 1000 | 136 310 | 136 310 | | | | | |
| Verdi per aksje | 156 | 104 | | | | | |

Ettersom det er vesentlig forskjell på verdiestimatet ved bruk av gjennomsnitt og median har vi valgt å benytte gjennomsnittet av begge teknikker. Det vil si at verdiestimatet ved bruk av P/B-multipelen får vi en aksjekurs på 35,- som betyr at markedsverdien estimeres til NOK 4,77 milliarder. Som nesten er under halvparten av dagens verdi per 25.02.2019. Verdiestimatet ved bruk av EV/salg gir et estimat på 130,- per aksje som gir en markedsverdi på NOK 17,7 milliarder. Som er en økning på over 100% fra dagens aksjekurs på 58,8,-.

Den komparative verdivurderingen gir vesentlig forskjellige verdiestimater av egenkapitalen også ved bruk av forskjellige multipler, og ikke bare ved bruk av gjennomsnitt eller median. Dette kan indikere at den komparative verdsettelsen kan være upresis og en bør være kritisk til de resultatene som fremkommer. For endelig verdiestimat ved bruk av komparativ verdsettelse bør multiplene vektas.

Ettersom Norwegian er kraftig gjeldsfinansiert og det ble ikke tatt hensyn til kapitalstruktur ved utarbeidelse av P/B- multipelen vektlegges denne multipelen med 50%. Ettersom det også er svakhet med EV/salg-multipelen. Fordi det kan være risiko for at EV/salg-multipelen gir for høy verdi til Norwegian som har vært gjennom en høy inntekstvekst, uten at lønnsomheten har gått opp tilsvarende og dermed gir uforholdsmessig høy verdi.

12.5 Oppsummering

Den komparative verdsettelsen ga oss som nevnt vesentlig ulike estimater både i form av ulike multiplene, men også ved bruk av gjennomsnitt eller median verdi. Som nevnt i innledningen til kapittelet hadde Norwegian negativt driftsresultat og dermed var resultat/kontantstrømorienterte multipler utelukket. Dermed vil det være svakhet ved den komparative verdsettelsen. Ettersom analysen trolig er basert på for få multipler med for stor ulikhet. Dette medføre at en bør være kritisk ved vurdering av estimatene komparative verdsettelsen gir.

Tabell 12-7 Oppsummering av komparativ verdsettelse

| Multipel | Estimert verdi/salg | Pris/Bok | Gjennomsnitt | |
|-----------------|----------------------------|-----------------|---------------------|------|
| Aksjekurs | | 130 | 35 | 82,5 |

Som det fremkommer av tabell 12-7 blir det vektete verdiestimat på kr 82,5 per aksje, som gir en markedsverdi på NOK 11.2 milliarder. Når vi har tatt gjennomsnittet av både gjennomsnitt og medianverdi for begge multiplene og igjen tatt snittet fra de to ulike multiplene. Utfra estimatene kan en se at Norwegian har omtrent like stor oppsidepotensiale som nedsidepotensiale hvis en ser utelukkende på multiplene EV/salg og Pris/Bok. Det gjennomsnittlig verdiestimatet på kr 82,5 er 40% høyere enn dagens verdi på kr 58,8. Samtidig avviker estimatet med rundt 30% fra vår fundamentale verdsettelse estimat på kr 106. Som tidligere presisert er de to teknikkene supplerende for å komme fram til et samlet verdiestimat som vil bli presentert i neste kapittel.

13 Konklusjon og handlingsstrategi

Formålet med denne masteroppgaven var å besvare problemstillingen:

” Hva er markedsverdien for Norwegian per 25.02.2019?”

Svaret skulle komme gjennom en grundig fundamental verdsettelse som ble supplert med en komparativ verdsettelse. I dette kapitlet følger det en oppsummering av funnene våre. Videre vil det på bakgrunn av estimatene bli presentert en anbefalt handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering

I kapittel 4 ble det avdekket at Norwegian mulig har et varig konkurransefortrinn ved forretningsstrategien innen langdistanse lavprisflyselskap-konseptet, dermed gjør dette at en kan forvente at Norwegian vil gi superprofitt når kundebasen er etablert og når Norwegian har fått tilpasset rutenettverket. Videre er flybransjen en svært konkurranseutsatt bransje med lave marginer, men der flere og flere flyselskaper nå har startet å levere avkastning over avkastningskravet. Avkastningen til bransjen forventes å fortsette den positive trenden på kort til mellomlang sikt, men på lang sikt vil substitutter og økt klimabevissthet utgjøre en betydelig trussel.

I kapittel 6 ble det avdekket at det var betydelig finansiell risiko knyttet til Norwegian. Videre ble det estimert at den syntetiske ratingen til Norwegian var karakter CCC, som innebærer at per 25.02.2019 er det rundt 13% sannsynlig at Norwegian går konkurs.

I kapittel 8 analyserte vi lønnsomheten til Norwegian på bakgrunn av de historiske avkastningskravene utarbeidet i kapittel 7. Her fremkom det at superrentabiliteten var negativ med hele 95% på grunn av en driftsulempe på 132%. Samtidig hadde Norwegian en finansieringsfordel på 37%. I framtiden estimeres det at finansieringsfordelen er lik null, samtidig som Norwegian vil ha en driftsfordel på bakgrunn av langdistanse strategien.

I kapittel 9 ble budsjettdriverne for fremtidsregnskapet utarbeidet med bakgrunn av fremtidskravene som ble estimert i kapittel 10. Her ble det forutsatt at Norwegian forbedrer sin finansielle situasjon betraktelig, og ender i «steady state» på en syntetisk rating på BB som var bransjesnittet. Det ble videre estimert at Norwegian vil ha en varig strategisk fordel i «steady state» på 10%

I kapittel 11 ble fremtidsregnskapet og fremtidskravene brukt for å utføre den fundamentale verdsettelsen. Både selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden ble anvendt. Selskapskapitalmetoden ga oss et verdiestimat på kr 133 per aksje, mens egenkapitalmetoden

ga oss et verdiestimat på kr 85 per aksje. Det ble valgt å ta gjennomsnittet av begge metodene som ga oss et samlet verdiestimat på kr 109 per aksje. Videre ble det tatt hensyn til konkurrisiko som medførte at verdiestimatet ble nedjustert til kr 106 per aksje. Samtidig kom det fram av simulerings- og sensitivitetsanalysen at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet, på grunn av mange faktorer basere seg på skjønsmessige vurderinger der små endringer førte til vesentlige endringer i verdiestimatet.

I kapittel 12 ble den komparative verdsettelsen gjennomført, som skulle være supplerende til den fundamentale verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen ga vesentlige ulike verdiestimater både i form av hvilke multippel som ble benyttet og om det ble brukt gjennomsnittstall eller median tall ved verdiestimeringen. Dette tilsier at en burde være kritisk til verdiestimatene som fremkommer av den komparative verdsettelsen.

Begge teknikkene gir en kjøpsanbefaling og at Norwegian er per dags dato undervurdert av markedet. Ettersom det er svakheter med begge teknikkene som er presisert tidligere, vektet vi estimatene 40-60, der 60% er fra den fundamentale verdsettelsen og 40% er komparative verdsettelsen.

$$\text{Endelig verdiestimat} = \text{Fundamental verdsettelse} * 60\% + \text{Komparativ verdsettelse} * 40\%$$

Som gir et endelig verdiestimat på kr 97 per aksje, som vil si at markedsverdien til Norwegian er 13,2 milliarder NOK.

13.2 Handelsstrategi

Hvis børsverdien ligger innenfor et intervall på 15% i begge retninger av verdiestimatet, vil det bli gitt en «hold»-anbefaling, ettersom aksjen til Norwegian svinger mye, som det fremkom av betaestimatene våre. Det vil dermed være usikkerhet knyttet til verdiestimatet vårt. Videre hvis verdiestimatet er høyere enn 15% gis det salgsanbefaling og hvis verdiestimatet er lavere enn 15% gis det en kjøpsanbefaling. Intervallet for hold-anbefaling vil være fra kr 84 per aksje til kr 112 per aksje som presentert i tabell 13-1.

Tabell 13-1 Handlingsstrategi

| Handlingsstrategi | Kurs |
|-------------------|------|
| Kjøp | 84 |
| Hold | 97 |
| Salg | 112 |

Ved stenetid den 25.02.2019 var aksjekursen til Norwegian kr 58,8. Dette betyr at Norwegian er undervurdert med bakgrunn i vår analyse. Basert på fundamentale verdsettelsen supplert med komparative verdsettelse konkludere oppgaven med en KJØPS-anbefaling av Norwegian aksjen.

Som avslutning presisere vi at leseren må selv gjøre sine egne vurderinger om Norwegian er et godt eller dårlig kjøp. Undertegnede tar ikke ansvar for eventuelle tap som leseren måtte ha som følge av bruken av vår analyse.

14 Litteraturliste

Vitenskapelig artikkel

- Brunnermeier, M. K., & Parker, J. A. (2005). Optimal expectations. *American Economic Review*, 95(4), 1092-1118.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. J. J. o. a., & economics. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. J. T. a. r. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. 77(s-1), 35-59.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. J. A. r. (1995). Detecting earnings management. 193-225.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. J. J. o. A., & Economics. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. 56(2-3), 1-33.
- Liviu-Alexandru, T. (2018). The Advantages that IFRS 16 Brings to the Economic Environment. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, 18(1), 510-513.
- McVay, S. E. J. T. A. R. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. 81(3), 501-531.

Bøker

- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* ([Rev. utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Dahl, G. A., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance* (2nd ed. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Damodaran, A. (2012a). *Investment Valuation* (3rd university ed. ed.): United States: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2012b). *Investment valuation tools and techniques for determining the value of any asset, third edition (Wiley finance series)* (3rd ed ed.). S.I.]: S.I. : WILEY.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*: Research Foundation of CFA Institute Charlottesville, VA.
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Hoff, K. G., Pedersen, A. O., & Sanne, N. (2015). *Grunnleggende regnskap 2 : analyse av finansregnskapet* (2. utg. ed.). Oslo: Universitetsforl.
- Johnson, G. (2017). *Exploring strategy* (11th ed. ed.). Harlow: Pearson Education.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Myrbakken, E., & Haakanes, S. (2015). *IFRS på norsk : forskrift om internasjonale regnskapsstandarder* (6. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis & Valuation: IFRS Edition, Text and Cases* (Third edition, IFRS edition. ed.): United Kingdom: Cengage Learning.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (4th ed. ed.). Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Petersen, C. V., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis : valuation, credit analysis, performance evaluation*. Bergen: Fagbokforl.
- Tim Koller, M. G., David Wessels, McKinsey & Company Inc. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies*. In Wiley Finance.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton, N.J: Princeton University Press.

Forelesninger

- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019a). FRAMTIDSKRAV OG STRATEGISK RENTABILITETSANALYSE. *Forelesning 16*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2016%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019b). FRAMTIDSREKNESKAP, ANDRE BUDSJETTDRIVARAR. *Forelesning 15*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2015%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019c). FRAMTIDSREKNESKAP, RAMME OG DRIFTSINNTEKTER. *Forelesning 14*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2014%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019d). Justering av målefeil. *Forelesning 8*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2019/BUS440%20-%2008%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019e). Kredittvurdering, syntetisk rating. *Forelesning 9*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2009%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019f). Omgruppering balanse og kontantstrøm. *Forelesning 5*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2019/BUS440%20-%2005%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019g). Omgruppering for analyse. *Forelesning 4*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2019/BUS440%20-%2004%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019h). SK - METODEN OG VERDIKONVERGENS. *Forelesning 18*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2018%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019i). Strategisk rentabilitetsanalyse. *Forelesning 11*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar/2019/BUS440%20-%2011%20-%202019.pdf>
- Knivsflå, K. H. (Producer). (2019j). Verdivurdering med rekneskapsanalyse. *Forelesning 1*. Retrieved from <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2001%20-%202019.pdf>

Årsrapporter

- EasyJet. (2018). *2018 Annual report and accounts*. Retrieved from <http://corporate.easyjet.com/~media/Files/E/Easyjet/pdf/investors/results-centre/2018/2018-annual-report-and-accounts.pdf>
- Lufthansa. (2019). *STRIVING FOR EXCELLENCE Annual Report 2018*. Retrieved from https://investor-relations.lufthansagroup.com/fileadmin/downloads/en/financial-reports/annual-reports/LH-AR-2018-e_dkuU2qtT.pdf
- Norwegian. (2018a). *Annual report 2017*. Retrieved from <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/investor-relations/annual-report-2017.pdf>
- Norwegian. (2018b). *Interim report third quarter 2018*. Retrieved from <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/interim-reports/norwegian-q3-2018-report.pdf>

- Norwegian. (2019d). *Prospectus*. Retrieved from <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/investor-relations/preferential-rights/norwegian-air-shuttle-asa---prospectus---rights-issue-2019.pdf>
- Ryanair. (2018). Annual Report 2018. Retrieved from <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2018/07/Ryanair-FY-2018-Annual-Report.pdf>
- SAS. (2019). *SAS Annual Report fiscal year 2018*. Retrieved from <https://www.sasgroup.net/en/sas-annual-report-fiscal-year-2018/>

Aviser

- ANB. (2015). 7 av 10 mener prisen er viktigst. *fremover.no*. Retrieved from <https://www.fremover.no/ferie/innenriks/reiseliv/7-av-10-mener-prisen-er-viktigst/s/5-17-28962>
- Andersen, K. H. (2014). Kjos til TV 2: – Hadde ikke landet i USA en gang før alt gikk galt. *TV2.no*. Retrieved from <https://www.tv2.no/a/5204096/>
- Bender, A. (2014, 09.09.2014). Airline Profits Are Up, Thanks To Everything But Airfares. *Forbes*. Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/andrewbender/2014/09/09/airline-profits-are-up-thanks-to-everything-but-airfares/#6bfd7cdc5dc1>
- Bjerknes, C. (2019). Norwegian-aksjonærer risikerer å gå glipp av 120 millioner kroner. *DN.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/marked/norwegian/privatokonomi/nordnet/norwegian-aksjonarer-risikerer-a-ga-glipp-av-120-millioner-kroner/2-1-549065>
- Christensen, I. (2014, 13.07.2014). Gunstige flylån i fare. *DN.no*. Retrieved from https://www.dn.no/luftfart/usa/bors/norwegian/gunstige-flylan-i-fare/1-1-5149599?_1
- Eikeland, O. (2012). Norwegians flykjøp på 70 milliarder kroner var for dyrt. *E24*. Retrieved from <https://www.nettavisen.no/na24/--norwegians-flykjop-pa-70-milliarder-kroner-var-for-dyrt/3407854.html>
- Ekeseth, F. C. (2019). Spetalen ute av listen med de 20 største aksjonærene i Norwegian. *DN.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/marked/norwegian/oystein-stray-spetalen/spetalen-ute-av-listen-med-de-20-storste-aksjonarene-i-norwegian/2-1-570836>
- Framstad, A. P. (2017, 18.04.2017). Mener snuoperasjon kan være «mega-kurstrigger» for Norwegian. *E24.no*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/donald-trump/mener-snuoperasjon-kan-vaere-mega-kurstrigger-for-norwegian/23976207>
- Grymer, T.-A. F. o. T. (2017). Stadig problemer med Dreamliner. *NRK.no*. Retrieved from <https://www.nrk.no/norge/stadig-problemer-med-dreamliner-1.13814710>
- Hoffengh, S. (2014). Helt normal. *Dagsavisen.no*. Retrieved from <https://www.dagsavisen.no/helg-nye-inntrykk/portrett/helt-normal-1.278898>
- Hovland, K. M. (2019). – Litt av en ensom ulv. *E24.no*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/renter/pimco-om-norsk-oekonomi-og-rentehevinger-litt-av-en-ensom-ulv/24601815>
- Hustadnes, H. (2015, 10.02.2015). Konkurrenter vil strupe Norwegians statsfinansiering. *Dagbladet.no*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/donald-trump/mener-snuoperasjon-kan-vaere-mega-kurstrigger-for-norwegian/23976207>
- Høgseth, M. (2018). Derfor går Kise av som styreleder i Bank Norwegian. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/derfor-gaar-kise-av-som-styreleder-i-bank-norwegian/24261682>
- Justin Bachman, R. F. o. C. C. (2018). Watch Out, Airlines. High Speed Rail Now Rivals Flying on Key Routes. *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-09/high-speed-rail-now-rivals-flying-on-key-global-routes>

- Linderud, J. T. o. E. (2019). Norwegian-aksjen faller kraftig etter at britiske IAG gir opp å kjøpe: - Dette er en dramatisk. *DN.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/luftfart/iag/british-airways/norwegian/norwegian-aksjen-faller-kraftig-etter-at-britiske-iag-gir-opp-a-kjope-dette-er-en-dramatisk-utvikling/2-1-527272>
- Lorentzen, K. W. o. M. (2018, 26.04.2018). Norwegian vurderer å selge 140 fly. *E24.no*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-vurderer-aa-selge-140-fly/24319765>
- Majid, J. D. S. o. S. (2013). Regjeringen opphever bonusforbudet. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/makro-og-politikk/regjeringen-opphever-bonusforbudet/20370307>
- Marius Lorentzen, A. A. N. (2019, 29.01.2019). Tapte fire milliarder på tre måneder: Men nå tror Kjos det snur. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/2018-ende-med-et-milliardsluk-for-norwegian-naa-tror-kjos-det-snur/24551101>
- Matre, J. (2015). Undersøkelse: Billige flybilletter viktigere enn piloters rettigheter. *VG.no*. Retrieved from <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/722M3/undersokelse-billige-flybilletter-viktigere-enn-piloters-rettigheter>
- Meyer, H. D. (2004). -SAS Braathens kan knekke Norwegian. *DN.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/-sas-braathens-kan-knekke-norwegian/1-1-391574>
- Moholdt, B. (2015). Malaysia Airlines ble til MAB. *Travelnews*.
- NTB. (2018, 21.12.2018). Gatwick stengt igjen på grunn av droner. *DN*. Retrieved from <https://www.dn.no/luftfart/fly/luftfart/gatwick/gatwick-stengt-igjen-pa-grunn-av-droner/2-1-507693>
- NTB. (2019). Norwegian-håp om Asia-ruter etter regjeringserklæring. *E24.no*. Retrieved from <https://e24.no/naeringsliv/norwegian-air-shuttle/norwegian-haap-om-asia-ruter-etter-regjeringserklaering/24544357>
- Pearlstein, S. (2018, 25.04.2018). Boeing and Airbus, the new 'super duopoly'. *Washington Post*. Retrieved from https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2018/04/25/boeing-and-airbus-the-new-super-duopoly/?noredirect=on&utm_term=.e0b6b31971a7
- Redaksjonen. (2019). Ryanair avfeier Norwegian - igjen. *Hegnar.no*. Retrieved from <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2019/01/Ryanair-avfeier-Norwegian-igjen>
- Riise, K. V. (2013). - Det er ren matte. Retrieved from <https://www.dn.no/-det-er-ren-matte/1-1-1116014>
- Salater, R.-A. (2018). Lover at denne dronen skal frakte mennesker om få år. *tv2.no*. Retrieved from <https://www.tv2.no/a/9648609/>
- Solheimsnes, P. A. (2019). Tre beslutninger som formet Norwegians suksess. *VG+*. Retrieved from https://www.vg.no/forbruker/i/kaowWa/tre-beslutninger-som-formet-norwegians-suksess?fbclid=IwAR1ZvyuJT2xzeT-sAutsQgO09xBwBIFdnO0yKaap-2Dg9FVIO4ZvqA0K38s&utm_content=row-14&utm_source=vgfront
- Sundberg, J. D. (2014). Vulkanalarm i luftfarten: Nå er det fare for å bli askefast igjen. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/naeringsliv/norwegian-air-shuttle/vulkanalarm-i-luftfarten-naa-er-det-fare-for-aa-bli-askefast-igjen/23277150>
- Trumpy, B. G. o. J. (2016, 08.03.2016). -Ikke sikkert at flyreiser er fremtiden. *Dagens Næringsliv*. Retrieved from <https://www.dn.no/samferdsel/sas/luftfart/-ikke-sikkert-at-flyreiser-er-fremtiden/1-1-5597308>
- Vosgraff, S. (2019). Ser mindre oppside for Norwegian. *hegnar.no*. Retrieved from <https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2019/01/Ser-mindre-oppside-for-Norwegian>

Wintner, P. (2019). Kutter fastrenten på boliglån midt i renteoppgangen. *DN.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/makroekonomi/makroekonomi/privatokonomi/norsk-ekonomi/kutter-fastrenten-pa-boliglan-midt-i-renteoppgangen/2-1-570145>

Artikkel

Biering, T. (2018). Targeted regulation of Europe's monopoly airports is possible and practical. Here's why it matters. <https://a4e.eu/targeted-regulation-of-europes-monopoly-airports-is-possible-and-practical-heres-why-it-matters/>

Fardal, A. (2019). IFRS og norske regnskapsregler.

FINANCE, Y. (2019a). Deutsche Lufthansa AG (LHA.DE).

Kaspersen, L. (2015). Aksjesmell for flyselskaper etter Paris-terror.

Tom. (2018). We Explain Why Airlines Are Making Crazy Profits From Premium Economy. <https://simpleflying.com/airline-premium-economy-growth/>

Vidovic, L. (2019). Credit Analysis: Flying Into The Danger Zone; Norwegian Air Shuttle. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/flying-into-the-danger-zone-norwegian-air-shuttle>

Internett kilder

AirlineRatings. (2019). FULL SERVICE CARRIER PRODUCT RATING CRITERIA. Retrieved from <https://www.airlineratings.com/full-service-carrier-product-rating-criteria/>

Apeland. (2016). Resultatene fra RepTrak Norge 2016. Retrieved from <https://www.apeland.no/resultatene-reptrak-norge-2016/>

Bank, N. (2019a). Statsobligasjoner daglige noteringer. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Bank, N. (2019b). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Barton, C. (2013). traveling with Millennials. Retrieved from <https://www.bcg.com/publications/2013/transportation-tourism-marketing-sales-traveling-millennials.aspx#chapter1>

Bloomberg. (2019a). Beta. Retrieved from <https://www.bloomberg.com>

Bloomberg. (2019b). Brent Spot. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/quote/CO1:COM>

Boeing. (2019). Orders & Deliveries. Retrieved from http://www.boeing.com/commercial/?cm_re=March_2015--Roadblock--Orders+%26+Deliveries/#/orders-deliveries

Børs, O. (2019a). Mest omsatte verdipapir. from Oslo Børs <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2018-Mest-omsatte-verdipapir>

Børs, O. (2019b). Statistikk Nibor. Retrieved 24.03.2019, from Oslo Børs <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>

CAPA. (2017). Norwegian, Aeromexico and Willie Walsh among CAPA Aviation for Excellence Award winners [Press release]. Retrieved from <https://centreforaviation.com/analysis/reports/norwegian-aeromexico-and-willie-walsh-among-capa-aviation-for-excellence-award-winners-376232>

CAPA. (2018a). Airline mergers: why Europe needs blue sky thinking. Retrieved from <https://centreforaviation.com/analysis/reports/airline-mergers-why-europe-needs-blue-sky-thinking-417376>

- CAPA. (2018b). The North Atlantic market is being transformed by long haul LCCs, wide and narrowbody. Retrieved from <https://centreforaviation.com/analysis/airline-leader/the-north-atlantic-market-is-being-transformed-by-long-haul-lccs-wide-and-narrowbody-418690>
- Commission, E. (2018). Reducing emissions from aviation. Retrieved from https://ec.europa.eu/clima/policies/transport/aviation_en#tab-0-0
- commission, E. (2019). Aviation Safety Policy in Europe. Retrieved from https://ec.europa.eu/transport/modes/air/safety_en
- council, T. E. P. a. o. t. (2016). *Operation of air services: EU rules*. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:tr0008>
- Damodaran, A. (2019). Country Default Spreads and Risk Premiums. Retrieved 26.03.2019 http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- EIA. (2019). Short-term energy outlook. Retrieved from <https://www.eia.gov/outlooks/steo/report/prices.php>
- FINANCE, Y. (2019b). easyJet plc (EZJ.L). Retrieved from <https://finance.yahoo.com/quote/EZJ.L/>
- Finance, Y. (2019). Oslo Bors Benchmark Index_GI. Retrieved from <https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history?period1=1167606000&period2=1555970400&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>
- FINANCE, Y. (2019c). Ryanair Holdings plc (RYAAY). Retrieved from <https://finance.yahoo.com/quote/RYAAY?p=RYAAY>
- Gurufocus. (2019). Screeners. <https://www.gurufocus.com/>
- Hameed, M. (2011). Low Cost Airlines: A brief History, The Current State and The Future. Retrieved from <http://aviationknowledge.wikidot.com/aviation:low-cost-airlines:a-brief-history-the-current-state>
- Hopland, S. R. B. o. S. (2018). Et stikk til alle som trodde på ham. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/ryanair/ryanair-sjefen-snur-om-aarsaken-til-rygge-nedleggelse-et-stikk-til-alle-som-trodde-paa-ham/24251622>
- IATA. (2018a). Cautious Optimism Extends into 2019- Airlines heading for a Decade in the black. Retrieved from <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2018-12-12-01.aspx>
- IATA. (2018b). Solid Profits Despite Rising Costs. Retrieved from <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2018-06-04-01.aspx>
- IATA. (2019). AIRLINES FINANCIAL MONITOR Retrieved from <https://www.iata.org/publications/economics/Reports/afm/Airlines-Financial-Monitor-Dec-18.pdf>
- IBM. (2010). *Airlines 2020 Substitution and commoditization*. Retrieved from https://www-935.ibm.com/services/multimedia/uk_en/airlines_2020.pdf
- IMF. (2019). Real GDP growth. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEOWORLD/NOR
- Institute, C. F. (2019). What is Other Comprehensive Income? Retrieved from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/other-comprehensive-income/>
- Larsen, A. H. (2016). Klimakutt i løse luften. Retrieved from <https://naturvernforbundet.no/samferdsel/fly/klimakutt-i-lose-luften-article35430-148.html>
- Lorentzen, M. (2018). Russland utsetter flyforhandlinger igjen. Retrieved from <https://e24.no/makro-og-politikk/norwegian-air-shuttle/norwegians-sibir-nekt-nye-forhandlinger-med-russland-er-utsatt-et-halvt-aar/24377580>
- Luftfarttilsynet. (2019). *Ved innstillinger*. Retrieved from <https://luftfartstilsynet.no/passasjer/passasjerrettigheter/innstillinger/>

- Mikalsen, K.-E. (2017). Nå vil tyskerne fjerne passasjeravgiften igjen. Retrieved from <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/mJrmq/Na-vil-tyskerne-fjerne-passasjeravgiften-igjen>
- Mustad, J. E. (2016). Brexit. Retrieved from <https://snl.no/Brexit>
- Nerdrum, L. (2019). Kantar TNS sin årlige omdømmemåling 2018 - blant Norges største og mest kjente virksomheter. Retrieved from <https://kantar.no/rapporter/omdomme-privat-2018/>
- Norli, J. A. A. o. K. (2012). Tre grunner til at Norwegian får kjemperabatt. Retrieved from <https://e24.no/nyheter/norwegian-air-shuttle/tre-grunner-til-at-norwegian-faar-rabatt/20145823>
- Norwegian. (2015). Norwegian vant avtale med Forsvaret [Press release]. Retrieved from <https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-vant-avtale-med-forsvaret-1226300>
- Norwegian. (2018c). Norwegian kåret til verdens beste lavprisselskap på langdistanseruter for fjerde år på rad [Press release]. Retrieved from <https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kaaret-til-verdens-beste-lavprisselskap-paa-langdistanseruter-for-fjerde-aar-paa-rad-2586970>
- Norwegian. (2019a). Miljøtiltak. Retrieved from <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/miljo/>
- Norwegian. (2019b). Norwegian Air Shuttle ASA – Subscription by primary insiders in the rights issue [Press release]. Retrieved from <https://newsweb.oslobors.no/message/470407>
- Norwegian. (2019c). Norwegian Air Shuttle ASA strengthens its balance sheet through a fully underwritten rights issue of NOK 3 billion Retrieved from <https://newsweb.oslobors.no/message/468219>
- Norwegian. (2019e). A Sustainable Business Model. Retrieved from <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/investor-relations/sustainable-business-model/>
- Norwegian. (2019f). Trafikktall desember. Retrieved from <https://newsweb.oslobors.no/message/467075>
- Norwegian. (2019g). Vår historie. Retrieved from <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>
- Norwegian. (2019h). År for år. Retrieved from <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/>
- Nysveen, E. A. (2017). Derfor kan ikke Norwegian ha fulle fly på ny USA-rute. Retrieved from <https://e24.no/naeringsliv/norwegian-air-shuttle/derfor-kan-ikke-norwegian-ha-fulle-fly-paa-ny-usa-rute/24072514>
- OECD. (2019). Interest rate forecast. Retrieved from <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates-forecast.htm#indicator-chart>
- Oxley, D. (2017). Estimating the impact of recent terrorist attacks in Western Europe.
- Planespotters. (2019). EasyJet Fleet Details and History. Retrieved from <https://www.planespotters.net/airline/easyJet>
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. Retrieved from <https://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy>
- Proff. (2019). HBK Holding. Retrieved from <https://www.proff.no/roller/hbk-holding-as/oslo/hovedkontortjenester/IF6LQZ810NZ/>
- Regjeringen. (2014). En internasjonal næring. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/luftfart/luftfart---en-internasjonalt-naring/id2076432/>

- Regjeringen. (2018a). *Avgiftssatser 2019*. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/avgiftssatser-2019/id2614443/>
- Regjeringen. (2018b). Ny forskrift for pengepolitikken [Press release]. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-forskrift-for-pengepolitikken/id2592551/>
- Regjeringen. (2018c). *Satsen på selskaps- og personskatt reduseres til 22%*. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/satsen-pa-selskaps--og-personskatt-reduseres-til-22/id2613987/>
- Ryanair. (2019). History of Ryanair. Retrieved from <https://corporate.ryanair.com/about-us/history-of-ryanair/>
- Skånvik, A.-S. (2016). SAS sitt selvskrut om miljø når nye høyder. Retrieved from <https://www.nrk.no/ytring/sas-sitt-selvskrut-om-miljo-nar-nye-hoyder-1.12976133>
- Tuszyńska, B. (2018). Air transport: market rules. Retrieved from <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/131/air-transport-market-rules>