

# Semesteroppgave vår 2019

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA



Skrevet av:

Eric Andreas Hole Björklund

Casper Dalhaug

Glenn Stian Iversen

Helene Åsvang



NTNU

Handelshøyskolen i Trondheim

## Figur- og tabelliste:

Figur 1. Bedriftsstruktur Norwegian (Norwegian annual report 2017).....	7
Figur 2. De seks største aksjonærene (Norwegian Q4 report 2017).....	8
Figur 3. Bransjens driftsmarginer og drivstoffkostnadene (CAPA - Centre for Aviation).....	14
Figur 4. VRIO analyse.....	16
Figur 5. SWOT analyse.....	22
Figur 6. Nøkkeltall lønnsomhet (Norwegian annual reports 2009-2018).....	28
Figur 7. Enhetsinntekt og enhetskostnader.....	30
Figur 8. Normalisert driftsmargin.....	36
Figur 9. Nøkkeltall likviditet og finansiering (Norwegian annual reports 2009-2018).....	37
Figur 10. Nøkkeltall soliditet og finansiering (Norwegian annual reports 2009-2018).....	39
Figur 11. Rentedekningsgrad (Norwegian annual reports 2009-2018).....	42
Tabell 1. Aksjonæroversikt i Norwegian (Norwegian annual reports 2009-2018).....	8
Tabell 2. Income statement. (Norwegian annual reports 2009-2018).....	24
Tabell 3. Balance sheet. (Norwegian annual reports 2009-2018).....	24
Tabell 4. Balance sheet (Norwegian annual reports 2009-2018).....	25
Tabell 5. Drivstoffkostnader, kronekurs og oljepris .....	33
Tabell 6. Avskrivninger.....	34
Tabell 7. Normalisering av enhetsinntekter og enhetskostnader.....	35
Tabell 8. Norwegian egenkapitalandel snitt (Norwegian annual reports 2009-2018).....	41
Tabell 9. SAS egenkapitalandel snitt (SAS annual reports 2009-2018).....	41

Tabell 10. Widerøe egenkapitalandel snitt (Widerøe annual reports 2009-2018).....	42
Tabell 11. Operasjonell arbeidskapital.....	43
Tabell 12. Operasjonelle anleggsmidler .....	45
Tabell 13. Fri kontantstrøm (Verdivurdering 2. utgave s. 71 (Møller og Kaldestad 2016)....	46
Tabell 14. Prognoser for kapasitetsutvikling og vekst.....	47
Tabell 15. Prognoser for resultatutvikling .....	48
Tabell 16. Prognoser for investeringer i arbeidskapital .....	48
Tabell 17. Prognoser for investeringer i anleggsmidler.....	49
Tabell 18. Statsobligasjoner årsgjennomsnitt (Norges Bank).....	50
Tabell 19. Gjeldsrente (Norwegian Q1-4 reports 2018).....	53
Tabell 20. Kontantstrøm og beregnet nåverdi.....	54
Tabell 21. Sensitivitetsanalyse .....	55

# Forord

Denne semesteroppgaven er en avsluttende oppgave for bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen i Trondheim, NTNU. Omfanget på oppgaven er 7,5 studiepoeng. I arbeidet med oppgaven har vi benyttet oss av kunnskaper vi har opparbeidet oss gjennom tre år på skolen. Vi har anvendt mange av fagene for å skrive denne oppgaven.

Vi har gjennom denne prosessen fått en forsmak på hvordan det er å skrive akademiske oppgaver, og det har vært både gøy, krevende og lærerikt. Vi sitter igjen med mange erfaringer og nyttig lærdom, som vi tar med oss videre.

Innholdet i oppgaven står vi for med egen regning.

Tusen takk til Morten Kringstad og Karina Mari Olsen Einarsen for god veiledning.

Handelshøyskolen i Trondheim, April 2019

Eric Andreas Hole Björklund      Casper Dalhaug      Glenn Stian Iversen      Helene Åsvang

# Sammendrag

I denne oppgaven har vi verdsatt Norwegian ASA. Vi begynte med å finne ut diverse om Norwegian, som deres historie, deres mål og hva som har gjort de til det store selskapet de er i dag. Etter at vi hadde oversikt over aksjonærene, visjonen og strukturen i Norwegian, begynte vi på den strategiske analysen. Der brukte vi PESTEL-analyse, Porters 5 konkurransekrefter, VRIO-analyse, kriseanalyse og til slutt SWOT-analyse for å oppsummere våre funn over Norwegian sine interne og eksterne forhold.

Etter den strategiske analysen gikk vi videre på regnskapsanalysen. Ved utarbeidelsen av den brukte vi Norwegian sine årsrapporter aktivt. Vi gjennomgikk regnskapspostene nøye for å forklare hvilke poster vi syntes var relevante, hvilke forutsetninger vi tok og analyserte utviklingen på de ulike postene. Vi har også regnet ut diverse nøkkeltall for å kunne si noe om Norwegian sin lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet.

Så foretok vi en finansiell analyse hvor vi regnet ut avkastningskrav på egenkapitalen og totalkapitalen. Alt resulterte til slutt i en verdsettelse av Norwegian hvor vi fant et estimert kursmål på aksjen per 01.04.2019. Det vi kom frem til var 23,23 NOK pr Norwegian aksje.

Etter verdsettelsen foretok vi en multippelanalyse og en sensitivitetsanalyse. Til slutt oppsummerte vi, konkluderte og diskuterte.

# Abstract

In this paper we have valued Norwegian ASA. We started by researching general info about Norwegian, such as their history, goals and what that made them into the wide corporation it is today. After we retrieved an overview over the stockholders, Norwegians vision and business structure, we started on the strategic analysis. On this analysis we applied the PESTEL-method, Porters 5 forces of competition, VRIO, crisis-analysis and lastly the SWOT analysis to summary our findings over Norwegians internal and external relations.

After the strategic analysis we continued on to the accounting analysis. On this analysis we used Norwegians annual reports actively. We went through each accounting record specifically to explain which we found relevant, which assumptions we made and analysed the development on the different records. We also calculated various key figures to be able to comment on Norwegian's profitability, liquidity, financing and solidity.

After this we carried out a financial analysis where we calculated required return on equity and the total assets. It all came together in the end in a valuation of Norwegian where we discovered an estimated price on the stock per 01.04.2019. The estimated value we arrived at was 23,23 NOK per stock of Norwegian.

After the valuation we carried out a multiple analysis and a sensitivity analysis. In the end we summarised, concluded and discussed the results of this paper.

# Innholdsfortegnelse

Figur- og tabelliste: .....	1
Forord.....	1
Sammendrag .....	1
Abstract.....	1
Innholdsfortegnelse.....	1
1. Innledning og metode .....	1
1.1. Motivasjon .....	1
1.2. Problemstilling.....	1
1.3. Metode .....	2
1.3.1. Fundamental verdsettelse.....	2
1.3.2. Strategisk analyse.....	2
1.3.3. Regnskapsanalyse .....	3
1.3.4. Finansiell analyse.....	3
1.4. Avgrensing og data .....	4
2. Selskaps- og bransjebeskrivelse.....	5
2.1. Om Norwegian.....	5
2.1.1. Visjon og målsetninger .....	5
2.1.2. Norwegians Historie .....	5
2.1.3. Strukturen i Norwegian.....	6
2.1.4. Aksjonæroversikt .....	8
3. Strategisk analyse.....	9
3.1. Porters fem konkurransekrefter.....	9
3.2. PESTEL-analyse .....	11
3.3. VRIO-analyse .....	15
3.4. Krise-analyse.....	19
3.5. SWOT-analyse.....	22
4. Regnskapsanalyse .....	23
4.1. Regnskapsmateriale .....	23
4.1.1. Valg av regnskapsmateriale .....	23
4.1.2. Presentasjon av regnskapsmateriale .....	24
4.1.3. Unormale og driftsfremmede poster .....	25
4.1.4. Operasjonelle poster.....	27

4.2. Lønnsomhet og resultatutvikling .....	28
4.2.1 Nøkkeltall for lønnsomhet .....	28
4.2.2. Generelle utviklingstrekk .....	30
4.2.3. Enhetsinntekter .....	31
4.2.4 Enhetskostnader .....	32
4.2.5. Drivstoffkostnaden.....	33
4.2.6. Avskrivningene .....	33
4.2.7. Enhetsprofitt.....	34
4.3. Arbeidskapital og varige driftsmidler .....	37
4.3.1. Nøkkeltall for likviditet og finansiering.....	37
4.3.2. Nøkkeltall for soliditet og finansiering .....	39
4.3.3. Rentedekningsgrad.....	42
4.3.4. Operasjonell arbeidskapital.....	43
4.3.5. Operasjonelle anleggsmidler.....	44
4.3.6. Konklusjon regnskapsanalyse .....	45
5. Finansiell analyse.....	46
5.1.1 Fremgangsmåte .....	46
5.1.2 Den eksplisitte perioden.....	46
5.1.3 Kapasitet og vekst .....	47
5.1.4 Resultatutvikling .....	47
5.1.5 Investeringer i arbeidskapital .....	48
5.1.6 Anleggsmidler.....	48
5.2 Avkastningskrav .....	49
5.2.1. Avkastning på egenkapitalen .....	49
5.2.2. Skatt .....	50
5.2.3. Risikofri rente .....	50
5.2.4. Markedets risikopremie.....	50
5.2.5. Beta .....	51
5.2.6. Avkastning på totalkapitalen.....	52
5.3. Verdsettelse og sensitivitetsanalyse .....	54
5.3.1 Verdsettelse .....	54
5.3.2 Sensitivitetsanalyse .....	54
6. Diskusjon .....	56
6.1. Metode og feilkilder.....	56
6.1.1 Metodebruk .....	56
6.1.2 Avgrensinger og forenklinger .....	56



6.1.3 Relevans .....	57
6.2. Substansiell drøfting og konklusjon.....	58
6.2.1 Predikert aksjeverdi.....	58
6.2.2. Konklusjon.....	58
Kilder .....	59

# 1. Innledning og metode

## 1.1. Motivasjon

Norwegian Air Shuttle er Skandinavias største lavprisselskap, og er stadig et tema i media. Selskapet er det største flyselskapet vi har i Norge, og er et stort spørsmålstegn for investorer i tiden fremover. Enorme investeringer har blitt gjort for å ekspandere Norwegian til den størrelsen selskapet har i dag, men hva har det kostet? Vil Norwegian klare å komme seg ut av sin rekord dårlige finansielle stilling? Vil Norwegian fortsatt være eid av Bjørn Kjos, eller vil Kjos selge selskapet til utenlandske interessenter? Det er en svært utfordrende oppgave å forutse hvilken fremtid som ligger til rette for Norwegian Air Shuttle, men det er nettopp dette som gjør verdsettelsen av Norwegian så dagsaktuell. Børsverdien er rekordlav, og de siste par årene har resultatene vært preget av tap. Alle disse karakteristikkenes ved Norwegian gjorde valget om hvilket selskap vi skulle verdsette innlysende.

## 1.2. Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

“Hva er Norwegian Air Shuttle ASA verdt i slutten av første kvartal 2019?”

Målet for oppgaven er å komme frem til et estimert kursmål for Norwegian Air Shuttle ASA og sammenligne det med dagens markedsverdi per 01.04.19. Vi anser denne problemstillingen for å være både enkel, interessant og fruktbar. Enkel, i det at den er konkret. Vi skal se på hva aksjonærer vil være villig til å betale for en aksje i slutten av første kvartal 2019. Den er interessant, spesielt i denne perioden, på grunn av den spesielle situasjonen i selskapet og den enorme mengden spekulasjoner, usikkerhet og mediedekning som ligger bak. Den er også fruktbar, i det at vi gjennom analyser og visse antagelser kan komme frem til en aksjeverdi og forutsetninger, som et nytt bidrag til debatten om Norwegians fremtid.

## 1.3. Metode

### 1.3.1. Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse kombinerer kvalitative og kvantitative analysemetoder for å kartlegge virksomhetens inntjeningspotensial. Funnene brukes til å utarbeide prognoser av fremtidige kontantstrømmer, som videre neddiskonteres for å estimere selskapets verdi. Den beregnede verdien er ment som en indikasjon på hvorvidt selskapets verdi over- eller undervurderes av markedet. Metoden kan oppsummeres i tre hoveddeler: strategisk analyse, regnskapsanalyse og finansiell analyse. Hvilke tilnærminger man bør benytte under de tre delene er det ingen fasit på. Det er logikken bak valg av analysemetode og hvorvidt funnene kan brukes til noe praktisk eller ikke som skiller gode og dårlige tilnærminger. Den spesielle situasjonen i Norwegian har tvunget oss til å gå ganske dypt på enkelte punkter for å finne gode forutsetninger. Fortsatt er det mye som forblir usagt, og vi gjør mange forenklinger i denne oppgaven.

### 1.3.2. Strategisk analyse

I kapittel 3 gjør vi en strategisk analyse av bransjen og selskapet. Diskontert kontantstrøms metode vil ha alltid ha et sterkt kvantitativt preg. For å gjøre prognoser av fremtidige kontantstrømmer er man helt avhengig av å si noe om hvilket nivå man forventer på fremtidige resultatposter og investeringer. Det vil likevel være naivt å tro at historisk regnskapsinformasjon forteller hele sannheten om de fremtidige kontantstrømmene. Den strategiske analysen tar sikte på å identifisere kvalitativ informasjon som vil ha betydning for fremtidig inntjening. Informasjon om selskapsspesifikke forhold, samt trender i bransjen og den generelle økonomien vil være av stor nytte kunne vurdere hvilken utvikling man skal legge til grunn i fremtiden. Å kvantifisere slik informasjon, dvs. å ta tallfeste den slik at den tas høyde for i prognosene, er en større utfordring. Den strategiske analysen baserer vi på fire deler: en PESTEL-analyse av makroøkonomiske forhold, Porter-analyse av konkurransen i bransjen, VRIO-analyse av interne forhold, og vi har også tatt med en liten case-studie av hvordan de finansielle problemene i Norwegian har oppstått. Funnene fra den strategiske analysen oppsummeres ved bruk av en SWOT-matrise.

### 1.3.3. Regnskapsanalyse

I kapittel 4 foretar vi en analyse av historisk regnskapsinformasjon. I regnskapsanalysen leter vi etter referansepunkter for å si noe på nivået til fremtidige kontantstrømmer. Hvilken del av det fulle regnskapsmaterialet som vi anser som relevant har vi basert på modell for beregning av kontantstrøm til verdivurderingsformål, fra Verdivurdering 2. utgave (Møller og Kaldestad 2016, s. 69). Vi starter med å justere regnskapene for å finne selskapets normaliserte underliggende inntjening, dvs. historiske regnskapstall justert for poster som enten er unormale eller driftsfremmede. Videre studerer vi utviklingen i aktuelle resultat og balanseposter for å vurdere hvorvidt disse kan være beskrivende for fremtidig utvikling. Analysene baserer vi på nøkkeltall, enhetsinntekter, enhetskostnader osv. Bruk av forholdstall har vist seg å være svært nyttig fordi selskapet har vært gjennom enorm vekst i de senere årene. I de tilfellene der tradisjonelle analysetall ikke gir tilstrekkelig informasjon har vi brukt noe mer utradisjonelle løsninger. Diskusjonen underveis forsøker å få fram hvilke forutsetninger vi mener er relevante for prognosene.

### 1.3.4. Finansiell analyse

I kapittel 5 gjøres den finansielle analysen, bestående av prognoser av kontantstrøm og avkastningskrav, samt en sensitivitetsanalyse. Den finansielle analysen baserer seg på diskontert kontantstrøms metode. Prognosene av kontantstrømmene bygger på den informasjon vi har tilegnet oss i strategisk analyse og regnskapsanalysen, og relevante forutsetninger blir presentert innledningsvis. Vi observerer at en vanlig tilnærming er å gjøre prognoser som en forlengelse av historiske trender, eksempelvis ved å bruke gjennomsnittlig vekst over en periode eller lignende. For et selskap som har ligget på stabile trender over lang tid kan dette være en god tilnærming, men vi mener at Norwegians overlevelse betinges derimot av at selskapet bryter med en del av de trendene som gjelder for de senere årene. Spørsmålet om nivået på fremtidige investeringer, vekst og resultatutvikling er derfor langt mer åpent. Vi må derfor legge til en tilsvarende mengde usikkerhet rundt funnene i denne verdsettelsen. Vi starter med å bruke en enkel matematisk modell for å lage prognoser av fremtidige kontantstrømmer. Modellen gjøres i stand til å beregne nøkkeltall og multipler som brukes til å rimelighetssjekke funnene. Avkastningskravet fremkommer ved bruk av kapitalverdi-modellen, og vi har funnet teoretisk støtte i læreverket *Principles of Corporate Finance 12th Edition* (Brealey, Myers & Allen, 2016). Vi gjør også en sensitivitetsanalyse der

vi ser på hvordan endringer i sentrale forutsetninger påvirker den beregnede aksjeverdien. En drøfting av disse funnene, metoden og valgene som er tatt, gjøres avslutningsvis i kapittel 7.

## 1.4. Avgrensning og data

Norwegian Air Shuttle ASA er morselskapet i en større gruppe av integrerte selskaper som operer i mange land. For alle disse selskapene er det i utgangspunktet mulig å gjøre separate analyser, men med hensyn til omfanget av denne oppgaven må vi derfor gjøre sterke avgrensninger. Den første avgrensningen i denne oppgaven er derfor i form av hvor dypt vi velger å gå og hvilket datagrunnlag vi har basert oss på. Analysen og funnene er utelukkende basert på offentlig tilgjengelig sekundærdata, i form av selskapets egne årsrapporter, samt ekstern informasjon fra nyhetsartikler, bransjerapporter, læreverk, nettsteder som tilbyr markedsdata og lignende. Den neste avgrensningen er i form av hvilken informasjon vi velger å presentere. Vi går inn i dette prosjektet uten noen som helst forhåndskunnskap om selskapet eller bransjen, samt lite relevant erfaring med verdsettelse som sådan. Blindveiene blir naturligvis mange. Arbeidsmengden bak oppgaven er derfor større enn det som presenteres, og mye av dette arbeidet har dreid seg om å finne analysemetoder som fungerer mot oppgavens formål. Vi avgrenser til å presentere funn som har vist seg å være relevante for verdsettelsen.

## 2. Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1. Om Norwegian

Norwegian Air Shuttle ASA, best kjent bare som Norwegian, er et norsk flyselskap som driver kommersielt i flere land, som ble dannet i Norge i 1993.

#### 2.1.1. Visjon og målsetninger

Norwegians visjon er «Alle skal ha råd til å fly». Selskapet kan defineres som et lavprisselskap, men forretningsmodellen er ikke like streng som mange andre internasjonale lavprisselskaper, som Ryanair og Easyjet. Gjennom hardt kostnadsfokus forsøker selskapet å tilby et rimelig kjernetilbud for de mest prisbevisste kundene, samtidig som de tilbyr tilleggsalternativer for de som er villige til å betale litt ekstra. Tilbudet skal tilpasses både privat- og forretningsreisende gjennom et bredt tilbud av destinasjoner. Denne kombinasjonen skal gjøre Norwegian til “det foretrukne flyselskapet”.

#### 2.1.2. Norwegians Historie

Norwegian Air Shuttle ble etablert i 1993, ved at Norwegian overtok Braathens ruter på vestlandet da Busy Bee gikk konkurs. Selskapet startet med tre fly av typen Fokker 50, og drev flyvninger mellom Bergen, Haugesund, Karmøy, Molde, Trondheim og Kristiansund. På denne tiden var selskapet eid og drevet av tidligere Busy Bee ansatte, og deres hovedbase var lokalisert i Bergen.

Norwegian fortsatte med innenriksruter og gradvise kjøp av nye maskiner frem til 2002. Norwegian kunngjorde i 2002 at de skulle starte med innenlandsruter som et *lavprisselskap*. Flyparken deres var gått over til å bestå av syv Boeing 737-300 maskiner, og vi kan se på dette som den *virkelige* starten på det Norwegian vi kjenner i dag. Norwegian blir året etter registrert på Oslo Børs, med en emisjon på 250 millioner kroner. Videre får Norwegian sitt *første* overskuddsresultat i 2004, siden kunngjøringen i 2002, og hadde da oppgradert til 11 fly i sin flåte.

Årene frem til 2012 blir preget av moderate investeringer i nye baser i utlandet, oppkjøp av flere fly og overtakelse av flere ruter. De opprettet lojalitetssystemet Norwegian Reward, kjøper opp flynordic fra Finnair og blir største lavprisselskapet i Skandinavia.

Året etter, 2012, er et vendepunkt i Norwegians historie. Den 25. januar 2012, kunngjorde Norwegian i en pressemelding at de har en bestilling på 222 fly, til en verdi av 127 milliarder kroner, fra Boeing og Airbus, med ytterligere opsjoner på 150 fly i tillegg. Dette var starten på en enorm ekspansjon rettet mot både innenriks- og utenriksmarkedet, som skulle bringe Norwegian opp på størrelse med de viktigste konkurrentene, Ryanair og Easyjet.

Årene 2013 til 2019 ble preget av stadig dårligere finansiell stilling, fallende likviditet, men likevel en enorm økning i omsetning. I 2015, den 28. februar ble Norwegian rammet av en 12 dager lang pilotstreik som følge av misnøye og uenigheter med pilotenes tariffavtale. Streiken ble løst, men påførte Norwegian store kostnader og tapte inntekter i denne lille perioden. Årene frem til 2019 ble ellers preget av stadig ekspansjon i form av flere fly, og flere ruter, hovedsakelig utenriks. I 2019 er Norwegian Air Shuttle på vei ut av en enorm vekstfase, med en svak finansiell stilling som tyder på at Norwegians fremtid er preget av stor usikkerhet.

### 2.1.3. Strukturen i Norwegian

Norwegian Air Shuttle ASA er morselskapet i Norwegian gruppen. Hovedkontoret ligger på Fornebu, utenfor Oslo. De har flere datterselskaper i Norge, Sverige, Danmark, Finland, og resten av Europa, og verden. The Norwegian Group med mor- og datterselskaper er delt inn i fire hovedområder, som sammen fungerer som en større integrert enhet.<sup>1</sup> Figur 1 viser strukturen i Norwegian Air Shuttle ASA.

---

<sup>1</sup> Norwegian(1). (ukjent)



**Figur 1:** Bedriftsstruktur i Norwegian



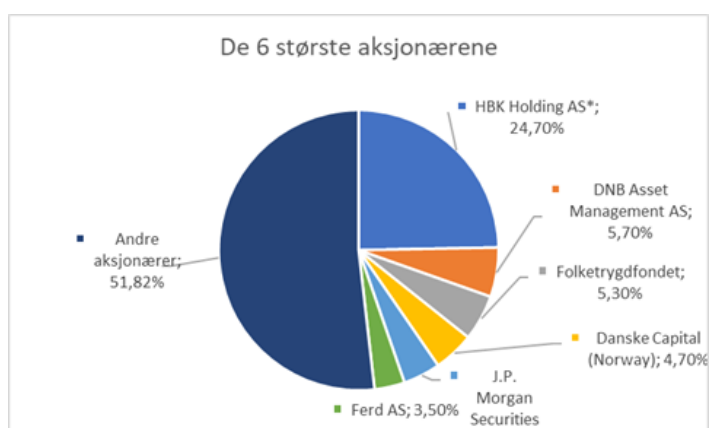
## 2.1.4. Aksjonæroversikt

De største aksjonærene per 31. desember 2018:

Aksjonærer	Land	Antall aksjer	Prosent
HBK Holding AS*	Norge	11 204 809	24,7 %
DNB Asset Management AS	Norge	2 570 021	5,7 %
Folketrygdfondet	Norge	2 420 934	5,3 %
Danske Capital (Norway)	Norge	2 139 333	4,7 %
J.P. Morgan Securities plc	Storbritannia	1 946 707	4,3 %
Ferd AS	Norge	1 609 032	3,5 %
Pareto Nordic Investments AS	Norge	958 010	2,1 %
KLP Forsikring	Norge	715 414	1,6 %
Sneisungen AS	Norge	645 161	1,4 %
Storebrand Kapitalforvaltning AS	Norge	516 932	1,1 %
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	USA	504 535	1,1 %
Stenshagen Invest AS	Norge	500 395	1,1 %
Danske Bank (Custodian)	Ukjent	494 138	1,1 %
Equinor Asset Management ASA	Norge	449 419	1,0 %
JPMorgan Chase Bank GTS CL A/C Escrow Acc	Storbritannia	426 349	0,9 %
Lansdown Partners (UK) LLP	Storbritannia	380 000	0,8 %
The Vanguard Group, Inc.	USA	357 498	0,8 %
Catella Bank S.A.	Luxembourg	353 737	0,8 %
DNB Markets	Norge	339 298	0,7 %
Norda ASA	Norge	316 086	0,7 %
<b>Topp 20 aksjonærer</b>		<b>28 847 808</b>	<b>63,5 %</b>
<b>Andre aksjonærer</b>		<b>16 589 251</b>	<b>36,5 %</b>
<b>Totalt antall aksjer</b>		<b>45 437 059</b>	<b>100,0 %</b>

**Tabell 1:** Aksjonæroversikt i Norwegian

Oversikten er hentet fra Norwegian sin rapport for fjerde kvartal 2018<sup>2</sup>.



**Figur 2:** Diagrammet viser de seks største aksjonærene i Norwegian per 31. desember 2018.

<sup>2</sup> Norwegian(2). (ukjent)

## 3. Strategisk analyse

### 3.1. Porters fem konkurransekrefter

#### **Kundenes forhandlingsstyrke**

Norwegians kundebase består hovedsakelig av forbrukere, i to hovedgrupper; forretnings- og fritidskunder. Forhandlingsstyrken til disse to gruppene ser vi på salg, og hvor følsomme disse gruppene er på endringer i pris.

Naturligvis er forretningspassasjerer mer opptatt av luksus, tid, service og selve kvaliteten på flyturen enn pris i seg selv, som gir Norwegian større relativ forhandlingsstyrke mot denne gruppen da de er mer tilbøyelige til endringer i pris, men mer sensitiv til endringer i tid.

Fritidspassasjerer er derimot er i stor grad mer opptatt av å finne det billigste flyet til den beste tiden, fremfor kvalitet og luksus i sine flyvninger, som gjør dem *mer* sensitive til endringer i pris relativt til forretningspassasjerer, men mindre sensitiv til endringer i tid.

Med tiden har digitale løsninger og prissammenlikninger blitt bedre og bedre for forbrukere som skal ta fly. Dette medfører at forbrukere kan i større grad se andre alternativer enn Norwegian til sine flyvninger, som gir forbrukerne større forhandlingskraft da Norwegian er nødt til å være årvåken til dette faktum. Kort oppsummert kan vi dermed konkludere med at forbrukere totalt sett har stor forhandlingskraft mot Norwegian.

#### **Leverandøres forhandlingsstyrke**

Boeing og Airbus er verdens største selskaper som produserer de store, brede flyene som blant annet Norwegian bruker i sine flyvninger, og de har da et tilnærmet duopol.

Boeing er Norwegians største leverandør, da Norwegian har over 100 Boeing fly, og titalls flere i fremtidige opsjoner. I tillegg har Norwegian gjort en av tidenes største kjøpskontrakter fra Boeing og Airbus i 2012, da de bestilte over 200 fly. Med tanke på at Norwegian har så mange fly fra Boeing, er forholdet deres særlig viktig for begge parter. Dette i sum gir Boeing en stor makt over Norwegian, da de sitter på en så viktig posisjon som de gjør.

### **Trusler fra fremtidige konkurrenter**

Den norske innenrikske flyindustrien er en tøff bransje med flere barrierer for å holde nye konkurrenter utenfor. For det første kreves det enorm kapital å starte flyruter og baser i Norge, samt at Norges lov, jf. luftfartsloven §8-3 har bestemt at utenlandske selskaper *ikke kan fly innenriks i Norge*. I tillegg har Norge allerede sterke merkevarer, som SAS, Widerøe og Norwegian i innenriksflyvninger, som vil være sterke barrierer mot de som ønsker å etablere seg på innenriksflyvninger i Norge. Bonusprogrammer som disse flyselskapene for øyeblikket har, øker også lojaliteten til kundene, og gir større incentiver til mulige nyetableringer til å avstå fra etablering.

Utenriksbransjen er en helt annen arena, da vi har flere internasjonale selskaper som konkurrerer om ruter på tvers av land, og Norwegian har ikke en spesielt sterk posisjon i forhold til de andre selskapene i dette markedet. Totalt sett kan vi si at det er svært lav risiko for trusler til innenriksmarkedet da nyetableringer må gjennom store investeringer, utviklingskostnader og strenge reguleringer fra EU og regjeringen i Norge, men høy risiko for trusler i utenriksmarkedet.

### **Trusler fra substitutter**

Trusler fra substitutter til Norwegians flytilbud kan være bil, båt eller tog. I første omgang har vi særlig få turdestinasjoner i Norge som utelukker båt som en særlig trussel som substitutt, med unntak av danskebåten. Biler er et mer relevant tema, men da dette er mer tidkrevende, og Norge ikke har særlig god infrastruktur når det kommer til nasjonalt veinett, er denne trusselen tilstede, men svak.

Tog er derimot Norwegians største trussel som substitutt. I en tidsalder hvor klimaproblemer står på dagsordenen, har tog her et godt argument foran fly. I tillegg løser tog transportproblemet ikke veldig mye tregere enn fly, og kan antas å være mer behagelig. Med samfunnets fokus på miljø, og argumenter som komfort og tidsfleksibilitet vil tog alltid være en substituttrussel innenlands.

En siste trussel som vil være relevant er forretningspassasjerer. I en tid hvor selskaper velger å ha konferanser over internett, fremfor å møtes fysisk, vil Norwegian miste mange potensielle kunder som kunne ha tatt fly til å møtes til bedriftskonferanser, som heller velger å spare penger

og tid ved å ha videokonferanser over internett. Slikt sett har Norwegian flere substitusjonstrusler mot seg som de må adressere.

### **Konkurransesituasjonen**

Konkurransen fra eksisterende flyselskaper i Norge er høy, da vi har flere aktører både innenriks og utenriks som sloss om de samme passasjerene og rutene. Å trekke seg ut av en rute er i de fleste tilfeller ikke et alternativ, da dette medfører at ett eller flere fly blir ståendes på bakken uten å generere inntekt, som vil være svært kostbart, da investeringer i fly først blir lønnsomme etter flere år med inntekter, og at fly ikke er gratis å vedlikeholde.

På denne måten kan Norwegian komme inn i en priskrig mot andre aktører som selv realiserer at de ikke kan trekke seg ut av ruter uten å bli påført enorme tap, noe som øker konkurransen betraktelig.

Norwegian prøver også stadig å ekspandere inn i nye ruter, som igjen vil presse de allerede etablerte konkurrentene på disse rutene, og som nevnt over vil dette også resultere i priskriger da tilbaketrekning ikke er et reelt alternativ for noen av selskapene.

Vi kan dermed konkludere med at konkurransen i Norwegians bransje er svært hard, og preget av en kamp om markedet<sup>3</sup>.

## **3.2. PESTEL-analyse**

Morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA har datterselskaper i mange land (Norge, Sverige, Danmark, Finland, Irland, Storbritannia, Spania og Singapore – sammen former disse Norwegian-gruppen som trafikkerer ruter i mange land, både i og utenfor EU/EØS. Selv om morselskapet er basert i Norge, vil PESTEL-faktorer i mange land påvirke selskapets drift. Analysen kan derfor blir svært omfattende om man velger å se på alle faktorer, og vi har derfor fokusert på de enkeltfaktorene som vi mener er mest relevante for fremtidig inntjening.

---

<sup>3</sup> Lovdata. (ukjent)

## Politiske forhold og juridiske rammer

Et selskap som driver internasjonal luftfart må forholde seg til et stort og fragmentert juridisk rammeverk. Rammeverket berører mange deler av selskapets drift, fra helt spesielle særregler for flyselskaper, som krav til opplæring, sikkerhet og tekniske standarder; sertifisering (såkalte flying-permits) og bruk av nasjonale luftrom; særregler om skattlegging og miljøvern - til mer generelle regler om forbrukerrettigheter, arbeidsrettigheter, selskapsrett osv. i det enkelte land. Det meste av Norwegian's virksomhet finner sted i Europa, og her er EU-samarbeidet sentralt for å stabilisere de juridiske og politiske rammene. IATA anser liberalisering av flyindustrien på tvers av landegrensene som den største driveren av vekst i bransjen på sikt<sup>4</sup>.

FN-organet ICAO (International Civil Aviation Organization) har satt minimumskrav for mange områder av luftfarten som de fleste land har sluttet seg til. Videre er OECD-samarbeidet og EU/EØS-samarbeidet viktige for utviklingen av åpne markeder og felles rammebetingelser i vår del av verden. Dette er med på å normalisere konkurranse- betingelsene og gjør selskapene mindre utsatt for politiske forhold i det enkelte land. EU har lagt ned et stort arbeid i å harmonisere regelverk mellom medlemslandene, et arbeid som fortsatt pågår. Noen sentrale elementer med dette samarbeidet er:

- felles rettigheter og plikter, samt krav til økonomi og organisering for virksomhetene. I praksis åpner dette for mulighet til å innhente sertifisering i hele EU/EØS.
- opprettelsen av et felles europeisk luftrom (Single European Sky). Landene oppretter luftroms blokker som gjør bruken av europeisk luftrom mer fleksibel
- retten til å trafikkere ruter til andre land i EU/EØS, samt felles avtaler om trafikk til land i andre deler av verden, f.eks. EU-US Open Skies Agreement som har åpnet for at Norwegian kan etablere seg innenriks i USA
- flyselskapene må forholde seg til felles europeiske forbrukerrettigheter gjennom EFTA (European Free Trade Organization)

Det juridiske rammeverket i verden forøvrig er likevel fragmentert, og det eksisterer i dag tusenvis av bilaterale enkeltavtaler som regulerer luftfart mellom to eller flere land. Når Norwegian forsøker å opprette ruter til andre kontinenter vil de gjerne være avhengige av å innhente egne sertifiseringer og ellers tilpasse seg de avtalene som gjelder.

---

<sup>4</sup> IATA. (ukjent)

Interesseorganisasjonen IATA (International Air Transport Association) dekker om lag 82 % av sivil luftfart i verden<sup>5</sup>. IATA arbeider for å utvikle felles systemer og standarder for å bedre vilkårene for luftfarten på verdensbasis. Blant annet fungerer organisasjonen som en vaktbikkje for å sikre at nasjonale myndigheter forholder seg til avtaler som er inngått. Norwegian har valgt å stå utenfor organisasjonen, men vi må anta at nærvær av en slik organisasjon likevel er positivt for Norwegian.

### **Økonomiske rammer**

Relevante økonomiske forhold er de som utgjør et særlig potensial eller risiko for selskapets fremtidige kontantstrømmer. Det er tre spesielt relevante risikofaktorer: valutakurs, prisen på flydrivstoff og renten. Vi skal se spesielt på valuta- og prisrisiko fordi vi mener disse er mest relevante i tiden fremover.

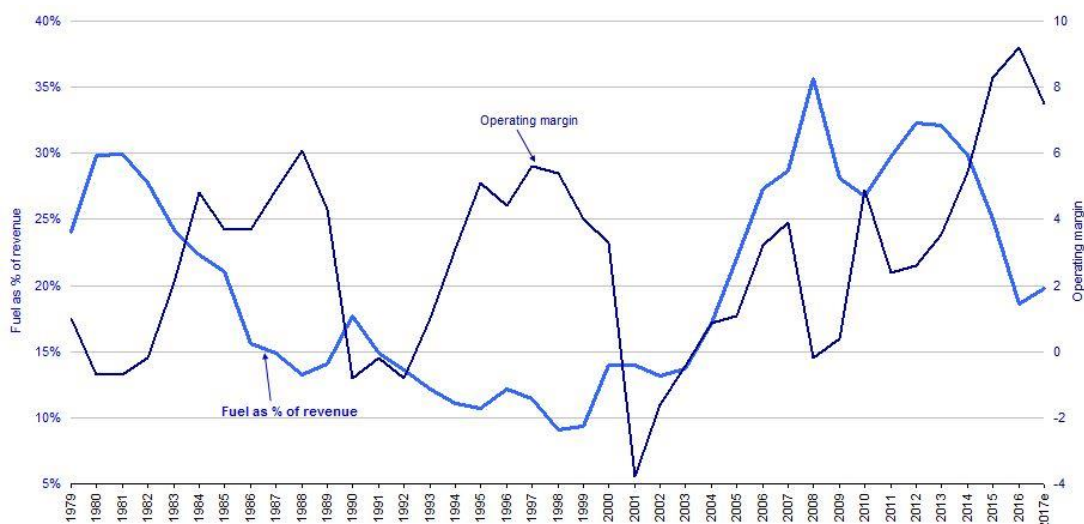
- **Valutarisiko:** Norwegian er økende eksponert for valutakursendringer, en risiko som øker i takt med internasjonaliseringen av selskapets drift. En viktig årsak til valutarisiko er at størsteparten av selskapets driftsinntekter stammer fra utlandet. Videre er selskapets største enkelt kostnad knyttet til kjøp av drivstoff som domineres i USD. Til sist er størsteparten av selskapets lån denominert i utenlandsk valuta. Norwegian's valutarisiko er først og fremst knyttet til USD, men også EUR og SEK. Et tiltak for å redusere risiko er bruk av sikringskontrakter, men selskapet har likevel en historie med både gevinst- og tap på valuta.
- **Prisrisiko på drivstoff:** Drivstoffprisen er sterkt knyttet til oljeprisen, og begge har historisk sett vært svært volatile. CAPA - Centre for Aviation antyder at det nærmest er en entydig sammenheng mellom lønnsomhetsutviklingen i flyindustrien de siste 40 årene og utviklingen i drivstoff og oljepris.<sup>6</sup> Figuren under illustrerer bransjens driftsmarginer over 40 år, og drivstoffkostnaden som andel av salgsinntektene. Vi kan se at driftsmarginene historisk sett har utviklet seg i sykluser, gjerne på ca. 5-6 år der høykonjunkturerne sammenfaller godt med perioder der drivstoffkostnaden har vært en mindre belastning på driftsresultatet. Denne sammenhengen er spesielt tydelig i

---

<sup>5</sup> Wikipedia. (ukjent)

<sup>6</sup> CAPA - Centre for Aviation (2018)

perioden etter 2006. Legg merke at marginene etter oljeprisfallet i 2014 er de høyeste i hele perioden som illustreres.



**Figur 3:** På høyre akse vises et gjennomsnitt for drivstoffkostnaden som andel av salgsinntektene og på venstre akse vises et gjennomsnitt for bransjens lønnsomhet målt ved driftsmarginen i samme periode. Selv om skaleringen på aksene er ulik, er det tydelig sammenheng mellom bevegelsene i de to. Vær obs på at forholdet kompliseres av hvorvidt inntekten har tilpasset seg drivstoffprisene eller ikke. Kilde: CAPA - Centre for Aviation (2018).

### Teknologiske og miljømessige rammer

Flytrafikken anses gjerne for å være en av de største utfordringene med hensyn til klimaendringene. Utfordringen med å redusere klimautslipp virker å bli mer og mer relevant etterhvert som tiden går. Miljøkravene til luftfarten blir stadig strengere og avgiftene for CO<sub>2</sub>-utslipp høyere. Mye av den siste tids teknologiske utvikling innen flybransjen, foruten det som går på sikkerhet, retter seg mot å effektivisere drivstofforbruk. De største teknologiske investeringene i flybransjen i senere tid retter seg mot å gjøre flåtene mer miljøvennlige. Vi har derfor valgt å slå sammen disse to kategoriene, og lar den øvrige teknologiske utviklingen som preger samfunnet ellers være utenfor vurderingen.

Selskapet har investert i en ny og miljøvennlig flåte, som kalles Dreamliner. Norwegian rangeres allerede som et av de mest miljøvennlige flyselskapene. Dette er ikke bare med på å forbedre selskapets omdømme, men er direkte lønnsomt i forhold til klimaavgifter.

## Sosiale forhold

De sosiale forholdene i PESTEL-analysen går på menneskelige faktorer, som etterspørsel og trender. Nesten hver dag blir klimakrisen nevnt i media, noe som påvirker oss. Det blir skrevet om hvor ille det er for klimaet å fly, og barn og unge er begynt å streike for å vise at de bryr seg om klimaet, og ønsker at politikerne tar grep. Det kan derfor tenkes at neste generasjon vil fly mindre enn dagens generasjon, selv om å fly er den mest effektive måten å komme seg langt vekk på.

### 3.3. VRIO-analyse

For å finne ut om Norwegian sine egne ressurser gir dem selv en fordel, bruker vi VRIO analyse. VRIO står for valuable, rare, imitable og organized (Barney, 1995). Det som er styrken til en VRIO-analyse er at den gjennom disse fire ordene finner ut om en bedrifts interne ressurser er en styrke eller en svakhet for bedriften. En ressurs er noe som kan utnyttes økonomisk eller som er til nytte på en annen måte<sup>7</sup>. Ved å bruke VRIO-analysen bruker man figuren under for å se hvilke betingelser de enkelte ressursene må oppfylle for å være en kilde til konkurransefortrinn.

Norwegian sine ressurser er: flyene deres, kabinansatte, piloter, merkevaren deres, ansatte, forholdet til leverandører, forhold til konkurrenter, Norwegian Reward (medlemsfordeler), markedsposisjon og hvordan de styrer bedriften i forhold til administrasjon og finansiering.

---

<sup>7</sup> Snl (ukjent)



Valuabl e	Rare	Imitable	Organized	Hva vi har:
X				Konkurransemessig etterslep
✓	X			Konkurransemessig likhet
✓	✓	X		Midlertidig konkurransefortrinn
✓	✓	✓	X	Potensielt konkurransefortrinn
✓	✓	✓	✓	Varig konkurransefortrinn

Figur 4: VRIO-analyse

- Valuable:** Har ressursen noen verdi?  
**Rare:** Er ressursen sjelden i markedet?  
**Imitable:** Er ressursen vanskelig å etterligne?  
**Organized:** Utnyttes ressursen godt?

### Flyflåte

Norwegian kan stolt skryte på seg å ha noen av verdens mest miljøeffektive flyflåter. De har 160 fly, og 220 fly ligger i bestilling. De har 31 stykker 787 Dreamlinere, som har 20 % lavere utslipp enn andre sammenlignbare fly. De har også Boeing 737 Max 8, som er enda mer drivstoffeffektiv sammenlignet med Boeing 737-800, og kabinen er opptil 40 % stillere enn andre flykabiner. Når denne oppgaven skrives står for øvrig alle Norwegian sine Boeing 737 Max 8 fly på bakken, grunnet en dødsulykke i Afrika som involverte et Max 8 fly.

Gjennomsnittsalderen på flyflåtene er beskjedne 3,9 år. I følge Norwegian selv, er unge flyflåter en vinn-vinn situasjon for passasjerenes komfort, lommeboken, miljøet og selskapets kostnader<sup>8</sup>. Drivstoff effektive fly er svært positivt for miljøet og for Norwegian selv. Å ha unge flyflåter er et konkurransefortrinn i forhold til andre flyselskaper, som har eldre flyflåter. KLM sin snittalder er 11,14 år, SAS har 10,6 år og Ryanair 7,2 år<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Norwegian(3). (ukjent)

<sup>9</sup> Airsafe. (2019)

Å ha unge fly er positivt i den grad at man kan forvente at det blir lite kostnader til vedlikehold og reparasjoner. I tillegg vil det være enklere å finne ulike produksjonsdeler, og dermed mindre ventetid.

På kort sikt har Norwegian et konkurransefortrinn med unge flyflåter, men etterhvert vil nok andre selskaper også måtte bytte ut sine flyflåter, og dermed vil de konkurrere mot Norwegian på lang sikt. Flyflåtene til Norwegian er sjelden og verdifulle, men ikke så vanskelig å etterligne. De er likevel kostbare å etterligne, gitt at nye fly er en stor investering. Vi regner med at konkurrerende flyselskaper vil komme med nye flyflåter, med lavere utslipp enn de selv har i dag, og dermed er Norwegian sine flyflåter et midlertidig konkurransefortrinn.

Norwegian tilbyr underholdning på sine fly, WIFI om bord og fint interiør. Dette er egenskaper som ikke skiller seg fra f. eks SAS. Dette er ikke et konkurransefortrinn, men en konkurransemessig likhet, noe alle må ha for å faktisk ha en mulighet til å få kundene til seg.

### **Markedsandeler og ruter**

I 2017 hadde Norwegian en markedsandel på 38 %, SAS hadde 45 % og Widerøe hadde 17 % i Norge. I 2005 hadde Norwegian en markedsandel på utenlandsreiser på 12 %, mens i 2017 hadde de en andel på 39 %. Dette er en voldsom vekst<sup>10</sup>.

Norwegian har over 500 ruter til 150 reisemål i Europa, Nord-Afrika, Asia, Karibia, Argentina og USA. Siden 2005 har Norwegian satset ekstra på å ha flere ruter, hyppigere ruter og ruter til nye steder. De har skaffet seg lisenser til å fly til Brasil og Argentina, og innad i de landene. Fra mars 2019 skal det være mulig å fly til Canada, og de har lagt til flere ruter i USA. I januar 2019 sier Norwegian at de ønsker å fly til Asia, men at de har problemer med å få tillatelse til å fly over Russland, av Russland. Den mest lønnsomme veien over Russland fra Skandinavia er over Sibir, og per dags dato er det kun SAS som kan reise fra Skandinavia til Asia over Sibir. På grunn av dårlig økonomi, som vi vil se på senere, har Norwegian sett seg nødt til å kutte ruter og legge ned baser i 2019. Basene som blir lagt ned er Palma de Mallorca, Gran Canaria og Tenerife i Spania, Rome Fiumicino i Italia, og Stewart, Providence og Rhode Island i USA<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> H. T. Larsen & E. Farstad. (2018)

<sup>11</sup> K. Lund. (2019)

SAS har et samarbeid med Star Alliance, som gjør at de sammen med 28 andre flyselskap flyr til over 191 land over hele verden. SAS alene flyr innenlands i Norge, i Europa, Japan og Kina og USA. At Norwegian er eneste skandinaviske selskap som flyr til Sør-Amerika, gir Norwegian stor verdi i forhold til konkurrentene. Å ha mange ulike ruter over hele verden er en stor fordel for Norwegian per dags dato, men det er ikke vanskelig for konkurrenter å kopiere rutene.

Å ha mange Air Operator Certificates er bra for Norwegian, fordi det gir dem en mulighet til å fly flere steder. Å ha mange destinasjoner tiltrekker kunder, og hvis Norwegian flyr steder som etterspørres, som ingen andre tilbyr, sier det seg selv at Norwegian vil øke sine markedsandeler på det. Dessverre for Norwegian, er ikke AOC svært sjeldne, og konkurrenter kan etter en liten kamp, skaffe seg de samme. AOC'ene er derfor en midlertidig konkurransefordel. Det Norwegian bør gjøre er å utnytte den fordelene de har, mens de enda har den.

### **Norwegian Reward**

Norwegian Reward er en bonusordning hvor medlemmer får CashPoints de kan bruke på å betale for flyvninger og andre produkter hos Norwegian. Poengene er basert på tidligere kjøp. Ved å være medlem får man rabatter på hotell, fly, ulike butikker, og man har muligheten til å skaffe seg bedre sete om bord, samt gratis bagasje. Medlemmer får flere fordeler ved å i tillegg skaffe seg Bank Norwegian sitt kredittkort. En slik bonusordning er vanlig for de fleste flyselskap, og derfor er ikke denne ordningen sjelden og vanskelig å kopiere. Ordningen er verdifull, men alt i alt er det en konkurransemessig likhet. For at bonusordningen til Norwegian skal gi et varig konkurransefortrinn, må de differensiere seg fra sine konkurrenter, på en måte som er vanskelig å kopiere.

### **Omdømme**

Det har stormet mye rundt Norwegian de siste årene. Problemer med de nye Dreamlinerne, kanselleringer, og diskusjoner om et eventuelt salg. De viser selv til flere vunnede priser på sine nettsider, noe som kan tenkes å styrke deres omdømme, men disse prisene kan tenkes å stå svakt mot den sterke turbulensen de opplever i media.<sup>12 13</sup>

---

<sup>12</sup> Norwegian(4). (2019)

<sup>13</sup> Norwegian(5). (2018)

Norwegian sitt merke holder stor verdi i selskapet. De har bygget tillit hos kundene i mange år, noe en nykommer ikke lett kan kopiere. Å ha et varemerke er ikke sjeldent i seg selv, men å få de assosiasjonene kundene har til merket "Norwegian" vil både være kostbart og tidkrevende. Merket deres kan derfor anses som et varig konkurransefortrinn.

### 3.4. Krise-analyse

For å kunne gi en solid prognose av kontantstrømmen til Norwegian i årene fremover, er det viktig å se på store hendelser som har forekommet, hvor stor påvirkning disse hendelsene har hatt for Norwegian og sannsynligheten for at disse hendelsene kan oppstå i fremtiden.

#### **25. januar 2012 - Norwegian investerer i fly**

Den første store hendelsen vi ser på er fra den 25. januar 2012, da Norwegian investerte i 222 nye fly, samt opsjon på 150 nye fly. Dette var startskuddet da Norwegian begynte å ekspandere for alvor og på en finansiell ustabil periode som fortsatt pågår i 2019 i Norwegian.

Det er uten tvil at denne investeringen for det første bidro til en sterk økning i gjeld, hvert eneste år hos Norwegian, da flykjøpene måtte finansieres av noe. Økningen i flyparken til Norwegian bidro naturligvis til en voldsom vekst i inntekter, men bidro også til lavere egenkapitalprosent og trangere likviditet i årene som etterfulgte. Det er uten tvil at denne hendelsen er et vendepunkt for Norwegian, som fortsatt påvirker Norwegians finansielle situasjon per dags dato. Da regnskapstallene for Norwegian for 2018 var så kritiske som de var, kan vi med stor sikkerhet anta at Norwegian i fremtiden *ikke* kommer til å investere i flykjøp igjen i samme skala som i 2012.

#### **2014/2015 - Oljekrisen**

Den andre hendelsen vi ser på er Oljekrisen i 2014/2015, da oljeprisen ble omtrent halvert i 2014 som et resultat på OPEC sitt forsøk på å ta tilbake markedsandeler i oljemarkedet. For Norwegian gikk hovedsakelig lønnsomheten fra internasjonal sektor ned, og drivstoffkostnadene gikk ned med ca 5-10 % sammenliknet med før oljekrisen inntraff. En stor faktor kan være kronekursfallet som kom som en naturlig reaksjon på oljeprisfallet, som sannsynligvis har slått ut på lønnsomheten fra internasjonal sektor til Norwegian.

Oljekrisen har hatt påvirkning på Norwegian til en viss grad, men det er usikkert på hvor mye av forandringen i regnskapstallene i perioden som skyldes oljeprisfallet, direkte eller indirekte. Med tanke på dagens situasjon i oljemarkedet og OPEC's posisjon i dag, er det *ikke* sannsynlig at vi får et så stort oljeprisfall i fremtiden<sup>14 15</sup>.

## **28. februar 2015 - Streik i Norwegian**

Den tredje og siste store hendelsen vi ser på er fra den 28.februar 2015, hvor Norwegian ble rammet av en stor streik som varte til 10. mars. Streiken kom som et resultat på at Norwegians piloter hovedsakelig ikke var tilfredsstillt med sine tariffavtaler og garantier mot fremtiden.

I regnskapstallene fant vi høyere personal-, leasing- og administrasjonskostnader som kan være tilknyttet streiken, og eksperter anslo at denne streiken kostet Norwegian mellom 350 og 770 millioner kroner totalt. Dette har utvilsomt vært en finansielt negativ hendelse for Norwegian, som ikke var til hjelp for et selskap i ekspansjon.

I 2019 har Norwegian kritisk lave finansielle tall og likviditet, og en ny tilsvarende streik er det ikke tvil om at Norwegian er nødt til å unngå. Vi kan anta at Norwegian vil fremover være mer årvåken til sine ansattes tariffavtaler og gjøre tiltak som er nødvendige for å unngå en streik i samme skala som i 2015, og vi kan si at det er *lite* sannsynlig at en ny streik i samme skala kan oppstå i tiden fremover, selv om det ikke skal avskrives helt<sup>16</sup>.

Den største hendelsen er utvilsomt flykjøpet i 2012, og påvirker fortsatt Norwegian i 2019. Oljekrisen har nok ikke påvirket Norwegian i så stor grad som den påvirket det norske arbeidslivet, mens streiken i 2015 har hatt en større finansiell effekt. Vi kan konkludere med at av disse hendelsene, er en ny streik det som *sannsynligvis* kan oppstå igjen, men at sannsynligheten for at en slik streik gjentar seg er *lav* da Norwegians nåværende finansielle situasjon ikke tåler mange flere tap og Norwegian vil derfor være mer årvåken på å unngå en slik streik i fremtiden.

---

<sup>14</sup> Norges Bank. (2019)

<sup>15</sup> J.I. Seljehaug. (2019)

<sup>16</sup> A.P. Framstad & J.T. Aarø. (2015)

## **Emisjon mars 2019**

Grunnet Norwegian sin dårlige lønnsomhet, inngikk de en avtale med John Fredriksen om innhenting av ny kapital. Fredriksen, gjennom selskapet Sterna Finance går inn med tre milliarder kroner i en emisjon med Norwegian. Dette ønsker de å gjøre for å få opp lønnsomheten og ønsker samtidig å få veksten til å avta<sup>17</sup>. Kapitalinnhenting er strukturert som en garantert tegningsrettemisjon, der dagens aksjonærer fikk tegningsretter som gir rett til å tegne aksjer for 33 kr per aksje. Dette var en betydelig rabatt sammenlignet med hva daværende kurs var når det ble bestemt, som var på rundt 95 kroner pr aksje. Emisjonen og tegningsaksjeprisen sendte Norwegian ut i fritt fall på Oslo Børs.

---

<sup>17</sup> O.M. Skaug, E. Bøe, A.A. Nilsen og K.M. Hovland (2019)

### 3.5. SWOT-analyse

En SWOT analyse er en analyse hvor man setter sammen de ulike analysene man har gjort, og ser på de eksterne og interne forholdene. Det er en oversikt over selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler<sup>18</sup>. Vi har gjennom PESTEL, Porters 5 krefter og VRIO- analysene funnet frem til Norwegian sine eksterne og interne forhold. Nå skal alt settes sammen for å få en oversikt og å kunne se en helhet.

<p style="text-align: center;"><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Moderne, miljøvennlig og kostnadseffektiv flåte</li><li>● Bonusprogrammet «Norwegian Reward»</li><li>● Mange ruter nasjonalt og internasjonalt</li><li>● Sterk posisjon på hjemmemarkedet</li><li>● Investering i 222 fly og opsjon på 150 fly</li></ul>	<p style="text-align: center;"><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Omdømmet</li><li>● Opererer i en ulønnsom bransje</li><li>● Avhengig av dollarkurs og oljeprisen</li><li>● Mye gjeld grunnet kjøp av fly</li></ul>
<p style="text-align: center;"><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Kronekurs / valutakurs</li><li>● Ta markedsandeler</li><li>● Setter opp mange nye ruter, blant annet i Canada og Sør-Amerika</li><li>● Emisjon</li><li>● Program for å kutte kostnader</li></ul>	<p style="text-align: center;"><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>● Kronekurs / valutakurs</li><li>● Kunders forhandlingsstyrker</li><li>● Tøff konkurranse om kundene</li><li>● Trusler fra substitutter</li><li>● Mer fokus på miljø – folk vil fly mindre, ta mer tog</li><li>● Teknologisk fremgang – forretningsfolk velger å ha konferanser over Skype</li><li>● Vanskelig å få lisenser til å fly utenom Europa</li></ul>

Figur 5: SWOT-analyse.

<sup>18</sup> Snl (ukjent)

## 4. Regnskapsanalyse

### 4.1. Regnskapsmateriale

#### 4.1.1. Valg av regnskapsmateriale

Vi har valgt å analysere Norwegians konsernregnskaper over en periode på 10 år (2009-18). Opplysningene er hentet fra morselskapets årsrapporter for 2009-17 og siste kvartalsrapport for 2018. Valg av regnskapsmateriale gjort med utgangspunkt i følgende vurderinger:

- Vi analyserer konsernregnskapene, heller enn morselskapets regnskaper alene. Norwegian-gruppen består av mange selskaper som fungerer som en integrert enhet, og helheten representeres derfor best i konsernregnskapene.
- Analyseperioden på ti år er noe lengre enn det man vanligvis velger. Hensikten med dette er å danne oss en formening om hvorvidt utviklingen i vekstfasen 2013-18 er annerledes enn utvikling enn perioden før. Det er noe kontroversielt å bruke gammelt regnskapsmateriale, men samtidig har selskapet holdt fast ved forretningsmodellen og vært under ledelse av Bjørn Kjos i hele perioden. Dette er viktig, fordi det gjør det mer rimelig å anta en viss konsistens i målsetninger og prioritering.
- I perioden 2009-17 rapporteres det ikke om endringer i regnskapspraksis med “materiell betydning for utarbeidelsen av regnskapene”. Revisor påpeker heller ingen slike forhold. Kvartalsrapport for 2018 nevner ingenting om dette, men vi forutsetter at det heller ikke er tilfelle her.<sup>19</sup>
- For investorer er flybransjen forbundet med risiko, og det er viktig for investorer å vite hvor stor denne risikoen er. De vanligste finansielle beregningene er lønnsomhet, om selskapet er insolvens og likviditeten. Nøkkeltallene som er mest brukt er avkastningen på eiendeler, gjeldsgrad og forholdet mellom kortsiktig likviditet og kontantstrøm.<sup>20</sup> Det er også de vi velger å fokusere på.

---

<sup>19</sup> Regnskapspraksis omtales i note 1 i samtlige årsrapporter. Revisors erklæring ligger nederst i hver rapport.

<sup>20</sup> J. B. Maverick. (2015)



#### 4.1.2. Presentasjon av regnskapsmateriale

Når vi skal beregne fri kontantstrøm er det aktuelt å se på resultatpostene, omløpsmidler og kortsiktig gjeld (arbeidskapital) og anleggsmidler.

Income Statement										
Numbers in Million NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Passenger Revenue	6389	7210	9097	11201	13381	16255	18506	21096	24719	32560
Ancillary Revenue	789	1084	1225	1405	1758	2727	3275	3929	4823	6267
Other Revenue	131	162	207	235	372	558	710	1030	1407	1439
<b>Revenue</b>	<b>7309</b>	<b>8406</b>	<b>10529</b>	<b>12841</b>	<b>15511</b>	<b>19540</b>	<b>22484</b>	<b>25951</b>	<b>30948</b>	<b>40266</b>
Other Income	0	191	3	18	68	0	8	104	0	0
<b>Total Operating Revenue</b>	<b>7309</b>	<b>8598</b>	<b>10532</b>	<b>12859</b>	<b>15580</b>	<b>19540</b>	<b>22491</b>	<b>26055</b>	<b>30948</b>	<b>40266</b>
Aviation Fuel	1423	2093	3094	3741	4707	6321	5184	5053	7339	12562
Aircraft Leases	620	778	830	1033	1284	1846	2213	2842	3890	4354
Others	1472	1337	802	617	672	872	3257	5077	5454	3486
<b>Operational Expenses</b>	<b>4938</b>	<b>6302</b>	<b>7819</b>	<b>9131</b>	<b>11371</b>	<b>15360</b>	<b>15839</b>	<b>18024</b>	<b>24022</b>	<b>32964</b>
Payroll and Personal Expenses	1303	1531	1836	2068	2478	3209	3434	3971	5316	6665
Depreciation and Amortization	149	187	294	385	530	748	1133	1296	1405	1668
Impairment	0	0	0	0	0	0	0	0	656	0
Other Operating Expenses	396	398	473	534	733	1050	1263	1519	1984	1826
Other Losses/(gains) - Net	-49	-30	-306	336	-502	584	474	-577	-432	994
<b>Total Operating Expenses</b>	<b>6737</b>	<b>8387</b>	<b>10116</b>	<b>12456</b>	<b>14610</b>	<b>20951</b>	<b>22143</b>	<b>24234</b>	<b>32950</b>	<b>44116</b>
<b>Operating Profit</b>	<b>572</b>	<b>210</b>	<b>416</b>	<b>403</b>	<b>970</b>	<b>-1411</b>	<b>348</b>	<b>1820</b>	<b>-2002</b>	<b>-3851</b>
Net Financial Items	48	27	-269	187	-579	-274	-376	-525	-852	1232
Share of Profit from Associates	3	6	20	33	47	58	103	213	292	129
<b>Profit Before Tax</b>	<b>623</b>	<b>243</b>	<b>167</b>	<b>623</b>	<b>437</b>	<b>-1627</b>	<b>75</b>	<b>1508</b>	<b>-2562</b>	<b>-2490</b>
Income Tax Expense	177	72	44	167	116	-557	-171	373	-768	-1036
<b>PROFIT FOR THE YEAR</b>	<b>446</b>	<b>171</b>	<b>122</b>	<b>457</b>	<b>322</b>	<b>-1070</b>	<b>246</b>	<b>1135</b>	<b>-1794</b>	<b>-1454</b>

**Tabell 2:** Tabellen viser de mest aktuelle postene fra periodens resultatregnskap.

Balance Sheet										
Numbers in Million NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Current Assets</b>										
Inventory	41	66	82	68	74	83	104	102	102	167
Trade and Other Receivables	830	842	1072	1097	1623	2174	2551	3014	4358	6753
Derivative Financial Instrument	24	43	243	0	37	0	0	353	616	2084
Financial Assets Available for Sale	0	0	0	10	11	0	0	0	80	851
Cash and Cash Equivalents	1408	1178	1105	1731	2166	2011	2454	2324	4040	1922
<b>Total Current Assets</b>	<b>2303</b>	<b>2130</b>	<b>2502</b>	<b>2906</b>	<b>3912</b>	<b>4268</b>	<b>5109</b>	<b>5793</b>	<b>9195</b>	<b>11777</b>
<b>Short-Term Liabilities</b>										
Trade and Other Payables	747	1063	1231	1565	1950	2680	2863	3882	5568	n/a
Derivative Financial Instrument	1	15	1	190	0	459	783	86	42	n/a
Tax Payable	111	1	0	0	0	2	32	8	50	n/a
<b>Current Liabilities</b>	<b>859</b>	<b>1079</b>	<b>1232</b>	<b>1755</b>	<b>1950</b>	<b>3142</b>	<b>3677</b>	<b>3976</b>	<b>5660</b>	<b>9403</b>
Short-Term Part of Borrowings	675	521	1552	1349	768	3330	3041	4769	4244	11559
Air Traffic Settlement Liabilities	793	954	1208	1740	2567	2965	4014	4666	6494	6907
<b>Total Short Term Liabilities</b>	<b>2327</b>	<b>2555</b>	<b>3992</b>	<b>4844</b>	<b>5285</b>	<b>9437</b>	<b>10733</b>	<b>13411</b>	<b>16398</b>	<b>27869</b>
<b>Working Capital</b>	<b>-24</b>	<b>-424</b>	<b>-1490</b>	<b>-1938</b>	<b>-1373</b>	<b>-5170</b>	<b>-5624</b>	<b>-7617</b>	<b>-7203</b>	<b>-16092</b>

**Tabell 3 :** Tabellen viser de mest aktuelle postene fra omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen.

Balance Sheet										
Numbers in Million NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Non-Current Assets</b>										
Intangible Assets	191	210	236	238	225	207	207	198	201	n/a
Deferred Tax Asset	0	0	2	4	29	519	594	241	1019	n/a
<b>Intangible Assets</b>	<b>191</b>	<b>211</b>	<b>238</b>	<b>242</b>	<b>254</b>	<b>726</b>	<b>800</b>	<b>440</b>	<b>1220</b>	<b>2886</b>
Financial Lease Asset	26	31	28	25	21	19	0	114	31	n/a
Financial Assets Av. for Sale	7	3	3	3	83	83	83	83	3	n/a
Investment in Associate	48	62	82	116	165	224	328	609	833	n/a
Other Receivables	26	53	113	136	199	421	502	624	790	n/a
<b>Fixed Asset Investments</b>	<b>108</b>	<b>149</b>	<b>226</b>	<b>279</b>	<b>468</b>	<b>747</b>	<b>913</b>	<b>1430</b>	<b>1656</b>	<b>1216</b>
Aircraft, Parts and Installations	975	2092	3869	5580	7527	12528	18508	22572	25862	n/a
Equipment and Fixtures	31	26	32	58	73	84	80	88	90	n/a
Buildings	4	10	10	10	15	252	286	283	279	n/a
Prepayment Boeing Contract	1411	2003	2127	2844	2515	4103	5939	7156	5219	n/a
<b>Tangible Fixed Assets</b>	<b>2421</b>	<b>4130</b>	<b>6038</b>	<b>8492</b>	<b>10130</b>	<b>16967</b>	<b>24812</b>	<b>30100</b>	<b>31451</b>	<b>40106</b>
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>2719</b>	<b>4490</b>	<b>6502</b>	<b>9013</b>	<b>10851</b>	<b>18439</b>	<b>26525</b>	<b>31969</b>	<b>34328</b>	<b>44209</b>

**Tabell 4:** Tabellen viser de mest aktuelle postene fra anleggsmidler i balansen.

#### 4.1.3. Unormale og driftsfremmede poster

I dette delkapittelet drøfter vi hvilke poster som bør vurderes som unormale eller driftsfremmede ved beregningen av operasjonell kontantstrøm. Som støttelitteratur for denne vurderingen har vi brukt *Verdivurdering 2. utg* (Kaldestad og Møller, 2016). *Unormale hendelser* er effekter av hendelser på resultat og balanseposter som ikke representerer normaltilstanden i selskapet. Dette kan være hele eller deler av poster i regnskapene. *Driftsfremmede aktiviteter* er aktiviteter som kan fjernes uten at det får konsekvenser for den øvrige driften. I en verdsettelse ønsker vi kun å måle inntjeningen fra de operasjonelle aktivitetene. Årsregnskapet gjør et forsøk på å skille mellom disse, men denne inndelingen er ikke feilfri. De mest avanserte verdsettelsene vil gå langt i arbeidet med å bryte opp poster og luke ut driftsfremmede elementer der det er nødvendig. Vi kommer til å ta bort de postene som i sin helhet er driftsfremmede, men vi bryter ikke opp poster.

**Driftsregnskapet:** I resultatregnskapet velger vi å justere bort *annen driftsinntekt (other income)*, *nedskrivninger (impairment)* og kontoen som i IFRS kalles *Other losses/(gains) - net*. Annen driftsinntekt knytter seg til i hovedsak til beregnet gevinst ved salg av driftsmidler (2010, 2011, 2012, 2013, 2015, 2016, 2018) og dessuten erstatning fra rettsoppgjør (2010).<sup>21</sup> Vi anser erstatning fra rettsoppgjør som en unormal hendelse og gevinster ved salg som driftsfremmede. Nedskrivninger er kun gjennomført én gang over perioden, i 2017 da det ble

<sup>21</sup> Annen driftsinntekt er beskrevet i note 4 i årsrapportene for de aktuelle årene.

det nedskrevet for MNOK 655,9. Denne hendelsen ser vi på som unormal og vi velger å justere regnskapene for nedskrivningen.<sup>22</sup> *Other losses/(gains) - net* er verdiendringer på sikringskontrakter og lignende. Vi anser denne posten som driftsfremmed og justerer derfor regnskapene for *Netto andre tap/(gevinster)*.<sup>23</sup>

**Netto finans:** I IFRS er det vi kjenner som netto finans fordelt på to poster kalt *Net Financial Items* og *Share of Profit from Associates*. *Net Financial Items* består av renter, tap og gevinst på valuta og andre verdi- endringer.<sup>24</sup> *Share of Profit from Associates* er inntekter fra datterselskap der eiendelene er for små til at de regnes som del av konsernet; Norwegian Finans Holding AS (eier av Bank Norwegian AS) og OSM Aviation Ltd.<sup>25</sup> Alle poster under netto finans anses som driftsfremmede og justeres bort.

**Skattekostnaden** (*income tax expense*): I verdsettelsen bare er relevant å se på skatt på driftsresultat, det vil si at skatten korrigeres for de justeringene som er nevnt. For enkelhets skyld vil vi ikke ta stilling til hvordan korreksjonene som er gjort påvirker periodisering av skattekostnaden. Vi bruker gjeldende skattesats til å beregne skatt på driftsresultatet.<sup>26</sup>

**Omløpsmidler og kortsiktig gjeld:** *finansielle derivater (derivative financial instruments)* finansielle derivater under omløpsmidler og kortsiktig gjeld regnes som driftsfremmede og resultateffekten av slike derivater er allerede korrigert bort.<sup>27</sup> *Financial Assets Available for Sale* er eiendeler som kun skal holdes for en kortere periode.<sup>28</sup> Pga. den kortsiktige horisonten på disse eiendelene vurderer vi de som driftsfremmede.

**Anleggsmidler:** *Utsatt skatt/utsatt skattefordel (deferred tax asset)* er effekten av differanser mellom årsregnskapet og skatteregnskapet.<sup>29</sup> Under forutsetning om at selskapet lever til evig tid betales aldri denne skatten og eiendelen kan behandles som driftsfremmede. *Forhåndsbetalinger på kontrakter (Prepayment Boeing Contract)* er for øyeblikket ikke en del av den operasjonelle virksomheten og kan behandles som driftsfremmed

---

<sup>22</sup> Nedskrivninger er beskrevet i notene 10 og 11 i årsrapport for 2017.

<sup>23</sup> Gevinst og tap er beskrevet i note 20 i samtlige årsrapporter.

<sup>24</sup> Net Financial Items er beskrevet i note 8 i samtlige årsrapporter.

<sup>25</sup> Share of Income from Associates er beskrevet i note 25 i samtlige årsrapporter.

<sup>26</sup> Skattekostnad er beskrevet i note 9 i samtlige årsrapporter.

<sup>27</sup> Finansielle derivater beskrives i note 20 i samtlige årsrapporter.

<sup>28</sup> W. Kenton. (2018)

<sup>29</sup> Utsatt skatt/utsatt skattefordel beskrives i note 9 i samtlige årsrapporter.

eiendel.<sup>30</sup> *Investeringer i nærstående selskap (Investments in Associated)* er investeringer i selskap som ikke regnes som en fullverdig del av konsernet og resultateffekt av slike eiendeler er allerede justert bort.<sup>31</sup> *Finansielle anleggsmidler for salg (financial asset available for sale)* er anleggsmidler som er på vei ut av virksomheten og regner derfor ikke disse som operasjonelle.<sup>32</sup>

#### 4.1.4. Operasjonelle poster

**Relevante inntekter** er salgsinntektene med sine underkategorier; *billettinntekter (passenger revenue)*, *hjelpeinntekter (ancillary revenue)* og *annen salgsinntekt (other revenue)*. Som hjelpeinntekter regnes inntekter ved salg av tjenester som ikke inkluderes i flybilletten, eksempelvis ekstra bagasje, setereservasjon, mat og drikke osv.<sup>33</sup> Av årsaker nevnt tidligere har vi ikke fokus på annen salgsinntekt.

**Relevante kostnader** er *varekostnader (operational expenses)*, *lønnskostnader (payroll and personnel expenses)*, *avskrivninger (depreciation and amortization)* og *annen driftskostnad (other operating expenses)*. Varekostnad må i denne sammenhengen forstås som kostnader som knyttes direkte til kjernevirksomheten, som drivstoff, leasing, teknisk vedlikehold, flyplassavgifter, deler av salg og administrasjon, osv. Varekostnaden er motstykke til annen driftskostnad som er mer indirekte driftskostnader, som markedsføring, konsultasjon osv. Vi kjenner ikke til hva som mer nøyaktig enn fordelingsgrunnlaget mellom disse to. Varekostnaden er utgjør om lag 3/4 av totale driftskostnader, og vi skiller ut to kategorier som vi skal se nærmere på; *drivstoffkostnad* og *leasingkostnad*. Vi refererer videre til disse som *øvrige varekostnader*.

**Relevante balanseposter** ser vi nærmere på i delkapitlene 4.3.4 og 4.3.5.

---

<sup>30</sup> Forhåndsbetalinger på kontrakter beskrives i note 11 i samtlige årsrapporter.

<sup>31</sup> Investeringer i nærstående selskap beskrives i note 25 i samtlige årsrapporter.

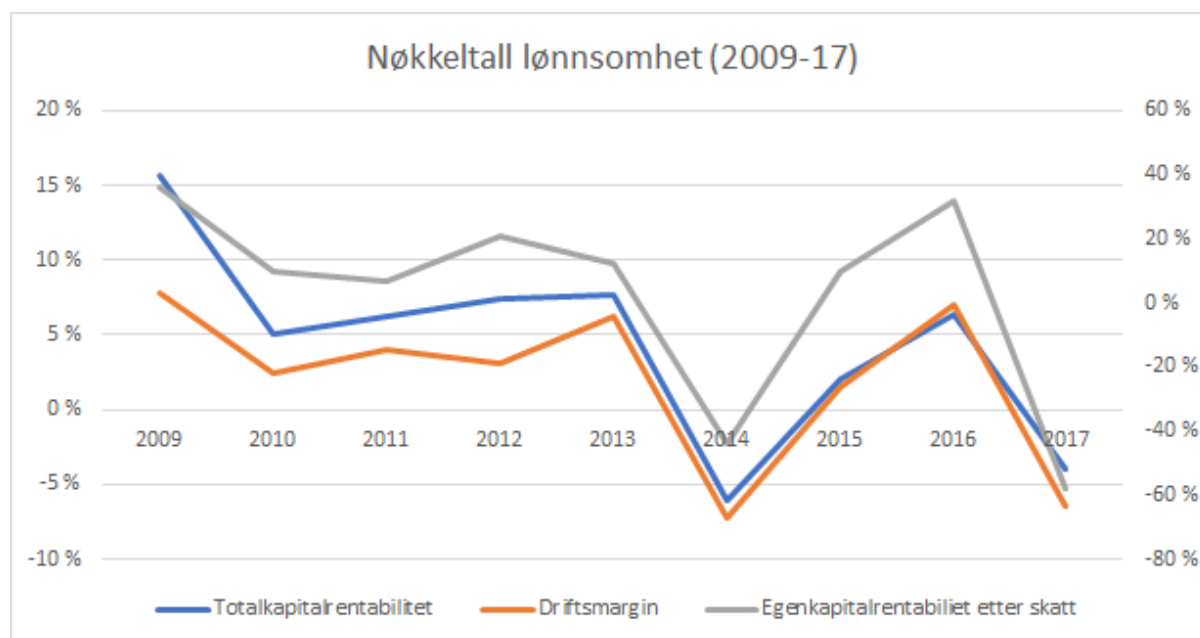
<sup>32</sup> Finansielle anleggsmidler for salg beskrives i notene 3 og 20 i samtlige årsrapporter.

<sup>33</sup> Salgsinntektene beskrives i note 4 i samtlige årsrapporter.

## 4.2. Lønnsomhet og resultatutvikling

### 4.2.1 Nøkkeltall for lønnsomhet

Vi starter med å se på noen nøkkeltall som beskriver periodens lønnsomhet. Lønnsomheten sier noe om virksomhetens evne til å skape overskudd. God lønnsomhet er viktig for å tiltrekke aksjonærer og kreditorer som skyte kapital inn i virksomhet. Aksjonærene er opptatte av å få god avkastning på sine investeringer, og for långivere vil god lønnsomhet betrygge at selskapet evner å betjene gjeld. I tillegg er det kritisk for en bedrift at de evner å kunne skape overskudd, for å kunne overleve i markedet. I dette avsnittet har vi valgt å se på nøkkeltallene driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. Tallene tar ikke hensyn til de justeringene som omtales i avsnitt 4.1.3. Ved å se på ujusterte tall får vi et innblikk i hvordan selskapets lønnsomhet fremstår på overflaten, uten hensyn til de tidkrevende vurderingene vi gjør ellers i denne analysen. Dette gir også anledning til å sammenligne med tilgjengelige bransjetall.



**Figur 6:** Tilknyttet venstre akse har vi totalkapitalrentabiliteten og driftsmarginen. Tilknyttet høyre akse har vi egenkapitalrentabiliteten. Ved å illustrere nøkkeltallene i samme diagram synliggjør vi den sterke korrelasjonen mellom dem.

- **Driftsmarginen** viser driftsresultatet som andel av driftsinntektene. Med andre ord sier den noe om hvor mye av den totale omsetningen som selskapet selv beholder, og hvor mye som spises opp på kostnadssiden. Lav driftsmargin betyr at man sitter igjen med lite av inntektene på driftsresultatet.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100 \%$$

- **Totalkapitalrentabiliteten** sier noe om den samlede avkastningen på kapitalen i Norwegian. TKR bør være høyere enn lånerenten i markedet, ellers vil lånerentene spise av overskuddet fra egenkapitalen og egenkapitalrentabiliteten.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}} * 100 \%$$

- **Egenkapitalrentabiliteten** viser avkastningen som aksjonærene får på de pengene de har skutt inn i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten bør være større enn totalkapitalrentabiliteten, fordi eiere påtar seg en større risiko enn lånegivere som har pantessikkerhet<sup>34</sup>.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Resultat etter skattekostnad}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100 \%$$

Figuren viser at det er sterke korrelasjoner mellom disse tre nøkkeltallene i perioden. Alle tre nøkkeltall støtter en antagelse om at årene 2014 og 2017 har vært spesielt dårlige for selskapet. Vi vet også at 2018 totalt sett var et dårlig år for Norwegian. Et interessant funn er at de svake årene kommer etter den store ekspansjonen som ble påbegynt rundt 2013 og i samme periode som oljeprisfallet. I denne perioden er utviklingen relativt stabil fra år til år. Dette er overraskende fordi tiden etter oljeprisfallet har vært historisk gode for bransjen som helhet. Ifølge Reuters er det femårige gjennomsnittet for bransjen (2013-18) 8,80 % for driftsmarginen (operating margin), 5,56 % for TKR (return on assets) og 17,00 % for EKR (return on equity).<sup>35</sup> Konklusjonen fra denne analysen må være at lønnsomheten i Norwegian har vært unormalt svak og volatil i perioden etter 2013.

---

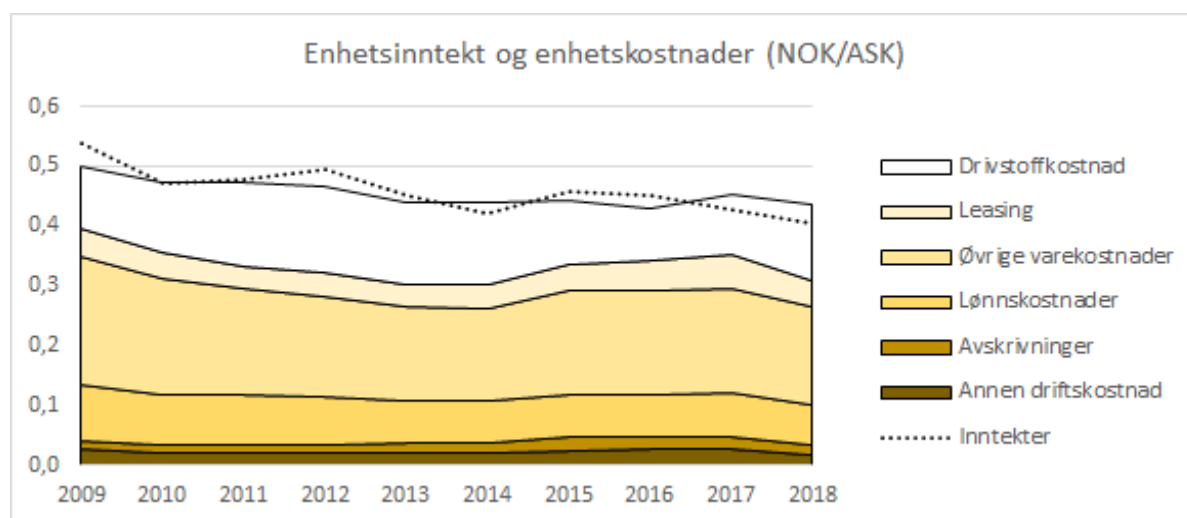
<sup>34</sup> K. Rammen. (2019)

<sup>35</sup> <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/NWC.OL>

## 4.2.2. Generelle utviklingstrekk

I de videre avsnittene skal vi se på hvordan resultatutviklingen har påvirket lønnsomheten i perioden. Vi går da dypere inn på de postene som vi anser som relevante etter vurderingene i delkapittel 4.1. Vi skal prøve å si noe om hva vi vil legge til grunn som normaltilstand i prognosene i kapittel 5.

Vi bruker enhetsinntekter og enhetskostnader for å studere trekk ved resultatutviklingen. Vanlig produksjonsenhet for flyselskaper som driver passasjertrafikk er ASK (*Available Seat Kilometer*); antall seter på flyvningene ganger antall kilometer fløyet. Denne brukes til å beregne varianter av enhetsinntekt (*RASK: Revenue per ASK*) og varianter av enhetskostnad (*CASK: Cost per ASK*).<sup>36</sup> Det er vanlig å studere enhetskostnaden inklusive og eksklusive drivstoff, fordi drivstoffkostnaden gjerne anses å være ukontrollerbar over tid, pga. volatiliteten i oljeprisen. Vi antar at selskapets vekst reflekteres godt i utviklingen av antall produksjonsenheter, og bruker disse målene til å vurdere hvorvidt inntektene og kostnadene henger med på denne utviklingen.<sup>37</sup>



**Figur 7:** Diagrammet illustrerer utviklingen i den samlede enhetsinntekten og ulike kategorier av enhetskostnader. Diagrammet er kumulativt slik at den samlede enhetskostnaden kan leses av øverst. Vi prioriterer ikke å illustrere fordelingen på underkategorier på inntektssiden, fordi denne domineres av en enkelt kategori. Beregningene er gjort med utgangspunkt i justerte regnskapstall og kapasitetsinformasjon fra årsrapport 2018.

Både den samlede enhetsinntekten og den samlede enhetskostnaden følger en svakt fallende kurve. Ved første øyekast er det vanskelig å vurdere hvorvidt utviklingen er lik for inntektene

<sup>36</sup> Wikipedia. (ukjent)

<sup>37</sup> Informasjon om historisk ASK finnes i årsrapport for 2017 s. 86 og kvartalsrapport for 2018 s. 3.

og kostnadene, nettopp fordi marginene er såpass knappe. Ved å bruke lineær regresjon finner vi at enhetsinntekten reduseres med ca. 0,011 NOK/ASK årlig, mens enhetskostnaden reduseres kun med ca. 0,005 NOK/ASK årlig.

Det er en bredere trend i flyindustrien at prisene faller som følge av redusert kostnadsnivå, men hard priskonkurranse har historisk sett gjort det vanskelig for flyselskapene å tjene på reduserte kostnader. En rapport fra McKinsey peker på bruken av større og mer drivstoffeffektive fly, samt økt konkurransepress grunnet internettsalg som drivere bak reduksjonen i enhetsinntekter siden begynnelsen av 2000-tallet.<sup>38</sup> Denne trenden har likevel et unntak; prisutviklingen reflekterer vanligvis ikke utviklingen i drivstoffkostnadene, fordi disse er såpass volatile. Resultatutviklingen i flyindustrien har historisk sett vært preget av korte perioder med dårlige marginer når oljeprisen er høy og korte perioder med gode marginer når oljeprisen er lav.<sup>39</sup> Det er derfor overraskende at utviklingen for Norwegian har vært negativ, også i perioden 2014-18. Dette tyder på at det er forhold ved Norwegians utvikling som skiller seg fra utviklingen i bransjen forøvrig. Det er på overflaten vanskelig å vurdere hvorvidt den negative utviklingen skyldes svikt i inntektene eller kostnadsforøkelse. Få datapunkter til rådighet gjør det også vanskelig å vurdere om utviklingen er ulik i perioden før og etter ekspansjonen, altså 2009-12 og 2013-18, eller før og etter oljeprisfallet, altså 2009-14 og 2015-18.

#### 4.2.3. Enhetsinntekter

Enhetsinntekten er tilsynelatende mer volatil enn enhetskostnaden, men ser likevel ut til å følge en jevn trend. Billettinntektene dominerer salgsinntekten over hele perioden, og svingningene skyldes i hovedsak at utviklingen er ustabil innad i denne kategorien. Det er tendenser til forskyvning av forholdet mellom billettinntekter og hjelpeinntekter, noe som er spesielt tydelig fra 2013. I 2009 utgjorde billettinntekter 87,4 % av den samlede enhetsinntekten, i 2013 86,3 % og i 2018 kun 80,9 %. En sannsynlig forklaring på dette er at utviklingen er i tråd med en bredere trend i bransjen, ettersom lavprismodeller blir mer vanlige (og mer ekstreme) og dermed har viktigheten av hjelpeinntektene vokst. At utviklingen er spesielt tydelig fra 2013, kan skyldes endringer i prismodeller i forbindelse med etablering på nye markeder, f.eks. langdistansemarkedet.

---

<sup>38</sup> S. Saxon, M. Weber (2017)

<sup>39</sup> Centre for Aviation. (ukjent)



#### 4.2.4 Enhetskostnader

På overflaten er utviklingen i enhetskostnaden jevn fra år til år, sammenlignet med enhetsinntekten. Under overflaten ser vi imidlertid at forholdet mellom drivstoffkostnaden og de øvrige kostnadene forskyves voldsomt i perioden. Vi ser at de øvrige kostnadene, som vi samler til en bolk kalt *enhetskostnad ekskl. drivstoff*, har en mer eller mindre sammenfallende utvikling. Kostnadene er fallende eller stabile frem til ca. 2013/14, deretter øker de mot ca. 2016/17 og faller igjen mot 2018 (avskrivningene følger et litt annerledes mønster, men disse er en relativt liten del av totalkostnaden og vi skal se nærmere på disse senere). Drivstoffkostnaden følger et motsatt mønster. De to kostnadskomponentene ser ut til å utvikle seg speilvendt, slik at de har en utjevneende effekt på den samlede enhetskostnaden. Å si noe om hvorvidt denne motvariasjonen er normalt tilstand eller ikke, blir en viktig forutsetning for prognoser av fremtidige kostnader. Vi har to teorier på hva denne utviklingen skyldes.

Den første teorien er at drivstoffkostnaden (som avhenger av oljepris og kronekurs) og de øvrige varekostnadene (som er delvis avhengige av kronekursen), motvarierer på grunn av tendensen til motvariasjon mellom kronekursen og oljeprisen. Varekostnader i USD vil derfor være billig når oljeprisen er høy, og dyre når oljeprisen er lav. Dette kan tenkes å gi en utjevneende effekt. Det er imidlertid flere forhold som gjør det vanskelig å analysere effektene av dette fullt ut. For det første kjenner vi ikke til hvor stor del av kostnadene som er betalbare i USD i det enkelte år. For det andre er bruken sikringskontrakter på valuta og drivstoff omfattende, og varierende over tid. Dette gjør at vi ikke kjenner til hvor stor del av kostnadene som betales i flytende og sikrede priser. For det tredje er drivstoff *både* avhengig av oljeprisen og betalbar i USD, noe som vil gi en utjevneende effekt på drivstoffkostnaden.

Den andre teorien er at sammenhengen er spuriøs; at oljeprisfallet tilfeldigvis har skjedd samtidig med en stor ekspansjon som har bidratt til økning i selskapets kostnader. Disse økte kostnadene mener vi skyldes ineffektivitet, grunnet bruk av nye ansatte, nye avdelinger, nytt utstyr, inntredene i nye markeder med nye ruter osv. I så fall har det høye kostnadsnivået hindret Norwegian i å dra nytte av de lave drivstoffprisene. Rekordhøye marginer i bransjen i samme periode støtter en antagelse om at kostnadene kan ha vært uvanlig høye i perioden. Vi må anta at dårlig kronekurs har hatt effekt på kostnadene i perioden, men mener likevel at den siste teorien må tillegges størst vekt. Et forhold som taler for denne teorien er at enhetskostnad ekskl. drivstoff (innen alle underkategorier) er betydelig redusert fra 2017 til 2018 (fra 0,35

NOK/ASK til 0,31 NOK/ASK; ca. 12 % red.), til tross for at kronkursen kun har forbedret seg marginalt i samme periode (fra 8,26 NOK/USD til 8,13 NOK/USD; ca. 2 % red.). I samme periode ble det gjennomført et program for kostnadskutt i selskapet, og utviklingen tyder på at det har vært mulig å redusere kostnadene mye uten hjelp fra kronkursen. Norwegian har et program for kostnadskutt verdt minimum ca. 2 mrd. kroner i 2019.<sup>40</sup> Vi skal avslutningsvis si noe om hva vi tror enhetskostnaden ville vært under normale omstendigheter.

#### 4.2.5. Drivstoffkostnaden

Drivstoffkostnaden er som nevnt tidligere avhengig av både oljeprisen og kronkursen. Det er sterk samvariasjon mellom oljepris og kronkurs, men denne sammenhengen er ikke fullstendig. Vi finner imidlertid en nær fullstendig sammenheng mellom enhetskostnad for drivstoff og oljeprisen målt i NOK. Tabellen viser sammenligningen av disse to variablene som gir en korrelasjonskoeffisient lik 0,9653, samt et estimat for drivstoffkostnaden basert på en oljepris på kr. 60 USD/fat og kronkurs 8,13 NOK/USD. Vi bruker et gjennomsnitt for et forholdstall for å regne oss frem til en enhetskostnad lik ca. 0,112 NOK/ASK under disse forutsetningene.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Estimat
Enhetskostnad drivstoff (NOK/ASK)	0,11	0,12	0,14	0,14	0,14	0,14	0,11	0,09	0,10	0,13	0,112
Oljepris Brent Spot (USD)	61,74	79,61	111,26	111,57	108,56	98,97	53,03	45,13	54,71	71,34	60
Kronkurs NOK/USD	6,28	6,05	5,61	5,82	5,88	6,30	8,07	8,40	8,26	8,13	8,13
Oljepris Brent Spot (NOK)	387,83	481,27	623,88	649,45	637,99	623,70	428,16	379,03	452,07	580,27	488,03
Forholdstall	3693,5	4094,1	4428,3	4500,4	4651,3	4586,1	4049	4344	4456	4583,1	4338,6

Korrelasjon enhetskostnad og oljepris (NOK): 0,9653

Estimat for 2019 =  $(60 * 8,13) / 4338,6 = 0,112$

**Tabell 5:** Sammenligning av forholdet mellom enhetskostnad, oljepris og kronkurs, samt et estimat for 2019. Kilder er årsrapporter (2009-18) og Norges Bank (2018).

#### 4.2.6. Avskrivningene

Avskrivningene er en relativt liten del av total kostnadene (i snitt knappe 3,5 % av totale driftskostnader i perioden), men fordi avskrivningene er såpass viktige for å finne kontantstrømmene må vi gjøre en separat drøfting av disse. Selskapets flåte er en blanding av leasede og egeide fly. Kostnadene knyttet til å holde anleggsmidler er derfor fordelt mellom leasing, avskrivninger og renter (som vi ser bort ifra her fordi de anses å være driftsfremmede/finansielle kostnader). Avskrivninger fordelt på antall enheter øker i perioden 2009-17 og faller noe mot 2018. Avskrivningene topper seg spesielt i perioden 2015-17.

<sup>40</sup> Norwegian Air Shuttle SEB Nordic Seminar (ukjent)

Økningen skyldes generelt at stadig mer av produksjonen baseres på egneide fly. At avskrivningene topper seg i perioden 2015-17 skyldes en nedjustering av restverdi på flytypen Boeing 737-300. Denne flytypen er utfaset over denne perioden, noe som har medført større avskrivninger. Resultateffekter av verdiendringer kan ses bort ifra, noe som gjør at tallene i denne perioden ikke beskriver normaltstanden. Enhetskostnad er et noe upresist mål på utviklingen i avskrivningene, fordi fordelingen mellom leasing og eie forskyves i perioden. Dersom vi regner en avskrivningssats, ved å bruke størrelsen på operasjonelle anleggsmidler finner vi at denne er fallende i perioden. Reduksjonen flater ut mot 2018, og ligger her på rundt 5 %. Dette høres rimelig ut ettersom en større og større del av anleggsmidlene er fly, og disse anses å ha en levetid på ca. 25 år<sup>41</sup> (1 kr / 25 år = 0,04 kr/år). Denne tilnærmingen til å finne avskrivningene mener vi derfor er mest hensiktsmessig ved prognose av kontantstrømmene.

Numbers in Million NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
Sum operasjonelle anleggsmidler	1253	2423	4288	6046	8060	13511	19581	23880	27254	35614
Avskrivninger	149	187	294	385	530	748	1133	1296	1405	1668
Årlige avskrivninger	11,9 %	7,7 %	6,9 %	6,4 %	6,6 %	5,5 %	5,8 %	5,4 %	5,2 %	4,7 %

**Tabell 6:** Avskrivningssatser beregnet fra sum operasjonelle anleggsmidler. Merk at summen for 2018 er et estimat som vi har måttet gjøre grunnet mangel på detaljer i kvartalsrapporten for 2018 (se delkapittel 5.4 for detaljer om beregningen). Avskrivningssatsen som er beregnet fra dette tallet er likevel i tråd med utviklingen ellers i perioden.

#### 4.2.7. Enhetsprofitt

I dette avsnittet skal vi prøve å si noe om hva vi tror enhetsprofitten til Norwegian er under normale omstendigheter. Vi har under de siste avsnittene påpekt hvilke forhold vi ønsker å gi skylden for den dårlige og volatile resultatutviklingen etter 2013. Formålet med dette er å finne et tall vi kan bruke i prognosene.

Vi vet at marginene og profitten svinger mye fra år til år, noe som først og fremst skyldes forhold på inntektssiden. Over tid er det likevel en klar trend i utviklingen, noe som gjør det hensiktsmessig å glatte ut inntekten til dette analyseformålet. Vi bruker en lineær regresjon for å gjøre dette. På kostnadssiden er det imidlertid litt mer uklart hva som har skjedd. Vår fremste teori er at enhetskostnadene ekskl. drivstoff har utviklet seg unormalt etter 2013, noe som i hovedsak skyldes ineffektivitet i forbindelse med ekspansjon. Pga. den strategiske reorienteringen i 2018 tror vi forutsetningene for å presse ned disse kostnadene til et normalt

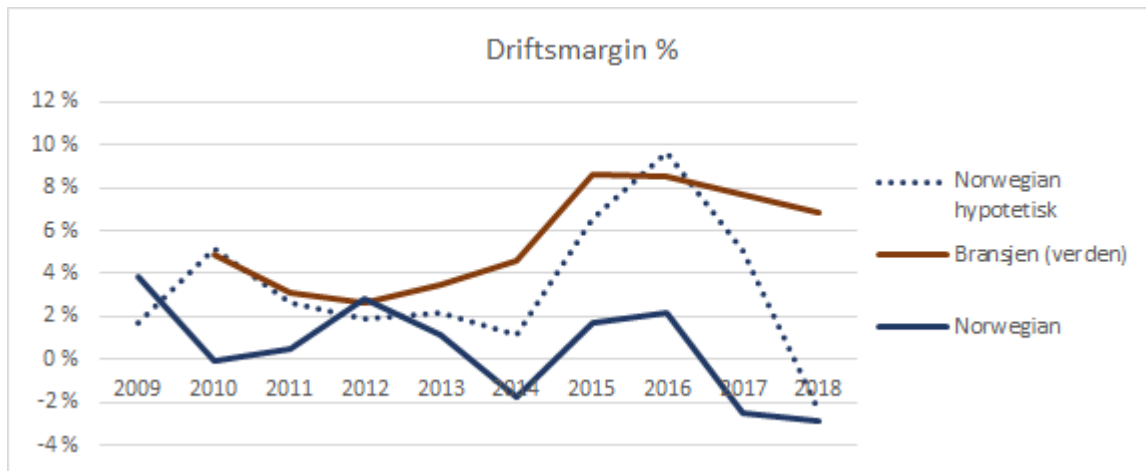
<sup>41</sup> Avskrivninger beskrives i notene 10 og 11 i samtlige årsrapporter.

nivå er til stede. Vi ser sterke antydninger til dette i regnskapene for 2018. Det følgende resonnementet tar for seg hvilken enhetskostnad ekskl. drivstoff og tilhørende enhetsprofitt før drivstoff vi tror vil være realistisk fra 2019 og utover. Vi antar at det har vært kostnadsforøkelse i perioden og vi ser bort fra effekten av svingninger i valutakursen. Vi regner med kuttene som er planlagte for 2019 klarer å ta ned kostnadene på et nivå som ville vært naturlig uten slik kostnadsforøkelse. Kuttene har en verdi på 2 mrd. kroner, og fordeles over 108150 millioner ASK; en planlagt økning på 9 %<sup>42</sup> fra 2018-nivå. Kostnadskuttene er rettet mot alle relevante kostnader, unntatt drivstoff. Dette gir en reduksjon i enhetskostnad ekskl. drivstoff på ca. 0,018 NOK/ASK. Vi drar deretter en rett linje mellom 2012-nivå og 2019-nivå. Denne linja er beste gjetting på en normalisert kostnadsutvikling i perioden. Vi har inkludert inntekts- og profittutviklingen som referanse. I delkapittel 5.3.5 om periodens driftsmargin skal vi drøfte forskjellen mellom faktisk resultat- utvikling og resultatutvikling under dette scenarioriet.

NOK/ASK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mill. ASK (estimat for 2019)	13555	17804	21958	25920	34318	46479	49028	57910	72341	99220	108150
Enhetsinntekt	0,539	0,472	0,479	0,495	0,452	0,420	0,459	0,450	0,428	0,406	
Normalisering	0,509	0,498	0,487	0,476	0,466	0,455	0,444	0,433	0,422	0,411	
Enhetskostnad ekskl. drivstoff	0,396	0,355	0,334	0,323	0,303	0,302	0,336	0,341	0,351	0,308	0,290
Normalisering	0,396	0,355	0,334	0,323	0,318	0,314	0,309	0,304	0,299	0,294	
Norm. profitt før drivstoff	0,114	0,143	0,154	0,153	0,147	0,141	0,135	0,129	0,123	0,117	
Drivstoffkostnad	0,105	0,1175	0,1409	0,1443	0,1372	0,136	0,1057	0,0873	0,1015	0,1266	
Norm. profitt etter drivstoff	0,009	0,026	0,013	0,009	0,010	0,005	0,029	0,042	0,021	-0,010	
Estimert produksjon i 2019 = 99 220 * 1,09 = 108150											
Estimert effekt av kostnadskutt i 2019 = 2 000 / 108150 = 0,01849											
Faktisk driftsmargin	7,1 %	-0,1 %	1,0 %	5,6 %	2,6 %	-4,2 %	3,7 %	4,8 %	-5,7 %	-7,1 %	
Normalisert driftsmargin	1,7 %	5,1 %	2,6 %	1,9 %	2,1 %	1,1 %	6,6 %	9,6 %	5,0 %	-2,4 %	

**Tabell 7:** I tabellen vises faktiske tall i sort og estimater i rødt. Øverst viser vi et estimat for produksjonen i 2019. Videre viser vi de faktiske enhetsinntektene, og enhetsinntekten glattet ut ved bruk av en lineær regresjon. Videre viser vi et estimat på de normaliserte kostnadene i perioden 2013-18. Vi gjør ingen endringer i drivstoffkostnaden. Til sist vises et estimat på normalisert enhetsprofitt og driftsmarginen under disse estimatene.

<sup>42</sup> M. Lorentzen (2019)



**Figur 8:** Den røde linja viser et gjennomsnitt for bransjen på verdensbasis. Den heltrukne blå linja viser beregnet driftsmargin for Norwegian ved bruk av faktiske operasjonelle regnskapstall. Den stipla blå linja viser beregnet driftsmargin i et tilfelle der vi normaliserer både kostnadene og inntektene som diskutert tidligere.

Vi sammenligner driftsmarginen som er oppgitt i tabellen med et gjennomsnitt for bransjen.<sup>43</sup> Norwegian sin faktiske driftsmargin skiller seg vesentlig fra bransjen sin, og det er vanskelig å finne noen sammenheng ved å se på grafene, foruten en viss samvariasjon i perioden 2014-16. I det justerte tilfellet er utviklingen imidlertid ikke veldig forskjellig. Norwegian ligger stort sett noe under gjennomsnittet for bransjen, men at tendensene i utviklingen er svært like. Selv om scenarioet baserer seg på en del grove forenklinger, er likhetene med på å legitimere disse forutsetningene. En naturlig konklusjon er at Norwegians lønnsomhet, over tid og under normale forutsetninger, ikke bør skille seg vesentlig fra gjennomsnittet for bransjen. Over få år har det skjedd en sterk modning av flyindustrien, det som tidligere var lukkede hjemmemarkeder med mindre nasjonale selskaper har blitt et internasjonalt marked med større aktører. Det er grunn til å tro at selskapenes inntjening konvergerer mot et gjennomsnitt, fordi konkurransebetingelsene utjevnes. I perioden 1975-2014 har bransjens driftsmargin på verdensbasis, i sykluser på ca. 6-7 vekslet mellom å ligge mellom 0 % og 6 %.<sup>44</sup> Det skal nevnes at marginene i denne perioden aldri har vært så høye som under den nåværende syklusen. Vi tror imidlertid at hard konkurranse over tid vil medføre en tilpasning der marginene vender tilbake til gjennomsnittet, ca. 3 % over tid.

Ved å beregne den normaliserte enhetsprofitten ekskl. drivstoff finner vi at denne holder seg relativt konstant, med et gjennomsnitt på 0,136 NOK/ASK i perioden. Forholdet er noe høyere

<sup>43</sup> Statista (ukjent)

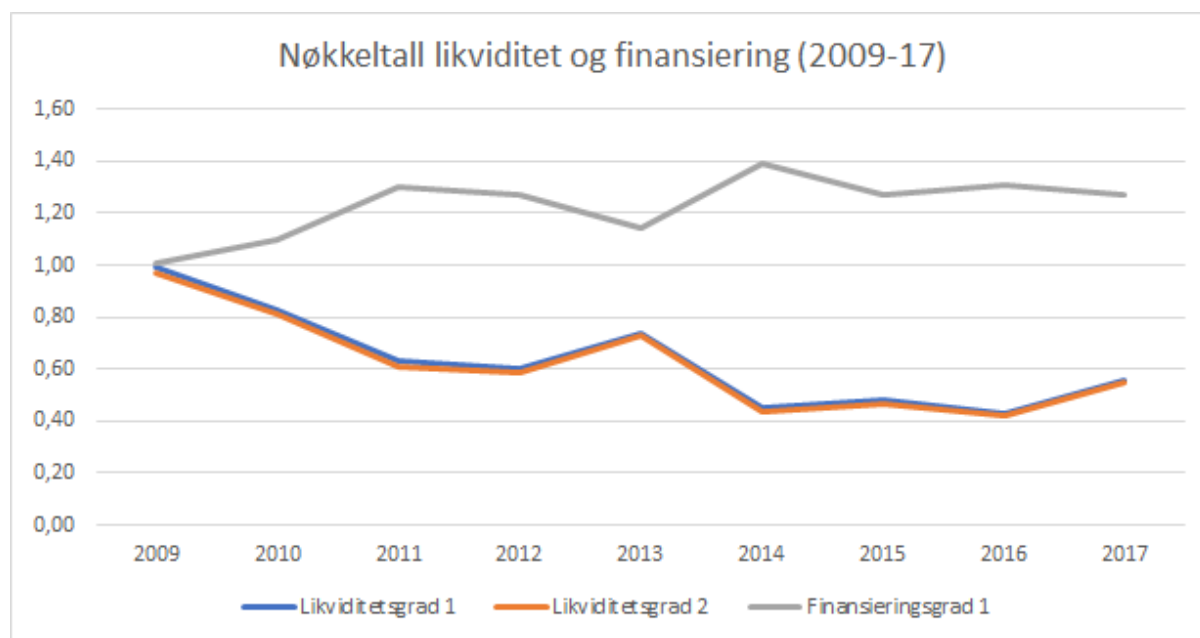
<sup>44</sup> Centre for Aviation (ukjent)

mot midten av perioden, og her må det nevnes at den lineære tilnærmingen av inntektene ikke er perfekt, men vi mener dette gjennomsnittet kan brukes i prognosene.

### 4.3. Arbeidskapital og varige driftsmidler

#### 4.3.1. Nøkkeltall for likviditet og finansiering

Vi starter analysen av investeringene med å se på noen nøkkeltall som beskriver periodens likviditet og finansiering. Dette er spesielt relevant for Norwegian, fordi store investeringer over kort tid ser ut til å ha hatt stor effekt på sammensetningen av finansiering, dvs. forholdet mellom egenkapitalen, langsiktig og kortsiktig gjeld. Selskapet har i perioden gått fra å ha en høy egenkapitalandel og relativt sunn arbeidskapital til å ha en kritisk liten egenkapitalandel og svært usunn arbeidskapital. Den vanskelige finansielle situasjonen vil ha betydning for selskapets evne til å finansiere fremtidige investeringer. Vi skal se på nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og 2, finansieringsgrad 1, egenkapitalandel og rentedekningsgrad. Som i det tilsvarende avsnittet under delkapittelet om resultatutvikling har vi her brukt tall som ikke er justerte for de forholdene som er nevnt i delkapittel 4.1.



**Figur 9:** Figuren viser likviditetsgrad 1 og 2, samt finansieringsgrad 1. Årsaken til at likviditetsgrad og finansieringsgrad speiler hverandre er at de begge er uttrykk for arbeidskapitalen (se forklaringer under).

- **Likviditetsgrad 1 og 2** er begge et uttrykk for forholdet mellom omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. Differansen mellom de to er hvorvidt varelageret tas med i

omløpsmidlene eller ikke. Fordi en svært liten av Norwegians omløpsmidler er varelager er de to nesten fullstendig sammenfallende. Likviditetsgrad 1 bør være større enn 1, da det motsatte betyr at arbeidskapitalen er negativ, altså at omløpsmidlene ikke står til dekning av kortsiktig gjeld.

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

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{(\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

- **Finansieringsgrad 1** er et uttrykk for forholdet mellom anleggsmidler og langsiktig finansiering, dvs. langsiktig gjeld og egenkapital. Denne bør være mindre enn 1, da det motsatte betyr at arbeidskapitalen er negativ, altså at langsiktig finansiering ikke står til dekning av anleggsmidlene.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{(\text{EK} + \text{langsiktig gjeld})}$$

Når arbeidskapitalen er negativ vil likviditetsgrad 1 > 1 og finansieringsgrad 1 < 1. Vi ser at minimumsbetingelser for disse to nøkkeltallene er oppfylt i 2009. Hele den påfølgende perioden preges av en stadig forverring av arbeidskapitalen. Ifølge Reuters er gjennomsnittet i 2018 for likviditetsgrad 1 (current ratio) i bransjen 1,21.<sup>45</sup> Vi har ikke bransjetall for finansieringsgraden, men den nevnte sammenhengen med likviditetsgrad tilsier at denne bør ligge godt under 1. Finansieringen i Norwegian er altså av en langt mer uheldig sammensetning enn hva man bør forvente av et flyselskap.

En samlet vurdering er at dagens nivå på arbeidskapitalen ikke er bærekraftig. Likviditetsutviklingen over perioden tilsier en tydelig svekket kortsiktig betalingsevne og høy risiko for insolvens. Dette tyder på at Norwegian har hatt problemer med å få på plass langsiktig finansiering for investeringene sine, og vi skal si mer om dette når vi videre ser på egenkapitalen. En annen ting som kan påpekes er at i verdsettelsesmodellen vi har valgt å bruke (Møller og Kaldestad, 2016) vil store negative “investeringer” i arbeidskapital bidra til å øke selskapets verdi ved det tilføres mye kontanter utenfra. Dette vil i sin tur bidra til å øke selskapets verdi, men bare på kort sikt under forutsetning om at disse gjeldsoptakene ikke kan

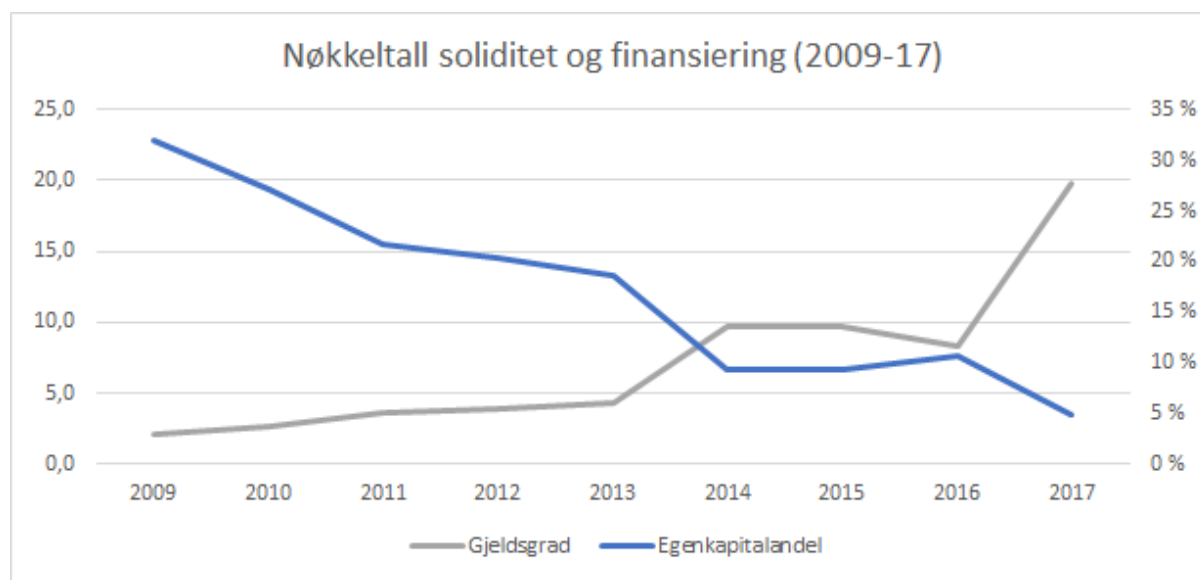
---

<sup>45</sup> Reuters. (ukjent)

fortsette. Når tilførselen av kontanter over arbeidskapitalen avbrytes og gjelden skal nedbetales, vil det få enorm innvirkning på selskapets verdi i denne modellen. Dette kan være en årsak til det kraftige kursfallet i 2018 og 2019.

#### 4.3.2. Nøkkeltall for soliditet og finansiering

Vi ser videre på noen nøkkeltall som beskriver selskapets soliditet og finansiering. Disse er egenkapitalandelen og gjeldsgraden. Soliditet handler om bedriftens evne til å tåle tap. Et kjennetegn på god soliditet er at bedriften har høy egenkapitalprosent, høy inntjening, god rentabilitet, god finansieringsstruktur og god likviditet<sup>46</sup>. Det vi skal se på her, er forholdet mellom gjeld og egenkapital hos Norwegian, og hvordan det har eventuelt endret seg over tid<sup>47</sup>. Den største trusselen mot selskapet er for øyeblikket finansieringen. Dette gjelder både forholdet mellom langsiktig gjeld og dyrere kortsiktig gjeld, samt forholdet mellom egenkapital og total kapital. Selskapets egenkapitalandel var frem til emisjonen i 2019 historisk lav, og vi har beregnet den til å være nede i ca. 3 % ved utgangen av 2019.



**Figur 10:** Figuren viser gjeldsgraden på venstre akse og egenkapitalandelen på høyre akse. Årsaken til at disse speiler hverandre er at de begge er uttrykk for total kapitalens sammensetning.

- **Egenkapitalandelen** forteller hvor stor andel av total kapitalen som er egenkapital, og dette nøkkeltallet uttrykker derfor hvor stor del av bedriftens eiendeler som bedriften eier selv, og hvor stor del av eiendelene som finansieres gjennom gjeld.

<sup>46</sup> Wikipedia. (ukjent)

<sup>47</sup> Visma. (ukjent)



$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{gjeld}} * 100 \%$$

- **Gjeldsgrad** sier noe om forholdet mellom gjeld og egenkapitalen i en bedrift. En bedrift med gjeldsgrad på 1, vil ha 50% gjeld og 50% egenkapital i bedriften, og jo høyere tall over 1 i gjeldsgrad vil tilsvare høyere andel gjeld enn egenkapital.

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

Av figur 8 kan vi se at Norwegian sin gjeldsgrad har vokst betydelig de siste 10 årene. Fra 2014-2016 var den relativt stabil, men utviklingen er svært bekymringsverdig da en gjeldsgrad på 19,8 ved utgangen av 2017 er svært kritisk. Vi fokuserer videre på egenkapitalandelen, vi kan uansett forstå den økende gjeldsgraden som et resultat av fallende egenkapitalandel. Egenkapitalandelen bør minimum være større enn 5 %, da denne bør fungere som en buffer for negative årsresultater. Et av kravene for å holde langsiktig gjeld er gjerne at EK-andelen er over 5 %, og brudd på dette kravet kan medføre at låneforpliktelsene forfaller på dagen. Norwegian har imidlertid klart å unngå dette ved å signalisere overfor kreditorer at det skulle gjennomføres emisjon i 2019. Lav EK-andel gjør det dermed vanskelig å refinansiere kortsiktig gjeld med langsiktig gjeld, og dette kan være en årsak til de store opptakene av kortsiktig gjeld. Den viktigste årsaken til fallet i EK-andelen, er at totalkapitalen øker massivt i perioden. Tapene i 2014, 2017 og 2018 bidrar til å forverre situasjonen. Innskuddene fra eierne er for små til å opprettholde EK-andelen. Knapp egenkapital kan være en årsak til at ekspansjonen er finansiert med såpass stor bruk av kortsiktig gjeld. Eierinnskudd og emisjon under ekspansjon gjøres vanligvis med sikte på å gi rom for opptak av mer langsiktig gjeld.

Etter emisjon vil egenkapitalen være på ca. 4,7 mrd. og EK-andelen ca. 8 %. Isolert sett gir dette forutsetninger for fremtidig vekst, fordi totalkapitalen nå kan økes til ca. 94 mrd. uten at man bryter med 5 %-kravet (forutsatt uendret egenkapital). En slik vekst er imidlertid svært risikabelt med tanke på volatiliteten i resultatet. Også etter emisjonen har Norwegian relativt liten egenkapital, sammenlignet med andre selskaper; EK-andel i bransjen ligger gjerne på 20-30 % (for SAS ca. 25,7 % over 10 år, for Widerøe ca. 28,0 % over 10 år) . Vi mener EK-andelen skal opp fra dagens nivå, men anser det som lite sannsynlig at selskapet vil gjøre dette gjennom nye emisjoner. Utvanning av aksjeverdien har nemlig bidratt til eierflukt fra selskapet

i 2019, med tap av viktige aksjonærer som KLP og Statoil Pensjon.<sup>48</sup> Alternativet blir å bygge opp egenkapitalen gjennom gevinst på resultatet og innskudd fra eksisterende eiere. Dette vil ta mange år å gjennomføre, selv om totalkapitalen skulle holdes konstant på dagens nivå. Egenkapitalen legger derfor klare begrensninger på fremtidig vekst.

Nedenfor følger en sammenligning av historisk egenkapitalandelen i Norwegian, SAS og Widerøe. Tallene for SAS er hentet fra deres årsrapporter, og beregnet fra svenske kroner til norske kroner ved bruk av gjennomsnittlig årlig valutakurs opplyst av Norges Bank<sup>49</sup>. Som vi kan se av tabellene, har Norwegian en noe lavere gjennomsnittlig egenkapitalandel enn de to andre flyselskapene SAS og Widerøe. Det man likevel må merke seg er at egenkapitalandelen i Norwegian har vært veldig mye lavere de siste fire årene, noe som forklarer figur 8 ovenfor.

År	Norwegian	Sum egenkapital	Sum gjeld	Sum egenkapital og gjeld	Egenkapital andel
2009		1 601 607	3 420 358	5 021 965	31,89 %
2010		1 795 904	4 824 646	6 620 550	27,13 %
2011		1 945 588	7 058 277	9 003 865	21,61 %
2012		2 420 651	9 498 406	11 919 057	20,31 %
2013		2 749 827	12 012 918	14 762 745	18,63 %
2014		2 108 251	20 598 097	22 706 348	9,28 %
2015		2 965 312	28 668 801	31 634 113	9,37 %
2016		4 048 975	33 713 676	37 762 651	10,72 %
2017		2 098 405	41 424 263	43 522 668	4,82 %
				Gj.snitt. egenkapital andel	17,08 %

**Tabell 8:** Norwegian gjennomsnittlig egenkapitalandel

År	SAS	Egenkapital	Gjeld	Egenkapital og gjeld	Egenkapital andel
2009		9 365 175	25 578 464	34 943 639	26,80 %
2010		12 130 808	23 010 557	35 141 365	34,52 %
2011		10 730 922	23 089 651	33 820 574	31,73 %
2012		9 586 351	21 996 361	31 582 712	30,35 %
2013		10 017 127	22 126 455	32 143 582	31,16 %
2014		4 506 589	22 425 491	26 932 080	16,73 %
2015		6 067 057	22 900 532	28 967 589	20,94 %
2016		5 915 122	25 254 605	31 169 726	18,98 %
2017		7 800 144	23 713 096	31 513 240	24,75 %
2018		7 035 424	26 069 208	33 104 632	21,25 %
				Gj.snitt. egenkapital andel	25,72 %

**Tabell 9:** SAS gjennomsnittlig egenkapitalandel

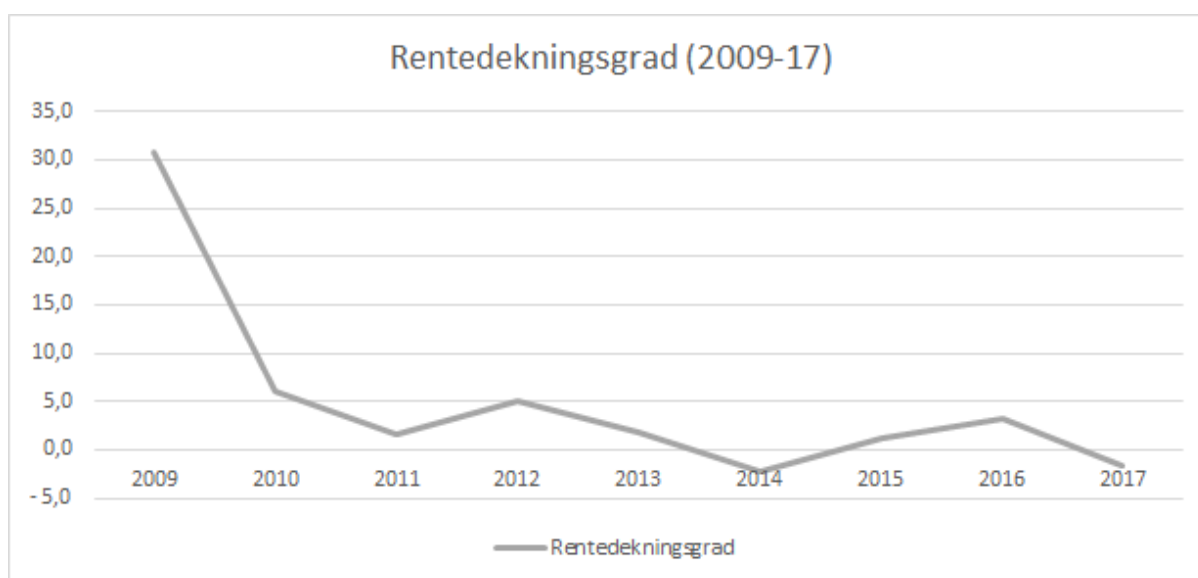
<sup>48</sup> A. A. Nilsen. (2019)

<sup>49</sup> Norges Bank. (ukjent)

År	Widerøe	Egenkapital	Gjeld	Egenkapital og gjeld	Egenkapital andel
2010		529 108	1 108 712	1 637 820	32,31 %
2011		534 782	1 358 896	1 893 678	28,24 %
2012		573 177	1 606 950	2 180 127	26,29 %
2013		506 386	1 883 108	2 389 494	21,19 %
2014		554 323	1 921 441	2 475 764	22,39 %
2015		674 736	1 779 314	2 454 050	27,49 %
2016		836 485	1 898 188	2 734 673	30,59 %
2017		941 434	1 710 472	2 651 906	35,50 %
				Gj.snitt. egenkapital andel	28,00 %

**Tabell 10:** Widerøe gjennomsnittlig egenkapitalandel

### 4.3.3. Rentedekningsgrad



**Figur 11:** Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er et nøkkeltall som viser bedriftens overskudd i forhold til renteforpliktelsene, og viser i hvor stor grad en bedrift kan påta seg ytterligere forpliktelser.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

En tommelfingerregel er at rentedekningsgraden skal ligge på 3 eller høyere, og et tall lavere enn dette vil begrense bedriftens evne til å påta seg flere renteforpliktelser dersom likviditeten skulle bli for lav. Figur 12 viser også rentedekningsgraden og vi kan se at den har falt kraftig de siste 10 årene. Den var positiv frem til 2013, men så ble den negativ i 2014, og tilbake til en positiv oppgang frem til 2017 hvor den da sank ned igjen til minussiden. Å ha en rentedekningsgrad på minussiden er ikke særlig gunstig for Norwegian, da dette er en indikator

på at de vil ha problemer med å kunne dekke renter for ny langsiktig gjeld om dette skulle trenes for å bedre likviditeten.

#### 4.3.4. Operasjonell arbeidskapital

Ved å fjerne driftsfremmede poster finner vi den delen av arbeidskapitalen som brukes til å skape verdier i virksomheten. Også for arbeidskapitalen kan det være vanskelig å vurdere hvilken vekst man bør kunne forvente fra år til også. Det er derfor nyttig å bruke et referansepunkt for utviklingen i omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Vi vurderer det som hensiktsmessig å fortsette å bruke produksjonen målt i ASK som referansepunkt for vekst i selskapet. Denne tilnærmingen kan være noe utradisjonell, men gir konsistens i analysene.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
Omløpsmidler (MNOK)	2279	2087	2259	2896	3863	4268	5109	5440	8499	8842
Kortsiktig gjeld (MNOK)	2326	2540	3992	4654	5285	8978	9951	13324	16356	27869
Arbeidskapital (MNOK)	-47	-453	-1732	-1758	-1421	-4711	-4841	-7884	-7857	-19027
Omløpsmidler (NOK/ASK)	0,17	0,12	0,10	0,11	0,11	0,09	0,10	0,09	0,12	0,09
Kortsiktig gjeld (NOK/ASK)	0,17	0,14	0,18	0,18	0,15	0,19	0,20	0,23	0,23	0,28
Arbeidskapital (NOK/ASK)	0,00	-0,03	-0,08	-0,07	-0,04	-0,10	-0,10	-0,14	-0,11	-0,19

**Tabell 11:** Tabellen viser beregnet arbeidskapital med justeringene som er nevnt i delkapittel 5.2. Videre vises arbeidskapitalen fordelt på antall produksjonsenheter. Tallene for 2018 må behandles med varsomhet, fordi vi ikke har klart å gjøre de samme justeringene for kortsiktig gjeld i 2018, pga. mangel på detaljer i regnskapene. Arbeidskapitalen bør være noe mindre negativ dette året.

Sammensetningen av omløpsmidlene varierer i perioden, men dersom vi ser på summen forholder den seg relativt stabil fra 2010 og utover. I denne perioden er det i snitt investert 0,105 kroner i arbeidskapital per ASK. Fordi forholdet mellom omløpsmidler og produksjon er såpass stabilt mener vi det er trygt å bruke disse prognosene.<sup>50</sup> Størrelsen på kortsiktig gjeld er relativt stabil i perioden 2009-12, og det holdes i snitt 0,17 kroner kortsiktig gjeld per ASK. I perioden 2013-18 er det imidlertid en tydelig oppadgående trend, fra 0,15 NOK/ASK i 2013 til 0,28 NOK/ASK i 2018. Vi tolker dette som at virksomheten har brukt kortsiktig gjeld til å finansiere ekspansjon og i 2018 er størrelsen på kortsiktig gjeld ca. like stor som størrelsen på langsiktig gjeld og egenkapital. Denne utviklingen er usunn; både fordi gjelden krever hyppig refinansiering og fordi rentekostnadene er høyere.<sup>51</sup>

<sup>50</sup> Omløpsmidler beskrives i notene 13, 14 og 24 i samtlige årsrapporter.

<sup>51</sup> Kortsiktig gjeld beskrives i notene 9, 18, 19 og 22 i samtlige årsrapporter.

Dersom vi holder nivået på omløpsmidlene konstant, må kortsiktig gjeld jobbes ned til ca. 0,08 NOK/ASK for å oppnå bransjegjennomsnittet for likviditetsgrad 1. Dette tilsvarer ca. 70 % reduksjon i kortsiktig gjeld fra dagens nivå. En hurtig nedbetaling av kortsiktig gjeld vil få enorm påvirkning på selskapets kontantstrømmer og beregnede verdi. Selv om selskapet skulle bruke alt kontantoverskudd fra driften til nedbetaling, vil dette fortsatt ta mange år. En mer sannsynlig tilnærming er at gjelden over tid blir refinansiert som langsiktig gjeld. Med tanke på nøkkeltallene vil dette bety at finansieringsgrad 1 blir styrket på bekostning av likviditetsgrad 1. Fordi innbetalinger knyttet til opptak av langsiktig gjeld ikke inkluderes i kontantstrømmene er det vanskelig å uttrykke en slik refinansiering i beregningen. Det enkleste vil være å anta at kortsiktig gjeld ikke endres fra 2019, slik at det kun er investeringene i omløpsmidlene som får effekt på kontantstrømmene.

#### 4.3.5. Operasjonelle anleggsmidler

Ved å fjerne driftsfremmede poster fra anleggsmidlene finner vi de operasjonelle anleggsmidlene, dvs. de som skaper verdier på driftsresultatet. Størstedelen anleggsmidlene har alltid være *Aircrafts, parts and Installations*, som kan forstås som *Fly, rigger, skip og lignende* i et GRS-regnskap. Som en forenkling ser vi anleggsmidlene under ett. For anleggsmidler er det spesielt vanskelig å vite hvilken utvikling man bør forvente fra år til år, fordi forholdet mellom leasede og egneide fly forskyves i perioden. Selskapet har gått fra å eie kun ca. 15 % av flåten i 2009 til å eie ca. 46 % av flåten i 2018. Dersom vi antar at avkastningen på et fly er den samme, uansett om det er leaset eller eid, vil en økning i antallet egneide fly få det til å se ut som anleggsmidlene kaster av seg mindre i slutten av perioden enn i begynnelsen. Dette vil blant annet gi utslag på selskapets total kapitalrentabilitet.

For å finne ut hvilke investeringer som er nødvendige for å øke produksjonskapasiteten gjør vi et enkelt forsøk på å fordele kapasiteten på leasede og eide fly. Beregningene er illustrert i tabellen under. Vi ser at det frem til 2014 krevde investeringer på ca. 0,59 kroner per ASK. Etter 2014 har denne vært noe høyere, i gjennomsnitt 0,76 kroner. Dette kan henge sammen med at selskapet i de senere årene har eid dyrere fly, og vi mener derfor at dette er beste estimat på kostnaden ved fremtidige investeringer. Det vil altså kreve 0,76 kroner investert i anleggsmidler å produsere en ASK av egen flåte. Vi tar ikke stilling til hvordan dette beløpet fordeles seg på vedlikehold og kapasitet.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Egeneid flåte %	0,1522	0,2105	0,3226	0,4118	0,4235	0,5053	0,5455	0,5776	0,4583	0,4634
"Egeneid kapasitet" mill ASK	2063	3748	7083	10673	14535	23484	26743	33448	33156	45980
Operasjonelle anleggsmidler	1253	2423	4288	6046	8060	13511	19581	23880	27254	35614
	0,61	0,65	0,61	0,57	0,55	0,58	0,73	0,71	0,82	0,77

**Tabell 12:** figuren viser et estimat på hvor mye operasjonelle anleggsmidler som historisk har vært investert i den delen av produksjonskapasiteten som kan tilskrives selskapets egen flåte.

#### 4.3.6. Konklusjon regnskapsanalyse

Som vi ser av våre ulike nøkkeltall og grafene er det en negativ utvikling. Gjelden har økt voldsomt, samtidig som egenkapitalandelen har gått ned. I tillegg har arbeidskapitalen sunket voldsomt, og blitt svært negativt. Lønnsomheten har i snitt gått ned og likviditeten er ikke tilfredsstillende. Ut i fra vår krise-analyse konkluderer vi ved at roten til problemene ligger i de massive investeringene som er gjennomført fra 2013 og utover. Dette fikk virkninger for egenkapitalen, lønnsomheten og likviditeten. I rapporter for 2019 sier Norwegian at de ønsker å fokusere på å få opp igjen lønnsomheten, og vi kan dermed anta at nøkkeltallene vil bli bedre i tiden fremover.

## 5. Finansiell analyse

### 5.1 Fremgangsmåte og forutsetninger

#### 5.1.1 Fremgangsmåte

Ved beregningen av fri kontantstrøm tar vi utgangspunkt i modell for beregning av *fri kontantstrøm for verdivurderingsformål* fra Verdivurdering 2. utgave s. 71 (Møller og Kaldestad 2016). For prognose av resultatposter og omløpsmidler tar vi utgangspunkt i en enkel enhetskalkyle som vi ganger opp med forventningene våre for fremtidig kapasitetsvekst. For å beregne investeringene må vi dessuten si noe om hvor mye stor andel av flåten vi tror kommer til å være i selskapets eget eie.

Driftsinntekter
- Driftskostnader
= EBITDA
- Avskrivninger
= EBIT
- Skatt på EBIT
= <b>Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)</b>
+ Avskrivninger
- Netto investeringer
- Vedlikeholdsinvesteringer
- Investering i arbeidskapital
= <b>Fri kontantstrøm</b>

**Tabell 13:** Fri kontantstrøm til analyseformål (Møller og Kaldestad, 2016)

#### 5.1.2 Den eksplisitte perioden

Den eksplisitte perioden er den tiden man tror det vil ta for selskapet å oppnå stabil vekst, slik at man kan bruke en vekstformel for å bestemme terminalverdien. Norwegian har for 2019 et mål om ca. 9 % kapasitetsvekst (målt ved ASK) og IATA anslår den langsiktige vekstraten til å være ca. 3,6 %.<sup>52</sup> Merk at dette ikke nødvendigvis er det samme som vekst i kontantstrømmene. At Norwegian, selv etter en reorientering mot lønnsomhet har et såpass høyt vekstmål signaliserer at vekstperioden ikke er helt over. Vi tar utgangspunkt i en noe lengre eksplisitt periode på 5 år (2019-23) og antar at veksten vil være stabilisert på 3,6 % fra 2024 og utover.

---

<sup>52</sup> IATA (ukjent)

### 5.1.3 Kapasitet og vekst

Vi antar en lineær reduksjon i kapasitetsutviklingen over perioden 2019-24. Det har videre stor betydning for kontantstrømmene hvorvidt denne kapasitetsøkningen krever egne investeringer eller om den leases. De to siste årene har fordelingen mellom leasing og eget eie vært ca. 46 % eget eie. Som resultat av de finansielle problemene har selskapet redusert denne andelen fra ca. 57 % i 2016. Egenkapitalen er fortsatt belastet, og vi mener ikke det er realistisk at denne andelen skal opp mye i fremtiden. Selskapet er også motvillig til å redusere den egneide flåten. Vårt beste estimat er at fordelingen vil holde seg konstant på 46 % i årene som kommer. En slik fordeling gir et investeringsnivå med troverdige kontantstrømmer. Når denne andelen holdes konstant vil resultatveksten i praksis tilsvare kapasitetsveksten. Vi antar derfor en vekstrate for terminalverdien lik 3,6 %. Dette kan synes litt høyt, men samtidig er flyindustrien en bransje som fremdeles kommer til å oppleve sterk vekst i fremtiden.

Millioner ASK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalv.
Kapasitetsvekst	9,0 %	7,9 %	6,8 %	5,8 %	4,7 %	3,6 %
Total egneid (46 %)	49749	53689	57361	60665	63505	65791
Total leaset (54 %)	58401	63026	67337	71216	74549	77233
Total kapasitet	108150	116715	124699	131881	138053	143023

**Tabell 14:** Prognoser for fremtidig kapasitetsvekst basert på et uttalt mål for 2019 og et langsiktig mål for bransjen.

### 5.1.4 Resultatutvikling

Vi begynner med å sette opp en enkel enhetskalkyle der vi forutsetter et konstant forhold mellom produksjonskapasiteten og resultatutviklingen. Vi kan da gange opp denne med forventet vekst i produksjonskapasiteten. Vi har i regnskapsanalysen argumentert for at forholdet mellom inntekter og kostnader eksklusive drivstoff, under normale omstendigheter, har en mer eller mindre konstant størrelse over tid. Det vil altså være forutsetninger om drivstoffkostnad som blir avgjørende for resultatutviklingen i perioden. Vi forutsetter en enhetsprofitt før drivstoff på 0,136 NOK/ASK. Vi forutsetter en drivstoffkostnad per enhet på 0,122 NOK/ASK. Avskrivningene anser vi som innbakt i enhetskostnad ekskl. drivstoff, vi må likevel si noe om størrelsen på disse for å kunne beregne kontantstrømmene. Avskrivninger beregnes som en prosentandel av anleggsmidlene. Vi har satt denne til å være 4,7 % (se avsnitt 6.2.6). Skattesatsen er for øyeblikket 22 % og vi tror ikke dette vil endre seg.



Millioner NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalv.
Total kapasitet (millioner ASK)	108150	116715	124699	131881	138053	143023
Resultat før drivstoffkostnad	14654	15815	16897	17870	18706	19380
Drivstoffkostnad	11896	12839	13717	14507	15186	15733
EBIT	2758	2976	3180	3363	3520	3647
Skatt på EBIT	607	655	700	740	774	802
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>2151</b>	<b>2321</b>	<b>2480</b>	<b>2623</b>	<b>2746</b>	<b>2845</b>

**Tabell 15:** Prognoser for resultatutvikling basert på funn fra regnskapsanalysen.

### 5.1.5 Investeringer i arbeidskapital

Vi mener det er riktig å ta omløpsmidlene for å være gitt ved størrelsen på produksjonen. I regnskapsanalysen har vi funnet et mer eller mindre konstant forhold mellom disse, og antar at det per kapasitet må være investert ca. 0,105 kroner i operasjonelle omløpsmidler. Hvilke forutsetninger vi skal gjøre for kortsiktig gjeld der det imidlertid langt større usikkerhet om. Når veksten avtar vil behovet for å ta i bruk mer kortsiktig gjeld også avta. Emisjonen har også hevet taket for opptak av langsiktig gjeld. Vi mener kortsiktig gjeld skal reduseres på sikt, men at dette i hovedsak skal skje gjennom refinansiering og salg av driftsfremmede eiendeler, altså ikke nedbetales ved bruk av de operative kontantstrømmene. Vi antar derfor at investeringer i arbeidskapital vil tilsvare investeringer i omløpsmidler.

Millioner NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalv.
Omløpsmidler	11356	12255	13093	13848	14496	15017
Kortsiktig gjeld	27869	27869	27869	27869	27869	27869
Arbeidskapital	-16513	-15614	-14776	-14021	-13373	-12852
<b>Endring</b>	<b>938</b>	<b>899</b>	<b>838</b>	<b>754</b>	<b>648</b>	<b>522</b>

**Tabell 16:** Prognoser for investeringer i fremtidige investeringer i arbeidskapital.

### 5.1.6 Anleggsmidler

Vi har funnet ut at selskapet i gjennomsnitt over de siste fire årene, ved årets utgang har hatt 0,76 kroner investert i driftsmidler per kapasitet som kan tilskrives den delen av flåten som selskapet selv eier. Vi beregner investeringsnivået og avskrivningene med utgangspunkt i dette målet for UB ved årets slutt. Avskrivningene er på 4,7 %. Vi tar ikke stilling til hvordan brutto investeringer fordeler seg på vedlikeholdsinvesteringer og kapasitetsinvesteringer.

Millioner NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalv.
IB Anleggsmidler	35614	37809	40804	43595	46106	48263
<b>Brutto investeringer</b>	<b>4060</b>	<b>5007</b>	<b>4941</b>	<b>4785</b>	<b>4538</b>	<b>4203</b>
Avskrivbart beløp	39674	42816	45745	48380	50644	52467
Avskrivninger	1865	2012	2150	2274	2380	2466
UB Anleggsmidler	37809	40804	43595	46106	48263	50001

Tabell 17: Prognoser for fremtidige investeringer i anleggsmidler.

## 5.2 Avkastningskrav

Investorene til Norwegian krever en viss kompensasjon for den risikoen de utsetter seg selv for ved å investere i Norwegian. Man kan ikke kun se på historiske data og hvordan lønnsomheten er per dags dato, for å se om en investering er lønnsom. Man er nødt til å se på fremtidige kontantstrømmer, og de må neddiskonteres med et avkastningskrav. Man bør investere i Norwegian om de neddiskonterte kontantstrømmene er positive.

For å kunne regne ut avkastningskravet til Norwegian er det diverse nøkkeltall som må være på plass. Avkastningen skal representere alternativkostnaden, og uttrykker hvilken alternativ avkastning eierne kunne fått ved å plassere sine midler et annet sted med lik risiko. Det skilles mellom avkastningskrav på egenkapitalen og på totalkapitalen.

### 5.2.1. Avkastning på egenkapitalen

For å regne ut avkastningen på egenkapitalen, brukes som regel kapitalverdimodellen eller CAPM. Den heter Capital Asset Pricing Model, og den forklarer forholdet mellom systematisk risiko og den forventede avkastningen.<sup>53</sup>

Formelen er denne:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta$$

hvor;

$R_e$  = Forventet avkastning på egenkapitalen

$R_f$  = Risikofri rente

$$\beta = \frac{\text{Beta - koeffisient}}{\text{Betaverdi til investeringen}}$$

<sup>53</sup> W. Kenton. (2019)

$E(R_m) = \text{Forventet avkastning for markedsporteføljen}$

$(E(R_m) - R_f(1 - s)) = \text{Markedets risikopremie}$

$S = \text{Skattesatsen}$

### 5.2.2. Skatt

Skattesatsen i Norge er i 2019 på 22 %. Alle skattepliktige selskaper må derfor betale 22 % av sitt skattepliktige overskudd.

### 5.2.3. Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen en investor krever for en investering uten risiko. Risikofri rente defineres, av Norges Bank, som statsobligasjonsrentene<sup>54</sup>. Det er fordi det ikke er noen mulighet for at staten ikke skal klare å innfri lånet. Man kan bruke 3-årig, 5-årig eller 10-årig rente, og ofte bruker man en tidshorisont på renten som tilsvarer investeringshorisonten. Vi velger å bruke risikofri rente for 5 år, da vi ønsker å se på kontantstrømmen for de neste fem årene. Vår risikofrie rente blir da 1,44.

	3 år	5 år	10 år
2018	1,15	1,44	1,88
2017	0,77	1,07	1,64
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,10

**Tabell 18:** Statsobligasjoner årsgjennomsnitt

### 5.2.4. Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom risikofri rente og markedsavkastningen. Den forteller oss avkastningskravet investorer krever for å påta seg risiko, og kan ses på som den meravkastningen en investor oppnår med å gå fra å kjøpe en statsobligasjon til å investere i noe

---

<sup>54</sup> Norges Bank. (ukjent)

som gi investorer mer igjen for pengene, men også mindre hvis noe uforutsett skulle skje i markedet. Høyere risiko henger tett sammen med høyere risikopremie.

PWC gjennomfører hvert år en undersøkelse om markedets risikopremie i Norge. For 2018 oppgir de at den var 5 %. Vi velger å bruke denne risikopremien i våre analyser<sup>55</sup>.

### 5.2.5. Beta

En aksje sin risiko kan deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Usystematisk risiko kalles selskapsrisiko, og er den risikoen som er spesiell for den spesifikke bransjen eller bedriften. Ved å kjøpe flere aksjer fra ulike bransjer og selskaper kan man kunne redusere risikoen, men den systematiske risikoen kan ikke forsvinne bort ved å diversifisere. Systematisk risiko kalles markedsrisiko.

Betaen forteller hvor risikofylt f.eks en aksje er i forhold til markedet. Er betaverdien lik 1, vil det si at en aksje følger markedet perfekt, som svinger i takt med hverandre. Er betaverdien større enn 1, vil det si at aksjen varierer mer enn markedet i prosent. Er betaverdien mindre enn 1, vil det si at aksjen varierer mindre enn markedet. Hvis f.eks markedet går opp med 10 %, og betaverdien er 1,2, vil aksjen gå opp 12 %.

Vi kunne regnet ut betaverdien selv, men vi finner det lite hensiktsmessig når InFrontAnalytics har gjort det for oss. De sier at Norwegian har en betaverdi på 1,07<sup>56</sup>.

### **Egenkapitalens avkastningskrav (egenkapitalkostnaden)**

Nå har vi alle nøkkeltallene og kan dermed regne ut hva avkastningen på egenkapitalen faktisk er. Vi bruker formelen fra tidligere:

$$R_e = R_f * (1 - s) + (E(R_m) - R_f * (1 - s)) * \beta$$

$$R_e = 1,44 \% * (1 - 0,22) + 5 \% * (1 - 0,22) * 0,94$$

$$R_e = 0,011232 + 0,039 * 0,94$$

$$R_e = 0,047892$$

---

<sup>55</sup> PWC. (ukjent)

<sup>56</sup> InFrontAnalytics (ukjent)

$$R_e = 4,79 \%$$

### 5.2.6. Avkastning på totalkapitalen

Når vi skal finne avkastningen på totalkapitalen, bruker vi WACC formelen. WACC står for Weighted Average Cost of Capital, som på norsk oversettes til veid gjennomsnittlig kapitalkostnad.

Formelen er denne:

$$R_T = R_e * \frac{E}{E + G} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

hvor;

$R_T$  = Avkastningskravet til totalkapitalen

$R_e$  = Avkastningskravet til egenkapitalen

$E$  = Egenkapitalen

$G$  = Gjelden

$R_g$  = Gjeldskostnaden

$S$  = Skattesatsen

$E + G$  = Totalkapitalen

Fra tidligere har vi at:

$$R_e = 4,79 \%$$

$$S = 22 \% \text{ i } 2019$$

Egenkapitalen er totalkapitalen minus total gjeld. Ifølge Norwegian sin rapport for 4.kvartal 2018, var egenkapitalen til Norwegian ved utgangen av 2018 på 1,740 millioner. Total gjeld var på 54,280.8 millioner. Gjeldskostnaden er lånerenten på lån, og vi må derfor se på hvor mye Norwegian har betalt i rentekostnader i 2018.

Tall i millioner	1.kvartal	2.kvartal	3.kvartal	4.kvartal	2018
Rentebærende gjeld	3,607	3,399.4	3,380.3	2,159.5	12,546.6
Rentekostnad	400	405	260,3	434,6	1,499.8
Kvartalvis rente	11,08 %	11,91 %	7,70 %	20,10 %	-
Årlig gjeldsrente	44,35 %	47,66 %	30,80 %	80,40 %	11,948 %

**Tabell 19:** Gjeldsrente

Gjennomsnittlig rentekostnad er 12,7 %, mens den årlige gjeldsrenten deres er på 11,95 %.

Vi har nå alle nøkkeltall vi trenger for å regne ut avkastningskravet til totalkapitalen.

$$R_T = R_e * \frac{E}{E + G} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

$$R_T = 4,79 \% * \frac{1,704 \text{ millioner}}{(1,704 \text{ millioner} + 54,280 \text{ millioner})} + 11,95 \% * (1 - 0,22) * \frac{54,280 \text{ millioner}}{(1,704 \text{ millioner} + 54,280 \text{ millioner})}$$

$$R_T = 0,001457945127 + 0,09321 * 0,9695627322$$

$$\underline{R_T = 9,1830}$$

## 5.3. Verdsettelse og sensitivitetsanalyse

### 5.3.1 Verdsettelse

I dette avsnittet skal vi foreta en verdsettelse av Norwegian. Vi bruker kapitalverdimodellen til avkastning på egenkapitalen, og har brukt WACC for å finne avkastningen på totalkapitalen. Vi slår sammene funnene fra prognose av resultat (6.2.3), prognose av fremtidige investeringer i arbeidskapitalen (6.2.4), prognose av fremtidige investeringer i anleggsmidler (6.2.5) og avkastning på totalkapitalen (6.3.6). Vi finner at Norwegians verdi per 01.04.19 er 3 6166 440 084 kroner. Det er etter emisjonen utestående 136 308 384 aksjer i Norwegian. Dette utgjør en verdi på ca. 23,23 kroner per aksje.

Millioner NOK	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalv.
Resultat etter skatt	2151	2321	2480	2623	2746	2845
Avskrivninger	1865	2012	2150	2274	2380	2466
Kontantstrøm fra driften	4016	4334	4630	4897	5126	5311
Investeringer i arbeidskapital	-938	-899	-838	-754	-648	-522
Investeringer i anleggsmidler	-4060	-5007	-4941	-4785	-4538	-4203
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>-982</b>	<b>-1572</b>	<b>-1149</b>	<b>-642</b>	<b>-60</b>	<b>585</b>
Diskonteringsfaktor	1,092	1,192	1,302	1,421	1,552	1,552
<b>Nåverdi</b>	<b>-899</b>	<b>-1319</b>	<b>-883</b>	<b>-452</b>	<b>-39</b>	<b>6758</b>

**Tabell 20:** Tabellen er en oppsummering av de ulike kontantstrømmene som vi har estimert i tidligere analyser. Summen av disse utgjør fri kontantstrøm som neddiskonteres og fordeles på antallet utestående aksjer.

### 5.3.2 Sensitivitetsanalyse

Med tanke på den vanskelige situasjonen Norwegian befinner seg i er det vanskelig å komme fram til trygge forutsetninger for prognosene. Flere av disse forutsetningene baserer seg på grove estimater, og sensitivitetsanalysen har til hensikt å vise hvor stort utslag selv små endringer i disse forutsetningene får på den beregnede aksjeverdien. Vi endrer en og en forutsetning, og holder alt annet konstant (dvs. som forklart i delkapittel 6.2 og 6.3). Vi har valgt å illustrere effekten av justeringer i avkastningskravet, den langsiktige vekstraten som ligger til grunn for beregning av terminalverdien, profitten per enhet (bak denne ligger ulike kombinasjoner av drivstoffkostnad, enhetsprofitt ekskl. drivstoff og skattesats), fordeling av flåten med hensyn til eie og leie (dvs. investeringsnivået), samt effekter av nedbetaling og opptak av kortsiktig gjeld. Vi tar ikke stilling til hvordan endringer i en forutsetning påvirker en annen. Analysen gir likevel en god indikasjon på hvor mye store utslag tilfeldigheter kan få for beregnet aksjeverdi. Gitt at modellen vår stemmer, kan sensitivitetsanalysen brukes til å

anslå hvilke forutsetninger markedet og analytikere har lagt til grunn når de har estimert selskapets verdi.

Avkastningskrav %	7 %	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %
<i>NV av kontantstrømmer</i>	8515	5373	4331	2148	1235	564
Beregnet aksjeverdi	62,47	39,42	25,24	15,76	9,06	4,14
Langsiktig vekst %	6 %	5 %	4 %	3 %	2 %	1 %
Beregnet aksjeverdi	60,61	30,82	27,06	18,42	12,19	7,48
EBIT per enhet NOK	0,00	0,01	0,020	0,030	0,040	0,050
Beregnet aksjeverdi	-286,94	-165,3	-43,67	77,97	199,6	321,23
Andel egne id flåte %	40 %	42 %	44 %	46 %	48 %	50 %
<i>NV av investeringer i anleggsmidler</i>	-13759	-16078	-18397	-20716	-23035	-25353
Beregnet aksjeverdi	83,04	63,10	43,17	23,23	3,23	-16,64
Nedbetaling av kortsiktig gjeld (NOK/år)		-500	-250	0	250	500
<i>NV av investeringer i arbeidskapital</i>		-1284	-2413	-3542	-4671	-5800
Beregnet aksjeverdi		79,78	51,5	23,23	-5,04	-33,32

**Tabell 21:** Sensitivitetsanalyse



## 6. Diskusjon

### 6.1. Metode og feilkilder

#### 6.1.1 Metodebruk

Fundamentale verdsettelsesmetoder som går dypere i materien og kombinerer både kvalitative og kvantitative data i prediksjonen av fremtidige kontantstrømmer, er en av de mer grundige og anerkjente metodene på verdsettelsesområdet. Den skiller seg fra enklere tekniske analyser og multippelbaserte metoder i sin kompleksitet og dybde. På samme tiden er metoden svært åpen, fordi den gir rom for et mangfold av tilnæringer under det tre gruppene av analyser. Dette åpner for mange kombinasjoner som kan produsere ulike funn, og evnen til å skille relevant informasjon fra mindre relevant informasjon blir tilsvarende viktig. Da vi har gått løs på dette som et førstegangsprosjekt, uten noen forhåndskunnskap om bransjen eller selskapet, blir det dristig å påstå at vi besitter disse ferdighetene fullt ut. Det kan også med trygghet påstås at det for tiden er større usikkerhet rundt situasjonen i Norwegian, enn for mange andre selskaper vi kunne valg. Mye av arbeidet med denne oppgaven har vært å finne de mest rimelige tilnærmingene, et arbeid som har bestått av leting i relevant pensum og tidligere oppgaver. Vi har prøvd å være kritiske ved valg av metode og fremgangsmåte, og kan derfor si at vi står ved de valgene som er tatt.

#### 6.1.2 Avgrensinger og forenklinger

Som nevnt helt innledningsvis er Norwegian-gruppens størrelse en klar utfordring i forhold til omfanget av oppgaven og tiden vi har hatt til rådighet. En avgrensning vi har måttet gjøre er i forhold til datavalg og dybde i analysene. Selv ved bruk av sekundærdata er den potensielle informasjonsdybden i en slik analyse langt utover det vi har kunnet dekke. Vi har valgt å se hele konsernet under ett, og selv under denne avgrensningen har vi måttet prioritere hvilke forhold vi mener har størst relevans. Med dette forsvinner mange av nyansene, på overordnet nivå og spesielt på mer underordnede nivåer i gruppen. En annen avgrensning er i forhold til metodevalg. Idealet er gjerne at man kombinerer ulike metoder (metodetriangulering) for å sammenligne resultatene. Av hensyn til tiden har vi ikke kunnet gjøre dette. I tillegg er det noen selskapsspesifikke forhold som begrenser mulighetene for metodetriangulering. Vi kunne ikke bruke dividende-metoden eller superprofittmetoden, da selskapet ikke betaler ut dividende,

eller har hatt særlig profitt de siste årene. Dette gjør at vi ikke kan kontrollere aksjeverdien vi har kommet frem til ved bruk av flere modeller.

En tredje avgrensning er i form av regnskapsmessige forenklinger, bruk av estimer og tilsiktede forenklinger av sannheten. Dette er synlig gjennom hele oppgaven, og spesielt i regnskaps- analysen og prediksjonen av kontantstrømmene. Å lage en verdsettelsesmodell handler i stor grad om å koke ned informasjonen til de mest relevante forutsetningene. Dette er både positivt og negativt. Gitt at man kan gjøre gode estimer av alle mulig forutsetninger kunne man med fordel basert seg på mange og kompliserte forutsetninger. Da dette imidlertid ikke er realistisk, bidrar ikke nødvendigvis kompleksiteten i modell til større nøyaktighet. Bruken av få og enkle forutsetninger trenger derfor ikke være noen svakhet. Sensitivitetsanalysen er likevel ment å gjøre eksplisitt hvor store forskjeller selv små endringer i grunnforutsetningene kan gjøre på den beregnede aksjeverdien. Usikkerhet knyttet til estimer og forutsetninger er å forvente ved all verdsettelse av bedrifter, men vi vil påstå at den er enda større for vårt selskap Norwegian. Selskapet har vært i en turbulent situasjon de siste årene, og nylig har bestemt seg for å endre kurs og fokus. Muligheten for å se bakover for å si noe om det som skjer fremover er derfor sterkt redusert, og vekten som legges på endringer og usikre elementer i fremtiden blir tilsvarende relevant. Usikkerhet kommer blant annet fra mer generelle og eksterne faktorer, som fremtidig renteutvikling, utvikling i transporttrender, drivstoffprisutvikling, politiske endringer som Brexit. Utslagene på interne faktorer i et selskap som er i en ustabil situasjon blir mer usikre. Mye av veien ser ut til å bli til mens man går, og Norwegian må både i dag og historisk, ha tatt til takke med en del kortsiktige løsninger, hvor de ideelt sett skulle ha tatt løsninger som også er bærekraftige på lang sikt. Dette knytter seg spesielt til nivået på fremtidige investeringer og gjeldsopptak som vil ha svært stor virkning på de beregnede kontantstrømmene i modellen.

### 6.1.3 Relevans

Vi forventet å skrive en spennende oppgave, da det stormet mye rundt Norwegian før nyåret. Det har absolutt vært spennende, da det har skjedd utrolig mye siden vi begynte å skrive. Det største som skjedde må være at Norwegian gjennomførte en emisjon, som førte til at aksjekursen sank drastisk. Høy utviklingstakt har gjort det vanskelig å henge med på all relevant informasjon. Tyngden av datainnhenting ble gjort i perioden januar/februar. Vi er nå i april og det er mye ny informasjon som vi rett og slett ikke har rukket å ta høyde for. Et

godt eksempel på dette er vurderinger i forhold til Brexit-saken, en faktor vi i stor grad har valgt å se bort ifra fordi vi anser denne som et altfor løst kort. Et annet eksempel er konsekvensene av at alle Boeings MAX 8 ble satt på bakken i forbindelse med en flyulykke i mars. Disse faktorene kan bidra til at den finansielle situasjonen i selskapet ikke stabiliserer seg like raskt som vi har regnet med. Å basere oppgaven på enhver tids relevant informasjon har vært en stor utfordring.

## 6.2. Substansiell drøfting og konklusjon

### 6.2.1 Predikert aksjeverdi

Det er ingen tvil om at vi har landet på et lavt estimat, sammenlignet med historiske priser. I mars har prisen ligget på rundt 50 kroner. Da vi begynte å skrive denne oppgaven var aksjekursen til Norwegian på rundt 100 kr. Går vi så mye som 3 år tilbake er kursen på rundt 230 kroner. På skrivende tidspunkt, 01.04.19 ligger kursen på ca. 45 kroner. Vi mener altså at kursen skal ned til ca. 23,23 kroner. Er dette et rimelig estimat?

Det er ingen tvil om at prisen faller, noe som kan skyldes økt risiko i forbindelse med å ha penger investert i selskapet og at inntjeningen blir fordelt på et større antall aksjer etter emisjonen. En viktig årsak til det lave estimatet for vår del er at kontantstrømmene utenfra, i form av ikke-bærekraftige opptak av kortsiktig gjeld brytes av. Selskapet må på et eller annet tidspunkt nedbetale dette, og det er derfor rimelig å tro at det vil være mindre i fremtiden som følge av at lånefesten avbrytes. Det er også naturlig at selskapet diskonteres hardere av markedet, pga. den ustabile finansielle situasjonen i selskapet. Til sist er bransjens lønnsomhet på vei ned, ettersom høysyklusen som ble utløst av oljeprisfallet er på vei å gi seg. Det er naturlig at forventningene for Norwegian nedjusteres i samsvar med dette. Vi mener derfor det er mange gode argumenter for at aksjekursen bør være lav på nåværende tidspunkt.

### 6.2.2. Konklusjon

I denne oppgaven ville vi prøve å gi et kvalifisert estimat på aksjeverdien til Norwegian. Under utarbeidelsen av denne oppgaven har Norwegian sin aksjeverdi siden desember vært preget av store svingninger, som følge rundt av kritiske hendelser underveis. Den 22 januar lå aksjeverdien på 103 kr, og den 22. mars lå verdien på 48kr. Dette har gjort at vi har måttet gjøre omfattende vurderinger i analysene våre for å kunne treffe en verdi på verdsettelsen som er så realistisk som mulig.

# Kilder

Kaldestad, Y. & Møller, B. (red.) (2016) *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utgave. Bergen: Fagbokforlaget

Brealey, R. A., Myers, S. & Allen, F. (red.) (2016) *Principles of corporate finance*. 12. utgave. New York: McGraw-Hill Education

Norwegian(1). (ukjent) *Bedriftsstruktur*. Hentet fra:  
<https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/struktur/> (25.02.2019)

Norwegian(2). (ukjent) *Interim report Q4*. Hentet fra:  
<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/interim-reports/norwegian-q4-2018-report.pdf>  
(27.02.2019)

Lovdata. (ukjent) *Lov om luftfart (luftfartsloven)*. Hentet fra:  
[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1993-06-11-101/KAPITTEL\\_2-7-1#KAPITTEL\\_2-7-1](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1993-06-11-101/KAPITTEL_2-7-1#KAPITTEL_2-7-1)  
(03.03.2019)

IATA. (ukjent) *IATA Forecast Predicts 8.2 billion Air Travelers in 2037*. Hentet fra:  
[https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2018-10-24-02.aspx?fbclid=IwAR0KSkAB\\_hoRN8E4NaRgtel0hQ4jQ3LQMuJ1khIeyRfj6qAIUi4eGBQ6THY](https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2018-10-24-02.aspx?fbclid=IwAR0KSkAB_hoRN8E4NaRgtel0hQ4jQ3LQMuJ1khIeyRfj6qAIUi4eGBQ6THY) (28.01.2019)

Wikipedia. (ukjent) *International Air Transport Association*. Hentet fra:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/International\\_Air\\_Transport\\_Association?fbclid=IwAR1xf2dqLvzUtowLdJ3qKnpgQf50AF-bj-0PqVt5p4xihAH5aOizh4cGb\\_M](https://en.wikipedia.org/wiki/International_Air_Transport_Association?fbclid=IwAR1xf2dqLvzUtowLdJ3qKnpgQf50AF-bj-0PqVt5p4xihAH5aOizh4cGb_M) (28.01.2019)

CAPA - Centre for Aviation (2018) *CAPA airline profit outlook: good and bad news*  
<https://centreforaviation.com/analysis/reports/capa-airline-profit-outlook-bad-news-and-good-430142>

SNL. (ukjent) *Ressurs*. Hentet fra:

<https://snl.no/ressurs> (27.03.2019)

Norwegian(3). (ukjent) *En av de yngste og grønneste flåtene i verden*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/flyene/> (07.03.2019)

Airsafe. (2019) *Average Fleet Age for Selected Airlines*. Hentet fra:

<http://www.airsafe.com/events/airlines/fleetage.htm> (05.03.2019)

H. T. Larsen & E. Farstad. (2018) *Reisevaner på fly 2017*. Hentet fra:

<https://www.toi.no/getfile.php?mmfileid=48774> (05.03.2019)

K. Lund. (2019) *Norwegian kutter ruter og baser*. Hentet fra:

<https://www.dn.no/luftfart/norwegian/florida/fort-lauderdale/norwegian-kutter-ruter-og-baser/2-1-521315> (06.03.2019)

Norwegian(4). (2019) *Norwegian vant to priser under Grand Travel Awards*. Hentet fra:

<https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-vant-to-priser-under-grand-travel-awards-2828408> (02.03.2019)

Norwegian(5). (2018) *Norwegian kåret til verdens beste lavprisselskap på langdistanseruter for fjerde år på rad*. Hentet fra:

[https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kaaret-til-verdens-beste-lavprisselskap-paa-langdistanseruter-for-fjerde-aar-paa-rad-2586970?\\_ga=2.70744720.1050733986.1548673412-1762225840.1543836445](https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kaaret-til-verdens-beste-lavprisselskap-paa-langdistanseruter-for-fjerde-aar-paa-rad-2586970?_ga=2.70744720.1050733986.1548673412-1762225840.1543836445) (02.03.2019)

Norges Bank. (2019) *Valutakurs for EUR*. Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR> (25.02.2019)

J.I. Seljehaug. (2019) *Oljeprisen stiger etter OPEC rapport*. Hentet fra:

<https://www.hegner.no/Nyheter/Energi/2019/02/Oljeprisen-stiger-etter-Opec-rapport> (03.03.2019)

A.P. Framstad & J.T. Aarø. (2015) *Norwegians anslag: Streiken kostet 350 millioner*. Hentet fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegians-anslag-streiken-kostet-350-millioner/23431951>

O.M. Skaug, E. Bøe, A.A. Nilsen og K.M. Hovland. (2019) *Norwegian henter tre milliarder i en emisjon*. Hentet fra:

[https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-henter-tre-milliarder-i-en-emisjon/24550613?fbclid=IwAR2bOg5iEKUQ9WpE1Bv9MyI7zA6sUtgMwahg5X\\_9oO33y1rbEIA0Rielp-o](https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-henter-tre-milliarder-i-en-emisjon/24550613?fbclid=IwAR2bOg5iEKUQ9WpE1Bv9MyI7zA6sUtgMwahg5X_9oO33y1rbEIA0Rielp-o) (10.02.2019)

B. M. Vikøren. (2018) *Swot-analyse*. Hentet fra:

<https://snl.no/SWOT-analyse> (27.03.2019)

W. Kenton. (2018) *Available-for-Sale Security*. Hentet fra:

<https://www.investopedia.com/terms/a/available-for-sale-security.asp> (30.01.2019)

Wikipedia. (ukjent) *Available seat miles*. Hentet fra:

[https://en.wikipedia.org/wiki/Available\\_seat\\_miles](https://en.wikipedia.org/wiki/Available_seat_miles) (17.03.19)

S. Saxon, Mathieu Weber. (2017). *A better approach to airline costs*. Hentet fra:

<https://www.mckinsey.it/sites/default/files/a-better-approach-to-airline-cost.pdf> (17.03.2019)

Reuters. (ukjent) *Norwegian Air Shuttle ASA (NWC.OL)*. Hentet fra:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/NWC.OL> (30.01.2019)

M. Lorentzen. (2019) *Selskapet skal igjen bli profitabelt*. Hentet fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/milliardunderskudd-som-ventet-i-norwegian-men-kostnadene-er-kuttet/24556049> (17.03.2019)

Norwegian Air Shuttle (2019). (ukjent) *SEB Nordic Seminar*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/norwegian---investor-presentation-seb-seminar-08.01.2019-.pdf> (17.03.2019)

Statista (ukjent). *EBIT Margin of commercial airlines worldwide from 2010 to 2019 by region*. Hentet fra:

<https://www.statista.com/statistics/225856/ebit-margin-of-commercial-airlines-worldwide/>  
(27.02.2019)

Centre for Aviation. (ukjent) (2018) *CAPA Airline profit outlook: bad news and good*. Hentet fra: <https://centreforaviation.com/analysis/reports/capa-airline-profit-outlook-bad-news-and-good-430142> (25.02.2019)

A. A. Nilsen. (2019) *Statoil Pensjon og KLP selger seg ut av Norwegian*. Hentet fra: <https://aksjelive.e24.no/article/yvAk8r> (25.02.2019)

J. B. Maverick. (2015) *Key Financial Ratios to Analyze Airline Companies*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/articles/active-trading/082615/key-financial-ratios-analyze-airline-companies.asp> (30.01.2019)

Centre for Aviation. (ukjent) *Global Aviation Finance Outlook 2018: CAPA airline profit outlook*. Hentet fra: <https://centreforaviation.com/analysis/airline-leader/global-aviation-financial-outlook-2018-capa-airline-profit-outlook-411161> (15.03.2019)

K. Rammen. (2019) *Grunnleggende regnskapsanalyse*. Hentet fra: <https://finanssans.no/grunnleggende-regnskapsanalyse> (08.03.2019)

Visma. (ukjent) *Likviditet*. Hentet fra: <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/l/likviditet/> (18.02.2019)

Finansleksikon. (ukjent) *Finansieringsgrad I*. Hentet fra: [http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/F/Finansieringsgrad\\_1.html](http://www.finansleksikon.no/Formelsamling/F/Finansieringsgrad_1.html) (30.01.2019)

Wikipedia. (ukjent) *Soliditet*. Hentet fra: <https://no.wikipedia.org/wiki/Soliditet> (30.01.2019)

Visma. (ukjent) *Soliditet*. Hentet fra:

<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/s/soliditet/> (30.01.2019)

Norges Bank. (ukjent) *Svenske kroner (SEK)* (2018) Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/SEK> (20.02.2019)

M. Lorentzen. (2019) *Har kommet til et punkt der det må gjøres nødvendige justeringer*.

Hentet fra:

<https://e24.no/boers-og-finans/norwegian-air-shuttle/norwegian-strammer-til-kostnadskuttene-kutter-ruter-og-legger-ned-seks-baser/24541991> (28.01.2019)

Redaksjonen Hegnar.no. (2018) *Tror Norwegian må selge 140 fly*. Hentet fra:

<https://www.dagbladet.no/nyheter/tror-norwegian-ma-selge-140-fly/70594441> (13.02.2019)

Norges Bank. (ukjent) Pengepolitisk rapport 4/18 (2018) Hente fra:

[https://static.norges-bank.no/contentassets/041b6886afc742129aff7b471577879a/ppr\\_4\\_18.pdf?v=12/19/2018140759&ft=.pdf](https://static.norges-bank.no/contentassets/041b6886afc742129aff7b471577879a/ppr_4_18.pdf?v=12/19/2018140759&ft=.pdf) (13.03.2019)

IATA. (ukjent) (2017) 2036 Forecast Reveals Air Passangers Will Double to Nearly 7,8

Billion. Hentet fra: <https://www.iata.org/pressroom/pr/Pages/2017-10-24-01.aspx>

(18.03.2019)

Reuters. (ukjent) *Norwegian Air Shuttle ASA (NWC.OL)* (2018) Hentet fra:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/NWC.OL> (10.02.2019)

K. Rammen. *Kapitalverdimodellen* (2018) Hentet fra:

<https://finanssans.no/kapitalverdimodellen> (06.02.2019)

W.Kenton. (2019) *CAPM*. Hentet fra:

<https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp> (06.02.2019)

Norges Bank. (ukjent) *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet fra:



<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (28.02.2019)

PWC. (ukjent) *Risikopremien i det norske markedet 2018*. Hentet fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2018.html> (12.02.2019)

Infrontanalytics. (ukjent) *Levered/Unlevered Beta of Norwegian Air Shuttle ASA*. Hentet fra:

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30254SN/Norwegian-Air-Shuttle-ASA/Beta>  
(26.02.2019)

Reuters. (ukjent) *Norwegian Air Shuttle ASA*. Hentet fra:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/NWC.OL> (20.03.2019)

<https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/luftfart/luftfart---en-internasjonalt-naring/id2076432/> (02.02.2019)

<https://luftfartstilsynet.no/aktorer/flysikring/single-european-sky2/> (02.02.2019)

#### Årsrapporter:

s26 Årsrapporter note 14

s27 Årsrapporter note 15 og 16

s28 Årsrapporter note 17-22

s30 Årsrapporter note 23-25

s31 Årsrapporter note 26

s34 Årsrapporter note 27

s35 Årsrapporter note 29 og 30

s37 Årsrapporter note 32-34

s38 Årsrapporter note 35

s51 Årsrapporter note 44

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2017*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/investor-relations/annual-report-2017-interactive.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2016*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2016-interactive.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2015*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2015-interactive.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2014*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2014-interactive.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2013*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2013.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2012*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2012.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2011*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2011.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2010*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-as-asa-annual-report-2010.pdf>

Norwegian Air Shuttle ASA. (ukjent) *Annual Report 2009*. Hentet fra:

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2009.pdf>

Topsimages (ukjent) *Norwegian Airlines Wallpaper*. Hentet fra;

<https://www.topsimages.com/images/norwegian-airlines-wallpaper-5e.html> (27.03.2019)