

# **Masteroppgave**

*Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA*

Dan-Henning M. Gangsø

Masteroppgaven er gjennomført som et ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som sådan. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Veileder: Professor Arne Dag Sti

Universitetet i Agder, Kristiansand

02.06 2008

## Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som et avsluttende ledd i det femårige masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder. Den er en obligatorisk del av studiet og tilsvarer 30 studiepoeng. Målet med oppgaven er å lære studenter å anvende vitenskapelige metoder på en anvendt problemstilling, og er ment å være en fordypning innenfor et eller flere av de fagområder som inngår i studiet.

Min masteroppgave er skrevet innen fordypningen økonomisk styring. Høsten 2007 var jeg på utveksling til University of New South Wales, Sydney, Australia. Her tok jeg kurset "Business analysis and valuation", som var en innføring i analyse og verdsettelse av selskaper. Dette kurset var svært interessant og gjorde at jeg ønsket å skrive min masteroppgave om verdsettelse av en bedrift. Norwegian Air Shuttle ASA er Norges første lavprisselskap innen luftfarten, og et selskap det skrives mye om i finanspressen. Dette, sammen med min interesse for luftfart generelt, gjorde valget av bedrift enkelt.

Oppgaven er utelukkende skrevet på bakgrunn av allment tilgjengelig informasjon. Dette fordi Norwegian som børsnotert selskap naturligvis ikke kan gi ut noen form for prissensitiv informasjon til utenforstående. På bakgrunn av dette er mine estimater i mange sammenhenger basert på en rekke forutsetninger. Jeg mener imidlertid at disse er tatt med godt feste i virkeligheten, slik at de kan gi et realistisk anslag på verdien av selskapets egenkapital.

Jobben har både vært krevende og slitsom, men allikevel svært inspirerende og veldig spennende. Jeg er både stolt og glad for og endelig kunne slutføre fem års studier som kulminerer i denne oppgaven.

Til slutt vil jeg benytte anledningen til å takke Professor Arne Dag Sti for god veiledning og hjelp underveis, og alle andre som på sin spesielle måte har hjulpet og inspirert meg på veien.

Kristiansand 02.06 2008

---

Dan-Henning M. Gangsø

## Sammendrag

Målet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen til flyselskapet Norwegian Air Shuttle ASA. For å gjøre dette har jeg valgt å ta utgangspunkt i Discounted Cashflow modellen, altså selskapets fremtidige kontantoverskudd.

Oppgavens kapittel 1 inneholder en kort presentasjon av selskapet og dets historie. Kapittel 2 tar for seg teorien rundt de mest sentrale metodene for verdsettelse av et selskap. I tillegg ser jeg i det samme kapittelet på forskjellige typer avkastningskrav. I slutten av kapittelet begrunner jeg mitt valg av verdsettelsesmetode og avkastningskrav. Kapittel 3 er en strategisk analyse. Del en tar for seg strategiske teorier i forbindelse med verdsettelse og i del to anvender jeg disse teoriene opp i mot Norwegian Air Shuttle. Meningen med dette kapittelet er å få en bedre forståelse av markedene selskapet konkurrerer i og dets interne kvaliteter eller svakheter, for å bedre kunne underbygge mine estimater senere i oppgaven. Kapittel 4 handler om regnskapsanalyse. Også dette er delt opp i to deler hvor den første presenterer teorien rundt temaet mens jeg i den andre delen forsøker å anvende disse teoriene mot selskapet. Kapittel 5 dreier seg om behandling av operasjonelle leasingavtaler i verdsettelse og ser på hvordan jeg behandler Norwegians leasingavtaler. I kapittel 6 begynner det jeg mener er kjernen i oppgaven, nemlig anvendelse av verdsettelsesteorien for å komme frem til et verdianslag. Her beregner jeg avkastningskravet til egenkapital og total kapital for Norwegian Air Shuttle. Kapittel 7 er selve verdsettelsen av selskapet. Jeg lager først et fremtidsregnskap som er utfyllende kommentert rundt de forskjellige postene, siden setter jeg opp en kontantstrømoppstilling som viser kontantstrømmen til total kapitalen. Ut fra denne finner jeg så den estimerte verdien av selskapets egenkapital. I tillegg inneholder dette kapittelet en multiplikatoranalyse for å kontrollere mitt verdianslag og for å sammenligne prisingen av Norwegian med andre flyselskaper, samt at jeg ser på risiko knyttet til mine beregninger gjennom en sensitivitetsanalyse av forskjellige variabler. Oppgaven avsluttes ved at jeg diskuterer svakheter og forbedringspoteniale ved den, samt at jeg kommer med en konklusjon og en anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen.

I følge mitt estimat er verdien av aksjen per 30.5.2008 underpriset, og jeg har et prismål på 109,94 kr.

## Innholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	<b>i</b>
<b>Sammendrag</b> .....	<b>ii</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>iii</b>
<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>v</b>
<b>Vedleggsoversikt</b> .....	<b>v</b>
<b>1.0 Norwegian Air Shuttle ASA</b> .....	<b>1</b>
1.1 Historie.....	1
1.2 Drift.....	2
1.3 Konkurrenter .....	4
<b>2.0 Verdsettelsesteori</b> .....	<b>5</b>
2.1 Multiplikator metoder .....	5
2.2.1 P/E-metoden .....	6
2.2.2 Pris/Bok (P/B).....	7
2.2.3 Pris/Salg .....	7
2.2 Fundamentale metoder .....	8
2.1.1 Dividend Discount Model (DDM) .....	8
2.1.2 Discounted Cashflow Model (DCM) .....	9
2.1.3 Discounted abnormal earnings (Superprofitt) .....	11
2.3 Balansebaserte metoder .....	12
2.3.1 Substansverdi metoden.....	12
2.3.2 Matematisk verdi.....	13
2.3.3 Likvidasjonsverdi.....	13
2.4 Avkastningskrav .....	14
2.4.1 Avkastningskrav på egenkapital.....	14
2.4.2 Avkastningskrav på totalkapitalen .....	16
2.5 Valg av verdsettelses modell.....	18
<b>3.0 Strategisk Analyse</b> .....	<b>19</b>
3.1 Industri analyse.....	19
3.1.1 De fem konkurransekrefter.....	19
3.2 Konkurransen analyse.....	24
3.2.1 Generiske strategier.....	24
3.2.2 Oppnå og bevare konkurransefortrinn .....	26
3.3 SWOT-analyse.....	27
3.3.1 Intern analyse .....	27
3.3.2 Ekstern analyse .....	27
3.4 Strategisk analyse av Norwegian Air Shuttle ASA .....	28
3.4.1 Analyse av Norwegian og de fem konkurransekraftene.....	28
3.4.2 Konkurransen analyse av Norwegian Air Shuttle ASA .....	32
3.4.3 SWOT analyse av Norwegian Air Shuttle ASA .....	34
3.4.4 Konklusjon .....	37
<b>4.0 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>38</b>
4.1 Lønnsomhetsanalyse .....	39
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet.....	40
4.1.3 Resultatgrad og kapitalens omløpshastighet.....	41
4.2 Finansiell analyse.....	41
4.2.1 Likviditet.....	42
4.2.2 Finansieringsstruktur og soliditet.....	43
4.3 Regnskapsanalyse av Norwegian Air Shuttle og konkurrenter .....	44

4.3.1 Lønnsomhetsanalyse .....	45
4.3.2 Likviditet .....	47
4.3.3 Finansieringsstruktur og soliditet.....	48
4.3.4 Konklusjon .....	49
<b>5.0 Operasjonell leasing i verdsettelse .....</b>	<b>50</b>
5.1 Norwegian's leasing avtaler.....	50
<b>6.0 Avkastningskrav for Norwegian Air Shuttle ASA.....</b>	<b>52</b>
6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	52
6.2 Avkastningskrav på totalkapitalen.....	53
<b>7.0 Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA.....</b>	<b>55</b>
7.0.1 Virkninger av selskapets kjøp av nye fly .....	55
7.1 Fremtidsregnskap .....	57
7.1.1 Driftsinntekter .....	57
7.1.2 Driftskostnader .....	59
7.1.3 Andre resultat og balanseposter.....	66
7.2 Kontantstrøm .....	68
7.2.1 Terminalverdi.....	69
7.2.2 Verdi av egenkapitalen.....	70
7.3 Multiplikator analyse.....	71
7.3.1 EV/EBITDAR .....	71
7.3.2 P/E .....	72
7.3.3 P/S .....	73
7.3.4 P/B .....	74
7.4 Sensitivitetsanalyse .....	75
<b>8.0 Svakheter ved oppgaven .....</b>	<b>77</b>
<b>9.0 Konklusjon .....</b>	<b>79</b>
<b>Bibliografi.....</b>	<b>80</b>
Bøker.....	80
Artikler.....	80
Internett.....	81
Annet.....	82
<b>Appendix .....</b>	<b>83</b>

## Figuroversikt

Figur 1: Norwegian Air Shuttles børsutvikling .....	2
Figur 2: Utvikling i kostnader og produksjon .....	4
Figur 3: Porters Fem Konkurransetrefter .....	20
Figur 4: Porters Generiske Strategier.....	24
Figur 5: Block Hours.....	33
Figur 6: DuPonts økonomiske modell.....	39
Figur 7: Fordeling av kostnader.....	60
Figur 8: EV/EBITDAR .....	71
Figur 9: P/E markedskonsensus 2008e og 2009e .....	72
Figur 10: P/S 2007 .....	73
Figur 11: P/B 2007 .....	74

**Tabelloversikt**

Tabell 1: Beregning av total kapitalrentabilitet.....	45
Tabell 2: Beregning av egen kapitalrentabilitet.....	46
Tabell 3: Beregning av likviditetsgrader.....	47
Tabell 4: Beregning av egen kapitalgrad og gjeldsgrad.....	48
Tabell 5: Behandling av operasjonell leasing.....	51
Tabell 6: Avkastningskrav til egen kapital.....	53
Tabell 7: Avkastningskrav til total kapital.....	54
Tabell 8: Produksjon i eksplisitt periode.....	57
Tabell 9: Driftsinntekter i eksplisitt periode.....	59
Tabell 10: Drivstoffkostnader i eksplisitt periode.....	61
Tabell 11: Salgs og distribusjonskostnader i eksplisitt periode.....	61
Tabell 12: Lønnskostnader i eksplisitt periode.....	62
Tabell 13: Leasingkostnader i eksplisitt periode.....	63
Tabell 14: Handling kostnader i eksplisitt periode.....	63
Tabell 15: Vedlikeholdskostnader i eksplisitt periode.....	64
Tabell 16: Lufthavnavgifter i eksplisitt periode.....	64
Tabell 17: Avisningskostnader i eksplisitt periode.....	64
Tabell 18: Avskrivninger.....	65
Tabell 19: Andre kostnader i eksplisitt periode.....	66
Tabell 20: Finansinntekter/kostnader i eksplisitt periode.....	67
Tabell 21: Endring i arbeidskapital i eksplisitt periode.....	68
Tabell 22: Verdi av egen kapitalen.....	70
Tabell 23: P/E beregning.....	72
Tabell 24: P/S beregning.....	73
Tabell 25: P/B beregning.....	74
Tabell 26: Sensitivitetsanalyse inntekter og kostnader.....	76
Tabell 27: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav og vekst i terminalperiode.....	76

**Vedleggsoversikt**

Vedlegg 1: Beregning av beta-verdi.....	83
Vedlegg 2: Beregning av leasing kostnader.....	84
Vedlegg 3: Resultatregnskap eksplisitt periode.....	85
Vedlegg 4: Beregning av avskrivninger.....	85
Vedlegg 5: Totale driftskostnader.....	86
Vedlegg 6: Endring i nåverdien av leasingforpliktelser.....	86
Vedlegg 7: Kalkulatorisk leasingrente etter skatt.....	86
Vedlegg 8: Kontantstrømoppstilling og verdiberegning.....	87

## 1.0 Norwegian Air Shuttle ASA

### 1.1 Historie

Norwegian Air Shuttle ble stiftet 22. januar 1993, som en videreføring av selskapet Busy Bee. Selskapet fløy i de neste årene ruter for Braathens S.A.F.E på vestlandet med tre Fokker F-50 fly. Selskapets første egne rute ble startet vinteren 2002. Dette var en flygning mellom Stavanger og Newcastle, og selv om ruten ble nedlagt senere samme år på grunn av svak lønnsomhet var dette starten på Norwegian Air Shuttle som et stort selvstendig selskap.

I september 2002 tok Norwegian opp konkurransen med SAS på det norske innenriksmarkedet. Med syv leasede Boeing 737-300 etablerte NAS seg som et lavkostnadsselskap, og startet flygninger mellom Oslo, Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø. Fra ca 50 ansatte i januar 1993 hadde selskapet i 2002 over 300 ansatte.

18. desember 2003 tok Norwegian Air Shuttle neste skritt på veien og ble notert på Oslo Børs med ticker NAS. Emisjonen var svært vellykket, og ble overtegnet syv ganger. Dette gav selskapet viktig kapital til priskrigen som de hadde startet, og var en vital brikke for den fremtidige eksistensen i norsk- og internasjonal flyindustri.

Sommeren 2007 kjøpte Norwegian lavprisselskapet FlyNordic fra Finnair, og befestet sin posisjon som Skandinavias største lavkostnads flyselskap. Dette oppkjøpet var strategisk viktig for å sikre fotfeste i det svenske innenriksmarkedet og for å vokse på den meget viktige ruten mellom Oslo og Stockholm. Fra våren 2008 vil Norwegian og FlyNordic markedsføres som ett selskap for å utnytte Norwegians sterke merkevarenavn.

I tillegg startet Norwegian Air Shuttle i 2007 Bank Norwegian og skal i 2008 opprette Call Norwegian, et mobilselskap. Meningen er at kunder hos Bank Norwegian og Call Norwegian tjener bonuspoeng som de kan benytte på Norwegian sine flygninger, og er et ledd i forsøket på å skape lojale kunder og benytte og styrke merkenavnet Norwegian.

## 1.2 Drift

Siden selskapet startet med flygninger i lavprissegmentet har det opplevd en kraftig vekst på alle fronter. Fra fire innenriksruter og syv fly i 2002 til 132 ruter på 75 destinasjoner med 33 fly i slutten av 2007. Antall ansatte har steget fra om lag 300 til 1417.

Norwegians første år som lavprisselskap og monopolutfordrer ble preget av priskrig med eksisterende selskaper, og følgende store underskudd. Selskapets første hele driftsår, 2003, førte til et underskudd på MNOK 42,7. 2004 gav et underskudd på MNOK 109,8 samtidig som Oslo Børs straffet aksjen hardt. I oktober ble aksjen handlet for under 7,7 NOK, og mange spurte seg om Norwegian Air Shuttle ville overleve. Takket være selskapets store kontantreserver, hovedsakelig som følge av den positive emisjonen i desember 2003, klarte selskapet å ri stormen av, og kunne i 2005 vise sitt første positive resultat, MNOK 26,8.

**Figur 1: Norwegian Air Shuttles børsutvikling**



Kilde: [www.hegnar.no](http://www.hegnar.no)

I kapittel 4 vil jeg foreta en grundig analyse av selskapets finansielle prestasjoner, og se nærmere på utvikling og trender, samt sammenligne Norwegians finansielle situasjon med andre sammenlignbare selskaper.

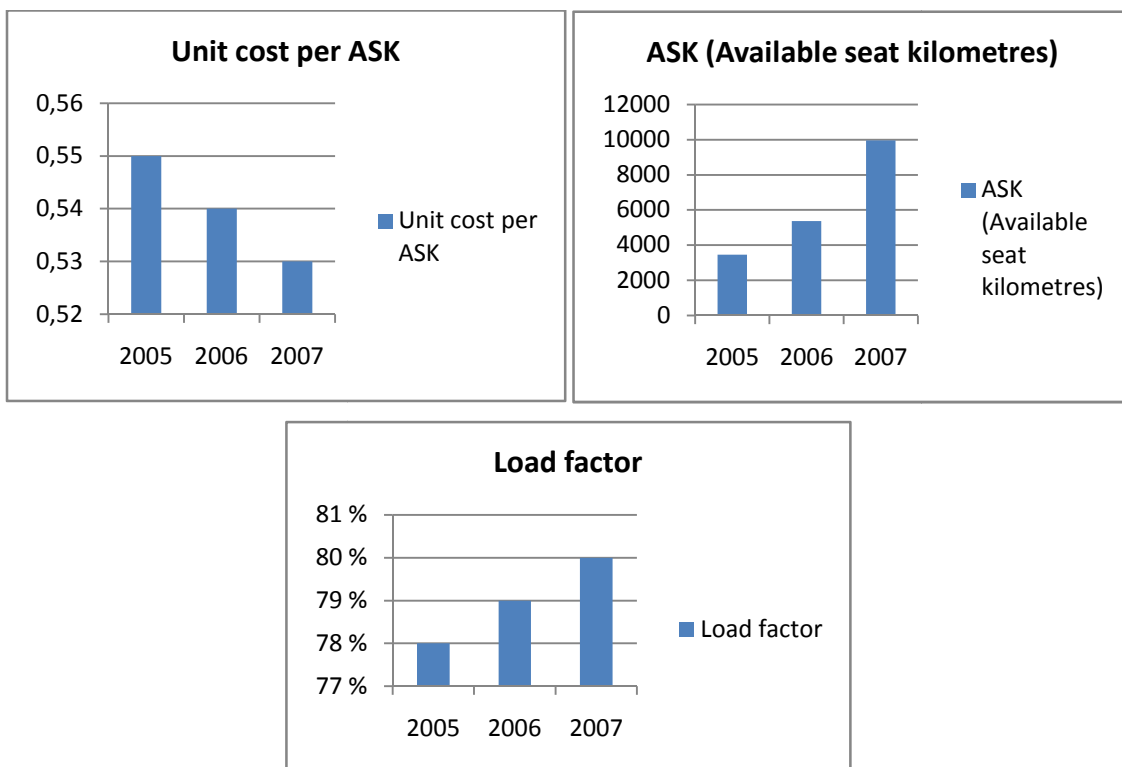


Norwegian Air Shuttle har siden 2002 opprettet en rekke nye ruter og baser. Selskapets hovedbase er Oslo Gardermoen. Teknisk base er i Stavanger, og selskapet har også baser i Trondheim og Bergen. I tillegg startet Norwegian flygninger fra Oslo Rygge vinteren 2008.

Internasjonalt har Norwegian baser i Stockholm og Polen. Fra Warszawa flyr Norwegian til flere Europeiske destinasjoner med polsk besetning, mens basen i Stockholm ble innlemmet i selskapet etter kjøpet av FlyNordic.

I august 2007 kunngjorde selskapet en avtale med Boeing om kjøp av 41 nye Boeing 737-800 fly, med opsjon på ytterligere 41 fly. Disse flyene kommer i tillegg til 11 B737-800 som allerede var bestilt, og utgjør Boeings største Europeiske enkeltordre i 2008. Disse bestillingene gir Norwegian store utviklingsmuligheter og gjør at selskapets flåte vil bli en av Europas mest moderne når alle flyene er levert. I tillegg gjør denne flytypen det mulig for selskapet å betjene destinasjoner som man ikke tidligere kunne nå på grunn av bedre drivstofføkonomi og lengre rekkevidde. Vinteren 2008 lanserte Norwegian sin første langdistanse rute til Dubai som en direkte følge av dette.

Som lavprisaktør er kostnadsfokus Norwegians hovedmål. Utviklingen i enhetskostnad pr passasjer pr flydde km har sunket helt siden oppstarten i 2002, og var 31.12 2007 på 0,53 kroner. Til sammenligning økte Norwegian sin produksjon med 30 % til 9959 millioner setekilometer fra 5371 millioner setekilometer i 2006. Kabinfaktoren var i 2007 på 80 %, opp 1 % fra 2006. Dette tallet tilsier at Norwegian klarer å utnytte den økte kapasiteten i organisasjonen til tross for den kraftige veksten.

**Figur 2: Utvikling i kostnader og produksjon**

Kilde: Norwegian Air Shuttle, *Annual report 2008*

## 1.2 Konkurrenter

Norwegian opererer i dag både på innenriks- og utenriksmarkedet. Her hjemme er det i all hovedsak SAS som er selskapets største konkurrent. SAS har et svært godt utbygget rutetilbud, og flyr på samtlige strekninger som Norwegian opererer på.

Også på utenlandsrutene er SAS en viktig konkurrent, men her har man i tillegg en rekke andre selskaper å konkurrere med. Lavkostnadselskaper som Ryanair og Stirling er opplagte konkurrenter, men også andre selskaper flyr fra Norge til destinasjoner som Norwegian betjener. Eksempler her er British Airways, Air France-KLM, Lufthansa, Finnair og lignende.

Jeg vil i kapittelet om strategisk analyse komme grundigere inn på Norwegian's konkurrenter.

## 2.0 Verdsettelsesteori

Jeg vil i dette kapittelet gå nærmere inn på flere forskjellige metoder som kan brukes når man foretar en verdsettelse av et selskap. Først forklarer jeg de forskjellige metodene grundig, for deretter å begrunne hvilke(n) metode jeg kommer til å bruke i resten av oppgaven og hvorfor jeg mener den/de er best egnet.

Verdivurderinger brukes ved en rekke anledninger i næringslivet. I den senere tiden har globalisering og internasjonalisering ført til et større press på lønnsomheten til mange bedrifter. Dette har i mange tilfeller ført til at de små bedriftene blir kjøpt opp av store, internasjonale selskaper. Denne typen konsolidering, samt fusjoner, fisjoner og generasjonsskifte er viktige tilfeller hvor det er behov for å verdsette en bedrift. (Boye og Meyer, 1998, s. 60)

I følge Boye og Meyer (1998, s.63) er valg av verdsettelsesmetode i stor grad avhengig av hvilke ressurser som kan benyttes på verdsettelsen, hvor god tilgang man har på data og hvor mye tid man kan bruke på verdsettelsen.

Dersom man skal kjøpe en liten aksjepost i et børsnotert selskap er det ofte lite hensiktsmessig å bruke mye tid og ressurser på verdivurderingen. Da kan man risikere at det man eventuelt tjener på aksjen blir borte i ressursene man brukte til å vurdere aksjen, eller at man brukte så lang tid på vurderingen, at situasjonen forandret seg innen man hadde bestemt seg.

Skal man derimot f. eks kjøpe store deler av et selskap, må man være sikker på at kjøpsvederlaget samsvarer med verdien av selskapet. Da vil det være naturlig å bruke større ressurser, lengre tid og mer grundige metoder på verdivurderingen.

### 2.1 Multiplikator metoder

Verdivurderinger med bruk av multiplikatorer brukes ofte av for eksempel analytikere blant annet fordi de er enkle å beregne og fordi man i motsetning til i andre metoder slipper å lage detaljerte prognoser for viktige variabler fremover i tid. (Palepu et. Al, 2004. s, 7-5)

Slike metoder for verdsettelse kan basere seg både på selskapets egenkapital (P/E, P/B)), andre tallstørrelser fra regnskapet (Pris/Salg, Pris/Kontantstrøm) eller andre størrelser som er viktig for resultatet. (antall ansatte, kapasitet, abonnenter o. l).

Målet med relativ verdsettelse er å finne verdien av et selskap basert på hvordan lignende selskaper er priset i markedet. (Damodaran, 2002. s. 455) Ideelt bør man sammenligne pris multipler for selskaper med operasjonelle og finansielle karakteristikk som er mest mulig lik selskapet man vurderer (Palepu et. Al, 2004. s. 7-6). Som oftest vil dette være foretak i samme industri, med relativt like vekstmuligheter, teknologi, størrelse og fremtidsutsikter. (Boye og Meyer, 1998, s. 87)

En viktig forutsetning ved denne typen verdivurdering er at markedet priser peer group selskapene riktig. Dette betyr at man ved bruk av multiplikator metoder overlater oppgaven med å vurdere forhold som vekstvilkår og fremtidig profitt til markedet.

### 2.2.1 P/E-metoden

P/E-metoden (Price/ Earnings) er den metoden som blir mest brukt til daglig. Her tar man prisen per aksje i selskapet og dividerer denne på resultat pr aksje (EPS). Som regel bruker man dagens aksjekurs som teller, og selskapets årsresultat fra fjoråret som nevner.

Siden dagens aksjekurs forteller oss hva investorer tenker om selskapets fremtidige resultater, kan vi si at P/E-metoden sammenligner fremtidige resultater i telleren med dagens resultater i nevneren. Dette betyr at dersom prognosene for fremtidige inntekter er relativt mye høyere enn dagens inntekter får man en høy P/E verdi, og dersom fremtidige inntekter ventes å være lavere enn dagens vil man få en lav P/E verdi. (Penman, 2007, s. 199)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedspris pr aksje}}{\text{Resultat pr aksje}}$$

For å finne verdien av selskapets egenkapital multipliserer man P/E verdien med ordinært resultat. Her kan man beregne verdien av egenkapitalen pr dags dato ved å bruke siste års ordinære resultat (trailing P/E), eller man kan finne verdien for f. eks ett år frem i tid ved å multiplisere P/E-verdien med et estimat for neste års ordinære resultat. (Forward P/E)

Det er viktig å være konsekvent med hvilket resultat per aksje man bruker ved P/E beregninger. Ønsker man å finne dagens P/E-verdi må man bruke siste års resultat etter skatt, hvis man vil finne fremtidig P/E bruker man neste års estimerte årsresultat.

### 2.2.2 Pris/Bok (P/B)

En annen mye brukt egenkapital multiplikator er Pris/Bok. Denne metoden baserer seg på selskapets egenkapital (overskytende av eiendeler – gjeld). Ideen med denne metoden er at markedsverdien av selskapets egenkapital (pris pr aksje) reflekterer markedets forventninger til selskapets inntjeningssevner og kontantstrøm. (Damodaran, 2002. s. 511)

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Ofte vil det være enklere å finne selskaper som følger samme regnskapsprinsipper enn hva det er å finne selskaper som tilfredsstiller kriteriene for P/E-metoden. En av fordelene med verddivurderinger ved hjelp av P/B-metoden er at den, gitt at selskapene følger like regnskapsprinsipper, kan brukes til å sammenligne og avdekke over- eller under -prising av forskjellige selskaper. I tillegg kan denne metoden i motsetning til P/E metoden brukes på selskaper med negativ inntjening ettersom de aller fleste selskaper har positiv egenkapital.

### 2.2.3 Pris/Salg

Pris/Salg-metoden sammenligner et selskaps egenkapital mot inntektene den generer. Denne metoden brukes ofte av analytikere når de skal verdsette unge selskaper eller selskaper med negative resultater. I følge Damodaran (2002) er fordelene med denne metoden at det i forhold til ved P/E og P/B er relativt like regnskapsstandarder for behandling av inntekter for alle bransjer, slik at det er vanskeligere å manipulere inntektene. Dermed kan denne multiplikatoren brukes for å sammenligne selskaper med like attributter, selv om de ikke nødvendigvis opererer i samme bransje

Ulempen med denne metoden er at selv om et selskap har høye inntekter, kan det allikevel tape mye penger. Et selskap er avhengig av positive resultater og positiv kontantstrøm, så det

er viktig å være bevisst på at selskaper kan ha forskjellige marginer slik at resultatet for to bedrifter med relativt like inntekter kan være svært forskjellig.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Inntekter}}$$

## 2.2 Fundamentale metoder

I denne delen av kapittelet presenterer jeg fundamentale metoder for verdsettelse. Dette er grundige og dyptgående verdivurderinger, hvor strategiske analyser og utarbeidelse av detaljerte prognoser for selskapets fremtidige prestasjoner står sentralt. Man ønsker med andre ord å undersøke om selskapet har strategiske og finansielle ressurser til å oppnå en avkastning større enn avkastningskravet. Dette er metoder som er langt mer tids og ressurskrevende enn relative metoder og som egner seg godt dersom man ønsker en grundig og gjennomgående vurdering av et selskap.

### 2.1.1 Dividend Discount Model (DDM)

Teoretisk sett er verdien av aksjonærenes plasseringer nåverdien av fremtidige utbytter. Derfor ser vi at de modellene jeg presenterer under fundamentale metoder alle baserer seg på Dividend Discount Model. Denne modellen sier at verdien av et selskap er de utbytter en aksjonær får fra bedriften, pluss summen han får når han selger aksjene. Prisen pr aksje bestemmes i seg selv av fremtidige utbytter, så verdien av selskapet må da være nåverdien av alle fremtidige utbytter.

$$\text{Verdi pr aksje} = \sum \frac{\text{Forventet utbytte pr aksje}}{\text{Avkastningskrav på egenkapital}}$$

Det forventede utbytte per aksje er en prognose på selskapets fremtidige vekst og dets utbytte andel. Avkastningskravet kommer jeg nærmere tilbake til senere i dette kapittelet, men beregnes gjerne ved bruk av CAPM modellen og gir en vurdering av risikoen knyttet til selskapet.

Hvis vi har et selskap med konstant vekst, det vil si at utbyttene vokser med samme rate i all fremtid, bruker man Gordon's Growth Model for å beregne selskapets verdi.

$$\text{Verdi pr. aksje} = \frac{\text{Forventet utbytte neste år}}{k - g}$$

$k$  = Egenkapitalkostnad

$g$  = Fremtidig vekstrate på utbytte

Begrensninger ved bruken av DDM knytter seg blant annet til at modellen er svært sensitiv til informasjonen man bruker for å beregne anslaget på vekstraten for utbyttet, og at det slett ikke er alle selskaper som utbetaler utbytte til sine eiere.

### 2.1.2 Discounted Cashflow Model. (DCM)

Når man investerer i et selskap forventer man at denne investeringen vil gi et netto kontanttilskudd i fremtiden. Dette kan være i form av utbytter, aksjesalg eller lignende. Derfor er det naturlig å se på hvilke kontantoverskudd en bedrift kan oppnå, og beregne selskapets verdi ut fra dette. Selskapets verdi kan beregnes som nåverdien av fremtidige kontantoverskudd til egenkapitalen eller til totalkapitalen. Dersom man benytter seg av totalkapitalmetoden finner man verdien av selskapets egenkapital ved å trekke selskapets rentebærende gjeld fra nåverdien av totalkapitalen.

Når man beregner selskapets verdi ut fra egenkapitalmetoden ønsker man å finne verdien av fremtidige kontantstrømmer stilt til rådighet for eiere av egenkapitalen, eller fri kontantstrøm til eiere. Det vil si den gjenværende kontantstrømmen etter at alle ugifter, investeringer, skatter, renter og avdrag er betalt. Dette gjøres ved å diskontere de fremtidige kontantoverskuddene med et passende avkastningskrav for egenkapitalen. Dette avkastningskravet reflekterer risikoen knyttet til kontantoverskuddet, og kan beregnes ved bruk av CAPM modellen. Jeg vil komme nærmere inn på beregningen av avkastningskravet senere i dette kapittelet.

$$\text{Verdi av egenkapital} = \sum \frac{CF_t}{(1 + k)_t}$$

$CF_t$  = Kontantoverskudd år  $t$

$k$  = Avkastningskrav

For total kapital modellen er det kontantoverskuddene som er tilgjengelig til alle som har bidratt med kapital til selskapet man diskonterer, og man tar derfor ikke hensyn til renter og avdrag på gjeld i beregningen av kontantoverskuddene. Denne metoden blir ofte brukt i praksis fordi man da slipper å lage eksplisitte prognoser for endringer i selskapets gjeldsbalanse.

### Sluttverdi

Ettersom det vil være vanskelig eller umulig å estimere kontantoverskuddene i all fremtid er det vanlig å beregne de fremtidige kontantoverskuddene for en begrenset periode, for så å uttrykke de senere perioders verdi gjennom en sluttverdi. Den eksplisitte perioden avhenger av hvor langt inn i fremtiden vi kan regne med betydelige endringer i kontantoverskuddene, men er normalt mellom 5-15 år.

Sluttverdien kan beregnes på flere forskjellige måter, men jeg velger å legge til grunn stabil vekst etter den eksplisitte perioden. Det vil si at kontantoverskuddet vokser med en konstant rate. Jeg benytter meg derfor av Gordons vekstformel.

På denne måten vil mye av selskapets verdi bli gjenspeilet i sluttverdien, blant annet fordi en liten endring i den stabile vekstraten vil endre sluttverdien betydelig.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_{t+1}}{(k - g)(1 + k)^t}$$

$CF_{t+1}$  = kontantoverskudd året etter eksplisitt periode.

$g$  = vekst i kontantoverskudd etter eksplisitt periode.

$t$  = lengde av eksplisitt periode.

Siden vi antar at den konstante vekstraten vil være stabil i all fremtid, kan ikke veksten være større for selskapet enn for vekstraten i økonomien generelt. Denne antakelsen begrunnes ved at det er sjeldent man ser at en bransje eller et selskap klarer å vokse raskere enn økonomien generelt over en lang periode fordi profitt og vekst som regel tendenserer til å bevege seg mot et normalt nivå. Selvsagt finnes det eksempler på bedrifter som av forskjellige grunner har vist ekstraordinær vekst og profitt over lange perioder, men disse hører til unntakene.



Summerer vi nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene og sluttverdien får vi verdien av selskapet.

$$Verdi = \sum \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{CF_{t+1}}{(k-g)(1+k)^t}$$

I følge Penman(2007) klarer ikke den frie kontantstrømmen å måle verdier skapt på kort sikt blant annet fordi investeringer ses på som tap av verdier. Han mener at denne metoden passer best for selskaper som har en konstant positiv fri kontantstrøm til de som bidrar med kapital til selskapet. Jeg skal derfor også se på en modell som er mindre sensitiv for negativt kontantoverskudd.

### 2.1.3 Discounted abnormal earnings (Superprofitt)

Discounted abnormal earnings, eller superprofitt modellen, tar utgangspunkt avkastningskravet til egenkapitalen eller totalkapitalen for å se hvorvidt selskapet er i stand til å skape verdier for investorene utover avkastningskravet.

Som med DCF modellen kan man bruke både egenkapitalen og totalkapitalen som utgangspunkt.

#### Egenkapitalmetoden.

$$Verdi\ av\ egenkapital = BVE_0 \frac{NI_1 - r_e * BVE_0}{(1 + r_e)} + \frac{NI_2 - r_e * BVE_1}{(1 + r_e)^2} + \frac{NI_3 - r_e * BVE_2}{(1 + r_e)^3} + \dots$$

BVE = Bokført verdi av egenkapital år t

NI = Resultat år t

Re = Avkastningskrav til egenkapital

Som vi ser vil verdien av selskapets egenkapital være summen av de fremtidige års superprofitt, diskontert med et passende avkastningskrav på egenkapitalen. Superprofitten er den delen av årsresultatet som overstiger avkastningskravet multiplisert med  $BVE_{t-1}$ .

## Totalkapitalmetoden.

$$\text{Verdi av total kapital} = BVA_0 + \frac{NOPAT_1 - WACC * BVA_0}{(1 + WACC)} + \frac{NOPAT_2 - WACC * BVA_1}{(1 + WACC)^2} + \frac{NOPAT_3 - WACC * BVA_2}{(1 + WACC)^3} + \dots$$

BVA = Bokført verdi av eiendeler

NOPAT = Netto driftsresultat etter skatt

WACC = Avkastningskrav på total kapital

Hvis man beregner verdien av total kapitalen er superprofitten den delen av netto driftsresultat etter skatt som overstiger avkastningskravet til total kapitalen multiplisert med  $BVA_{t-1}$ .

Når man diskonterer denne verdien for hvert år i all fremtid med avkastningskravet til total kapitalen, kan man trekke fra markedsverdien av selskapets gjeld for å finne verdien av selskapets egenkapital.

Også i denne modellen kan man bruke Gordons formel for å beregne sluttverdien. Allikevel utgjør den en mindre del av selskapets verdi enn tilsvarende i DCF modellen fordi man her kun diskonterer superprofitten istedenfor hele den frie kontantstrømmen. Summen man diskonterer i sluttverdien er derfor lavere enn den tilsvarende summen i discounted cashflow modellen og vil derfor vektes mindre.

Superprofitt modellen har intuitiv appell. Den sier at dersom et selskap kun kan oppnå en normal avkastning på dets bokførte verdi, burde ikke investorer være villig til å betale mer enn den bokførte verdien for selskapet. De vil da betale mer eller mindre dersom inntektene er over eller under dette normale nivået. (Palepu et. al, 2004. S. 7-3)

## 2.3 Balansebaserte metoder

### 2.3.1 Substansverdi metoden

Når vi snakker om substansverdien som en metode for verdsettelse mener vi markedsverdien av eiendelene fratrukket gjelden. Dette er en relativt enkel metode, og nettopp derfor er den mest benyttede av de balansebaserte metodene. Metoden baserer seg på going concern prinsippet, noe som betyr at man forutsetter at selskapet driftes videre på samme måte i overskuelig fremtid.

Ettersom metoden er avhengig av et aktivt annenhåndsmarked for å få et anslag på verdien av eiendelene, er det visse begrensninger på bruken. Som et substitutt for mangel av annenhåndsmarked kan det noen ganger være tilstrekkelig med takster eller gjenanskaffelsesverdi. (Boye og Meyer, 1998. s. 93) Fastsettelse av markedsverdien til selskapets gjeld er relativt enkelt å vurdere dersom lånet har flytende rente. Verdien av gjelden vil da tilsvare den bokførte verdien i selskapets regnskaper. Her er det viktig å merke at f. eks obligasjonslån med fast rente kan fravike fra bokført verdi.

Det at man bruker markedsverdi som verdsettelsesgrunnlag tilsier at vurderingen tar hensyn til den fremtidige verdien som eiendelene vil generere.

### *2.3.2 Matematisk verdi*

Denne metoden baserer seg på den bokførte verdien av egenkapitalen i et selskap. Det vil si at man beregner differansen mellom selskapets bokførte eiendeler og gjeld på verdsettelsestidspunktet. I norske regnskapsstandarder er forsiktighetsprinsippet og laveste verdis prinsipp hovedlinjene når det kommer til regnskapsmessig vurdering av eiendeler. Det betyr at den bokførte verdien av eiendeler i de aller fleste tilfeller vil være undervurdert i forhold til markedsverdien av den samme eiendelen. I tillegg tar denne metoden i liten grad hensyn til hvilken fremtidig verdiskapning disse eiendelene kan bidra til.

Denne metoden blir sjeldent brukt i praksis, fordi den normalt undervurderer verdien av selskapets egenkapital ganske kraftig ved at den neglisjerer fremtidig inntektspotensiale i eiendelene og den verdien de kan skape for bedriften.

### *2.3.3 Likvidasjonsverdi*

Når vi beregner likvidasjonsverdien til et selskap tar vi utgangspunkt i at selskapet avvikler all sin drift. Når man skal avvikle driften forutsetter dette at alle selskapets eiendeler blir solgt, noe som kan være vanskelig uten betydelige prisavslag. I tillegg vil det ofte knytte seg store avviklingskostnader til slike prosesser.

Forskjellen på substansverdi og likvidasjonsverdi er at førstnevnte forutsetter going concern. Det betyr at likvidasjonsverdien som regel er langt lavere enn substansverdien, og denne verdien er den laveste eieren vil akseptere.

## 2.4 Avkastningskrav

Avkastningskravet er en avgjørende faktor når man skal avgjøre om en investering er lønnsom eller ikke, og følgelig er det svært viktig hvilket avkastningskrav man benytter under verddivurderingen. Avkastningskravet er i virkeligheten en alternativkostnad som forteller oss hvilken avkastning eiere og kreditorer kan oppnå dersom de velger å plassere midlene sine et annet sted.

Tidligere i kapittelet har jeg nevnt at man kan bruke to forskjellige avkastningskrav som diskonteringsfaktor for de fundamentale verdsettelsesmetodene, og jeg vil nå beskrive disse to metodene nærmere.

### 2.4.1 Avkastningskrav på egenkapital

Avkastningskravet på egenkapitalen skal reflektere den risikoen en investor har ved å finansiere selskapets egenkapital og gir uttrykk for aksjonærens alternativkostnad. Ettersom det er mulig å unngå bedriftsspesifikk risiko gjennom diversifisering kompenseres ikke avkastningskravet for dette. Derfor reflekterer avkastningskravet den systematiske risikoen en investor påtar seg (Boye og Meyer, 1998. S.64).

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen er det vanlig å benytte seg av kapitalverdimetoden, eller capital asset pricing modell (CAPM). Dette er en funksjon av markedets risikofrie rente, markedets forventede risikopremie og selskapets systematiske risiko.

$$CAPM = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

$r_f$  = markedets risikofrie rente

$[E(r_m) - r_f]$  = markedets forventede risikopremie

$\beta$  = Selskapets systematiske risiko

**Markedets risikofrie rente.**

Som markedets risikofrie rente brukes ofte rentesatsen til mellomlange statsobligasjoner, fordi man i verdsettelses øyemed som oftest budsjetterer fremtidige kontantoverskudd med en forutsetning om at den fremtidige inflasjonen vil tilsvare dagens inflasjon (Boye og Meyer, 1998, s. 65). Copeland et al (2000) anbefaler å bruke 10 års statsobligasjoner fordi varigheten av disse er relativt lik varigheten for kontanstrømmene vi prognostiserer for selskapet. I tillegg er 10 års-renten et geometrisk vektet gjennomsnitt av forventet rente på de korte statsobligasjonene.

**Markedets risikopremie.**

Markedets risikopremie er forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten, og reflekterer prisen en investor skal ha for å påta seg risiko.

Denne premien beregnes ofte ut fra historiske risikopremier, men kan også beregnes ex. Ante hvor man forsøker å beregne den fremtidige risikopremien.(Copeland et. al, 2000. s. 216)

Historisk risikopremie varierer avhengig av måleperioden, og normalt vil en lenger periode være et bedre estimat for fremtiden enn en kort periode ettersom denne inkluderer perioder med høy og lav avkastning slik at snittet veier opp for kortsiktige sjokk i risikopremien.

Også metoden man bruker for å beregne gjennomsnittet vil ha en innvirkning på risikopremien. Et aritmetisk gjennomsnitt vil gi en høyere risikopremie enn et geometrisk gjennomsnitt. Dersom man skal beregne den historiske risikopremien er det mest riktig å bruke det geometriske gjennomsnittet fordi det antar at alle utfall er uavhengig og fordi det for denne metoden ikke har betydning hva som skjer i fremtiden.(Copeland et. al, 2000. s. 219)

**Beta.**

Beta betegner den systematiske risikoen til et selskap, og bestemmes i hovedsak av hvor konjunkturutsatt selskapet er. Det vil si at selskapets forretningsrisiko og finansielle risiko gjenspeiles i betaverdien. Beta er den delen av risikoen som ikke kan reduseres gjennom diversifisering.

Betaverdien uttrykker dermed samvariasjonen mellom avkastningen for aksjen og markedet, og defineres som kovariansen mellom selskapets og markedets avkastning dividert på variansen på avkastningen til markedet.

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

$R_j$  = Avkastning på selskapet

$R_m$  = Avkastning for markedet

Det er sjeldent med betaverdier på over 1,5 og under 0,7, selv om man i noen bransjer, hvor selskaper enten har svært høy eller svært lav forretningsrisiko, kan se dette i enkelte tilfeller. Dersom et selskap har en beta på 2,0 betyr det at variasjonen på selskapets avkastning er dobbelt så stor som gjennomsnittet. Med en beta på 0 er det ingen varians i selskapets avkastning.

#### 2.4.2 Avkastningskrav på total kapitalen

Både kreditorer og aksjonærer forventer å bli kompensert for alternativkostnaden ved å investere i et bestemt selskap fremfor et annet prosjekt med samme risiko. Derfor må vi finne et avkastningskrav som involverer både aksjonærenes og kreditorenes krav til avkastning. Dette kalles total kapitalens avkastningskrav, og beregnes som et vektet gjennomsnitt av avkastningskravene til aksjonærer og långivere.

Långivernes avkastningskrav reflekteres gjennom lånerenten, og i de aller fleste tilfeller benytter vi derfor gjennomsnittlig lånerente for å bestemme långivernes avkastningskrav. Dette kan vi gjøre hvis vi forutsetter at selskapets kapitalstruktur vil bli den samme i fremtiden, som den har vært historisk.

Aksjonærenes avkastningskrav beregnes som vist ved hjelp av CAPM modellen.

Avkastningskravet til total kapitalen består av avkastningskravet til egenkapitalen og långivernes avkastningskrav og beregnes ved hjelp av WACC. (weighted average cost of capital)

$$WACC = \frac{V_d}{V_d + V_e} r_d(1 - T) + \frac{V_e}{V_d + V_e} r_e$$

$V_d$  = Markedsverdi av gjeld

$V_e$  = Markedsverdi av egenkapital

$r_d$  = Avkastningskrav til gjeld

$r_e$  = Avkastningskrav til egenkapital

$T$  = Marginale skatt

Ettersom vi bruker avkastningskravet til å diskontere kontantstrømmer etter skatt, må også avkastningskravet være beregnet etter skatt.

Avkastningskravet på totalkapitalen, den vektete gjennomsnittskostnaden på kapital (WACC), er diskonteringsraten man bruker for å konvertere det fremtidige kontantoverskuddet til nåverdien for alle investorer. (Copeland et. al, 2000. s.201) Kontantoverskuddet til totalkapitalen er det som er igjen til betjening av rentebærende gjeld og egenkapital, noe som indikerer at både kortsiktig og langsiktig gjeld skal tas med i beregningen.

I følge Miller-Modigliani hypotesen vil ikke avkastningskravet til totalkapitalen bli påvirket av endringer i kapitalstrukturen ettersom selskapets totale verdi er uavhengig av gjeldsandelen.

## 2.5 Valg av verdsettelses modell

Etter denne gjennomgangen finner jeg det mest naturlig å ta utgangspunkt i Discounted Cashflow modellen for å finne verdien av selskapets egenkapital. Dette er den metoden som er mest utbredt både i teori og praksis når det kommer til fundamental verdsettelse. For å gjøre dette tar jeg utgangspunkt i kontantstrøm til totalkapitalen og avkastningskrav til totalkapitalen, for så å trekke fra markedsverdien av selskapets rentebærende gjeld og nåverdien av fremtidige leasingforpliktelser. Jeg legger til grunn en eksplisitt periode på seks år, som jeg mener bør være tilstrekkelig for å reflektere vekstperioden selskapet skal igjennom, og hvilke effekter dette har for inntekter og kostnader. Deretter antar jeg konstant vekst for selskapet og benytter meg av Gordons vekstformel for å beregne sluttverdien.

For å kontrollere verdianslaget fra kontantstrømanalysen gjør jeg så en multipelanalyse hvor jeg sammenligner Norwegian med andre selskaper i bransjen, både lavkostselskaper og mer klassiske flyselskaper. Avslutningsvis foretar jeg en sensitivitetsanalyse for å avdekke risikoområder knyttet til mine antakelser og hvilke virkninger en endring i mine antakelser år for selskapets verdi.



### 3.0 Strategisk Analyse

En grundig strategisk analyse er en forutsetning for en god fundamental verdsettelse av et hvert selskap. Denne analysen er kvalitativ og har som mål å beskrive miljøet selskapet konkurrerer i, hva som er selskapets primære profitt drivere, og hvor selskapet er utsatt for størst risiko. På denne måten kan vi vurdere om selskapets nåværende prestasjoner er bærekraftig, for så å kunne utarbeide et fremtidsregnskap og et verdianslag som har rotfeste i selskapets strategiske og finansielle virkelighet.

Selskapets lønnsomhetspotensiale gjenspeiles gjennom ledelsens strategiske valg. Disse valgene kan blant annet bestå av hvilken industri selskapet skal konkurrere i, hvordan selskapet skal konkurrere i den valgte industrien og hvordan selskapet kan skape og dra nytte av synergier mellom forskjellige bransjer det er presentert i. (Palepu et. al, 2004. S. 2-1)

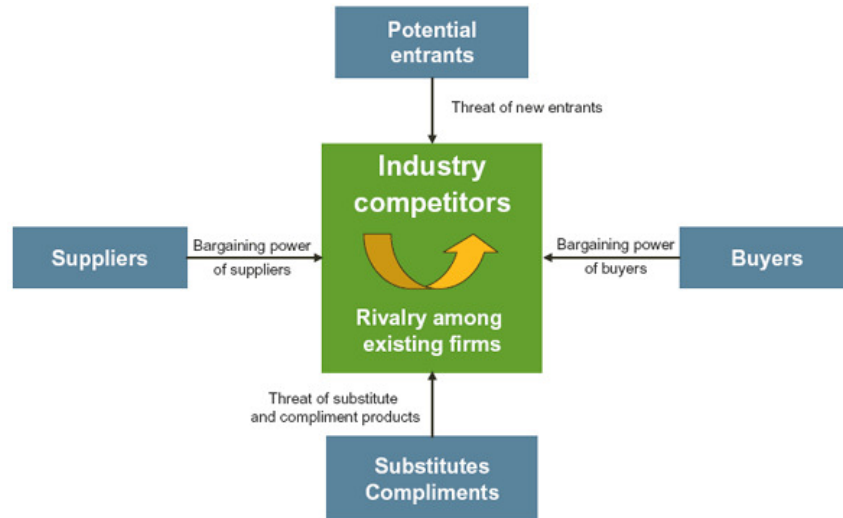
#### 3.1 Industri analyse

Alle industrier og bransjer har forskjellig lønnsomhetspotensiale, så for å analysere hvilke muligheter selskapet har til å oppnå et resultat som overstiger avkastningskravet må vi foreta en analyse av den eller de industriene selskapet opererer i. Dette kan gjøres på flere forskjellige måter, men jeg velger å benytte meg av Michael Porter's rammeverk "The Five Forces", de fem konkurransekraftene.

##### *3.1.1 De fem konkurransekrefter*

I følge Porter (1987) blir lønnsomheten i en bransje bestemt av fem faktorer. Graden av faktisk og potensiell konkurranse bestemmes av rivaliseringen mellom etablerte selskaper, trusselen fra ny-etableringer og trusselen for at substitutter skal komme på markedet. I tillegg har graden av forhandlingsstyrken til leverandører og kunder direkte innvirkning på lønnsomheten.

Under ser vi nærmere på hvert av punktene, og på hvilke faktorer som bidrar til konkurranse i en bransje.

**Figur 3: Porters Fem Konkurranseskrefter**

Kilde: [http://www.usdoj.gov/atr/public/hearings/single\\_firm/docs/218691b.gif](http://www.usdoj.gov/atr/public/hearings/single_firm/docs/218691b.gif)

### Rivalisering mellom eksisterende selskaper.

Lønnsomheten i de fleste bransjer blir i hovedsak bestemt av hvordan de etablerte selskapene konkurrerer mot hverandre. Noen bransjer er preget av priskrig, hvor aktørene presser sine priser så langt det lar seg gjøre. Andre igjen har ikke fokus på pris, men konkurrerer om å være innovative, ha det sterkeste merkenavnet eller finner måter å prise produktet likt for å unngå priskrig.

Viktige faktorer som bestemmer intensiteten på konkurransen mellom de eksisterende selskapene i bransjen er bransjens vekstrate, antall aktører og relativ størrelse, graden av differensiering og byttekostnader, stordriftsfordeler og læringskurveeffekt og overskuddskapasitet og utgangsbarrierer.

#### *Bransjens vekstrate.*

Hvis bransjens vekstrate er høy, behøver ikke selskapene konkurrere med hverandre om markedsandeler for å vokse. Er derimot veksten lav, null eller synkende vil man oppleve økt konkurranse og selskapene vil forsøke å kapre markedsandeler fra hverandre gjennom for eksempel aggressiv prising av produktene.

*Antall aktører og relativ størrelse.*

Antall konkurrenter og deres relative størrelse i bransjen er toneangivende for graden av konkurranse. Dersom en industri er preget av en stor og flere små aktører vil den store aktøren kunne sette en pris og ha nok ressurser til å holde denne prisen. Dersom det er to eller tre jevne konkurrenter vil dette ofte føre til at man implisitt blir enige om en pris for å unngå en ressurskrevende priskrig. Mange små aktører fører ofte til en hard og dyr priskrig.

*Differensiering og byttekostnader.*

Hvis kunden oppfatter produktene i en bransje som nokså likeverdige ser man ofte at kunden har en tendens til å velge leverandør ut fra pris. Dersom aktørene i bransjen klarer å differensiere produktene sine godt nok, eller skape byttekostnader som hindrer kunden i å bytte leverandør vil konkurransen bli mindre.

*Stordriftsfordeler, læringskurveeffekt og andelen faste kostnader.*

Hvis en aktør kan skaffe seg stordriftsfordeler ved å vokse ser man ofte at dette fører til økt konkurranse. Det samme gjelder dersom andelen av faste kostnader i forhold til variable kostnader er stor, noe som ofte er tilfellet i flyindustrien. I disse tilfellene ser vi ofte en priskrig mellom de forskjellige aktørene for å benytte seg av mulighetene til å utnytte stordriftsfordeler og fordele faste kostnader.

*Overskuddskapasitet og utgangsbarrierer.*

Med overskuddskapasitet i bransjen ser man ofte at aktørene forsøker å redusere prisene sine for å forsøke å stimulere etterspørselen. Hvis bransjen også preges av høye utgangsbarrierer på grunn av for eksempel svært spesialisert utstyr vil dette ytterligere øke presset på prisene fordi det vil være svært kostbart å trekke seg ut av bransjen.

**Trussel fra ny-etableringer.**

Dersom en bransje over lengre tid har høyere lønnsomhet enn gjennomsnittet vil dette føre til at nye aktører ønsker å etablere seg for å oppnå den samme lønnsomheten. Disse etableringene fører til at de eksisterende aktørene ikke lenger har den samme friheten til å prise sine produkter, og lønnsomheten vil etter hvert reduseres til et mer normalt nivå.

Trusselen fra ny-etableringer er derfor en viktig faktor for lønnsomheten i bransjen, og faktorer som stordriftsfordeler, førstestegsfordeler, tilgang til distribusjonskanaler og juridiske barrierer bestemmer hvor lett det er for en ny konkurrent å etablere seg i bransjen.

#### *Stordriftsfordeler.*

Dersom bransjen preges av at de nåværende aktørene oppnår stordriftsfordeler ved driften, vil nye aktører måtte investere store summer på kapasitet som de kanskje får problemer med å utnytte i begynnelsen, eller velge å gå inn i bransjen uten å oppnå stordriftsfordeler i begynnelsen. På denne måten kan stordriftsfordeler virke som et hinder på nye aktører.

#### *Førstestegs fordeler.*

Man ser ofte at den bedriften som etablerer seg først eller tidlig i en bransje klarer å skape seg førstestegs fordeler gjennom for eksempel bransje standarder, eksklusive avtaler med leverandører eller lignende. I tillegg vil førstestegsfordelene være store dersom kundene har store byttekostnader ved bytte av leverandør. Disse faktorene kan hindre nye aktører i å etablere seg i en bransje.

#### *Tilgang til distribusjonskanaler.*

Dersom det er vanskelig for en ny aktør å skaffe seg tilgang til eksisterende distribusjonskanaler, eller at det er kostbart å utvikle nye vil dette være en høy barriere mot å etablere seg i bransjen.

#### *Juridiske barrierer.*

Patenter, varemerker, monopoler og andre juridiske barrierer vil i enkelte tilfeller kunne hindre en bedrift i å etablere seg i en bransje.

#### **Trussel fra substitutter.**

Trusselen fra substitutter oppstår dersom det kommer et produkt på markedet som dekker kundenes behov på en måte som gjør at de er villige til å bytte leverandør. Dette behøver ikke å være et direkte substitutt, så lenge det på en eller annen måte tilfredsstiller kundens behov. Et substitutt kan for eksempel være en teknologi som gjør at kunden klarer seg uten, eller bruker mindre av, et produkt. Trusselen fra et substitutt er avhengig av den relative prisen og

egenskapene til de konkurrerende produktene, og på kundens villighet til å bytte (Palepu et.al. 2004 s.2-4)

### **Kundenes forhandlingsmakt.**

Forhandlingsmakten til kunder og leverandører avgjør hvordan den faktiske lønnsomheten i bransjen ser ut. Prissensitivitet og relativ forhandlingskraft er to viktige faktorer som er med på å bestemme hvilken forhandlingsmakt kundene har i dette forholdet.

#### *Prissensitivitet.*

Prissensitiviteten avgjør om kundene vil ta seg bryet med å forhandle seg frem til en lavere pris. Man ser ofte at man finner de mest prissensitive kundene i bransjer hvor produktene er uddifferensierte og hvor det er lave byttekostnader. Hvis produktet utgjør en stor del av kostnadene til kunden vil dette føre til at han blir mer pris sensitiv i forhold til hvis den utgjør en liten del.

#### *Relativ forhandlingsmakt.*

Kunden kan være prissensitiv, men allikevel ikke være i stand til å forhandle frem en lavere pris. Den andre faktoren som bestemmer hvilken forhandlingsmakt en kunde kan oppnå er den relative forhandlingsmakten. Den blir bestemt ut i fra hva det vil koste den ene parten og ikke gjøre forretninger med den andre parten. Dersom det er mange kunder og en stor leverandør vil kundens relative forhandlingsmakt være liten. Er det derimot få kunder og flere leverandører vil kundens relative forhandlingsmakt være større.

### **Leverandørens forhandlingsmakt.**

Leverandørens forhandlingsmakt er i utgangspunktet det samme som kundenes forhandlingsmakt, men med motsatt fortegn. Er det en stor leverandør og mange små kunder vil leverandøren ha stor forhandlingsmakt. Er det derimot mange leverandører og få kunder vil leverandørens forhandlingsmakt være liten.

## 3.2 Konkurransenalyse

En annen viktig faktor som bestemmer hvilken lønnsomhet en bedrift kan oppnå er måten den posisjonerer seg i bransjen eller bransjene den konkurrerer i. Gjennom måten bedriften posisjonerer seg på forsøker den å opparbeide seg et varig konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. På denne måten kan en bedrift ha god lønnsomhet i en bransje som ellers er preget av ufordelaktig struktur og lav gjennomsnittlig lønnsomhet.

### 3.2.1 Generiske strategier

Michaels Porters rammeverk om generiske strategier forklarer hvordan en bedrift gjennom sin plassering i bransjen kan oppnå varige konkurransefortrinn. Figuren under viser at det er tre måter en aktør kan plassere seg; kostnadslederskap, differensiering, kostnadsfokusering og differensieringsfokusering.

De tre generiske strategiene er vidt forskjellige i måten å bedre konkurranseevnen på. I tillegg kreves det veldig forskjellige tiltak for å implementere strategiene fra bransje til bransje, og man må vurdere nøye om den valgte strategien er gjennomførbar i bransjen man ønsker å konkurrere i.

**Figur 4: Porters Generiske Strategier**



Kilde: Michael Porter (1992), *Konkurransefortrinn*. Tano A.S

**Kostnadslederskap.**

Kostnadslederskap er ofte den klareste måten å oppnå konkurransefortrinn på. Her er aktørens mål å oppnå de laveste produksjonskostnadene i sin bransje. Bedriften forsøker å dekke behovene til alle kunder innen bransjen, og driver ikke med noen form for segmentering. Dersom selskapet produserer forbruksvarer kan dette være den eneste måten å oppnå et konkurransefortrinn på.

Ut i fra hvilke(n) bransje selskapet opererer i kan den oppnå kostnadslederskap på forskjellige måter. Stordriftsfordeler, enerett på teknologi, fordelaktig tilgang på råvarer, enklere produktdesign og effektiv produksjon er noen av kildene.

Hvis bedriften kan klare å oppnå kostnadslederskap kan den være i stand til å ha en lønnsomhet som er bedre enn snittet i bransjen ved å ta den samme prisen som konkurrentene for den samme varen. Eventuelt kan en kostnadsleder tvinge sine konkurrenter til å redusere prisene eller gå ut av bransjen. Dersom flere selskaper konkurrerer om å være kostnadsleder ser man ofte en intens rivalisering om markedsandeler. Dette kan gå utover bransjens og selskapenes lønnsomhet. Derfor er det en forutsetning for kostnadsleder-strategien at selskapet slår til så hardt at konkurrentene ikke klarer å følge opp i samme grad.

Kjennetegnene for en kostnadsleder er at den fokuserer voldsomt på effektiv kostnadskontroll i hele organisasjonen. Organisasjonen er strukturert på en måte som gir klare og effektive kommunikasjonslinjer, og bedriften søker hele tiden etter måter for å redusere sine kostnader ytterligere.

**Differensiering.**

Dersom selskapet velger differensierings-strategien forsøker den å bli unik i sin bransje gjennom å tilby produkter med unike attributter som kundene verdsetter. På denne måten blir kundene villige til å betale en høyere pris for produktet, og bedriften kan oppnå en lønnsomhet over gjennomsnittet i bransjen.

Måten en bedrift differensierer på er forskjellig fra bransje til bransje, og kan basere seg på for eksempel produktet i seg selv, måten produktet distribueres på og markedsføring, branding og rykte.

En viktig ting å huske på for en bedrift som følger differensierings-strategien er at prisen den kan ta for produktet sitt alltid må være høyere enn kostnadene knyttet til differensieringen. Derfor er også differensiatorer opptatt av å overvåke sine kostnader, å sørge for at organisasjonen er så kostnadseffektiv som differensieringen tillater. I tillegg er det mye fokus på innovasjon, kreativitet og utvikling i slike organisasjoner.

### **Fokusering.**

Denne strategien er veldig forskjellige fra de to nevnt ovenfor. De går ut på at aktøren velger et segment i bransjen som man fokuserer på og forsøker å betjene dette segmentet så godt at andre bedrifter utelukkes. Selv om bedriften totalt sett ikke har spesielt god konkurranseevne, kan det på denne måten hevde seg i konkurransen i et segment.

Bedriften kan fokusere på to ulike måter. Enten tar den et kostnadsfokus, hvor den prøver å konkurrere på pris i sitt segment, eller så tar den et differensifiseringsfokus og prøver å dekke unike behov til kundene i dette segmentet. På denne måten forsøker aktøren å benytte seg av forskjellene mellom dette segmentet og bransjen som helhet gjennom å utvikle en konkurransestrategi spesielt for disse bestemte kundene. Ved kostnadsfokusering ønsker bedriften å utnytte at kostnadene for å dekke segmentet er annerledes enn for bransjen generelt. Differensieringsfokuset baserer seg på at kundene i det spesielle segmentet har andre preferanser, og at bedriften kan dekke disse på en unik måte.

Forutsatt at konkurrentene velger forskjellige fokuseringsområder er det ofte plass til mange slike strategier i en bransje. På denne måten kan flere foretak oppnå konkurransefortrinn i sitt segment, og ha en lønnsomhet som er bedre enn gjennomsnittet i bransjen.

### *3.2.2 Oppnå og bevare konkurransefortrinn*

Det er ikke opplagt at man oppnår et konkurransefortrinn selv om man har valgt en konkurransestrategi. Selskapet må besitte de rette ressurser og kompetanse for å kunne implementere og opprettholde den strategien den har valgt. De generiske strategiene krever at selskapet besitter eller fremskaffer de kunnskapene som behøves for å konkurrere effektivt, og utvikler en verdikjede som er i samsvar med dette.



Et rammeverk som kan være svært nyttig når det kommer til å velge hvilken strategi man ønsker å følge, og til å bestemme hvilke ressurser og kompetanser man allerede har eller trenger å anskaffe for å kunne følge denne, er SWOT-analysen.

### **3.3 SWOT-analyse**

SWOT-analysen er et verktøy som ser på selskapets interne og eksterne miljø, og vurderer hvilke styrker, svakheter muligheter og trusler selskapet har og står ovenfor. Denne analysen kan hjelpe oss med å vurdere hvilke bransjer bedriften bør etablere seg i. I tillegg kan den bidra til å bestemme hvilken konkurransestrategi selskapet bør følge, hvilke ressurser og kompetanser bedriften besitter og hvilke den må gå til anskaffelse av for å kunne implementere de valgte strategiene og følge på en måte som kan skaffe den et varig konkurransefortrinn.

#### *3.3.1 Intern analyse*

Bedriftens styrker og svakheter blir vurdert i den interne analysen. En strukturert gjennomgang av organisasjonens styrker og svakheter er viktig å gjennomføre fordi man på denne måten avdekker de feltene hvor bedriften har styrker som kan utnyttes for å utkonkurrere andre aktører i bransjen, og på hvilke felt organisasjonen er sårbar for angrep. Disse feltene må overvåkes og styrkes for å unngå at andre konkurrenter overtar markedsandeler fra deg.

#### *3.3.2 Ekstern analyse*

Den eksterne analysen ser på hvilke muligheter og trusler som eksisterer i det miljøet selskapet konkurrerer i. Dersom bedriften oppfatter at mulighetene i markedet er store, kan de organisere seg og velge strategier som setter de i stand til å benytte seg av disse mulighetene. Dersom truslene fra konkurrenter, substitutter, generelle markedsvilkår, finansiell uro og lignende oppfattes som stor må bedriften gjennomføre tiltak og strategier som gjør den i stand til å takle og overvinne disse truslene.

### 3.4 Strategisk analyse av Norwegian Air Shuttle ASA

I denne delen av kapittelet vil jeg benytte meg av de rammeverkene jeg har beskrevet tidligere for å analysere bransjen og Norwegians konkurransestrategi, samt gjennomføre en SWOT analyse. På denne måten kan jeg vurdere om Norwegians valgte strategier gir grunnlag for et (varig) konkurransefortrinn som kan gi utslag på selskapets lønnsomhet, og se på hvordan disse strategiene kan innvirke på verdivurderingen.

Selskapets uttalte strategi og forretningsidè er som følger:

*Norwegian Air Shuttle ASA sin forretningsidè er gjennom effektiv drift og lave priser å gi alle muligheten til å reise med fly.*

*Verdier:*

- *Direkte*
- *Enkelt*
- *Relevant*

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

#### 3.4.1 Analyse av Norwegian og de fem konkurransekraftene

Når man skal analysere hvilke krefter som innvirker på konkurransen i en bransje er det viktig å ha klart definerte barrierer for bransjen. Norwegian opererer både innenlands og utenlands, og konkurranseforholdene her er svært forskjellige.

På innenriksmarkedet har Norwegian bare én direkte konkurrent, SAS. I tillegg til dette finnes det substitutter som kundene kan velge. Disse substituttene er for eksempel jernbane, buss og privatbil.

På utenriksmarkedet er bransjen preget av flere konkurrenter. Både andre lavprisselskaper som Ryanair og Sterling og de mer tradisjonelle flyselskapene som SAS, British Airways, Air France-KLM, Lufthansa og andre operatører som flyr de samme rutene som Norwegian kjemper en hard kamp om markedsandeler og priser og tilbud. Også her kan man si at det er en viss konkurranse fra de samme substituttene som innenlandsflygningene har.

Ut i fra disse forholdene vil det være naturlig å dele opp analysen, og se på innenriks markedet og utenriksmarkedet hver for seg.

### **Rivalisering mellom eksisterende selskaper.**

#### *Innenriks.*

Konkurransen mellom SAS og Norwegian er hard, og preget av priskrig på de strekninger som begge selskapene flyr på. SAS er det største selskapet, og opererer på alle destinasjoner Norwegian flyr på, i tillegg til flere andre. Dette gjør at SAS kan tilby kundene et bedre tilbud når det gjelder destinasjoner, og tilknyttede flygninger.

Norwegian og SAS har relativt like produkter, og byttekostnadene for en kunde er relativt små. Service, hyppighet, punktlighet og andre relevante elementer er såpass like for de to bedriftene at det neppe er nok til å skille dem. Det vil si at vi står igjen med pris som den viktigste faktoren. Private fly-passasjerer må sies å være svært pris sensitive, mens forretningsreisende ofte er mer opptatt av hyppighet og punktlighet. Allikevel ønsker heller ikke forretningsreisende å betale mer for billetten enn hva som er nødvendig.

Vi ser fremdeles en liten vekst i innenriksmarkedet, ettersom priskrigen gir stadig flere mennesker muligheten til å fly. Det er naturlig å anta at denne veksten vil avta etter hvert ettersom de store destinasjonene nå er veldig godt dekket. På grunn av mangelen på nye store destinasjoner innenriks ser vi en hard konkurranse om markedsandelene, som viser seg gjennom en kraftig priskrig.

Potensialet for stordriftsfordeler er stort i bransjen, og også læringskurveeffekten er viktig for Norwegian når det kommer til å kutte kostnader. SAS er et mye større selskap enn Norwegian, men ser i dag ikke ut til å være i stand til å utnytte denne posisjonen til å oppnå kostnadsfordeler. Som nevnt tidligere i kapitlet vil ofte flyindustrien være preget av priskrig på grunn av at andelen faste kostnader i forhold til variable kostnader er stor, og ønsket om å fylle opp kapasiteten er stort.

Utgangsbarrierene i flybransjen må sies å være høye, ettersom selskapene investerer store summer i fly og annet spesialisert materiell.

### *Utenriks*

Utenriks er bransjen preget av flere store aktører. Ryanair er sammen med Sterling Norwegians største konkurrent på lavprisflygninger. I tillegg har vi selskaper som SAS, British Airways, Air France-KLM og andre som drar nytte av utvidet service, sine store rutenettverk og allianser for å tiltrekke seg kunder.

Ellers er konkurransen mellom de eksisterende selskapene preget av de samme forholdene som innenriks, men vekstraten fra Norge til utlandet er vesentlig større på grunn av stadig nye destinasjoner, økende turisme både til og fra Norge og at lavere priser gir flere mennesker muligheten til å benytte seg av fly når de reiser.

### *Konklusjon*

Ut i fra disse vurderingene vil jeg karakterisere konkurransen mellom de eksisterende selskapene som høy. Spesielt er det tøff konkurranse om markedsandeler på de store og viktige rutene i Norge, mens det mot utlandet, og spesielt til typiske feriedestinasjoner, er kraftig konkurranse for å oppnå de laveste prisene. Norwegian ser ut til å klare å utkonkurrere sine konkurrenter på priser og kostnader i Norge, og også når det gjelder markedsandeler begynner Norwegian å bli store. Til utlandet er Norwegian det selskapet med flest destinasjoner, men ligger litt etter for eksempel Ryanair når det kommer til kostnader. Dette skyldes at kostnadsnivået generelt sett er høyere i Norge, samt at Ryanair har et mye mer ekstremt lavpriskonsept.

### **Trussel fra ny-etableringer.**

Trusselen fra ny-etableringer vil være relativt lik for innenriks- og utenriks- markedet. Det å etablere seg i flyindustrien er en kostbar affære ettersom det må investeres store summer i både fly, bakkemateriell, distribusjonskanaler og organisasjonen.

Selskapene som dominerer i bransjen kjennetegnes som store organisasjoner, og stordriftsfordelene i bransjen er absolutt til stede. I tillegg kan de allerede etablerte selskapene nyte godt av markedets kjennskap til organisasjonen. I tillegg er bransjen generelt preget av lave marginer og at det allerede finnes mange store og små aktører i markedet.

Flybransjen er kjent som en bransje med lave marginer og stort pris press, så eventuelle nye aktører må være sikre på at de enten kan produsere flyreiser billigere enn sine konkurrenter, eller at de kan produsere en tjeneste som kundene er villig til å betale mer for.

Ettersom det både finnes ekstreme lavprisselskaper og premium produsenter i dagens marked, og kampen om markedsandeler er så sterk, anser jeg faren for ny-etableringer som lav.

### **Trussel fra substitutter.**

Spesielt innenriksmarkedet er preget av mange substitutter. Tog og buss går hyppig og rimelig til og fra de store byene, samt at veinettet er godt nok til at personbil kan være effektiv transport. På den annen side er Norge et land med store avstander, slik at denne typen transport kan bli for langsom for enkelte. Allikevel vil jeg si at trusselen fra substitutter for Norwegian i Norge er stor, spesielt på de viktige strekningene mellom de store byene i Sør-Norge. Til og fra Nord-Norge er trusselen mindre, ettersom det kan ta opp til flere dager med andre alternativer enn fly.

På utenriksmarkedet blir distansene mye større, og på de aller fleste destinasjonene til Norwegian er buss, tog og personbil et dårlig og tregt alternativ, selv om infrastrukturen på kontinentet er svært god. Danmark og Sverige er et unntak når det kommer til tidsbruk for annen transport, men jeg vurderer likevel truslene fra substitutter til de europeiske destinasjonene som lav.

### **Kundenes forhandlingsmakt.**

Norwegian har i all hovedsak to typer kunder, fritidsreisende og forretningsreisende. Fritidsreisende kunder har høy pris sensitivitet og lav relativ forhandlingsmakt. De shopper billetter etter hvor de får de billigst, men har ikke makt til å forhandle frem bedre avtaler alene. Forretningsreisende kunder har lavere pris sensitivitet, men høyere relativ forhandlingsmakt. Allikevel er de pris sensitive nok til å ønske å forhandle om pris, og forhandlingsmakten deres gjør dette mulig. I tillegg er forretningsreisende opptatt av at rutetilbudet og hyppigheten er god.

Denne faktoren av konkurransekraftene er i Norge preget av to store leverandører og mange små kunder. Den viktigste kunden for Norwegian på innenriksrutene er forretningsreisende og

bedrifter. Utenriks er muligheten for pris shopping større ettersom antall leverandører øker. Her er det også et større antall fritidsreisende ettersom mange av destinasjonene er typiske feriesteder. Til og fra de store byene på kontinentet er det likevel mye trafikk av forretningsreiser. På bakgrunn av viktigheten av forretningsreisende passasjerer vurderer jeg kundenes forhandlingsmakt til å være medium.

#### **Leverandørers forhandlingsmakt.**

Innenriks i Norge er det i realiteten kun to store selskaper, så leverandørene har få valg når det kommer til hvem de ønsker å ha som kunde. Det er svært viktig for Norwegian å være i stand til å forhandle frem gunstige avtaler med sine leverandører for å kunne holde kostnadsnivået nede, og som ett av to store selskaper må man kunne si at Norwegian har stor forhandlingsmakt i forhold til sine leverandører, ergo har leverandørene lav forhandlingsmakt.

Utenriks er det flere aktører i bransjen, men også her preges bransjen av press på kostnader og effektivisering, slik at leverandørene må kjempe hardt for å få kontrakter med flyselskapene. For leverandørene er det svært viktig å få disse kontaktene ettersom det tross alt er en noe begrenset marked de konkurrerer i. Jeg vurderer derfor leverandørenes forhandlingskraft som lav både i Norge og i Europa.

#### *3.4.2 Konkurransanalyse av Norwegian Air Shuttle ASA*

For å vurdere om Norwegian har et (varig) konkurransefortrinn, og om selskapet har en mulighet til oppnå en bedre lønnsomhet enn sine konkurrenter må vi se på hvilken konkurransestrategi selskapet følger, og til hvilken grad de evner å gjennomføre denne strategien.

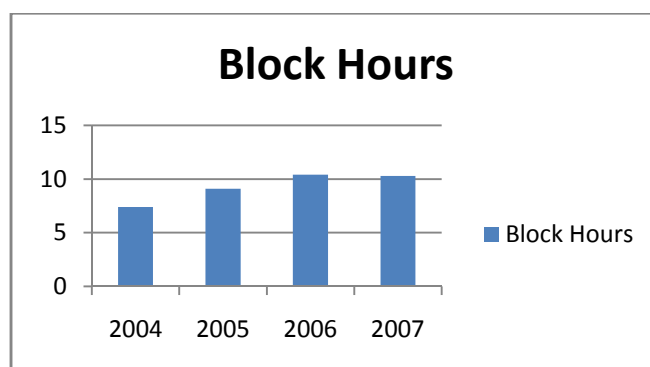
Som nevnt flere ganger tidligere i oppgaven er Norwegian Air Shuttle et lavprisselskap, og det er dermed nærliggende å si at selskapet følger en kostnadsleder strategi. Det vil si at Norwegian's mål er å oppnå bransjens laveste produksjonskostnader.

Som tidligere skrevet er det flere måter en bedrift kan oppnå kostnadslederskap på, og Norwegian satser på å utnytte stordriftsfordeler, enklere produktdesign og effektiv produksjon.

Norwegian er en relativt ung og moderne organisasjon som er bygget med tanke på kostnadseffektivitet. Beslutningsveiene i organisasjonen er korte, og designet for å kunne ta raske beslutninger og for å kunne gjennomføre endringer på kort varsel dersom det viser seg nødvendig. Organisasjonen satser kun på å utføre det den anser for kjernevirksomheten selv, og outsourcer de leddene i verdikjeden som ikke blir sett på som kritiske for selve produktet. Det vil si at for eksempel bagasjehåndtering og håndtering av passasjerer på bakken blir satt ut på anbud til selskaper som kan utføre disse tjenestene mer effektivt.

Et annet viktig moment for Norwegian som lavprisselskap er deres flyflåte. Hvis man ser bort fra flyene som fulgte med kjøpet av FlyNordic består flåten utelukkende av Boeing 737 maskiner. Dette gir store besparelser blant annet på vedlikehold, behov for reservedeler, sertifisering av piloter og infrastruktur, samt at administrasjonen av operasjonene blir enklere. Etter hvert som de nye Boeing 737-800 flyene blir implementert i flåten vil disse også gi betydelige innsparinger på drivstoffkostnadene og gi nye muligheter for tilbudet om bord. I tillegg er fokuset på block hours (den tiden i døgnet et fly er i luften) og turn around tid stort for å tillate best mulig effektiv bruk av flyflåten, samt et sterkt fokus på effektiv bruk av kabin personale.

**Figur 5: Block Hours**



Kilde: Norwegian Air Shuttle ASA, *Annual Report 2006*.

Som lavprisselskaper flest har heller ikke Norwegian gratis servering på sine flygninger, men selger mat og drikke på flygninger over en time. Dette gir store besparelser på catering kostnadene samt inntekter fra kiosksalget ombord.

Et annet punkt selskapet fokuserer kraftig på er billett distribusjonskostnader. Elektroniske billetter solgt via [www.norwegian.no](http://www.norwegian.no) sto i 2006 for 84 % av salget, 9 % høyere enn 2005. Dette reduserer kostnader knyttet til salg via call senter og reisebyråer.

Selskapet har nylig inngått en ny og bedre avtale med booking systemet Amadeus, som forventes å bidra til ytterligere reduksjon i disse kostnadene fremover.

Som følge av organisasjonens fokusering på lave kostnader har Norwegian i 2007 vært i stand til å redusere kostnadene pr flydde km til 0,53 NOK, som er en reduksjon på 0,01 fra 2006. Til sammenligning hadde SAS i 2006 en kostnad på ca 0,75 pr flydde kilometer (SAS annual report 2006). Ryanair oppgir ikke sin unit cost eller sin totale produksjon i Euro eller kilometer, men det forventes av markedet at denne ligger lavere enn Norwegian på kostnad per flydde kilometer. Dette betyr at Norwegian har klart å etablere seg som kostnadslederen på det norske innenriksmarkedet, men enda ligger bak Ryan Air på utenriks. Det er imidlertid verdt å merke seg at Ryanair er et mye mer ekstremt lavprisselskap, som blant annet flyr til sekundære flyplasser og tilbyr sine kunder langt mindre service enn Norwegian.

### *3.4.3 SWOT analyse av Norwegian Air Shuttle ASA*

#### **Intern analyse**

##### *Styrker:*

En av Norwegian's aller største styrker er måten selskapet er organisert på. Det er korte beslutningsveier, og hele organisasjonen er bygget med tanke på å oppnå lave kostnader.

Merkevaren Norwegian og [www.norwegian.no](http://www.norwegian.no) har på relativt kort tid blitt et svært godt kjent navn. Denne oppmerksomheten rundt selskapet bidrar til at folk får øynene opp for lavprisflygninger, og gjør sitt til at Norwegian kaprer markedsandeler og øker kabin faktoren fra kvartal til kvartal. Selv om Norwegian øker kapasiteten sin hele veien, har de allikevel klart å fylle de ekstra setene og vel så det frem til nå.

En annen av selskapets styrker er kontantbeholdningen det besitter. Denne finansielle beholdningen gjør selskapet i stand til å håndtere den harde priskrigen og negative resultater i



oppstartsfasen. I tillegg fungerer denne som et signal til eventuelle konkurrenter, og tilsier at Norwegian Air Shuttle har nok kapital til å håndtere tøffe og langvarige konkurranser.

*Svakheter:*

Kostnadene forbundet med oppstarten av et slikt flyselskap er veldig store. Norwegian har enda ikke klart å stabilisere driften og lønnsomheten og i tillegg har ikke Norwegian klart å bli kostnadsleder på utenriksmarkedet. Selskapet sliter i perioder med å opprettholde en stabil yield (inntekt pr flydde km). Disse svakhetene forventes å bli mindre viktige ettersom selskapets drift blir mer stabil og veksten i nye ruter avtar slik at selskapet kan konsentrere seg mer om effektivisering av driften istedenfor ekspandering av driften.

En annen svakhet kan være at organisasjonen har feilberegnet behovet for sikring av drivstoffkostnader, noe som viser seg å være en kraftig feilvurdering.

**Ekstern analyse:**

*Muligheter:*

Norwegians bestilling av nye fly gir selskapet nye muligheter i bransjen. For det første vil flyene gi økt kapasitet på de eksisterende rutene, samtidig som de gir muligheter til å fly til destinasjoner som man ikke har kunnet nå med dagens flåte. Opsjonen på 41 ekstra fly gir selskapet svært godt skikket for å møte fremtidige utfordringer. Selskapet er da i stand til å øke frekvensen på det eksisterende rutenettet, samt å lansere flere spennende destinasjoner. På denne måten kan selskapet fortsette å vokse organisk, samt utnytte og forbedre stordriftsfordeler og kostnadseffektive produksjons prosesser. I tillegg har selskapet om å år en av Europas mest moderne flåter, både når det kommer til drivstofforbruk, utslipp og tilbud og komfort om bord.

Norge er et spennende land, og stadig flere turister besøker Norge hvert år. For Norwegian er det viktig å ha fokus på turisme. Det er store markeder som ønsker å bli transportert fra sitt hjemland til Norge og tilbake igjen. Dette er et viktig marked og et marked som øker i

omfang. I tillegg blir nordmenn mer og mer begeistret for å reise, og den senere tids positive utvikling på folks handlekraft fører til flere reisende.

*Trusler:*

En stadig økende konkurranse truer marginene, og man ser hos flere selskaper at yielden faller. Denne situasjonen må selskapet ta seriøst, og gjennomføre tiltak som kan bidra til å bedre lønnsomheten. Når selskapet ekspanderer så raskt som det faktisk gjør, spesielt utenriks, er det fare for at den sterke konkurransen i bransjen sørger for at den nye kapasiteten ikke blir utnyttet i sin helhet. Derfor er det svært viktig for selskapet å vurdere potensialet i hver enkelt rute før lanseringen for å unngå store tap dersom ruten ikke svarer til forventningene.

I tillegg har prisen på jet fuel steget kraftig den siste tiden noe som også har kraftige ringvirkninger på lønnsomheten i selskapet. Deler av virkningen av økte kostnader blir jevnet ut ved lav dollar kurs, men dette er likevel ikke nok til å nøytralisere trusselen. Hedging av valuta eller jet fuel er mulige løsninger mot trusselen, men dette koster mye penger. Norwegian har i flere perioder valgt og ikke hedge utsatte områder, som f. eks og ikke hedge jet fuel i Q4 2007. Dette førte til betydelige tap ettersom prisen økte betraktelig i denne perioden.

Denne finansielle uroen kan også komme til å begrense kjøpekraften til privatpersoner. Dersom dette skjer vil det utvilsomt ha en innvirkning på private husholdningers reiselyst og dermed på flyselskapenes lønnsomhet. Det er viktig for Norwegian å ha en klar plan på hvordan selskapet vil takle en resesjon. På den andre siden kan man også tale for at Norwegian er bedre skodd for et slikt senario gjennom lave gjennomsnittskostnader og relativt lave billettpriser som kan ta av litt av presset dersom dette blir en realitet.

### *3.4.4 Konklusjon*

På bakgrunn av analysene av konkurransekrefter, konkurransestrategi og SWOT kan vi vurdere hvordan Norwegian sine strategiske valg vil virke inn på selskapets fremtidige drift og dermed verdien av selskapet.

Analysene jeg har gjennomført gir grunn til å si at det neppe foreligger noe varig konkurransefortrinn for Norwegian. Det er derimot klart at kostnadslederstrategien har ført til at selskapet har de laveste gjennomsnittskostnadene innenriks. Områdene Norwegian har utnyttet for å bli kostnadsleder er neppe unike nok til at de gir et varig konkurransefortrinn, men per dags dato gir de selskapet et bedre utgangspunkt for å konkurrere på pris. Konkurransanalysen avdekker at bransjens lønnsomhet er truet av sterk konkurranse på flere viktige områder. Her ser vi blant annet at konkurransen mellom de eksisterende aktørene er svært sterk. Dette er forhold som bidrar til relativt lave marginer i bransjen generelt. SWOT analysen avdekker flere forhold som Norwegian kan utnytte og som de må demme opp for. Det mest positive er de mulighetene som de nye flyene gir. På denne måten kan Norwegian gi kundene et enda bedre og bredere tilbud. I tillegg vil disse flyene sørge for lavere kostnader gjennom redusert drivstoff forbruk og reduserte vedlikeholdskostnader.

De finansielle truslene som eksisterer gjennom mer turbulente konjunkturførhold og stadig stigende råvarekostnader gir grunn til bekymring, og er noe selskapet må monitorere å planlegge mottiltak for.

## 4.0 Regnskapsanalyse

Alle fundamentale verdsettelse ser på hvordan selskapets finansielle posisjon kan påvirke verdien av egenkapitalen og hvordan selskapets strategier reflekteres i dets økonomi. I den første delen av kapittelet vil jeg gjennomgå teorien rundt regnskapsanalysen, og belyse de enkelte deler av denne. Deretter vil jeg foreta en vurdering av Norwegians finansielle prestasjoner de tre siste årene for på denne måten å kunne få et bedre grunnlag når man skal utarbeide fremtidsregnskapet. På denne måten kan man avdekke trender i selskapets prestasjoner som man kan bruke som bakgrunn når man utarbeider fremtidsregnskapet for verdivurderingen.

Ved å beregne forholdstall for flere år kan man vurdere selskapets finansielle utvikling. I tillegg kan man få et perspektiv på hvordan selskapet driver i forhold til sine konkurrenter ved å beregne nøkkeltall for konkurrentene og sammenligne disse med selskapet en ønsker å vurdere.

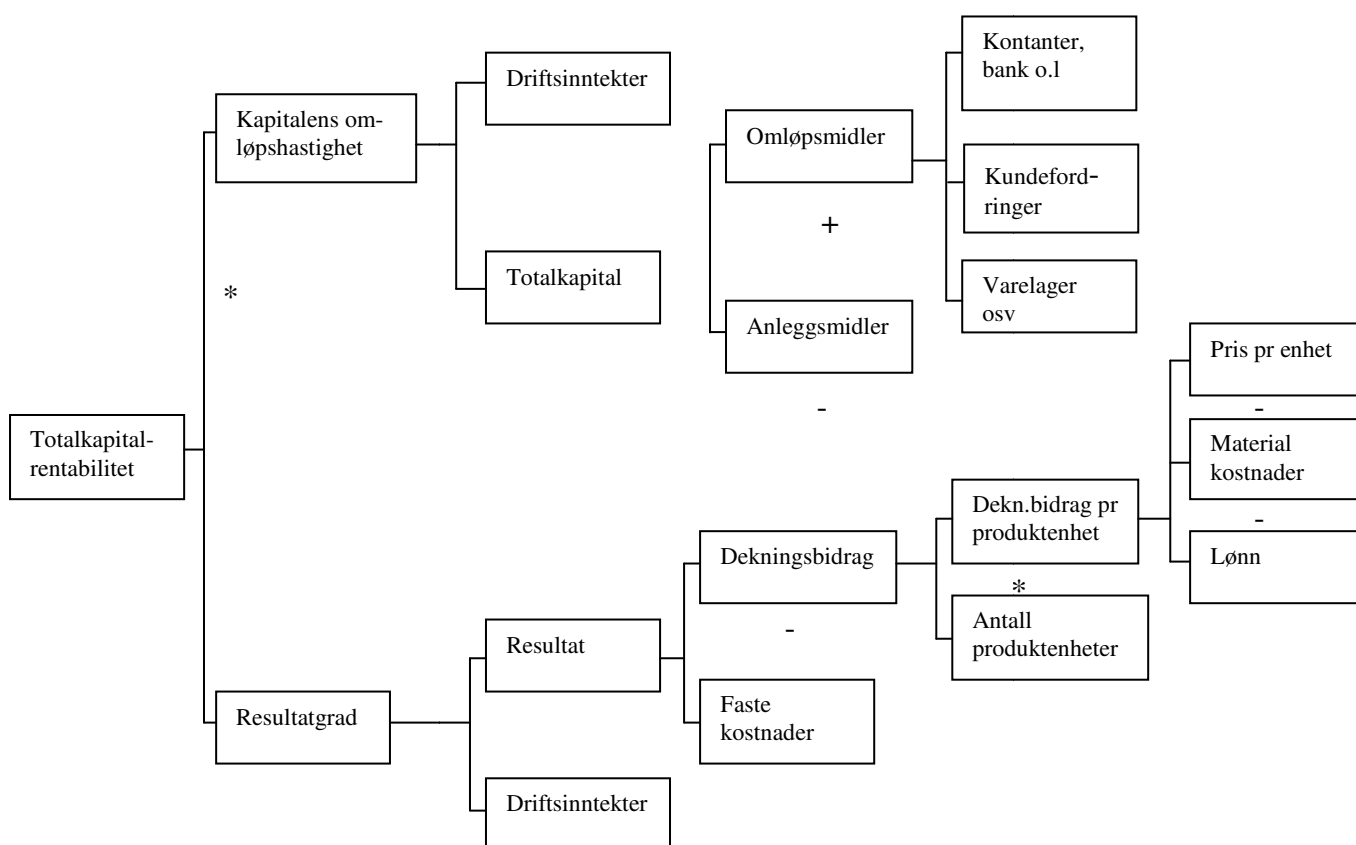
Et resultatregnskap er satt opp og beregnet ut i fra standarder og regnskapslover for å sikre at informasjonen den gir er riktig og pålitelig. Det finnes en rekke standarder som skal følges når en utarbeider finansregnskapet, som for eksempel IFRS, GAAP og ikke minst Regnskapsloven. Disse standardene gir retningslinjer om hvordan forskjellige elementer skal behandles, samtidig som de gir rom for at de forskjellige selskaper og bransjer skal kunne gi bedrifsspesifikk informasjon til leserne gjennom finansregnskapet. Nettopp på grunn av denne friheten til å gi spesiell informasjon er det rom og muligheter for å pynte på regnskapet. Dette kan gjøres for å gi et bedre inntrykk av selskapet til eksterne lesere som for eksempel banker og analytikere, eller for å redusere skatter eller lignende gjennom lavere resultater. I tillegg finnes det mange andre incentiver for ledelsen i en bedrift til og ikke å reflektere selskapets virkelighet gjennom regnskapene. På grunn av dette er det svært viktig for alle lesere å bli bevisste på hvilke svakheter et regnskap kan ha. Notene som følger til finansregnskapet gir en grundig forklaring på hvorfor og hvordan de forskjellige størrelsene er beregnet på en bestemt måte, og selv om det kan være vanskelig å korrigere tallene vil denne bevisstgjøringen om eventuelle svakheter og mangler bidra til å få et bedre totalbilde av selskapets økonomiske situasjon.

Når man ser på et selskaps finansregnskap er det hensiktsmessig å dele opp analysen i to deler. Vi ser på selskapets lønnsomhet, og på hvordan selskapet er finansiert.

## 4.1 Lønnsomhetsanalyse

Ved en vurdering av selskapets lønnsomhet er det vanlig å beregne forholdstall knyttet til denne, og for å få en grundig analyse er det viktig at alle relevante forhold trekkes inn. Banken og Busch(1999) tar utgangspunkt i DuPonts økonomiske modell når de analyserer et selskaps lønnsomhet. Denne modellen har etter hvert blitt et referanseverk for denne typen analyser, og jeg vil bruke denne som utgangspunkt for min analyse.

**Figur 6: DuPonts økonomiske modell**



Kilde: Banken, K, Busch T. (1999) *Analyse av finansregnskapet*. Tano Aschehoug AS.

Modellen tar utgangspunkt i total kapitalrentabilitet ettersom det er en rekke interessenter som har investert kapital i bedriften. Den viser hva som påvirker de forskjellige delene av lønnsomheten. Total kapitalrentabiliteten blir påvirket av resultatgrad og kapitalens omløpshastighet, resultatgraden blir påvirket av resultatet og driftsinntektene osv.

#### 4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Som beskrevet ovenfor tar modellen utgangspunkt i totalkapitalrentabiliteten, som viser avkastningen på all kapital i bedriften. Vi kan også beregne egenkapitalrentabiliteten, som da viser oss hvilken avkastning eierne av selskapets egenkapital har på sin investering.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig investert kapital}}$$

Ved å bruke gjennomsnittlig investert kapital i nevneren tar vi hensyn til endringer i kapitalbasen gjennom året. I tillegg holder vi ekstraordinære inntekter og kostnader utenfor ettersom dette gjør sammenligningen mellom forskjellige år enklere, og vi får vite lønnsomheten på den normale driften.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Ettersom vi nå ønsker å se hvilken avkastning eierne har på sin investering bruker vi Årsresultat som teller fordi det er det som er igjen fra driften etter at alle andre interessenter er betalt. (skatt, renter, avdrag etc.) Også her tar vi høyde for endringer i egenkapitalen gjennom året ved å bruke gjennomsnittlig egenkapital som nevner. En investors avkastningskrav blir bestemt av en rekke forskjellige forhold, men beregnes ofte ved hjelp av CAPM modellen. For at investorene skal få god nok avkastning på sine investerte midler må derfor egenkapitalrentabiliteten være minst like stor som avkastningskravet til egenkapitalen, CAPM.

### 4.1.3 Resultatgrad og kapitalens omløpshastighet

Man kan også analysere en bedrifts lønnsomhet i forhold til dens driftsinntekter. Totalkapitalrentabiliteten bestemmes av resultatgraden og kapitalen omløpshastighet, som beregnes som følger:

$$\text{Resultatgrad} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Driftsinntekter}}$$

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig investert kapital}}$$

Ved å dele opp totalkapitalrentabiliteten i to deler blir det enklere å slå fast hva eventuelle endringer skyldes. Resultatgraden forteller oss hvor mye bedriften sitter igjen med per salgskrone. Kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor effektivt selskapet klarer å utnytte kapitalen som er investert. Høy omløpshastighet tilsier at bedriften er mindre avhengig av lån.

I tillegg til disse forholdstallene kan man, som DuPont modellen viser, gå dypere inn i selskapets lønnsomhet ved å beregne for eksempel dekningsbidrag, dekningsgrad, nullpunktsomsetning og sikkerhetsmargin. På denne måten kan man enda mer grundig analysere endringer i selskapets lønnsomhet og se om endringene skyldes strategiske valg, eller forandringer i selskapets konkurransemiljø.

## 4.2 Finansiell analyse

I tillegg til hvordan selskapet organiserer driften, spiller også måten ledelsen velger å finansiere selskapet inn på dets lønnsomhet. For å få en total oversikt over lønnsomhetsutviklingen må vi derfor også analysere den finansielle biten. I forhold til en verdivurdering er det viktig å kartlegge risikoen i selskapet, og ved å se på hvordan selskapet er finansiert og hvilke evner det har til å behandle eventuell gjeld kan man legge dette til grunn ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

Den finansielle analysen er delt opp i to deler, hvor den første ser på selskapets likviditet, eller evnen til å behandle løpende forpliktelser, og den andre delen ser på selskapets soliditet.

#### 4.2.1 Likviditet

Med likviditet mener vi bedriftens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. (Banken, K, Busch, T. 1999) Med andre ord må de ha kontanter til å betale for varer, lønn, investeringer, avdrag og renter etc. ettersom de forskjellige interessentene skal ha betalt. For å analysere bedriftens likviditet er det vanlig å beregne likviditetsgrad 1 og 2. I tillegg kan vi se på hvilken arbeidskapital selskapet besitter, omløpshastighet og lagringstid på varelageret samt kredittid hos kunder og leverandører.

Arbeidskapital er definert som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og bør ikke under noen omstendighet være negativ ettersom det først og fremst er omløpsmidlene som blir omgjort til likvider når den kortsiktige gjelden skal betales. I følge Banken og Busch (1999) er det ønskelig med en arbeidskapital på 10 – 15 % av omsetningen i et selskap med normal risiko og relativt gjennomsnittlig finansieringsstruktur.

Likviditetsgrad 1 og 2 uttrykker kravene om at omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden og at de mest likvide omløpsmidlene er minst like store som den kortsiktige gjelden.

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

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

I følge Statistisk Sentralbyrå var likviditetsgrad 1 for alle norske aksjeselskaper i 2006 på 1,2, altså et godt stykke under hva den i teorien burde være. Her kan man muligens diskutere om teorien kan være i overkant konservativ, ettersom de aller fleste norske aksjeselskaper har en relativt tilfredsstillende likviditet selv om de ligger under det teoretiske målet.



#### 4.2.2 Finansieringsstruktur og soliditet

Finansieringsstruktur er måten selskapet blander egenkapital, kortsiktig og langsiktig gjeld. Soliditet er selskapets egenkapitalandel, og en måling av soliditeten gir en indikator på hvor lenge bedriften kan drive med underskudd.

I motsetning på likviditetsanalysen vil man i denne delen undersøke selskapets evne til å behandle langsiktig gjeld.

Finansieringsstrukturen kan analyseres med følgende nøkkeltall.

$$\text{Langsiktig kapital i \% av anleggsmidlene} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{langsiktig gjeld}}{\text{Anleggsmidler}}$$

$$\text{Arbeidskapital i \% av totalkapitalen} = \frac{\text{Arbeidskapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Soliditeten, eller selskapets evne til å håndtere tap finner vi av nøkkeltallene under.

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

Et selskap med høy egenkapitalgrad får generelt sett bedre kredittbetingelser fra banker og andre leverandører fordi risikoen knyttet til finansieringen er lav.

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

Gjeldsgraden gir også en pekepinn på selskapets soliditet. Den uttrykker andelen av gjeld i forhold til egenkapital i selskapet.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

Rentedekningsgraden forteller oss hvordan selskapet er i stand til å ta på seg flere renteforpliktelser. En høyere rentedekningsgrad tilsier at selskapet er i stand til å håndtere høyere rentekostnader og visa versa.

### **4.3 Regnskapsanalyse av Norwegian Air Shuttle og konkurrenter**

I denne delen av kapittelet vil jeg forsøke å anvende teorien som er beskrevet tidligere. Utgangspunktet vil være Norwegian Air Shuttles konsernregnskap for årene 2005, 2006 og 2007. Jeg ønsker å finne trender og utviklinger i selskapets finansielle prestasjoner som kan hjelpe meg med å utvikle et fremtidsregnskap som på best mulig måte reflekterer den reelle finansielle situasjonen Norwegian møter.

I tillegg vil jeg sammenligne Norwegian's prestasjoner med selskapets konkurrenter for regnskapsåret 2007. Som konkurrenter har jeg valgt SAS og Ryan Air ettersom jeg anser disse selskapene til å være de største konkurrentene på innenriks og utenriksmarkedet. I tillegg får jeg på denne måten belyst og sammenlignet forskjeller mellom såkalte "lowcost carriers" i Norwegian og Ryan Air, og de mer klassiske flyselskapene representert ved SAS. I tillegg til de nevnte selskapene er Sterling en stor konkurrent. Grunnen til at jeg ikke har med Sterling i sammenligningen er at dette selskapet eies av et Private Equity fond og at det derfor ikke har latt seg gjøre å få tak i årsrapporter for Sterling.

Norwegian har fra og med regnskapsåret 2006 implementert IFRS reglene i sitt konsernregnskap. I tillegg finner vi i årsrapporten for 2006 tallene for 2005 omgjort i henhold til IFRS standard. Ettersom tallene for 2004 ikke finnes i henhold til IFRS standarden, er det ikke mulig å beregne lønnsomheten for alle årene etter samme regnskapsstandard. Dette betyr at mine beregninger for 2007 og 2006 er i henhold til IFRS standarden, mens tallene for 2005 følger NGAAP standarden.

Norwegian leaser så å si alle sine fly. Disse leasingavtalene klassifiseres som operasjonell leasing, dvs. at de utgiftsføres direkte og ikke blir balanseført. I tillegg har Norwegian ingen lån og en stor kontantbeholdning pr 2005 og 2006. Den lave langsiktig gjelden kommer som følge av leasing avtalene på sine fly. I 2007 tok selskapet opp et obligasjonslån på 300.00 til

en rente på NIBOR +2 % for å finansiere den daglige driften. Disse forholdene vil føre til at tallene i regnskapsanalysen vil bli litt utradisjonelle.

#### 4.3.1 Lønnsomhetsanalyse

**Tabell 1: Beregning av total kapitalrentabilitet**

	2007 IFRS	2006 IFRS	2005 NGAAP	SAS 2007	Ryanair 2007
Driftsinntekter	4 226 202	2 941 400	1 972 247	52 301	2 236 895
Driftskostnader	4 092 251	2 971 910	1 947 405	50 996	1 765 150
Driftsresultat	133 951	-30 510	24 842	1 305	471 745
Finansinntekter	21 826	6 797	4 014	787	62 983
Gjennomsnittlig total kapital	1 696 521	868 883	565 041	49 967	5 162 732
<b>Total kapitalrentabilitet</b>	<b>9,18 %</b>	<b>-2,73 %</b>	<b>5,11 %</b>	<b>4,19 %</b>	<b>10,36 %</b>
Resultatgrad	0,036859809	-0,008	0,015	0,040	0,239
Kapitalens omløpshastighet	2,491099138	3,385	3,490	1,047	0,433
<b>Total kapitalrentabilitet</b>	<b>9,18 %</b>	<b>-2,73 %</b>	<b>5,11 %</b>	<b>4,19 %</b>	<b>10,36 %</b>

Norwegian's tall i NOK ' 000, SAS i MSEK og Ryanair i €000

Norwegians driftsresultater de tre siste årene er svært volatile som følge av den raske og kostbare veksten selskapet opplever. Oppstart av nye baser og nye ruter er svært kostbart, men selskapet klarer allikevel i to av tre år å utnytte den nye kapasiteten godt nok til å oppnå positive driftsresultater. I tillegg har prisene på drivstoff steget betraktelig uten at Norwegian bestandig har forsikret seg mot dette. Drivstoff er selskapets største kostnad, og utgjorde i 2007 ca 31 % av Norwegian's driftskostnader. Til sammenligning utgjør Ryanairs drivstoffkostnader 39,27 % av totale driftskostnader mens dette tallet hos SAS er 19,8 %. Bransjen er preget av store sesongvariasjoner, hvor selskapene ofte opplever overkapasitet og synkende etterspørsel i vintermånedene, noe som preger selskapenes resultater.

Resultatgraden bestemmes av årsresultatet og driftsinntektene, og det er viktig å kunne klare å oppnå et dekningsbidrag som er tilfredsstillende. I tillegg er det viktig for Norwegian å utnytte

kapasiteten sin på en slik måte at de faste kostnadene blir minst mulig i forhold til variable kostnader. I 2007 er resultatgraden bedre enn begge de tidligere årene, noe som forteller oss at Norwegian stadig klarer å utvikle en mer kostnadseffektiv drift. Ettersom marginene er små i bransjen er det svært viktig å holde enhetskostnadene nede og kabinfaktoren høy for å kunne ha størst mulig dekningsbidrag og flest mulig passasjerer å fordele faste kostnader på. Dette er punkter som selskapet jobber aktivt og bevist med for å bedre lønnsomheten, og som vil komme i enda større fokus ettersom veksten i produksjonen avtar og organisasjonen kan fokusere enda sterkere på slike oppgaver.

Kapitalens omløpshastighet faller litt tilbake i 2007 etter å ha vært stabilt høy i 2006 og 2005. Allikevel synes det som om Norwegian utnytter den investerte kapitalen svært effektivt, noe som bidrar positivt til totalkapitalrentabiliteten. Dette kan skyldes Norwegians lave arbeidskapitalgrad som kommer av at størsteparten inntekter kommer før flyreisen faktisk skjer, og at selskapet har veldig lav langsiktig gjeld som følge av måten selskapet regnskapsfører sine leasingforpliktelser.

I forhold til sine konkurrenter ser vi at Norwegian oppnår en høyere avkastning på totalkapitalen enn SAS mens Ryan Air for år 2007 oppnår en marginalt bedre avkastning. SAS har høyere resultatgrad enn Norwegian, men har en langt lavere omløpshastighet på sin kapital. Det samme gjelder for Ryanair, men her er resultatgraden så sterk at den oppveier for en svakere omløpshastighet på investert kapital. Ryanairs sterke resultatgrad kommer som følge av ekstremt fokus på kostnader, som følgelig gir høyere resultat. Kapitalens omløpshastighet er lavere or Ryanair ettersom de eier sine egne fly og følgelig har en vesentlig større totalkapital enn Norwegian og SAS.

**Tabell 2: Beregning av egenkapitalrentabilitet**

	2007 IFRS	2006 IFRS	2005 NGAAP	SAS 2007	Ryanair 2007
Årsresultat	84 580	-33 538	26 751	636	435 600
Gjennomsnittlig egenkapital	384 500	201 695	164 350	16 769	2 265 879
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>22,00 %</b>	<b>-16,63 %</b>	<b>16,28 %</b>	<b>3,79 %</b>	<b>19,22 %</b>

*Egenkapitalrentabilitet uten ekstraordinære poster*

4,56 %

Norwegian's tall i NOK ' 000, SAS i MSEK og Ryan Air i €000

Naturlig nok er også Norwegian's egenkapitalrentabilitet svært volatil over de siste tre årene. Avkastningen for 2007 er meget sterk, men bærer nok preg av at selskapet har relativt lite egenkapital i forhold til sine konkurrenter. Som vi ser har SAS en skuffende avkastning på kun 4,56 % uten ekstraordinære kostnader, mens Ryan Air leverer gode resultater også her.

#### 4.3.2 Likviditet

**Tabell 3: Beregning av likviditetsgrader**

	2007 IFRS	2006 IFRS	2005 NGAAP	SAS 2007	Ryanair 2007
Omløpsmidler	1 262 705	694 841	500 965	22 107	2 354 276
Mest likvide omløpsmidler	992 953	675 202	461 638	6 681	1 369 831
Kortsiktig gjeld	1 216 972	688 689	468 971	20 347	1 117 730
Arbeidskapital	45 733	6 152	31 994	1 760	1 236 546
Likviditetsgrad 1	1,04	1,01	1,07	1,09	2,11
Likviditetsgrad 2	0,82	0,98	0,98	0,33	1,23

Norwegian's tall i NOK ' 000, SAS i MSEK og Ryan Air i €000

Norwegian's kortsiktige gjeld utgjør en meget stor del av selskapets samlede gjeld. Her inngår blant annet inntekter fra flyreiser som enda ikke er utført, periodiserte kostnader og leverandørgjeld som en betydelig del. Norwegian tok i 2007 opp et obligasjonslån for å finansiere driften, som førte 300 000 NOK inn i kontantbeholdningen. Allikevel ser vi at Likviditetsgrad 1 ligger langt under teoretisk anbefalt nivå, men er relativt stabil over årene og nokså nærme det norske snittet. Her er det viktig å nevne at forhåndsbetalingen av billetter påvirker behovet for arbeidskapital og likviditetsgradene. Inntektene kommer før kostnadene ved å utføre tjenesten påløper, slik at disse inntektene finansierer store deler av driften og behovet for arbeidskapital blir mindre.

Likviditetsgrad 2 er derimot nokså nær kravet, men har falt litt det siste året. Graden viser at Norwegians kontant beholdning og kundefordringer dekker så å si all kortsiktig gjeld.

SAS har lave likviditetsgrader, og man kan argumentere for at selskapets likviditet faktisk er dårligere enn for Norwegian. Likviditetsgrad 2 er svært lav, og sjansen for mislighold av kreditt er ansett som stor i slike tilfeller. Når det kommer til Ryan Air viser tallene at selskapet er i en klasse for seg når det kommer til likviditet sammenlignet med konkurrentene.

#### 4.3.3 Finansieringsstruktur og soliditet

**Tabell 4: Beregning av egenkapitalgrad og gjeldsgrad**

	2007 IFRS	2006 IFRS	2005 NGAAP	SAS 2007	Ryanair 2007
Langsiktig kapital i % av anleggsmidlene	104 %	102 %	118 %	131 %	194 %
Arbeidskapital i % av totalkapitalen	2 %	1 %	5 %	4 %	22 %
Egenkapitalprosent	22 %	25 %	25 %	35 %	45 %
Gjeldsgrad	3,59	3,07	2,96	1,84	1,24

Som vi ser av tallene har Norwegian så å si like mye langsiktig kapital som anleggsmidler, og dette tallet er relativt stabilt over de to siste årene. Etersom Norwegian leaser de aller fleste flyene vil dette føre til at de postene som inngår i anleggsmidler og langsiktig kapital er relativt beskjedene. Arbeidskapitalen er svært lav i 2006 og 2007, noe som i teorien kan gi selskapet problemer med likviditeten, men dette skyldes som beskrevet tidligere forhåndsbetaling av billetter.

SAS har 18 % mer langsiktig kapital enn anleggsmidler, noe som i hovedsak skyldes annerledes regnskapsføring av fly. Ryan Air derimot har nesten dobbelt så mye langsiktig kapital som anleggsmidler og har en svært solid finansieringsstruktur.

Norwegian's soliditet representeres ved egenkapitalprosenten og gjeldsgraden. Egenkapitalprosenten er relativt stabil men sank litt i 2007 blant annet som følge av obligasjonslånet og økt kortsiktig gjeld. 22 % er allikevel en akseptabel soliditet, men selskapet ligger som vi ser et stykke under sine konkurrenter som begge har god soliditet.

#### 4.3.4 Konklusjon

Som en konklusjon av regnskapsanalysen kan vi si at Norwegian Air Shuttle sin finansielle stilling bærer preg av å være et ungt og ekspansivt selskap i en bransje med pressede marginer. Likviditeten til selskapet er litt presset som følge av mye kortsiktig gjeld, men selskapet besitter en stor kontantreserve som gjør selskapet likvid nok på kort sikt. Soliditeten er akseptabel, med 22 % egenkapital, mens selskapets finansieringsstruktur preges av at selskapet i all hovedsak benytter seg av operasjonell leasing som finansieringsmetode for anleggsmidlene. Lønnsomheten i 2007 var god, også sett i forhold til sine konkurrenter.

En ting som er viktig å nevne når man vurderer selskapets likviditet og arbeidskapital er at alle inntekter fra flygninger kommer *før* flygningen finner sted. Det vil si at selskapet til enhver tid har likviditet til å drifte selskapet selv om likviditetsgrad og arbeidskapital ser lav ut på papiret.

Det er ikke spesielt lett å finne noen trender i selskapets finansielle utvikling de siste tre årene, noe som skyldes at selskapet ekspanderer kraftig.

Som beskrevet tidligere i oppgaven vil den operasjonelle leasingen få innvirkning på regnskapsanalysen. Denne måten å drive på fører til svært lav langsiktig gjeld og langsiktige eiendeler i forhold til selskaper som eier sine egne fly.

## 5.0 Operasjonell leasing i verdsettelse

Jeg har allerede nevnt at Norwegian leaser en stor andel av sine fly, og at disse leasing avtalene blir klassifisert som operasjonell leasing. Jeg baserer denne fremstillingen delvis på Damodarans artikkel om operasjonell leasing ” *Dealing with Operating Leases in Valuation* ”(1999).

Operasjonell leasing kjennetegnes av korte tidshorisonter på leieavtalene og kort oppsigelsestid. I tillegg er det leasing selskapet som sitter med den finansielle risikoen på eiendelen. Det balansefører og avskriver eiendelen samt betaler skatt for eiendelen. Selskapet som leaser eiendelen behandler leasingkostnadene som driftskostnader, og i tillegg føres ikke verdien av eiendelen de leaser i balansen. Damodaran(1999) argumenterer for at leasingkostnaden egentlig representerer en finanskostnad og skal regnskapsføres i henhold til dette. I tillegg mener han at nåverdien av de fremtidige leasingkostnadene skal føres i balansen som en eiendel, med en tilsvarende post som langsiktig gjeld. Denne balanseposten skal da avskrives etter gjeldende regnskapsregler, og det beregnes en rente på leasingkostnaden. Disse endringene kan føre til dels store forskjeller i selskapets årsresultat, totalkapital, lønnsomhet og kontantstrøm.

### 5.1 Norwegian's leasing avtaler

Norwegians leasingavtaler er alle klassifisert som operasjonell leasing. Jeg vil nå se på hvilke effekter man oppnår dersom man vil omklassifisere disse leasingkostnadene til finansiell leasing.

Selskapets noter til årsregnskapet inneholder informasjon om leasingkostnadene for den utgående balansen de neste 5 årene. Etersom jeg forutsetter at selskapet kommer til å lease sine fly også i fremtiden vil disse tallene måtte justeres en god del for å fremstille de fremtidige forpliktelser til leasingkostnader.



**Tabell 5: Behandling av operasjonell leasing**

År	Leasing kostnad			
	Rentekostnad	Reduksjon i leasing gjeld	Leasing gjeld	
2008	390733	161985	228748	2263335
2009	439895	147117	292778	2101350
2010	465855	136588	329267	1772083
2011	541215	115185	426029	1346053
2012	616575	87493	529081	816972
2013	701815	53103	648712	168260
<b>Nåverdi av operasjonell leasing</b>	<b>2492083</b>			

Tabellen viser årlige kostnader til operasjonell leasing, samt rentekostnadene og leasing gjeld når man omklassifiserer leasingen til finansiell leasing.

I årsrapporten for 2007 legger Norwegian til grunn en diskonteringsrate på 5,5 % for å finne nåverdien av de fremtidige utbetalingene. Denne diskonteringsraten tar utgangspunkt i eldre fly med lavere leasingkostnad. Det vil da være naturlig å justere denne diskonteringsraten ettersom en større andel av flyene vil være nye og dyrere fly. Derfor setter jeg diskonteringsraten til 6,5 % i mine beregninger.

Når man omklassifiserer slike leasingavtaler gjøres det ofte fordi man ønsker å kunne sammenligne selskapets multipler med andre lignende selskaper som regnskapsfører leasingforpliktelsene annerledes. Hvis man skal sammenligne egenkapitalmultipler som for eksempel P/E eller P/B vil omklassifiseringen ikke ha noen effekt. Sammenligner man derimot med multipler med total kapital av selskapet som nevner må man justere. Som jeg viser i neste kapittel kan man sammenligne Norwegian med andre selskaper ved å beregne EV/EBITDAR. Dette er et eksempel på hvordan man justerer for nåverdien av leasingforpliktelser for å kunne sammenligne forskjellige selskaper.

Også i kontantstrømoppstillingen vil jeg foreta noen justeringer for å beregne en korrekt egenkapitalverdi. Her må man legge til den kalkulatoriske leasingkostnaden etter skatt for å reflektere leasingselskapenes andel av selskapets verdi. I tillegg vil endringer i nåverdien av leasingforpliktelsene tilsvare enten investeringer eller deinvesteringer. Disse justeringene gir oss fri kontantstrøm til total kapitalen.

For et selskap med stabil gjeldgrad og riktig beregning av leasingforpliktelser vil endringer i måten man regnskapsfører leasingkontrakter ikke ha noen effekt på verdien av selskapets egenkapital.

## 6.0 Avkastningskrav for Norwegian Air Shuttle ASA.

I dette kapittelet vil jeg bruke teorien som jeg skrev om i kapittel 2 for å beregne Norwegian's avkastningskrav til egenkapitalen og totalkapitalen. Ettersom teorien tidligere er beskrevet grundig vil jeg i dette kapittelet kun konsentrere meg om beregningene og eventuelle forutsetninger for disse.

### 6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen.

Avkastningskravet til egenkapitalen finner vi som tidligere vist ved hjelp av CAPM-modellen.

$$CAPM = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$r_f$  = markedets risikofrie rente

$[E(r_m) - r_f]$  = markedets forventede risikopremie

$\beta$  = Selskapets systematiske risiko

Norges Bank opererer med en rente på 4,78 % på sin statsobligasjon med 10 års løpetid. Jeg benytter dette som markedets risikofrie rente.

I følge Johnsen og Gjesdal (1999) er den historiske risikopremien på Oslo Børs på 6 %, men ettersom det har vært ekstreme variasjoner i avkastningstallene og en normalisering og modernisering av Oslo Børs har funnet sted, argumenterer de for at en normal risikopremie for Oslo Børs i dag ligger på 5 %.

Norwegian's beta verdi, eller systematiske risiko finner jeg ved å gjennomføre en regresjonsanalyse på selskapets avkastning i forhold til avkastningen på Oslo Børs. (OBX All shares) Jeg bruker månedlig avkastning (close) fra desember 2003 til april 2008, totalt 52 observasjoner. Egenkapital betaen blir da 0,86. Det er ofte vanlig å justere beta verdien for målefeil. Teorien om at betaverdier konvergerer mot 1 tilsier også at man bør gjøre

justeringer. En vanlig måte å gjøre dette på er å bruke den bayesianske justeringen, som er et statistisk justeringsverktøy.

$$\beta = a * \beta^{estimert} + (1 - a) * 1,0$$

$a = 2/3$

Egenkapital betaen for Norwegian blir da 0,9066.

Dagens Næringsliv opererer med en beta på 0,9150, som støtter opp under mitt resultat fra regresjonsanalysen.

**Tabell 6: Avkastningskrav til egenkapital**

Avkastningskrav til egenkapitalen	
Risikofri rente	4,78 %
Beta	0,9066
Markedets risikopremie	5 %
<b>Avkastningskrav til egenkapital</b>	<b>9,31 %</b>

Som vi ser av tabellen består avkastningskravet til egenkapitalen av flere usikre variabler. For å avdekke hvilke følger endringer i disse variablene vil få vil jeg etter verdsettelsen foreta en sensitivitetsanalyse hvor jeg ser på virkningen av endringer i disse variablene.

## 6.2 Avkastningskrav på totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen finnes ved å bruke formelen for WACC, eller den vektete gjennomsnittskostnaden for kapital.

$$WACC = \frac{V_d}{V_d + V_e} r_d(1 - T) + \frac{V_e}{V_d + V_e} r_e$$

For å finne Norwegian's egenkapitalandel og gjeldsandel dividerer vi markedsverdien av egenkapitalen og markedsverdien av gjelden med den totale markedsverdien av Norwegian Air Shuttle.

For å finne markedsverdien av egenkapitalen tar vi aksjekursen og multipliserer med antall utestående aksjer. Vi kan utjevne eventuelle kortsiktige svingninger ved å benytte gjennomsnittlig aksjekurs for de to siste uker.

I følge Orion Securities er det pr 23.4.2008 20 865 526 utestående aksjer i Norwegian Air Shuttle ASA, og med en gjennomsnittlig pris pr aksje på 113,25 de siste ti handlingsdager blir markedsverdien av egenkapitalen pr 23.4.2008 er 2 363 020 820

Per 01.01-2008 har Norwegian langsiktig rentebærende gjeld på kroner 2 789 083 772 når man inkluderer nåverdien av selskapets operasjonelle leasingavtaler. Omlag 297,7 millioner av dette er et obligasjonslån med en rente på NIBOR +2 %, mens jeg har satt en diskonteringsfaktor på 6,5 % på fremtidige leasingavtaler. Gjennomsnittlig 12 måneders NIBOR for 2007 var på 5,34 % (Norges Bank), derfor setter jeg renten på obligasjonslånet til 7,34 %. Et vektet gjennomsnitt av selskapets renter gir en kapitalkostnad på 6,58 %.

Norwegian's egenkapitalandel blir med dette 45,87 %, og gjeldsandelen 54,13 %. Marginalskatt for Norwegian Air Shuttle er 28 %.

**Tabell 7: Avkastningskrav til totalkapital**

Avkastningskrav til totalkapitalen	
Egenkapitalandel	45,87 %
Gjeldsandel	54,13 %
Egenkapitalkostnad	9,31 %
Gjeldskostnad	6,58 %
Skatt	28 %
<b>Avkastningskrav til totalkapital</b>	<b>6,84 %</b>

## 7.0 Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Etter en gjennomgang av teoretiske emner knyttet til en fundamental verdsettelse har jeg nå kommet til selve kjernen i oppgaven, verdsettelsen av Norwegian Air Shuttle ASA.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen skal jeg nå utarbeide et fremtidsregnskap som leder frem til den frie kontantstrømmen til totalkapitalen.

Norwegian er et ungt selskap som de siste årene har vært preget av kraftig ekspansjon. Denne ekspansjonen er forventet å fortsette et godt stykke ut i eksplisitt periode av fremtidsregnskapet. Ettersom det er betydelig usikkerhet knyttet til mange viktige momenter i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil jeg etter å ha kommet frem til en verdi på egenkapitalen gjennomføre sensitivitetsanalyser på momenter jeg mener er utslagsgivende på prisanslaget. For å få en ytterligere pekepinn på kvaliteten av mitt anslag vil jeg supplere med multiplikatormodeller som er passende for selskapet.

I fremtidsregnskapet vil jeg ha en eksplisitt periode på seks år, fra 2008 til 2014. Jeg anser at å anslå nøyaktige tall utover dette vil være for vanskelig, så for å beregne terminal verdi vil jeg anta konstant vekst i fri kontantstrøm. Denne terminalverdien bør reflektere den forventede nominelle veksten i økonomien ettersom det er sjeldent at selskaper over lengre tid klarer å vokse mer enn den generelle økonomien. Både strategisk og mikroøkonomisk teori tilsier at konkurransen etter hvert presser selskapets profitt mot et normalt nivå. For å anslå terminalverdien benytter jeg meg av Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 % for å reflektere veksten i økonomien for terminalårene.

### 7.0.1 Virkninger av selskapets kjøp av nye fly

Som nevnt flere ganger tidligere har Norwegian bestilt 42 nye fly fra Boeing. I følge Norwegians presentasjon knyttet til denne bestillingen ligger listeprisen på \$3.1 billion, eller ca NOK 18 mrd. Den virkelige kjøpsprisen er konfidensiell, men i følge Gombrii, ansvarlig for Investor Relations i Norwegian, forventer markedet en rabatt på mellom 30 og 50 % på ordrer av denne størrelsesorden. I mangel på bedre estimater velger jeg å legge til grunn en rabatt på 40 % av listeprisen, altså midt i markedskonsensus. Dette tilsvarer en total kostnad på

NOK 257 142 857 mill per fly. Avtalen er 85 % sikret gjennom en export-import avtale. (Kjos, Norwegian Air Shuttle presentation, august 2007)

I følge Gombrii er det enda ikke avgjort hvordan selskapet vil finansiere kjøpene, men at det pr april 2008 finnes tre muligheter. Norwegian kan lånefinansiere hele kjøpet (muliggjort av ex-im avtalen), selskapet kan del finansiere kjøpet gjennom en emisjon og låne det resterende, eller selskapet kan gjøre en såkalt "sale lease-back", hvor Norwegian kjøper flyene men selger de umiddelbart til et leasingselskap og leaser de tilbake.

En overgang fra leasing av fly til og selv å eie flyene i en så stor skala som det her er snakk om vil være en fundamental endring i Norwegians drift. Jeg mener at jeg ikke har nok informasjon og kunnskap om hvilke virkninger denne endringen vil få til å kunne foreta en nøyaktig verdsettelse av selskapet. Blant annet vil balansen for selskapet bli svært annerledes, og beregningen av avkastningskrav vil nesten utelukkende måtte basere seg på gjetting. Derfor vil jeg videre i mine beregninger legge til grunn at selskapet finansierer flykjøpene ved den såkalte sale lease-back metoden, og at denne metoden gjør slik at netto kjøp og salg av flyene blir null. Da vil alle de nye flyene være leaset og Norwegians drift vil i all hovedsak være den samme som selskapet har hatt siden oppstarten, med leasing av så godt som samtlige fly.

## 7.1 Fremtidsregnskap

Veksten i selskapets driftsinntekter og driftskostnader blir i all hovedsak bestemt av veksten i antall produserte setekilometer (ASK). Norwegian har de siste årene ekspandert kraftig, og denne trenden ser ut til å skulle fortsette. Selskapet har som mål å øke produksjonen i 2008 med 50 % (Norwegian Annual report 2007), mens begrensninger i tilgjengelige destinasjoner, fly og andre viktige innsatsfaktorer bestemmer hvor mye selskapet kan øke produksjonen med i den resterende delen av eksplisitt periode. I beregningene av inntekter og kostnader legger jeg til grunn følgende utvikling i ASK.

**Tabell 8: Produksjon i eksplisitt periode**

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Økning i %		30 %	50 %	30 %	16 %	11 %	5 %	2,5 %
ASK	5371	6959	10439	13570	15741	17473	18346	18805

### 7.1.1 Driftsinntekter

Norwegian sine driftsinntekter baserer seg i all hovedsak på inntekter fra billettsalg.

Inntektene fra billettsalg kan deles opp i to komponenter.

- Betalte passasjerkilometer (RPK)
- Enhetsinntekt (Yield)

Multipliserer man disse to får man inntekter fra billettsalget. Denne inntekten er avhengig av antall produserte setekilometer (ASK) og hvor godt selskapet klarer å fylle kapasiteten (kabin faktor). Enhetsinntekten vil være avhengig av generelle konkurranseforhold og sektorlengde (gjennomsnittlig flydistanse).

Jeg velger å dele disse inntektene opp som inntekter fra flygninger i Norge og inntekter fra internasjonale flygninger. Pr 2007 har Norwegian flygninger til alle store byer i Norge, og muligheten for nye destinasjoner innenriks er begrenset. Det vil si at en vekst i inntekter fra flygninger i Norge hovedsakelig vil komme på grunnlag av økte markedsandeler eller økt hyppighet i flygningene. Pr 31.12.2007 hadde Norwegian en markedsandel på 41 % på nøkkelrutene i Norge. Fra 2006 til 2007 økte inntektene innenriks med 21,26 %. Jeg mener

det er grunn til å tro at denne veksten gradvis vil avta etter hvert som destinasjonene blir tilstrekkelig dekket.

Den største delen av veksten i driftsinntekter vil vi se på utenriksmarkedet. Det er her Norwegian ekspanderer raskest, og her er det fremdeles rom for flere destinasjoner og hyppigere avganger. Den største delen av økningen i ASK fra 2006 til 2007 kom på utenlandsflygninger både fra Norge, Sverige og Polen. Driftsinntektene fra flygninger til og fra utlandet steg med 54,8 % i 2007. Jeg antar at veksten i driftsinntekter fra utlandet vil holde seg sterk i to år som følge av de lovende utsiktene i Polen og Sverige før man vil se samme tendens som i Norge med fallende vekstrate som følge av færre nye destinasjoner. Det er også på utenriksrutene man ser for seg å bruke den økte kapasiteten i flyparken, noe som ytterligere underbygger min antakelse om fortsatt vekst i dette markedet.

I 2008 regner selskapet med å øke kapasiteten med ca 50 % (Norwegian Air Shuttle ASA, *Annual report 2007*). Tidligere har selskapet klart å øke inntektene mer enn produksjonen gjennom bedre utnyttelse av kapasiteten. Ettersom konkurransen i bransjen har blitt tøffere i det siste opplevde Norwegian redusert yield i 2007. Denne trenden ser selskapet for seg at vil være enda tydeligere i 2008 (Kjos, Dagens Næringsliv 25.4-2008), slik at inntekten per flydde setekilometer blir en del lavere enn hva vi har sett de siste årene. Også kabinfaktoren forventes å bli litt lavere enn hva vi har sett det siste året på grunn av litt større press på privatøkonomien.

Det er forventet at presset på yelden og kabinfaktoren vil fortsette også tidlig i perioden som følge av den stadig hardere konkurransen i markedet og en noe tregere økonomisk utvikling generelt. Likevel tror jeg at man i slutten av den eksplisitte perioden vil se en bedring i yield og kabinfaktor når den litt turbulente perioden vi nå er inne i stabiliserer seg. Det er også spekulert i om man kommer til å se konsolideringer i bransjen ettersom flere små og store aktører sliter med lønnsomheten i dag. Dette vil kunne bidra til redusert press på marginene til de resterende selskapene og økt fyllingsgrad i flyene.



**Tabell 9: Driftsinntekter i eksplisitt periode****Vekst i driftsinntekter**

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Norge	1471852	21,26 %	5 %	5 %	3 %	2 %	2 %	1 %
Internasjonalt	1469548	66,13 %	35 %	20 %	15 %	10 %	3 %	2 %
Totalt			40 %	28 %	16 %	12 %	7 %	3 %
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2 941 400</b>	<b>4 226 202</b>	<b>5 916 683</b>	<b>7 573 354</b>	<b>8 785 091</b>	<b>9 839 301</b>	<b>10 528 053</b>	<b>10 843 894</b>

Selv om produksjonen i 2008 er forventet å øke med 50 % antar jeg at driftsinntektene blir relativt sterkt preget av forholdene som beskrevet over. Jeg legger til grunn en vekst på 40 % i 2008. 2009 viser en bedring på inntektsfronten, men presset fører fremdeles til at inntektene stiger relativt mindre enn økningen i produksjonen. For årene 2010 til 2013 antar jeg at bedret yield og økt kabinfaktor fører til at inntektene stiger mer enn produksjonen.

*7.1.2 Driftskostnader*

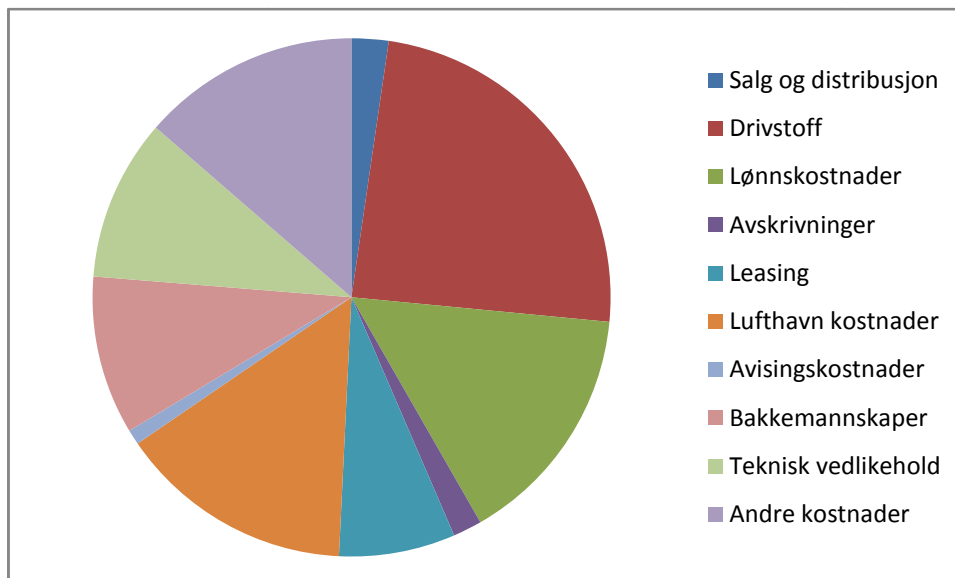
Som lavkostnadsselskap er det driftskostnadene som er Norwegian sitt hovedfokus. For å kunne oppnå lønnsom drift må man ha kontroll på disse kostnadene. Også driftskostnadene kan deles opp i to komponenter.

- Produserte setekilometer (ASK)
- Enhetskostnader (unit costs)

ASK avhenger av antall destinasjoner og hyppighet på disse destinasjonene, mens enhetskostnadene korrelerer med sektorlengen ettersom det er billigere å fly lengre strekninger.

I 2007 fordelte Norwegians driftskostnader seg på følgende måte.

**Figur 7: Fordeling av kostnader**



### Drivstoff kostnader

Som vi ser av diagrammet er den største enkeltkostnaden drivstoffkostnader. Denne kostnaden korrelerer nesten perfekt med ASK, men drivstofforbruket reduseres noe ettersom sektorlengen øker. Prisen på A1 Jet Fuel korrelerer igjen så å si perfekt med oljeprisen.

Drivstoffkostnader alene utgjør nesten ca 1/3 av driftskostnadene, og i 2007 og i begynnelsen av 2008 har vi sett en kraftig økning i både prisen på olje og flybensin. Dette alene har vært nok til at selskapet har oppjustert sitt estimat på enhetskostnader for 2008 til 0,6. Norwegian har pr 31.12-2007 ikke sikret drivstoffkostnader for 2008, men vurderer fortløpende å gjøre dette.

Markedet forventer fortsatt høy drivstoff pris i årene som kommer, og spesielt i 2008 og 2009. Etter dette tror jeg man vil se en reduksjon i prisene i forhold til dagens ekstreme nivå enten gjennom reduserte avgifter eller reduserte spottpriser. For 2008 anslår IATA en gjennomsnittlig kostnad per fat flybensin på \$123,1 ([www.iata.org](http://www.iata.org)). Ettersom Norwegian anslår å øke produksjonen med 50 % i 2008 vil det være naturlig å anslå at drivstoffkostnadene øker med omtrent det samme. Det er på den annen side anslått at bensinprisen vil være signifikant høyere i 2008 enn i 2007, slik at dette anslaget bør

oppjusteres. Jeg antar at drivstoffkostnaden øker med 67 % i 2008. For å korrigere for de høye kostnadene har Norwegian fra 2. Kvartal 2008 innført en drivstoffavgift på billettene som delvis vil bidra til å minske effekten av høye drivstoffpriser.

Fra 2009 til 2014 vil selskapet få levert 42 nye Boeing 737-800 som bruker om lag 20-25 % mindre drivstoff enn den gamle typen. Dette, sammen med en generell reduksjon i spottpriser på jet fuel og økt sektorlengde vil bidra til at drivstoffkostnadene vil utgjøre en mindre del av de totale kostnadene og øke mindre enn den totale produksjonen utover i perioden. Allikevel mener jeg at kostnaden i 2009 vil øke mer enn produksjonen. For de resterende årene er det svært vanskelig å gi noe godt estimat for driftstoff kostnadene på grunn av oljeprisens volatilitet. Tabellen viser mine antakelser for disse årene.

**Tabell 10: Drivstoffkostnader i eksplisitt periode**

Drivstoffkostnader.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Økning i %		41 %	67 %	33 %	15 %	10 %	5 %	2,5 %
Drivstoff kostnad	703 872	990 741	1 654 537	2 200 535	2 530 615	2 783 677	2 922 860	2 995 932

### Salg og distribusjon.

Salgs og distribusjonskostnadene er i hovedsak knyttet til billettsalg. Ettersom nesten 90 % av billettsalget foregår via internett, og det ikke er store rom for kostnadsbesparelser i andre distribusjonsledd. Fra 2006 til 2007 økte antall reisende med 36 % mens kostnadene knyttet til salg og distribusjon økte med kun 1,4 %. På bakgrunn av dette legger jeg til grunn en vekst i salgs- og distribusjonskostnadene på 1,5 % de to første årene og 1 % i de resterende årene i eksplisitt periode.

**Tabell 11: Salgs og distribusjonskostnader i eksplisitt periode**

Salgs og distribusjonskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Økning i %		1,37 %	1,50 %	1,50 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
S&D kostnader	92 889	94 162	95 574	97 008	97 978	98 958	99 947	100 947

### Lønnskostnader.

Lønnskostnadene bestemmes av antall ansatte og deres gjennomsnittlige lønn. Norwegian har i hovedsak norske ansatte, som taler for at lønnskostnaden vil være vesentlig høyere enn for sine utenlandske konkurrenter. Antall ansatte vil naturligvis øke ettersom selskapets produksjon øker. Hovedsakelig vil det bli behov for flere piloter og kabinansatte. Ettersom en del av økningen i produksjon vil skje fra Polen, med polsk besetning om bord vil dette bidra til å redusere gjennomsnittslønnen. Økningen i operasjonelt personell vil mest sannsynlig følge økningen i ASK, mens man i administrasjonen og andre avdelinger sannsynligvis kan dra en viss nytte av stordriftsfordeler. Til tross for dette hadde man fra '06 til '07 en økning i lønnskostnader på 51 % mens økningen i ASK var 30 %. Jeg antar at denne trenden fortsetter på kort sikt mens forholdene beskrevet over får innvirkning på lengre sikt.

**Tabell 12: Lønnskostnader i eksplisitt periode**

Lønnskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Økning i %		51 %	55 %	27 %	16 %	10 %	8 %	3 %
Lønnskostnader	412 940	622 189	964 393	1 224 779	1 420 744	1 562 818	1 687 844	1 738 479

### Leasing kostnader.

Leasingkostnadene består i all hovedsak av kostnader til leasing av fly, mens en liten del stammer fra leasing av bygg, biler og lignende. Leasing avtalene på fly strekker seg fra 2 til 5 år med mulighet for forlengelse. Som sagt antar jeg i denne oppgaven at også selskapets nye fly inngår i selskapets regnskap som leasingavtaler.

Avtalene på de eldre Boeing 737-300 flyene går ut fra 2009 til 2013, mens avtalen på MD 80 flyene går ut i 2008 og 2009. Det er meningen at de nye Boeing 737-800 flyene skal erstatte utfasingen av de eldre flyene. Gjennomsnittlig leasingkostnad i 2007 var 9,88 millioner per fly. Ettersom de nye flyene er større og mer moderne, vil det være rimelig å anta at leasingkostnadene for disse flyene vil være høyere. Se også appendiks for beregning av leasingkostnader.

**Tabell 13: Leasingkostnader i eksplisitt periode**

Leasingkostnader						
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Totale leasingkostnader	390 733	439 895	465 855	541 215	616 575	701 815

**Handling kostnader.**

Handling kostnader vil generelt sett øke ettersom ASK og RPK øker. Det er naturlig å anta at det er god korrelasjon mellom ASK og handling kostnadene, men jeg ser for meg en effektivisering av disse kostnadene som følge av stordriftsfordeler, samt at en økning i utenlandsdestinasjonene gir en lavere gjennomsnittskostnad som følge av lavere prisnivå på disse tjenestene. Som vi ser økte handling kostnadene mer enn produksjonen i 2007. I '08 antar jeg at handling kostnadene øker like mye som produksjonen, før stordriftsfordeler og forhandlingskraft sørger for at økningen i kostnader blir gradvis lavere enn økningen i produksjonen utover i perioden.

**Tabell 14: Handling kostnader i eksplisitt periode**

Handling kostnader								
	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Økning i %		32 %	50 %	27 %	15 %	10 %	5 %	2,5 %
Handling kostnader	306 825	404 275	606 413	770 144	885 665	974 232	1 022 944	1 048 517

**Teknisk vedlikehold.**

Norwegian utfører selv teknisk vedlikehold på sine leasede fly, så denne kostnaden vil i all hovedsak være avhengig av det antallet fly selskapet har på vingene og bruken av disse. Kostnader på vedlikehold per fly var i 2007 på 12 633 593 kroner. Antall fly i årene 2008 til 2013 ved slutten av hvert år er som følger, 34, 34, 33, 37, 41 og 46. Det gir følgende kostnader. Store deler av vedlikeholdskostnader på flyene er pålagt av myndighetene, slik at disse vil bli omtrent like uavhengig av flytype. I tillegg kan man regne med at gevinsten knyttet til redusert vedlikehold på nye fly oppveies av at disse flyene er større.

**Tabell 15: Vedlikeholdskostnader i eksplisitt periode**

Teknisk vedlikehold

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Vedlikeholdskostnader	306 333	404 275	429 542	429 542	416 909	467 443	517 977	581 145

**Lufthavnskostnader.**

Lufthavnskostnadene øker i takt med antall flygninger. Ettersom Norwegian forventes å ekspandere kraftig vil vi også se en økning i disse kostnadene. Denne økningen vil være relativt proporsjonal med økningen i ASK. I 2007 økte kostnaden med 44 %, 14 % mer enn produksjonen. Jeg legger til grunn en økning på 55 % i 2008 og 35 % økning i 2009. Utover i perioden ser vi at kostnaden korrelerer med økningen i ASK.

**Tabell 16: Lufthavnavgifter i eksplisitt periode**

Lufthavnskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Endring i %		44 %	55 %	27 %	16 %	11 %	10 %	2,5 %
Lufthavnkost.	417 942	601 780	932 759	1 179 940	1 368 731	1 519 291	1 671 220	1 713 001

**Avisning.**

På samme måte som Lufthavnskostnadene regner jeg med at avisningskostnadene vil øke som følge av økt produksjon, men at det blir en reduksjon per flydde kilometer som følge av flere flygninger til utlandet og operasjoner i Øst-Europa. Kostnader til avisning i forhold til ASK i 2007 var 0,00547. Etter som en større andel flygninger vil foregå på kontinentet setter jeg denne kostnaden til 0,0048

**Tabell 17: Avisningskostnader i eksplisitt periode**

Avisningskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Endring i %		43 %	32 %	25 %	16 %	11 %	5 %	2,5 %
Avisningskostnader	26 661	38 080	50 266	62 832	72 885	80 902	84 948	87 071

**Avskrivninger.**

Avskrivningskostnaden består i hovedsak av avskrivninger på de to flyene selskapet eier, på bygninger, utstyr på leasede fly, reservedeler og utstyr og inventar i tillegg til intangible eiendeler.

Flyenes avskrives lineært over 30 år, og reservedelene er knyttet til krav om vedlikehold og utstyr til disse flyene. Det betyr at disse to avskrivningselementene vil holde seg stabile over hele perioden.

Avskrivning på utstyr på leasede fly vil naturligvis øke ettersom flyparken øker. Flyene som kommer i årene fremover er også noe større enn dagens fly, slik at avskrivningene knyttet til denne delen vil øke utover i perioden.

Avskrivninger på utstyr og inventar forventes å øke ettersom selskapet har handlet en del utstyr og inventar til sin nye base på Rygge.

Avskrivninger på intangible eiendeler antar jeg øker med 30 % i 2008 og 15 % i 2009 for deretter å være stabil resten av perioden.

**Tabell 18: Avskrivninger**

Avskrivningskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Avskrivning på fly og reservedeler	26 361	29 283	29 283	29 283	29 283	29 283	29 283	29 283
Utstyr på leasede fly	6 045	17 395	25 000	25 000	23 000	27 000	30 000	36 000
Utstyr og inventar	7 067	8 345	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Intangible eiendeler	11 597	19 021	24 727	28 436	28 436	28 436	28 436	28 436
<b>Avskrivningskostnader</b>	<b>51 070</b>	<b>74 044</b>	<b>89 010</b>	<b>92 719</b>	<b>90 719</b>	<b>94 719</b>	<b>97 719</b>	<b>103 719</b>

### Andre kostnader.

I 2008 hadde Norwegian driftsuavhengige kostnader på NOK 224 200 og driftsavhengige kostnader på NOK 223 717. I tillegg kjøpte Norwegian kapasitet hos andre selskaper for NOK 109 826. I mangel på andre variabler velger jeg å anta at disse kostnadene øker proporsjonalt med ASK, muligens med en litt lavere vekstrate. Det kan virke som om Norwegian blir mindre avhengig av kapasitet fra andre selskaper, så veksten i denne kostnaden setter jeg til halvparten av veksten i ASK. Driftsuavhengige kostnader for 2008 vil være preget at selskapets oppstart av basen på Rygge i februar, som antas å være en betraktelig sum.

**Tabell 19: Andre kostnader i eksplisitt periode**

#### Andre kostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Endring i %		42 %	50 %	26 %	15 %	10 %	5 %	2,5 %
Driftsavhengige kostnader	158 034	223 717	335 576	422 825	486 249	534 874	561 617	575 658
Endring i %		61 %	75 %	20 %	16 %	11 %	5 %	2,5 %
Driftsuavhengige kostnader	139 264	224 200	392 350	470 820	546 151	606 228	636 539	652 453
Endring i %		-37,5 %	25 %	15 %	8 %	5,5 %	5 %	2,5 %
Kjøpt kapasitet	175 803	109 826	137 283	157 875	170 505	179 883	188 877	193 599

### 7.1.3 Andre resultat og balanseposter.

#### Skatt.

Norwegian har per 31.12 2007 en utsatt skattefordel på NOK 61,3 millioner. Denne skattefordelen blir korrigert ved å redusere betalbar skatt de første årene med positivt resultat før skatt, helt til skattefordelen er fullt utnyttet. Norwegian's skattestat er 28 % både nominelt og effektivt.

#### Finansposter.

Finanspostene består i hovedsak av renteinntekter og rentekostnader, samt tap og gevinster på utenlandsk valuta og kostnader fra hedgeing. Renteinntektene stammer fra selskapets store kontantbeholdning, mens rentekostnader stammer fra langsiktige lån.

Jeg forventer at renteinntektene vil reduseres noe i 2008 og 2009 som følge av svakt eller negativt årsresultat. Deretter vil kontantbeholdningen holde seg stabil eller øke noe mot slutten av perioden.



Rentekostnadene vil øke jevnt utover i perioden ettersom selskapet sannsynligvis vil ta opp noe lån til å finansiere investeringer i utstyr og tilbehør som ikke klassifiseres som leasing.

Andre finansinntekter og kostnader er vanskelig å anslå. Man vil sannsynligvis se endringer her, men uten noe grunnlag for antakelser setter jeg denne posten lik som i 2007. Disse endringene vil sannsynligvis uansett være såpass små at de ikke får noen spesiell innvirkning på verdianslaget.

**Tabell 20: Finansinntekter/kostnader i eksplisitt periode**

Finansinntekter/kostnader						
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Rentekostnader	-19 140	-25 000	-27 000	-30 000	-33 000	-35 000
Renteinntekter	18 000	17 000	17 000	18 000	19 000	20 000
Andre finansinntekter/kostnader (netto)	-32 635	-32 635	-32 635	-32 635	-32 635	-32 635
<b>Netto finansinntekter/kostnader</b>	<b>-33 775</b>	<b>-40 635</b>	<b>-42 635</b>	<b>-44 635</b>	<b>-46 635</b>	<b>-47 635</b>

**Kalkulatorisk rente på leasing og investeringer i forbindelse med leasingforpliktelser.**

For å finne den frie kontantstrømmen til totalkapitalen må man legge til en kalkulatorisk rente på leasingforpliktelsene. Denne renten skal reflektere rentekostnader til leasingselskapene etter skatt. I tillegg vil en økning i nåverdien av leasingforpliktelsene ses på som investeringer, noe som vil øke kapitalutbetalingene. Det er naturlig å anta at nåverdien av leasingforpliktelsene øker, reduseres eller beholdes uendret ettersom antall leasede fly økes, reduseres eller holdes uendret. Se også i vedleggene om beregning av kalkulatorisk rente og nåverdi av leasingforpliktelser.

### Reduksjon/ økning arbeidskapital

Det er naturlig at arbeidskapitalen øker for et selskap i vekst, og at dette fremkommer som et negativt kontantstrømelement. Dette vil derimot ikke være tilfellet for Norwegian. En flyreise betales før den leveres, og altså før kostnadene påløper. Disse forskuddsinnbetalingene er dermed med på å finansiere driften. Gjennom økt produksjon vil forskuddsinnbetalingene øke, slik at man får et positivt kontantstrømelement. Dette vil altså tilsvare en reduksjon i arbeidskapitalen. Jeg vil forutsette følgende endringer i arbeidskapitalen.

**Tabell 21: Endring i arbeidskapital i eksplisitt periode**

Endringer i arbeidskapitalen						
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Reduksjon i arbeidskapital	15 000	10 000	5 000	5 000	5 000	5 000

### Investeringer

Denne posten vil i all hovedsak være påvirket av investeringer i materiell og utstyr ettersom jeg har antatt at selskapet kommer til å forsette med å lease sine fly også i fremtiden. På bakgrunn av dette antar jeg at selskapet stort sett investerer i utstyr for å håndtere veksten i produksjonen og for å erstatte foreldet materiell. Investeringene vil være størst de første årene for å håndtere den generelle veksten i selskapet, deretter vil den stabilisere seg de siste årene i den eksplisitte perioden.

Denne posten er et kapitalutlegg, og vil derfor fremstå som et negativt element i kontantstrømmen.

## 7.2 Kontantstrøm

Fri kontantstrøm kan defineres slik.

EBIT (1-s)
+ Avskrivninger
- Investeringer
<u>+/- Reduksjon/Økning Arbeidskapital</u>
<u>= Fri kontantstrøm til totalkapitalen</u>

Når man behandler nåverdien av leasingforpliktelsene som gjeld, må man beregne fri kontantstrøm til eiere og til leasingselskapene. For å gjøre dette trekker man først ifra leasingkostnadene ettersom disse gir redusert skatt, og så legger man på den kalkulatoriske leasingrenten etter skatt.

Driftsinntekter
- Driftskostnader
= EBITDAR
- Leasing
= EBITDA
- Avskrivninger
= EBIT
- Skatt
+ Avskrivninger
+ Kalkulatorisk leasing rente etter skatt
+/- Reduksjon/Økning Arbeidskapital
= Fri kontantstrøm fra driften
-/+ økning/reduksjon leasingforpliktelser
- Investeringer
= <b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>

Den kalkulatoriske leasingrenten beregnes som nåverdien av leasingforpliktelsene multiplisert med diskonteringsraten etter skatt. Da finner man fri kontantstrøm til totalkapitalen.

### 7.2.1 Terminalverdi

Som nevnt i kapitlet om forskjellige metoder av verdsettelse vil jeg benytte meg av Gordons vekstformel for å beregne terminalverdien.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_{t+1}}{(k - g)(1 + k)^t}$$

$CF_{t+1}$ , altså kontantstrømmen for året etter eksplisitt periode, finner man ved å multiplisere fri kontantstrøm i år  $t$  med vekstraten for terminalperioden. Avkastningskravet til totalkapitalen, WACC, har jeg beregnet til å være 6,84 % og jeg har argumentert for en vekst i terminalperioden på 2,5 %.

Dette gir en terminalverdi på 3 987 195 000 kroner, noe som utgjør om lag 72 % av den totale nåverdien.

### 7.2.2 Verdi av egenkapitalen.

Verdien av egenkapitalen kan vi nå finne ved å summere nåverdiene av kontantstrømmen fra den eksplisitte perioden og nåverdien av terminalverdien. Vi har nå funnet verdien av totalkapitalen. For å finne verdien av egenkapitalen må vi trekke fra selskapets samlede rentebærende gjeld.

Verdien per enkelt aksje finnes så ved å dividere verdien av egenkapitalen med antall utestående aksjer.

**Tabell 22: Verdi av egenkapitalen**

Verdi av egenkapitalen	
Sum nåverdier eksplisitt periode	1441202
+ Terminalverdi	3642462
= Verdi av totalkapitalen	5083664
- Samlet rentebærende gjeld	2789780
<b>= Verdi av egenkapitalen</b>	<b>2293884</b>
Antall utestående aksjer	20865,526
<b>Verdi per aksje</b>	<b>109,94</b>

## 7.3 Multiplikator analyse

For å kontrollere verdien jeg fant i kontantstrømanalysen vil jeg nå beregne enkelte multiplikatorer. Meningen er at dette skal være en enkel måte å sammenligne selskaper eller for å estimere verdien av selskapet på.

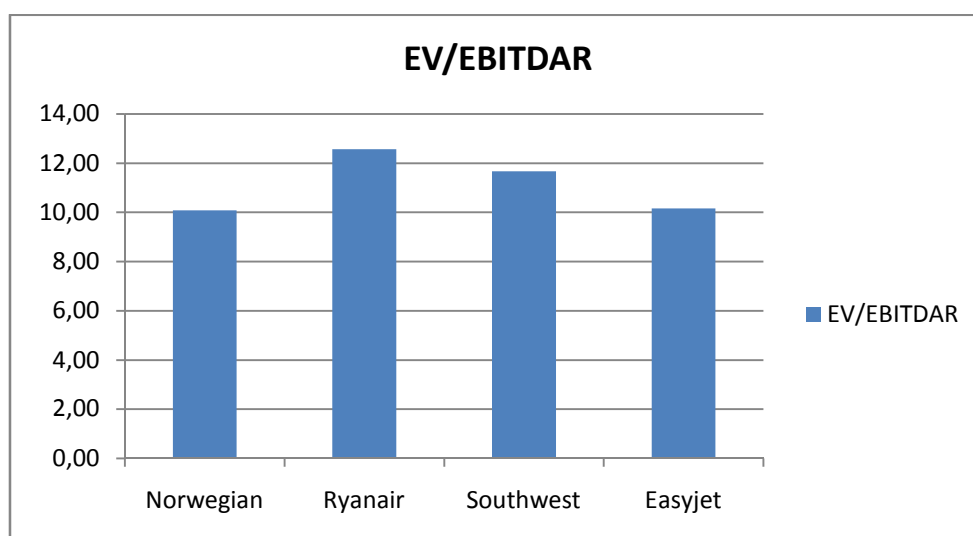
I denne analysen ønsker jeg å sammenligne prisingen av Norwegian med andre flyselskaper. Det mest relevante å se på er hvordan Norwegian er priset i forhold til andre lavprisselskaper, men jeg vil også inkludere noen av de klassiske selskapene for sammenligningens skyld.

Et problem i denne analysen er at en del av selskapene i bransjen sliter med lønnsomheten og har negative resultater.

### 7.3.1 EV/EBITDAR

For å kunne sammenligne Norwegian og de andre selskapene uten at Norwegians operasjonelle leasing spiller inn på utfallet kan vi bruke EV/EBITDAR. Dette er en videreføring av modellen til Damodaran (1999 og 2002) hvor vi ser på selskapets verdi i forhold til resultat før skatt, rente, avskrivninger og leasingkostnader.

**Figur 8: EV/EBITDAR**



Ser vi på figuren over ser vi at Norwegian er relativt likt priset som de typiske lavprisselskapene vi her sammenligner med. Når man tenker på hvilken vekst Norwegian legger opp til kan det virke som om aksjen kanskje er noe underpriset.

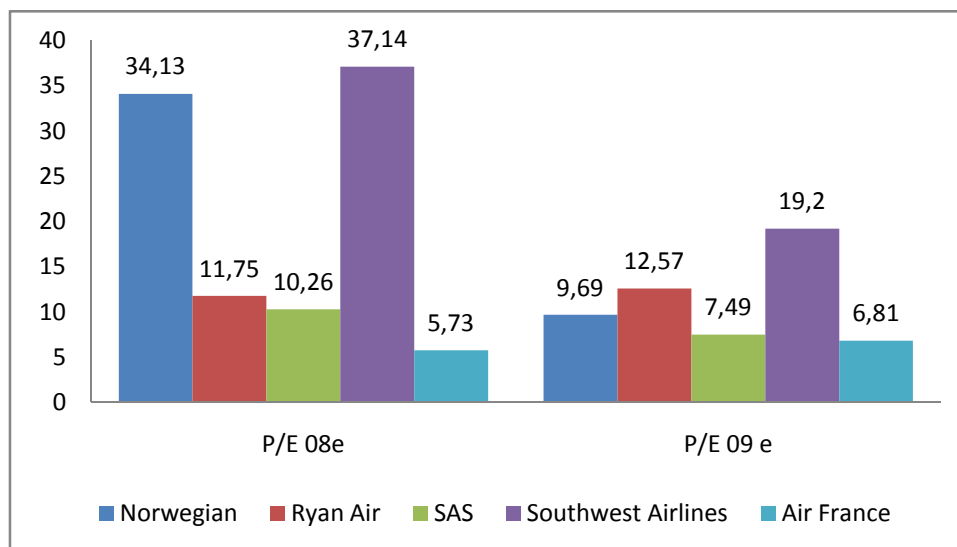
### 7.3.2 P/E

**Tabell 23: P/E beregning**

P/E	
Markedsverdi EK	2293884
Årsresultat 2007	84579
= 27,12	

Som vi ser av denne beregningen har Norwegian en ganske høy P/E verdi. I følge Reuters er gjennomsnittlig P/E for bransjen 21,35, så dette tilsier en større vekst for Norwegian enn for bransjen generelt. Hvis vi ser på markedets konsensus for de to neste årene ser vi at Norwegian prises relativt høyt i forhold til flere av sine konkurrenter også i 2008. Dette underbygger den høye P/E verdien for 2007 og tilsier at markedet forventer høyere vekst for Norwegian enn de fleste av selskapets konkurrenter også i 2008. I 2009 ligger Norwegians P/E verdi lavere enn de to lavprisselskapene vi sammenligner med, men høyere enn de tradisjonelle selskapene. I mitt fremtidsregnskap er resultatet etter skatt i 2008 negativt, slik at det ikke er mulig å beregne en P/E for dette året.

**Figur 9: P/E markedskonsensus 2008e og 2009e**



Kilde: www.reuters.com

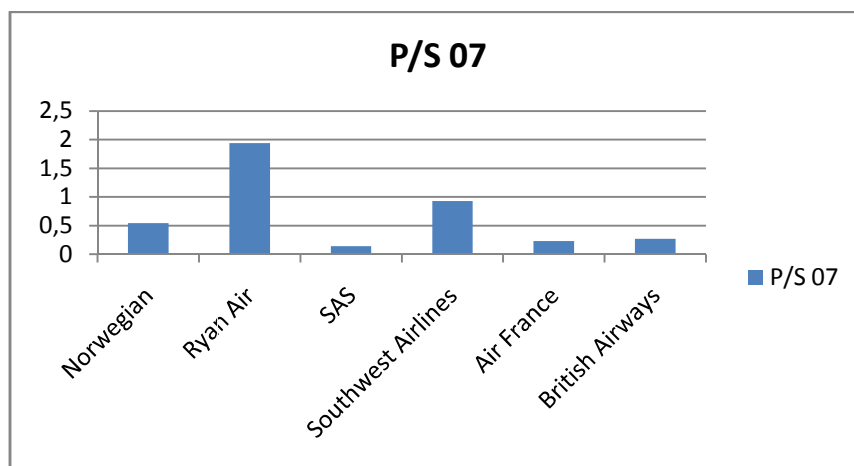
## 7.3.3 P/S

Tabell 24: P/S beregning

P/S	
Markedsverdi EK	2293884
Driftsinntekter 2007	4226202
= 0,54	

Beregningen over viser Norwegians P/S verdi for 2007. Når vi sammenligner denne verdien med andre selskaper i bransjen ser vi at den er en del lavere enn sine lavpriskonkurrenter, mens den ligger godt over de mer klassiske selskapene. I forhold til P/E-verdien ser vi her at Norwegians aksje prises lavere av markedet når man legger inntekter til grunn. Når jeg legger til grunn P/S for 2007 og driftsinntekter for 2008 får jeg en pris per aksje på 153, 12 kr, altså godt over mitt verdianslag fra kontantstrømanalysen.

Figur 10: P/S 2007



Kilde: www.reuters.com

### 7.3.4 P/B

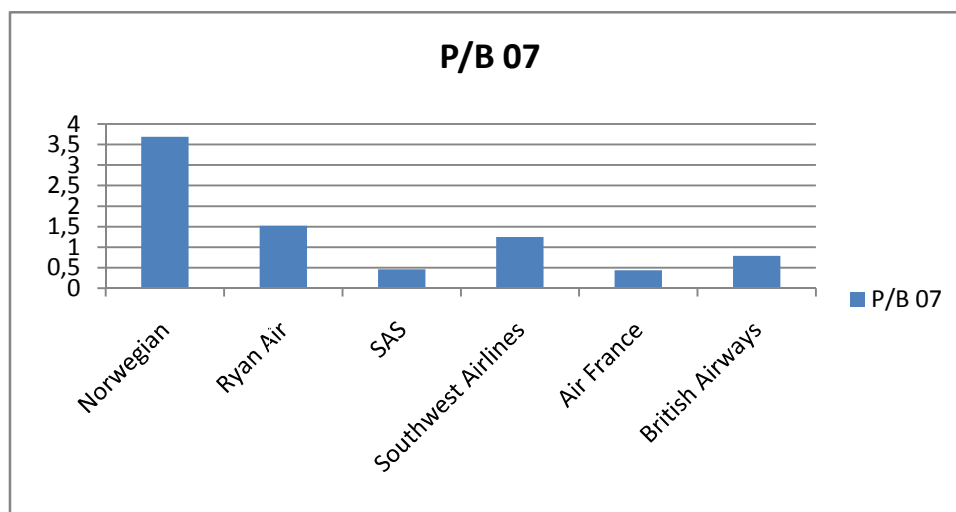
P/B verdien for Norwegian blir som beskrevet tidligere i oppgaven ikke påvirket av forskjellen i behandling av leasingavtaler. Hvis jeg legger mine beregninger til grunn får Norwegian en P/B-verdi på 4,51.

**Tabell 25: P/B beregning**

P/B	
Markedsverdi EK	2293884
Bokført EK	508273
	= 4,51

Norwegian prises høyt i forhold til sine konkurrenter hvis man ser på P/B verdien. Denne verdien kan være påvirket av forskjeller i gearing mellom selskapene, og som vi har vist tidligere i oppgaven har Norwegian lav gearing. Derfor er ikke denne multiplenumeren spesielt god pekepinn på hvordan Norwegian prises i forhold til sine konkurrenter.

**Figur 11: P/B 2007**



Kilde: www.reuters.com



## 7.4 Sensitivitetsanalyse

Ettersom kontantstrømmen til totalkapitalen, og dermed også verdien av Norwegian Air Shuttle, er preget av en rekke antakelser vil det kunne knytte seg usikkerheter til verdianslaget. For å belyse denne usikkerheten vil jeg foreta sensitivitetsanalyser av de faktorene jeg anser for å ha størst innvirkning på verdien av selskapet.

Sensitivitetsanalysen fungerer ved at man endrer på en faktor av gangen for å se på til hvilken grad denne endrer på verdien av selskapets egenkapital. Dette kan også sies å være svakheten ved denne metoden å se på usikkerhetsmomenter på. I den virkelige verden vil man som regel oppleve at det er endringer i flere faktorer som fører til endringer i selskapets verdi. Derfor vil mine simuleringer som kun ser på en variabel av gangen ikke nødvendigvis fange opp de endringer man kan forvente å se i virkeligheten.

Jeg har valgt ut følgende variabler som jeg mener har størst innvirkning på verdien av Norwegian Air Shuttle ASA

- Salgsinntekter
- Drivstoffkostnader
- Leasingkostnader
- Beta
- Risikofri rente
- Vekst i terminalperioden

I sensitivitetsanalysen har jeg valgt å endre variablene salgsinntekter, drivstoffkostnader og leasingkostnader med +/- 2,5, 5 og 10 %, mens jeg endrer beta-verdien, risikofri rente og vekst i terminalperioden med 5, 10, 15 og 20 %.

**Tabell 26: Sensitivitetsanalyse inntekter og kostnader**

Sensitivitetsanalyse inntekter og kostnader

Endring	-10 %	5 %	2,50 %	0 %	2,50 %	5 %	10 %
Driftsinntekter	72,12	96,77	100,48	109,94	119,39	129,1	147,76
Drivstoffkostnader	194,81	152,37	131,16	109,94	88,72	67,5	25,06
Lønnskostnader	162,76	136,35	123,14	109,94	96,73	83,53	57,12
Leasingkostnader	142,18	126,06	118,00	109,94	101,87	93,81	77,69

Som vi ser av tabellen er selskapets egenkapital sensitiv til endringer i alle variablene. Ettersom drivstoffkostnader er selskapets største enkeltkostnad er det naturlig at denne også har størst innvirkning på verdien av selskapet. Ti prosent nedgang i drivstoffkostnadene øker verdien av selskapet med 77,2 %, mens en økning på ti prosent reduserer verdien med 77,20 % slik at egenkapitalen i selskapet kun er verdt 25,06 kroner per aksje.

Virkingen av endringer i driftsinntektene er beregnet ved å justere samlede driftskostnader like mye som den prosentvise endringen i driftsinntektene. Også her ser vi relativt store endringer i verdien av selskapets egenkapital, men dog mindre enn hva var tilfellet med drivstoffkostnaden.

**Tabell 27: Sensitivitetsanalyse avkastningskrav og vekst i terminalperiode**

Sensitivitetsanalyse risikofri rente, beta og vekst i terminalperioden.

Endring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Beta	139,58	131,56	123,97	116,77	109,94	103,44	97,26	91,37	85,76
Risikofri rente	141,38	132,84	124,78	117,15	109,94	103,1	96,6	90,43	84,57
Vekst i terminalperiode	91,13	95,45	100,02	104,84	109,94	115,34	121,07	127,16	133,65

Også ved å endre forutsetningene for avkastningskravene og ved å endre veksten i terminalperioden får man nokså betydelige endringer i selskapets verdi. Likevel er disse endringene noe mindre enn hva tilfellet er for endringer i kostnader og inntekter. Tabellen viser at mitt verdianslag er mest avhengig av den risikofrie renten, mens veksten i terminalperioden har minst å si for verdien av disse tre variablene.

## 8.0 Svakheter ved oppgaven

En svakhet ved denne oppgaven knytter seg blant annet til mine forutsetninger vedrørende kjøpene av fly. Jeg har forutsatt at selskapet også i fremtiden vil fortsette å lease sine fly, og at effekten av sale lease-back transaksjonen netto er null. Dette har jeg gjort fordi endringene fra å leie til å eie fly vil ha så stor virkning på selskapet, finansieringen og driften at jeg ikke har nok forutsetninger til å implementere alle disse virkningene og fremdeles få et verdianslag med en viss grad av substans. I tillegg tror jeg det er en reel mulighet for at selskapet velger denne muligheten.

På bakgrunn av antakelsen over har jeg også måtte gjøre flere antakelser for å kunne beregne nåverdien av fremtidige leasingkostnader. Jeg har gjort disse antakelsene på bakgrunn av forventet vekst i fly flåten og forventet leiekostnad per fly. Det er med andre ord en viss usikkerhet knyttet til disse beregningene. Også behandlingen av operasjonell leasing i verdsettelse har vært vanskelig. Her har spesielt kalkulatorisk leasingkostnad og implementering av operasjonell leasing i forhold til kontantstrømoppstillingen skapt noen problemer.

Også kontantstrømoppstillingen i seg selv kan man si at har en svakhet ved at den som sensitivitetsanalysene viser er veldig følsom selv for små endringer i forutsetningene. Dette gjør det enda mer vanskelig å estimere en korrekt verdi av selskapet. I tillegg utgjør terminalverdien nesten 72 % av nåverdien, som også vil være en svakhet i forhold til verdianslaget.

Som vist ved sensitivitetsanalysene kan det også knytte seg svakheter til beta-verdien, risikofri rente og markedets risikopremie. Beregningen av beta-verdien er gjort ved hjelp av regresjonsanalyse, for så å justere denne. Denne verdien er veldig lik beregnede beta-verdier på forskjellige finanssider på internett, men som sagt vil en liten endring i denne ha relativt stor innvirkning på verdianslaget. Det er også noe usikkerhet knyttet til valg av markedets risikopremie og risikofri rente.

Jeg har også i oppgaven utelukkende fokusert på Norwegian Air Shuttle ASA og deres virksomhet i luftfarten. Selskapet har imidlertid eierskap i Bank Norwegian og Call

Norwegian, så det er ikke umulig at morselskapet kan få inntekter fra disse datterselskapene i fremtiden.

En siste svakhet er at det alltid vil være ekstra vanskelig å verdsette et selskap som viser så ekstrem vekst som hva Norwegian Air Shuttle gjør. Verdianslaget vil da få ekstra usikkerhet knyttet til seg ettersom det blir enda mer vanskelig og uforutsigbart å anslå hvordan kostnader og inntekter vil utvikle seg, spesielt over en lenger tidsperiode. Det at sammenlignbare selskaper i lavprissegmentet også har sterk vekst er med på å gjøre jobben enda vanskeligere da man ikke har noe selskap man kan sammenligne utviklingen med.

## 9.0 Konklusjon

Jeg har nå funnet en estimert verdi Norwegians egenkapital ved hjelp av Discounted Cashflow modellen. Denne estimerte verdien tar hensynt til alle relevante opplysninger fra årsrapporter, selskapspresentasjoner, næringslivspresse og informasjon om markeds og bedriftsforhold, samt min egen subjektive oppfattelse av selskapets fremtidige inntjeningssevne.

Den strategiske analysen viste oss at selv om Norwegian er i en bransje med hard konkurranse har selskapet stort potensial i fremtiden. Trusselen fra nye konkurrenter er relativt begrenset og selskapet viser god evne til å kapre markedsandeler både nasjonalt og internasjonalt. I tillegg til dette har selskapet konkurransefortrinn som det kan utvikle videre, og selskapet vil i løpet av de neste årene disponere en av Europas mest moderne flyflåter.

Kontantstrømverdsettelsen viser oss hvor store endringer man kan få i selskapets verdi bare ved små endringer i innsatsfaktorer og antakelser. Dette gjør at det blir svært vanskelig å komme frem til et nøyaktig anslag på verdien. I tillegg er og har selskapet vært preget av kraftig vekst slik at er vanskelig å komme frem til estimater som gir en høy grad av sikkerhet for verdianslaget. Multiplikatoranalysen viser at markedet har forventninger om fremtidig vekst for Norwegian, og at aksjen for øyeblikket virker underpriset.

Mine beregninger viser at verdien av Norwegians total kapital er på 5 083 664 000 kroner. Norwegian Air Shuttle ASA har til sammen 2 789 780 000 i langsiktig gjeld (inkludert nåverdien av fremtidige leasingforpliktelser). Dermed er verdien av selskapets egenkapital 2 293 884 000 eller 109,94 kroner per aksje.

Per 30.05-2008 handles Norwegian Air Shuttles aksje på Oslo Børs til 83,00 kroner per aksje. I forhold til mitt prismål på 109,94 kr er aksjen underpriset, og min anbefaling er derfor **KJØP**.

## Bibliografi

### Bøker.

- ✓ Banken, K. Busch, T. (1999) *Analyse av finansregnskapet*. Tano Aschehoug AS
- ✓ Boye, K. Meyer, C.B. (1998) *Fusjoner og Oppkjøp*, Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.
- ✓ Copeland, T. Koller, T. Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (3<sup>rd</sup> Edition) McKinsey & Company, Inc.
- ✓ Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and techniques for Determining the Value of Any Asset*. (2<sup>nd</sup> Edition) John Wiley and Sons, New York.
- ✓ Gjesdal, F. Johnsen, T. (1999) *Kravsetting, Lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen akademiske forlag, Oslo.
- ✓ Palepu, K.G. Healy, P.M. og Bernard, V.L. (2004) *Business analysis & valuation: using financial statements* .(Third edition) BY/STED Thomson, South-western
- ✓ Penman, S. (2007) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (Third edition) McGraw Hill.
- ✓ Porter, M.E (1992) *Konkurransetrinn*. Tano A.S
- ✓ Porter, M.E (1987) *Competitive Advantage*, The Free Press, New York.

### Artikler.

- ✓ Damodaran, A. (1999) *Dealing with Operating leases in Valuation*. Stern School of Business, New York.

**Internett.**

- ✓ Dagens Næringsliv  
[http://www.dn.no/finans/portal/stock-oslo?newt\\_m\\_context=oslo&newt\\_m\\_ticker=NAS](http://www.dn.no/finans/portal/stock-oslo?newt_m_context=oslo&newt_m_ticker=NAS)
  
- ✓ E24.no  
<http://e24.no/boers-og-finans/article2367539.ece#VG>  
<http://e24.no/boers-og-finans/article2373517.ece#VG>  
<http://e24.no/boers-og-finans/article2371975.ece>  
<http://e24.no/boers-og-finans/article2387941.ece>  
<http://e24.no/boers-og-finans/article2388550.ece#VG>
  
- ✓ International Air Transport Association.  
[http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel\\_monitor/index.htm](http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel_monitor/index.htm)
  
- ✓ Norges Bank.  
[http://www.norges-bank.no/Pages/Article\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/Pages/Article_55495.aspx)
  
- ✓ Norwegian Air Shuttle ASA  
[http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/press\\_conference\\_norwegian\\_boeing\\_30aug07.pdf](http://www.norwegian.no/graphics/Investorrelations/press_conference_norwegian_boeing_30aug07.pdf)
  
- ✓ Statistisk Sentralbyrå.  
<http://www.ssb.no/emner/10/03/regnikt/tab-2008-04-09-11.html>
  
- ✓ Thomson Reuters  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=NWC.OL>  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=RYA.I>  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BAY.L>  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=AIRF.PA>  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=LUV.N>  
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=SAS.ST>

- ✓ US Department of Justice.  
[http://www.usdoj.gov/atr/public/hearings/single\\_firm/docs/218691b.gif](http://www.usdoj.gov/atr/public/hearings/single_firm/docs/218691b.gif) (5 forces)
  
- ✓ Yahoo Finance  
<http://finance.yahoo.com/q?s=NAS.OL>  
<http://finance.yahoo.com/q?s=%5EEOSEAX>

**Annet.**

- ✓ Dagens Næringsliv, 25.04 2008
- ✓ Easyjet, *Annual Report 2007*.
- ✓ Norwegian Air Shuttle ASA, *Annual Report 2007*.
- ✓ Norwegian Air Shuttle ASA, *Annual Report 2006*.
- ✓ Norwegian Air Shuttle ASA, *Annual Report 2005*.
- ✓ Orion Securities(2008), *Analyse av Norwegian Air Shuttle ASA*
- ✓ Ryan Air, *Annual Report 2007*.
- ✓ SAS Group, *Annual Report 2007*.
- ✓ Southwest Airlines, *Annual Report 2007*.



## Appendix

### Vedlegg 1: Beregning av beta-verdi

NAS			OBX All shares		
Date	Close	Return	Date	Close	Return
apr.08	115,00	6,96 %	apr.08	510,9	-6,56 %
mar.08	123,00	-0,81 %	mar.08	477,4	3,80 %
feb.08	122,00	13,11 %	feb.08	495,55	-7,42 %
jan.08	138,00	22,46 %	jan.08	458,8	24,23 %
Dec-07	169,00	-6,51 %	Dec-07	569,97	0,49 %
nov.07	158,00	1,90 %	nov.07	572,79	3,88 %
Oct-07	161,00	-24,22 %	Oct-07	594,99	-3,33 %
sep.07	122,00	3,69 %	sep.07	575,15	-4,65 %
aug.07	126,50	-5,14 %	aug.07	548,42	4,55 %
jul.07	120,00	-0,83 %	jul.07	573,36	2,35 %
jun.07	119,00	7,14 %	jun.07	586,86	-3,92 %
May-07	127,50	-9,80 %	May-07	563,87	-4,05 %
apr.07	115,00	-20,43 %	apr.07	541,01	-3,66 %
mar.07	91,50	-4,64 %	mar.07	521,2	-4,30 %
feb.07	87,25	8,60 %	feb.07	498,78	4,93 %
jan.07	94,75	-1,85 %	jan.07	523,36	-4,01 %
Dec-06	93,00	-0,54 %	Dec-06	502,38	-5,74 %
nov.06	92,50	2,70 %	nov.06	473,56	-2,52 %
Oct-06	95,00	-5,26 %	Oct-06	461,62	-7,66 %
sep.06	90,00	-6,94 %	sep.06	426,27	3,17 %
aug.06	83,75	12,54 %	aug.06	439,78	0,19 %
jul.06	94,25	11,14 %	jul.06	440,62	-1,72 %
jun.06	104,75	4,77 %	jun.06	433,06	1,33 %
May-06	109,75	0,68 %	May-06	438,83	7,00 %
apr.06	110,50	-11,76 %	apr.06	469,57	-3,68 %
mar.06	97,50	-1,79 %	mar.06	452,29	-7,97 %
feb.06	95,75	-18,02 %	feb.06	416,25	-1,43 %
jan.06	78,50	0,64 %	jan.06	410,29	-8,17 %
Dec-05	79,00	-15,19 %	Dec-05	376,78	-6,20 %
nov.05	67,00	-5,22 %	nov.05	353,41	-3,32 %
Oct-05	63,50	-0,39 %	Oct-05	341,67	9,17 %
sep.05	63,25	-29,64 %	sep.05	373,01	-4,09 %
aug.05	44,50	-32,81 %	aug.05	357,74	-6,91 %
jul.05	29,90	-13,38 %	jul.05	333,03	-5,66 %
jun.05	25,90	-4,63 %	jun.05	314,17	-10,42 %
May-05	24,70	-20,65 %	May-05	281,42	-6,47 %
apr.05	19,60	-16,84 %	apr.05	263,22	4,25 %
mar.05	16,30	-4,91 %	mar.05	274,4	1,41 %
feb.05	15,50	-12,26 %	feb.05	278,27	-8,16 %
jan.05	13,60	-0,74 %	jan.05	255,56	-3,13 %
dec.04	13,50	-8,15 %	Dec-04	247,57	-1,05 %
nov.04	12,40	-33,06 %	nov.04	244,98	-7,86 %
oct.04	8,30	18,07 %	Oct-04	225,72	2,67 %
sep.04	9,80	24,49 %	sep.04	231,75	-7,26 %
aug.04	12,20	-1,64 %	aug.04	214,92	-1,35 %
jul.04	12,00	4,17 %	jul.04	212,01	0,77 %
jun.04	12,50	-8,00 %	jun.04	213,65	-5,89 %
may.04	11,50	34,78 %	May-04	201,06	-2,15 %
apr.04	15,50	35,48 %	apr.04	196,74	2,66 %
mar.04	21,00	33,33 %	mar.04	201,97	3,13 %
feb.04	28,00	6,43 %	feb.04	208,29	-8,20 %
jan.04	29,80	4,03 %	jan.04	191,21	-6,89 %
des.03	31,00	-100,00 %	Dec-03	178,04	-100,00 %

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,33171425							
R-kvadrat	0,11003434							
Justert R-kvadrat	0,09223503							
Standardfeil	0,14573379							
Observasjoner	52							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,13129419	0,13129419	6,18194324	0,01629096			
Residualer	50	1,0619168	0,02123834					
Totalt	51	1,19321099						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,00255294	0,02118689	0,1204961	0,90457308	-0,04000218	0,04510805	-0,04000218	0,04510805
X-variabel 1	0,85834396	0,34522231	2,48635139	0,01629096	0,16494457	1,55174335	0,16494457	1,55174335

## Vedlegg 2: Beregning av leasing kostnader

Leasing kostnader	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Antall fly (Boeing 737-300 og MD80)	27	16	8	5	2	0
Leasing kostnader (Boeing 737-300 og MD80)	266760	158080	79040	49400	19760	0
Antall fly (Boeing 737-800)	7	18	25	32	39	46
Leasing kostnader (Boeing 737-800)	105000	270000	375000	480000	585000	690000
Andre leasingkostnader	18973	11814,8	11814,8	11814,8	11814,8	11814,8
Leasingkostnader totalt	390733	439895	465855	541215	616575	701815
Leasingkostnad per fly (Boeing 737-300 og MD80)		9880				
Leasingkostnad per fly (Boeing 737-800)		15000				

**Vedlegg 3: Resultatregnskap eksplisitt periode**

Resultatregnskap	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Inntekter	2941400	4226202	5916683	7573354	8785091	9839301	10528053	10843894
Driftskostnader	-2740563	-3721807	-5598692	-7016300	-7996432	-8808305	-9394773	-9686801
EBITDAR	200837	504395	317991	557054	788659	1030996	1133279	1157093
Leasingkostnader	-180277	-296400	-390733	-439895	-465855	-541215	-616575	-701815
EBITDA	20560	207995	-72742	117159	322804	489782	516704	455278
Avskrivninger	-51070	-74044	-89010	-92719	-90719	-94719	-97719	-103719
EBIT	-30510	133951	-161752	24440	232085	395063	418985	351559
Netto finansposter	-1	-20970	-33775	-40635	-42635	-44635	-46635	-47635
Resultat før skatt	-30511	112981	-195527	-16195	189450	350428	372350	303924
Skatt	9709	-28402	54748	4535	-53046	-98120	-104258	-85099
Utsatt skattefordel				9170	65852		0	0
Årsresultat	-21997	84579	-140780	-2490	202256	252308	268092	218825

**Vedlegg 4: Beregning av avskrivninger**

## Avskrivningskostnader

	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Avskrivning på fly og reservedeler	26361	29283	29283	29283	29283	29283	29283	29283
Utstyr på leasede fly	6045	17395	25000	25000	23000	27000	30000	36000
Utstyr og inventar	7067	8345	10000	10000	10000	10000	10000	10000
Intangible eiendeler	11597	19021	24727	28436	28436	28436	28436	28436
<b>Avskrivningskostnader</b>			<b>89010</b>	<b>92719</b>	<b>90719</b>	<b>94719</b>	<b>97719</b>	<b>103719</b>

**Vedlegg 5: Totale driftskostnader**

Totale driftskostnader	2006	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Drivstoffkostnader	703872	990741	1654537	2200535	2530615	2783677	2922860	2995932
Salgs og distribusjonskostnader	92889	94162	95574	97008	97978	98958	99947	100947
Lønnskostnader	412940	622189	964393	1224779	1420744	1562818	1687844	1738479
Handling kostnader	306825	404275	606413	770144	885665	974232	1022944	1048517
Vedlikeholdskostnader	306333	404275	429542	429542	416909	467443	517977	581145
Lufthavnkostnader	417942	601780	932759	1179940	1368731	1519291	1671220	1713001
Avisningskostnader	26661	38080	50266	62832	72885	80902	84948	87071
Driftsavhengige kostnader	158034	223717	335576	422825	486249	534874	561617	575658
Driftsuavhengige kostnader	139264	224200	392350	470820	546151	606228	636539	652453
Kjøpt kapasitet	175803	109826	137283	157875	170505	179883	188877	193599
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>2740563</b>	<b>3713245</b>	<b>5598692</b>	<b>7016300</b>	<b>7996432</b>	<b>8808305</b>	<b>9394773</b>	<b>9686801</b>

**Vedlegg 6: Endring i nåverdien av leasingforpliktelser**

Endring i NPV av leasingforpliktelser

	Nåverdi	Endring
2007		296400
2008		366885
2009		387837
2010		385657
2011		420699
2012		450026
2013		480978
		70485
		20952
		-2180
		35041
		29327
		30951

**Vedlegg 7: Kalkulatorisk leasingrente etter skatt**

Kalkulatorisk leasingrente etter skatt

	Kalk.rente etter skatt
2008	121489
2009	110338
2010	102441
2011	86389
2012	65620
2013	39827

**Vedlegg 8: Kontantstrømpoppstilling og verdiberegning**

Fri kontantstrøm til totalkapitalen	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
EBIT	-161752	24440	232085	395063	418985	351559
- Skatt	54748	4535	-53046	-98120	-104258	-85099
Benyttet skattefordel	0	9170	65852	0		
+ Avskrivninger	89010	92719	90719	94719	97719	103719
+ Kalk. Rente på leasing e. skatt	121489	110338	102441	86389	65620	39827
-/+ økning/reduksjon arbeidskapital	15000	10000	5000	5000	5000	5000
= Fri kontantstrøm fra drift	118494	251201	443051	483051	483066	415007
-Investeringer		-40000	-25000	-20000	-20000	-20000
-/+ økning/reduksjon i leasingforpliktelser	-70485	-20952	2180	-35041	-29327	-30951
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	48009	190249	420230	428010	433739	364055
Terminalverdi						3642462
Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapital	44937	166680	344610	328530	311623	244821
Sum nåverdier	5083664					
Netto gjeld	2789780					
Verdi egenkapital	2293884					
Antall utestående aksjer	20865,526					
Avkastningskrav på totalkapitalen	6,84 %					
Terminalvekst	2,50 %					
<b>Verdi per aksje</b>	<b>109,94</b>					