

Hermann, Guro Hennissen
Rambøl, Henrik Bryn
Ussvær, Jonas Moum

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Oust, Are
April 2022

Hermann, Guro Hennissen
Rambøl, Henrik Bryn
Ussvær, Jonas Moum

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Oust, Are
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Følgende oppgave er skrevet som en del av dannelsesforløpet innen bachelor i økonomi og administrasjon ved handelshøyskolen - NTNU i Trondheim. Oppgaven krediteres med 7,5 studiepoeng og blir vurdert som bestått/ikke-bestått. Oppgaven er skrevet under profilen «finansiell styring» på 6. semester. Under arbeidet med oppgaven har vi blitt godt kjent med et børsnotert selskap, som har vært spennende og lærerikt.

Oppgaven er en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA. Verdivurderingen gir oss mulighet til å bruke kunnskap fra nesten alle emner vi har hatt i løpet av bachelorgraden, og er derfor godt egnet som en avsluttende oppgave. Flybransjen er spesielt spennende da den er meget unik og uten særlig mulighet for substitutter i nær fremtid. Norwegian er en sentral aktør i denne bransjen, og er et norsk-basert selskap. Vi valgte Norwegian i hovedsak fordi det vil være en spennende utfordring i tråd med beskrivelsen du finner i kapittel 2.

Vi ønsker avslutningsvis å takke vår veileder Are Oust for god hjelp og konstruktiv kritikk under skriveprosessen. Vi vil også takke Knut Olav Irgens Høeg (EVP IT and Business Services i Norwegian) for god innsikt og hjelp til å se sammenhenger i en relativt kaotisk situasjon for selskapet.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å foreta både kontekstuelle, tallbaserte og strategiske analyser av selskapet for å kunne gjøre en verdivurdering av selskapet per 31.12.2021.

Vi ser på de interne og eksterne faktorene som påvirker Norwegian sine muligheter i flybransjen. Dette gjør vi ved hjelp av forskjellige analytiske modeller som rammeverk. Gjennom de strategiske analysene har vi lært at Norwegian stiller uten noen spesielle konkurransefortrinn eller særlige fordeler fra bransje eller miljø. Det skal nevnes at grunnet rekonstruksjonen og korona fikk Norwegian en gyllen mulighet til å omforhandle leasingavtaler til en mer gunstig leasing-rate og PBH avtaler, som vi vil forklare nærmere i kapittel 2.2. Dette kan imidlertid gi Norwegian en midlertidig fordel på markedet.

Ytterligere viser nøkkeltallene fra regnskapsanalysen først og fremst hvor ekstraordinære de siste årene med pandemien har vært, og med det hvor vanskelig det er å se på simple nøkkeltall for å estimere den finansielle situasjonen til Norwegian. Imidlertid virker det som om Norwegian har en god trend innen soliditet og likviditet, som en konsekvens av deres fokus på å redusere gjelden. Lønnsomheten har vært vanskelig å se en trend på de siste årene. Normalt sett vil nøkkeltall kunne sees på mer konkret om faktorer rundt selskapet er «normale». Det blir imidlertid offer for subjektiv tolkning og antakelse at vi ser en positiv trend.

Finansiell analyse og kontantstrømanalyse vil i likhet med andre verdier være ekstremt påvirket av koronasituasjonen, og dermed være vanskelig å bruke som tall for å predikere en lineær utvikling basert på de siste fem årene. Dette har blitt løst på forskjellige måter under de ulike postene, ikke uten subjektiv tolkning og vektning. Vi har funnet et potensiale for lønnsom drift innen 2023, gitt at prediksjonene om tilnærmet normal drift i flybransjen gjelder (se 2.1).

Vår estimerte aksjekurs 31.12.2021 på 33,75 NOK viser at vi har kommet frem til en aksjekurs betydelig over markedskursen på 10,75 NOK per 30.12.2021 (Yahoo Finance, 2021). Konklusjonen vil drøfte rundt denne prisen ytterligere. Vi konkluderer med en kjøpsanbefaling.

Abstract

The purpose of this paper is to complete contextual, numerical, and strategical analysis of the company in order to evaluate their stock-price per 31.12.2021.

We look at the internal and external factors that affect Norwegian's opportunities in the aviation industry. We do this using different analytical models as a framework. Through the strategic analysis, we have learned that Norwegian has no special competitive advantages or special advantages from the industry or the environment. It should be mentioned that due to the reconstruction and the corona pandemic, Norwegian was given a golden opportunity to renegotiate leasing agreements at a more favourable leasing rate and PBH agreements, to which we will further elaborate on in chapter 2.2. This could give Norwegian a temporary advantage over the market.

Furthermore, the key figures from the accounting analysis show first of all how extraordinary the last few years of the pandemic have been, and with how difficult it is to look at simple key figures to estimate Norwegian's financial situation. However, it seems that Norwegian have a good trend in solvency and liquidity because of their focus on reducing the debt. It has been difficult to see a trend in profitability the recent years. Normally, key figures can be seen in more concrete terms if factors around the company are «normal». However, it falls victim to subjective interpretation and the assumption that we see a positive trend.

Financial analysis and cash flow analysis, like other values, will be extremely affected by the corona situation, and thus be difficult to use as figures to predict a linear development based on the last five years. This has been resolved in different ways on the various items, not without subjective interpretation and weighting. We have found a potential for profitable operations by 2023, given that the predictions on almost normal operations in the aviation industry apply (see 2.1).

Our estimated share price per 31.12.2021 of NOK 33,75 shows that we have arrived at a share price significantly above the market price of NOK 10,75 as of 30.12.2021 (Yahoo Finance, 2021). The conclusion chapter will discuss this price further. Our tick recommendation is to buy.

Innholdsfortegnelse

FORORD	
SAMMENDRAG	
ABSTRACT	
1 INNLEDNING	1
1.1 MOTIVASJON	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
1.3 AVGRENSNING	1
1.4 OPPBYGNING	2
2 SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE	3
2.1 BRANSJEN	3
2.2 PRESENTASJON AV NORWEGIAN	5
2.2.1 Kort om årstall og fokus	5
2.2.2 Norwegian rett før og under COVID-19	5
2.2.3 Norwegian fremover etter pandemien	7
3 STRATEGISKE ANALYSER	8
3.1 PORTERS FIVE FORCES	8
3.1.1 Kunders forhandlingsmakt	8
3.1.2 Leverandørers forhandlingsmakt	9
3.1.3 Trussel fra nye aktører	10
3.1.4 Rivalisering fra nære substitutter	11
3.1.5 Rivalisering mellom konkurrenter	12
3.2 PESTEL	13
3.2.1 Politiske og juridiske forhold	13
3.2.2 Økonomiske forhold	14
3.2.3 Sosiokulturelle forhold	15
3.2.4 Teknologiske forhold	16
3.2.5 Miljømessige forhold	17
3.2.6 Oppsummering av PESTEL	18
3.3 SVIMA	19
3.3.1 Oversikt over analysen	19
3.3.2 Merkenavn	20
3.3.3 Flyflåte	22
3.3.4 Forretningsmodell	24
3.4 SWOT	25
3.4.1 Styrker	25
3.4.2 Svakheter	26
3.4.3 Muligheter	26
3.4.4 Trusler	27
3.5 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE	27
4 REGNSKAPSANALYSE	29
4.1 LØNNSOMHET	29
4.1.1 Driftsmargin	29
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet	30
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet etter skatt	31

4.2 LIKVIDITET	33
4.2.1 Likviditetsgrad 1	33
4.3 FINANSIERING	34
4.3.1 Finansieringsgrad 1	34
4.4 SOLIDITET	36
4.4.1 Egenkapitalandel	36
4.4.2 Gjeldsgrad	37
4.5 SAMMENLIGNING	37
4.6 OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSEN	39
5 FINANSIELL ANALYSE	40
5.1 RISIKOFRI RENTE	40
5.2 AKSJEBETA	40
5.3 MARKEDETS RISIKOPREMIE	42
5.4 CAPM	43
5.5 MARKEDSVERDI EGENKAPITAL	43
5.6 MARKEDSVERDI RENTEBÆRENDE GJELD	43
5.7 WACC	44
5.8 TERMINALVERDI	45
6 KONTANTSTRØMANALYSE	46
6.1 DRIFTSINNTEKTER	47
6.2 DRIFTSKOSTNADER	48
6.2.1 Avskrivninger og nedskrivninger	48
6.2.2 Varekostnader	49
6.2.3 Andre driftskostnader	50
6.3 ENDRING AV ARBEIDSKAPITAL	51
6.3.1 Endring varelager	51
6.3.2 Endring i kundefordringer	52
6.3.3 Endring i leverandørgjeld	53
6.4 INVESTERINGER	54
6.5 KONTANTSTRØM	55
7 SENSITIVITETSANALYSE	56
8 KONKLUSJON	57
9 SVAKHETER VED OPPGAVEN	58
REFERANSER	59

Figuroversikt

Figur 1 - Sammenligning av RPK gjennom forskjellige kriser (IATA, 2021).....	3
Figur 2 - Historiske verdier og prediksjon for 2022 sammenlignet med 2019 (IATA, 2021).....	4
Figur 3 - Marginer på drift etter kontinent og for industrien (IATA, 2021).....	4
Figur 4 - Utviklingen til oljeprisen per fat, 2017 – 2021 (Oslo Børs, 2022).....	14
Figur 5 - Sosiokulturell påvirkning i tilknytning miljø (IATA, 2021).....	16
Figur 6 - Driftsmargin for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	30
Figur 7 - Totalkapitalrentabilitet for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	31
Figur 8 - Egenkapitalrentabiliteten for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	32
Figur 9 - Likviditetsgrad 1 for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	33
Figur 10 - Finansieringsgrad 1 for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	34
Figur 11 - Arbeidskapital for Norwegian, 2017-2021. Tall i 1000NOK (Proff Norwegian, 2022).....	35
Figur 12 - Egenkapitalandel for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	36
Figur 13 - Gjeldsgrad for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).....	37
Figur 14 - Illustrasjon som viser ulike Betakoeffisienters samvariasjonsgrad med den systematiske risikoen (Rammen, 2021).....	41

Tabelloversikt

Tabell 1 - SVIMA-analyse.....	19
Tabell 2 - Sammenligning av nøkkeltall med andre flyselskap, 2017-2021 (Refinitiv Eikon, 2022).....	38
Tabell 3 - Historiske driftsinntekter, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	47
Tabell 4 - Predikerte driftsinntekter, 2021-2025. Tall i 1000NOK.....	48
Tabell 5 - Historiske avskrivninger og nedskrivninger, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	48
Tabell 6 - Predikerte avskrivninger og nedskrivninger, 2022-2025. Tall i 1000NOK.....	49
Tabell 7 - Historiske varekostnader, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	49
Tabell 8 - Predikerte varekostnader, 2022-2025. Tall i 1000NOK.....	49
Tabell 9 - Historiske andre driftskostnader, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	50
Tabell 10 - Predikerte andre driftskostnader, 2022-2025. Tall i 1000NOK.....	50
Tabell 11 - Historisk endring i varelager, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	51
Tabell 12 - Predikert endring i varelager, 2022-2025. Tall i 1000NOK.....	51
Tabell 13 - Historisk endring kundefordringer, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	52
Tabell 14 - Predikert endring kundefordringer, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	52
Tabell 15 - Historisk endring leverandørgjeld, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	53
Tabell 16 - Predikert endring leverandørgjeld, 2017-2021. Tall i 1000NOK.....	53
Tabell 17 - Predikert Kontantstrøm Norwegian, 2022-2025. Tall i 1000NOK.....	55
Tabell 18 - Sensitivitetsanalyse.....	56

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Vår gruppe har som avsluttende semesteroppgave innenfor finansiell styring valgt å gjennomføre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter kalt Norwegian. En tungtveiende årsak til at vi har valgt Norwegian, er koronapandemien som har pågått siden årsskifte 2019/2020 og som ble erklært en global pandemi av WHO i mars 2020 (Snl, 2022). Norwegian har slitt tidligere, og reiserestriksjonene som har kommet som følge av pandemien vil gjøre dette til en oppgave som historisk må bli sett på som ny. Det har aldri i moderne tid vært globalt nedstengt til så høy grad over så lang tid som nå, og vi synes derfor at det er spesielt interessant å se på persontransport-bransjen. Spesifikt flybransjen og det norske selskapet Norwegian. Norwegian har lenge vært en av de største norske aktørene, med en markedsverdi på størrelse med SAS, og er derfor samfunnsmessig viktig for Norge.

Norge og resten av verden holder for øyeblikket på å åpne opp grensene igjen. Det er derfor et særs spennende tidspunkt å gjøre en verdivurdering av Norwegian, som ikke har kunnet drive normal drift på nesten to år. I tillegg til de åpenbare vanskelighetene globale restriksjoner har på reiselivsnæringen, er det et stadig større fokus på de miljømessige aspektene av flyreiser. De har også hatt juridiske problemer tilknyttet skyldig skatt, samt politiske disputer med streik, noe som gjør et dybdykk i selskapet desto mer interessant.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling: Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2021.

1.3 Avgrensning

På bransjen ser vi kun på passasjerflybransjen og ikke cargobransjen. Det vil også være vurderinger tatt i forhold til tidsperspektiv, med særlig hensyn på tall sterkt påvirket av COVID-19 pandemien. Verdivurderingen vil gjøres ut ifra regnskapstall fra årene 2017 til 2021. Regnskapstallene blir analysert i regnskapsanalysen, og benyttet til predikering av fremtidig kontantstrøm i årene fra 2022 til 2025 i kontantstrømanalysen. Dataene er hentet fra Proff.no, der vi har tilgang til fullstendige årsregnskap for selskapet. I tillegg har vi hentet ut tall fra Norwegians Q4 -rapport, da årsregnskapet for 2021 enda ikke er avlagt.

1.4 Oppbygning

Innledningsvis i oppgaven vil vi introdusere flybransjen for å få bedre innsikt i dens prospekter med tanke på historie og fremtid. Dette er nyttig for å forstå konteksten vi gjør verdivurderingen i. Deretter vil vi presentere Norwegian Air Shuttle ASA som selskap for å få bedre innsikt. Dette vil legge godt grunnlag for våre strategiske analyser i neste kapittel, bestående av Porters Five Forces, SVIMA, PESTEL og SWOT.

Videre vil vi i kapittel fire gjennomføre en analyse av regnskapet. Analysen vil gjelde for 2017-2021, med fokus på lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Vi vil bruke disse tallene for å få en bedre finansiell oversikt over selskapet, samt sammenligne nøkkeltall med andre selskap i bransjen for å se hvordan Norwegian Air Shuttle ASA ligger an på markedet.

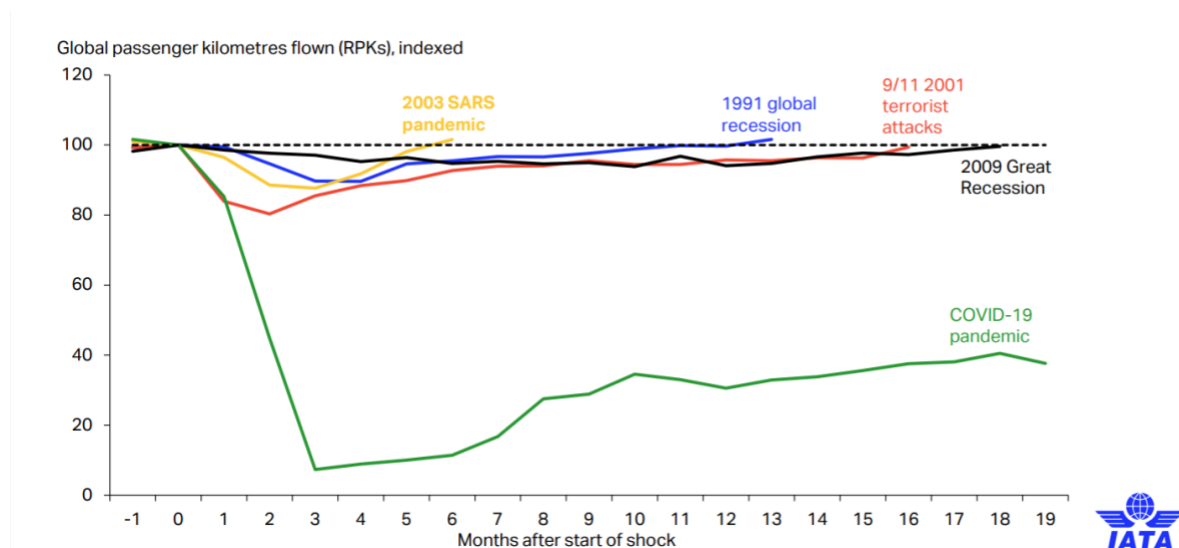
De to neste kapitlene vil inneholde selve vurderingen av selskapet. Først med den finansielle analysen, hvor vi ser på sentrale størrelser knyttet til avkastning, risiko og gjeldsvurderinger. Deretter en kontantstrømanalyse hvor vi tar historisk data fra regnskap fem år tilbake, for så å forsøke å kombinere det vi har funnet ut i løpet av analysen med historisk data for å predikere kursen.

2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Bransjen

The International Air Transport Association (IATA), har i over 70 år samlet data om flybransjen for å skape internasjonale standarder og generell informasjon om sektoren. En av deres nyeste publiseringer inneholder data basert på koronapandemien, og vi vil fokusere mye på resultatene fra denne for å få god oversikt over utsiktene til bransjen (Gulbaz, 2021).

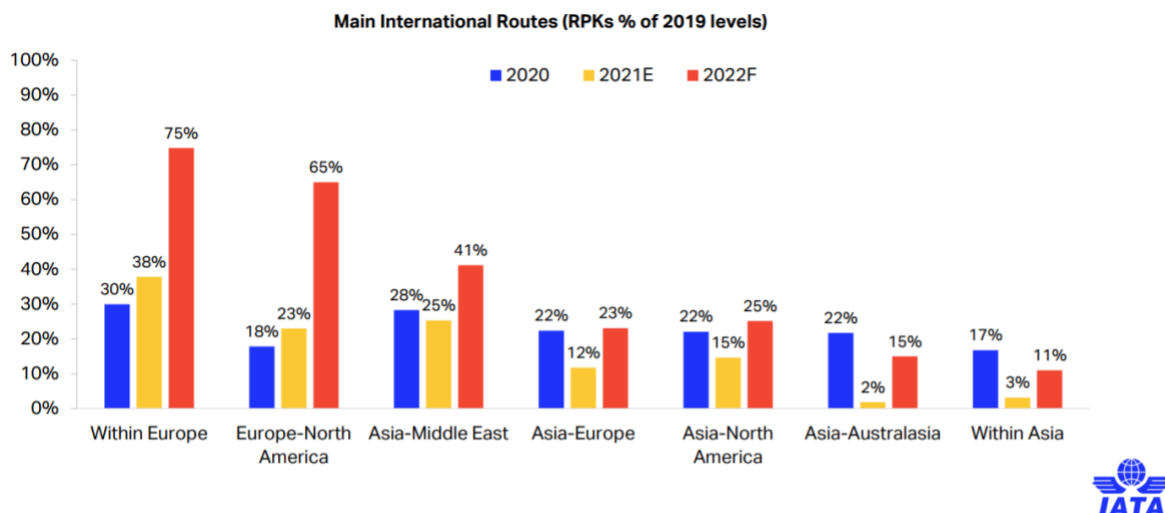
Historisk sett har såkalte 'global passenger revenue kilometers flown' (RPK's) gått ned 5-20% under diverse kriser gjennom historien, og stabilisert seg igjen etter 6-18 måneder (Gulbaz, 2021). Siden startfasen av pandemien i 2019 har RPK's gått ned om lag 90%, og har enda ikke begynt å nå tilbake til 2019 verdiene per i dag.



Figur 1 - Sammenligning av RPK gjennom forskjellige kriser (IATA, 2021).

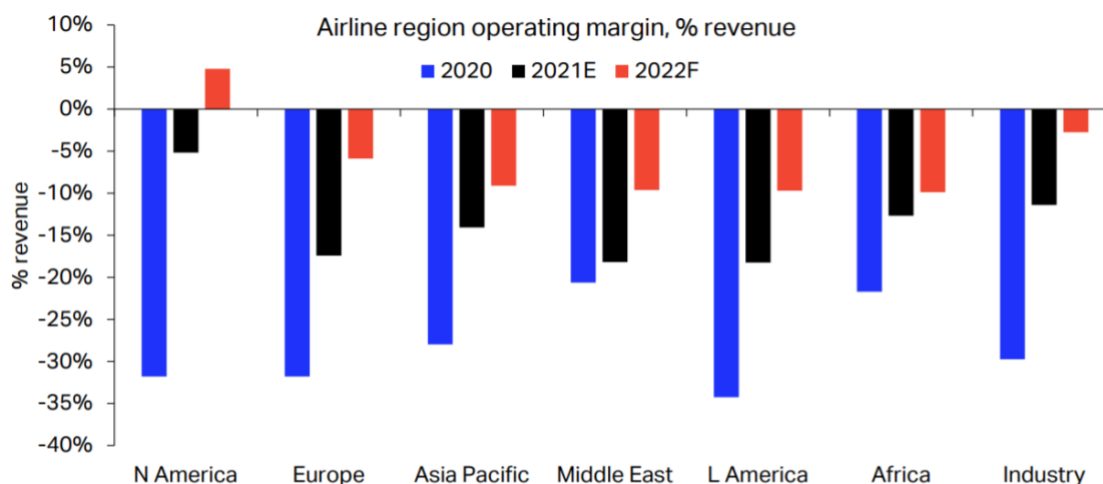
Det eneste som har holdt flyselskapene i gang under pandemien er enorme mengder støtte. Den estimerte samlede støtten på verdensbasis er \$243 milliarder (Gulbaz, 2021), altså om lag 2,16 billioner norske kroner. Dette er naturligvis en pandemi som ikke kan sees på som normalt under en historisk analyse av bransjen, men verdt å se på for å få en god oversikt over hva Norwegian kan forvente av aktivitet på markedet de neste årene.

IATA har forsøkt å lage prognoser for hvordan verdensbildet i flybransjen vil se ut fremover. I Europa firedoblet antall bookinger fra september til november 2021 etter lettelse i reiserestriksjonene. Norwegian har nesten alle sine flyvninger i Europa, og det vil derfor være hensiktsmessig å se på prediksjonene for Europa primært.



Figur 2 - Historiske verdier og prediksjon for 2022 sammenlignet med 2019 (IATA, 2021).

Som man kan se, predikerer IATA at det i Europa vil nå en RPK på 75% av 2019 verdiene i løpet av 2022. De skriver også i rapporten at det er forventet at det ikke er sannsynlig at bransjen vil kunne oppnå positivt resultat i 2022 heller. Her er det verdt å nevne at Nord-Amerika er eneste kontinent som rapporterer mulighet for positive resultater i 2022, og som man ser på grafen under ligger prediksjonene for Europa godt under -5% på marginale inntekter i sammenligning med 2019.



Figur 3 - Marginer på drift etter kontinent og for industrien (IATA, 2021).

Samtidig viser resultater fra en undersøkelse (Walsh, 2021) at 75% av reisende mener livskvalitet har blitt forringet av reiserestriksjoner. Det må kunne tolkes som at folk vil reise, og er innstilt på å reise med en gang det lar seg gjøre. Historisk sett har flybransjen hatt en stødig vekst uten noen utsikt for at det skal ta slutt med det første. Det kan spekuleres i om klima vil tvinge flybransjen til å tenke nytt, men vi har tro på at det å kunne reise med fly er

så essensielt at det vil bli et spørsmål om hvem som best klarer å tilpasse seg eventuelle restriksjoner og krav som selskapene blir pålagt.

For å oppsummere ser vi på pandemien som en forbigående periode, men samtidig vil det bli essensielt for selskapene å gjøre seg relevant nå som markedet 'stabiliserer' seg igjen de neste årene. Bransjen i seg selv er solid og uten noen reell substitutt i nær fremtid. Så her tror vi det er mulighet for å drive virksomhet lønnsomt i mange år fremover.

2.2 Presentasjon av Norwegian

2.2.1 Kort om årstall og fokus

Historien om Norwegian begynte i 1993. Norwegian som vi kjenner det med sine Boeing-fly og som et lavprisselskap i Europa ble til i 2002. Deres kjerneverdi ifølge dem selv er som følger: «å tilby rimelige flybilletter til alle og å la folk reise på en smartere måte med mer valgfrihet på reisen». Norwegian ble børsnotert i 2003 og vurdert til en verdi av 580 millioner kroner. Fra 2018 endret de fokus og strategi fra vekst til lønnsomhet (Norwegian Vår Historie, 2022).

2.2.2 Norwegian rett før og under COVID-19

I 2019 fikk Norwegian store økonomiske problemer. De har de siste årene ledende opp til 2019 bygget ut flåtene deres enormt med ambisjoner og flyvninger til blant annet New York. International Consolidated Airlines Group (IAG) var i prosessen av å vurdere oppkjøp av Norwegian, men melder i starten av 2019 om at de trekker alle vurderinger og selger sine 5% aksjer. Norwegian blir nødt til å utstede aksjer til en tredjedel av markedspris for å prøve å hente inn kapital. Et av deres Boeing 737-MAX fly til Etiopia krasjer etter en teknisk feil, og Norwegian blir nødt til å holde sine åtte fly av samme type på bakken. De begynner å selge seg ut av Norwegian Finance Holding, utsetter avtaler med Airbus, og samler 2.5 milliarder kroner gjennom utstedelse av obligasjoner og salg av aksjer. I tillegg gir Bjørn Kjos seg som CEO og Jacob Schram tar over (Reuters, 2020) (Norwegian Air Shuttle ASA, 2021).

I 2020 senker Norwegian sin kapasitet på flygninger og avslutter flyvninger over Atlanterhavet. Koronapandemien kommer, Norwegian permitterer 7 300 ansatte og kansellerer 85% av sine flygninger. Til tross for en støtte på 300 millioner fra regjeringen sliter Norwegian i 2020, og må finne en plan for å finansiere driften videre. De ender opp med

et nettotap på 16,6 milliarder kroner, dette mye grunnet en nedgang i kapasitet (ASK) på 96% og nedgang i flyvninger (RPK) på 97%. De er også i en rekonstruksjonsprosess med Norge og Irland. Mesteparten av gjelden var i Irland, der alle leasing- og kjøpsavtaler ligger.

Januar 2021 står Norwegian i teorien uten en tilstrekkelig flyflåte som konsekvens av å ha måttet si opp alle leasing- og fremtidige kjøpsavtaler. De drar da tilbake til leasingselskapene som nå sto med mange fly de ikke får leaset på en god stund (med tanke på korona) og klarte å forhandle gode betingelser. De forhandlet frem en redusert leasingrate med 20-30% og aksept av PBH. Avtalen blir forklart i mer detalj i kapittel 3.

I mars 2021 godtar Irland forslaget om at Norwegian kan tre ut av konkursbeskyttelse, samt godtok en redningsplan. Hovedpunktene her er essensielle for å forstå Norwegian sitt nåværende bilde på selskapet (Marius & Roar, 2021).

- Antallet kortdistansefly halveres
- Bruttogjelden skal reduseres til 20 milliarder
- Hentes inn 4,5 milliarder i frisk kapital, hvorav staten stiller med 1,5

Gjelden reduseres i store deler av færre fly i flyflåten og rentebærende gjeld. Resultat før skatt etter fjerde kvartal ble på 117 millioner kroner (Norwegian Presse, 2022).

Norwegian fikk en økning i ASK og RPK på ca. 50% sammenlignet med 2020. De fullfører også utgangen av rekonstruksjonsprosessen i mai 2021, og er derfor ikke lenger under rekonstruksjon. Norwegian legger også helt til side sine ambisjoner utenfor Europa, da dette var en av kravene staten kom med under rekonstruksjonen, at Norwegian skal drive i det Nordiske markedet. Omdømme til Norwegian sto sterkt også etter pandemien, ettersom Norwegian har Holdback på 100% på kredittkort til kunder, som vil si at pengene kan bli sendt rett tilbake til kunde med en gang om flyvninger må kanselleres pga. Covid-19 eller annet (Norwegian Q4, 2022).

2.2.3 Norwegian fremover etter pandemien

Norwegian gjør seg klar til en forventet økning i flyreiser i Europa, ettersom reiserestriksjonene blir løftet. De planlegger å øke flyflåten fra 51 til 70 fly for å øke kapasiteten. Norwegian sier selv i sin Q4 rapport at det er mye risiko og usikkerhet på markedet grunnet pandemien, men at de har satt inn de nødvendige tiltakene for å unngå såkalt 'cash burn' og sikre sikker finansiering og med det forbedre deres finansielle standpunkt. De har også en leasingavtale som lar dem regulere etter kapasitet etter såkalte power-by-the-hour (PBH) avtale (Norwegian Registration , 2021).

I nyere tid har Norwegian hatt stort fokus på bærekraft og skriver på sine sider at de har en drivstoffeffektiv flåte med Boeing 737-fly som betjener deres kortdistansenettverk. De sier at deres smarte fly-nettverk er ressurseffektivt i både drivstoff- og ressursforbruk- som bidrar til de lave prisene og karbonutslipp. Det er imidlertid vanskelig å få god data for å sammenligne dette, som vi vil komme tilbake til i ressursanalysen. Norwegian ble i 2019 det første flyselskapet som forpliktet seg til FN sine klimamål om å bli klimanøytrale innen 2050, og kompenserer med over 40% av sine utslipp gjennom FNs kvotesystem (ETS) (Miljødirektoratet, 2019).

3 Strategiske analyser

Gjennom strategiske analyser ønsker vi å forsøke å avdekke både interne og eksterne ressurser og årsaker som påvirker selskapet og bransjen som Norwegian opererer i. Analysene har også som hensikt å avsløre eventuelle fortrinn som Norwegian kan ha på markedet, som igjen vil bli et element av den totale verdivurderingen av selskapet.

3.1 Porters Five Forces

Porters Five Forces er en strategisk analyse brukt til å avdekke konkurranseforholdene i et marked. Analysen vil også være anvendbar til å etablere en bedrifts konkurransefortrinn sett opp mot eksisterende og eventuelle nye bedrifter. Det forutsettes at en avgjørende faktor for lønnsomhet i et marked er omfanget av faktisk eller mulig konkurranse. Hensikten med analysen er å danne et bilde av potensiale for lønnsomhet i bransjen ved å sammenligne konkurransekraftene i markedet opp mot profitt. Generelt kan bransjer med lav konkurranse og få trusler fra nye konkurrenter forvente akseptabel profitt og vurderes som lønnsomme. Konkuransekraftene som ble definert av Porter i 1979 er *kunders forhandlingsmakt*, *leverandørers forhandlingsmakt*, trussel fra *nye aktører*, trussel fra nære *substitutter* og rivalisering mellom *konkurrenter*.

3.1.1 Kunders forhandlingsmakt

Kunder har en viktig og svært sentral forhandlingsposisjon, og kan bruke denne til å tvinge frem reduksjon i pris, kreve høyere kvalitet i produkt og service, og øke intensiteten i markedskonkurransen, dette på bekostning av profitten i markedet. (Porter, 2022).

Det vil være rimelig å anta at en flyreise, eller et «flysete», er et homogent produkt med få muligheter til diversifisering. Videre har det aldri vært så lett for en kundegruppe å anskaffe full informasjon om flypriser som nå. Gjennom aggregeringstjenester som «expedia.no» og «momondo.com» kan flykunder hente informasjon på hvilke som helst ruter. Pris vil dermed være hovedfaktoren som skiller homogene produkter og tjenester, og kundegruppen til Norwegian vil inneha en *forhandlingsmakt*, da flyreiser er et udifferensiert produkt med flere nærliggende tilbydere (Porter, 2022).

I et forsøk på å øke kundens byttekostnader i et homogent marked har Norwegian og andre aktører, iverksatt bonus- og lojalitetsprogrammer. Tiltaket gjør at kunder, gjennom

bonusordningene, skaffer seg flere fordeler hvis de velger samme flyselskap hver gang de flyr. Hensikten er at byttekostnadene til kunden skal øke, og fra et flyselskaps perspektiv vil det forhåpentligvis føre til at kunden konkluderer det dithen at det vil være lønnsomt å opptre lojalt ovenfor et flyselskap kontra å velge den billigste enkeltbilletten.

På bakgrunn av egen analyse vil vi sette *kunders forhandlingsmakt* som høy. Dette på bakgrunn av at flyreiser er et lite differensiert produkt, med svært prissensitive kunder. Bonus- og lojalitetsordninger flyselskapene tilbyr vil ha en moderat effekt.

3.1.2 Leverandørers forhandlingsmakt

En måte leverandører kan inneha høy forhandlingsmakt er hvis markedet domineres av en eller få leverandører. Da vil ikke virksomheter ha samme frihet til å velge mellom leverandører og skape en intern priskrig mellom leverandørene. Dermed vil leverandørene være i en svært gunstig forhandlingsposisjon og kan påvirke prisene i en retning de ser på som mest gunstig for seg selv. Fra et virksomhetsperspektiv vil dette påvirke profitten til bedriften og markedet totalt sett (Porter, 2022).

En måte leverandører kan inneha høy forhandlingsmakt er hvis markedet domineres av en eller få leverandører. Da vil ikke virksomheter ha samme frihet til å velge mellom leverandører og skape en intern priskrig mellom leverandørene. Dermed vil leverandørene være i en svært gunstig forhandlingsposisjon og kan påvirke prisene i en retning de ser på som mest gunstig for seg selv. Fra et virksomhetsperspektiv vil dette påvirke profitten til bedriften og markedet totalt sett (Porter, 2022).

I flymarkedet er det kun to aktører som dominerer passasjerfly-markedet i verden. Amerikanske Boeing og europeiske Airbus er de to dominerende leverandørene av kommersielle fly og utgjør i praksis et duopol (Beers, 2021). Norwegian har Boeing som sin hovedleverandør av fly, og når mulige leverandører er så få, sitter Boeing i en gunstig forhandlingsposisjon når det gjelder pris og kvalitet på flyene. Norwegian har en ugunstig posisjon i forhold til leverandørene når det gjelder prispåvirkning og muligheten til å bedre profitten i selskapet gjennom leverandørbytte eller forhandling.

Leverandører av drivstoff er også en av primærleverandørene til Norwegian som påvirker profitten til selskapet. Tidligere direktør Bjørn Kjos gikk i 2018 ut og sa at høyere drivstoffpriser var en substansiell faktor i de økte kostnadene det året (Nilsen, 2018).

Drivstoff er dog en homogen vare som følger oljeprisen tett, som styres i hovedsak av markedets tilbud og etterspørsel. Leverandørene av drivstoff har heller ingen mulighet til å differensiere på kvalitet.

Oppsummert vurderer vi leverandørenes forhandlingsmakt som middels til høy. De to store fly leverandørene vil ha stor nok makt til å sette priser mest gunstige for en selv, noe som vil direkte påvirke lønnsomheten til Norwegian.

3.1.3 Trussel fra nye aktører

Det som i all hovedsak definerer trusselen fra nye aktører i et marked er hvilke *etableringsbarrierer* som finnes i markedet. Marked med mange etableringsbarrierer blir sett på som «vanskelige» å penetrere for nye aktører, og anses dermed som attraktive jamfør Porters «Five Forces»-rammeverk (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2017). Flere aktører gir en høyere konsentrasjon av *verdikapring* mellom bedrifter og etterspørselen fordeles imellom flere selgere, som igjen vil påvirke den enkelte aktørs profitt.

Ifølge Porter er det seks viktige etableringsbarrierer som definerer trusselen fra nye aktører (Porter, 2022):

- Høye etableringskostnader
- Produktdifferensiering og merkeloyalitet
- Høye egenkapitalkrav
- Stordriftsfordeler for de etablerte
- Tilgang på distribusjonskanaler og verdinettverk
- Juridiske og politiske barrierer

Som nevnt tidligere er det i all hovedsak to store leverandører av passasjerfly i markedet som har liten konkurranse på prissetting. En konsekvens av dette er at det blir høyere etableringskostnader. Flymarkedet er også strengt regulert av norske myndigheter som krever flere godkjenninger fra luftfartstilsynet før man kan begynne med flygninger. Et eksempel på en politisk barriere kan være da Ryanair reduserte eget tilbud i det norske markedet da myndighetene innførte flypassasjeravgiften i 2016 (Lorentzen, 2016).

En etableringsbarriere Norwegian burde ønske var større er produktdifferensiering og merkeloyalitet. Flykunder er i all hovedsak svært prissensitive og dermed velge flyseter etter

pris kontra selskap. Som nevnt er det vanskelig å differensiere en reise fra A til B, hvis kundene legger mest vekt på pris.

For Norwegian og bransjen som helhet vil trusselen for nye aktører være middels. De store etableringskostnadene og de mange protokollene og retningslinjene man må gjennom i etableringsfasen vil være en substansiell barriere. Dog vil den lave merkevarelojaliteten alltid være en mulig trussel for profitten til Norwegian hvis et nytt selskap etableres med lavere priser.

3.1.4 Rivalisering fra nære substitutter

Med trussel fra nære substitutter menes andre produkter og tjenester som vil direkte redusere etterspørselen etter flymarkedets tilbud. For forretningsreiser kan videokonferanser være et substitutt for å fysisk fly til et møte med en klient. For innlandsreiser kan tog være et substitutt for å fly fra eksempelvis Oslo til Trondheim.

Det er nærliggende å anta at flyreiser vil være foretrukket fremkomstmiddel hvis en kunde ønsker å reise over flere landegrenser, eksempelvis fra Norge til Spania. Der flybransjen og Norwegian har flere substitutter vil være innenlandsreiser. Ta eksempelet med reise mellom Oslo og Trondheim. Her har kunder mulighet til å velge mellom fly, buss, tog og bil. Billigste billett for direktefly med Norwegian uten bagasje onsdag 16.februar 2020 er 949,- kroner for en voksen. For direkte tog samme dato er prisen 596,- kroner. Det er verdt å kommentere at fly vil være ca. 6 timer raskere, men for prissensitive kunder, som eksempelvis studenter som reiser til og fra studiesteder, kan prisskjellen være gunstig nok til at de velger tog som substitutt for flyreise.

Rivaliseringen fra nære substitutter vil være hensiktsmessig å dele opp i lang- og kortdistanse. For langdistanser vil rivaliseringen være lav til middels da tog og bil over lengre distanser vil være svært tidkrevende. For kortdistanse vil rivaliseringen være middels til høy, da svært prissensitive kunder kan velge tog eller buss fremfor flyreiser og likevel ikke bruke enorme mengder med tid.

3.1.5 Rivalisering mellom konkurrenter

Rivalisering mellom konkurrenter vil være forholdet som i størst grad påvirker profitten i et marked (Porter, 2022). Rivaliseringen omhandler kampen om markedsandeler mellom bedrifter. Rivalisering mellom konkurrenter befinner seg i sentrum av Porters illustrasjon av konkurransekraftene for å illustrere at rivaliseringen påvirkes av de fire andre konkurransekraftene (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2017).

Flymarkedet er preget av hard konkurranse mellom få aktører. De største aktørene i innenlandsk transport i Norge er Norwegian, SAS og Widerøe. Flyr er et nyetablert selskap som satser på hurtig vekst og penetrering i markedet, men er enda ikke like store som de tre nevnte selskapene.

Flymarkedet preges av en synkende etterspørsel. Tall hentet fra Norges Statistiske Sentralbyrå (SSB) viser at innenlandsk persontransport uten kabotasje har sunket med 50,3% fra 2016 til 2020, og bare fra 2019 til 2020 var det en nedgang på 51% (Statistisk Sentralbyrå, 2021). Kabinfaktoren i juni 2021 var på 62,9% for Norwegian, dette var ned fra 87,7% i juni 2020 (Parr, 2021). Dette viser til at flymarkedet i Norge sliter med *overkapasitet*. Rivaliseringen mellom konkurrentene i markedet vil dermed spisse seg til for å forsøke å kapre kunder til å fylle de tomme setene. Som nevnt tidligere er flyseter som produkt og tjeneste vanskelig å differensiere, og kundene er svært prissensitive, og dermed vil flyselskapene være nødt til å konkurrere på pris for å hente større deler av etterspørselen. Priskrig mellom konkurrentene vil gi en lavere profitt for markedet.

På grunn av den synkende etterspørselen i markedet, økende ledighet i kabinfaktoren og nye konkurrent Flyr, vil vi sette rivalisering mellom konkurrenter som høy.

3.2 PESTEL

PESTEL-analysen er en ekstern bransjeorientert analyse som tar for seg de makroøkonomiske forhold som påvirker bransjen. Dette er forhold som bransjen, eller selskapet selv, ikke har mulighet til å påvirke, men som de må heller forsøke å tilpasse seg etter. Forholdene deles inn i seks grupper; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold (Solberg, Stiklestad, & Erichsen, 2019). Ved å gjennomføre en PESTEL-analyse kan vi kartlegge de mest vesentlige forhold som har betydning for flybransjen, og dekke de forhold som er nødvendig for verdivurderingen av Norwegian senere i oppgaven.

3.2.1 Politiske og juridiske forhold

Det er hensiktsmessig å slå sammen de politiske og juridiske forholdene, da de henger tett sammen og overlapper hverandre på enkelte punkter. Norwegian, og flybransjen generelt, er sterkt påvirket av de politiske og juridiske forholdene. På grunn av det stabile styresettet vi har i Norge og EU vil det derimot sjeldent forekomme store og uventede endringer her, spesielt ikke på kort sikt.

De politiske forholdene dreier seg om hvordan staten påvirker bransjen ved direkte involvering, mens de juridiske forholdene handler mer om det som faktisk er lovbestemt. Regulering av bransjen og politiske bevegelser er eksempler på de politiske forholdene. Etter som flybransjen har en global rekkevidde vil den være sensitiv for endringer i internasjonal politikk.

Under koronapandemien har reiserestriksjonene fra staten vært den politiske faktoren av størst betydning for Norwegian. Bortimot alt av flyreiser både innen- og utenlands ble kansellert på grunn av fare for spredning av viruset, og tall fra 2020 viser at flytrafikken var mer enn halvert sammenlignet med 2019 (Kristoffersen K. J., 2021). For Norwegian førte dette til svært lite inntekter i 2020 og leverte dermed et underskudd på 10 milliarder (Proff Norwegian, 2022). Selv om Norwegian har vært avhengig av krisepakker fra staten for å overleve, vet vi allikevel at reiserestriksjonene bare er en forbigående trend, og vi ser allerede at tallene for 2021 viser et bedre resultat enn på lang tid (Norwegian Q4, 2022).

Sett bort i fra tilfellene under pandemien er det ellers reguleringer som skatt og avgifter som påvirker flybransjen. Flyseteavgiften, eller flypassasjeravgiften, ble lansert av høyre regjeringen i 2016 der argumentasjonen var at avgiften ble innført som et miljøtiltak (Snl, 2020). Avgiften ble fjernet under pandemien og det var meningen at den skulle

gjeninnføres i starten av 2022. Arbeiderpartiet, som nå sitter i regjering, ønsker å utsette denne innføringen fordi de mener konsekvensene av denne avgiften ikke er vurdert godt nok (Arbeiderpartiet, 2022). De ønsker å komme med en ordning som har mest mulig positiv effekt for klimaet uten at det går utover innbyggerne og næringslivet.

3.2.2 Økonomiske forhold

De økonomiske forholdene handler om hvordan virksomheten påvirkes av endringer i kjøpekraft og arbeidsledighet, samtidig som endring i rentenivå og BNP-trender også er viktige faktorer her (Digitalnorway, 2021). For at Norwegian skal kunne drifte flyene sine er de avhengige av drivstoff i store mengder. Oljeprisen er derfor en vesentlig faktor her, da drivstoffprisen har en positiv korrelasjon med oljeprisen (Rammen, Oljeprisfallets innvirkning på drivstoff- og flybillettpriser, 2019). Vi kan ved å tolke grafen nedenfor se at oljeprisen har hatt en stigende utvikling siden årsskiftet 20/21, og ved inngangen til 2022 er den rekordhøy. For Norwegian vil høyere oljepris medføre økte driftskostnader.



Figur 4 - Utviklingen til oljeprisen per fat, 2017 – 2021 (Oslo Børs, 2022).

I tillegg til høye oljepriser vil valutakurs og renter viktige faktorer når det kommer til de økonomiske forholdene. Norwegian handler mesteparten av drivstoffet sitt i amerikanske dollar, og også store deler av omsetningen er i utenlandsk valuta. Endring i valutakursen, både norsk og utenlandsk, vil derfor ha direkte påvirkning på salgsinntektene og kostnadene til Norwegian. I tillegg til drivstoffet er også kostnadene knyttet til leasing av fly hos Boeing i amerikanske dollar.

For Norwegian som er et selskap med mye gjeld, er endring i renter en vesentlig økonomisk faktor. Lånerenten har vært på sitt laveste under pandemien (Norske Bank, 2021), noe som

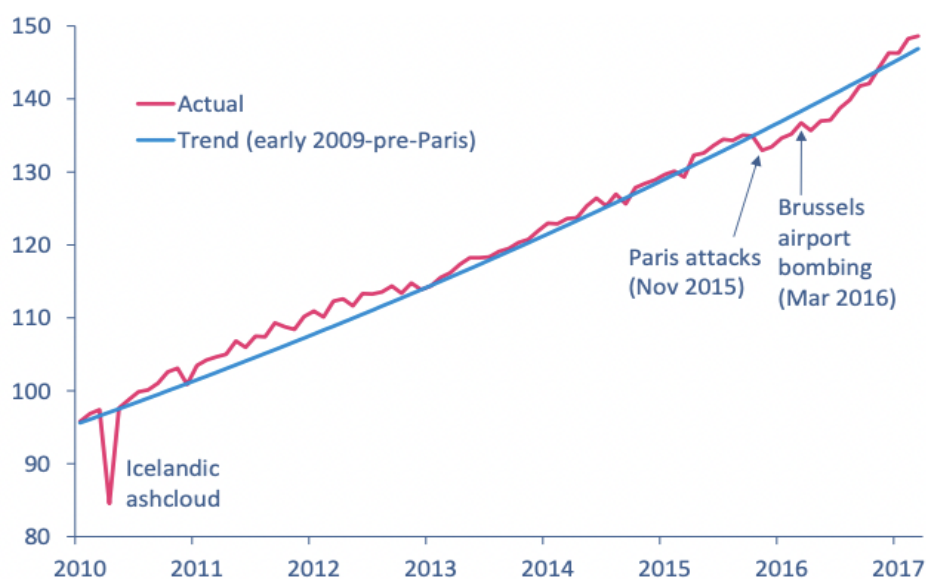
har vært til fordel for Norwegian. Nå som pandemien ikke er like aggressiv som den har vært, er rentenivået på tur tilbake til normalen og lånene til Norwegian vil bli dyrere.

3.2.3 Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle forholdene handler om kulturelle handlinger som blant annet forbrukeratferd og forandringer i demografi. I takt med utviklingen av Etterspørselen etter varer og tjenester vil endre seg i takt med befolkningsutviklingen. Folk i dag er for eksempel mer vant med digitalisering i forbindelse med bestilling av flyreiser. Dette vil vi gå nærmere inn på under de teknologiske forholdene.

Koronapandemien førte med seg strenge reiserestriksjoner og Norwegian var nødt til å stanse de fleste innen- og utenlandsreisene. Norwegian hadde en nedgang på mellom i perioden april til desember 2020 ført til kansellerte flyreiser og parkerte fly. Flytrafikken er et viktig knutepunkt mellom land og det binder folk på tvers av verdensdeler sammen.

Terror og større voldelige konflikter har en negativ effekt sett fra Norwegian sitt perspektiv (Bergseng, 2015). Det er rimelig å anta at et usikkert sikkerhetsbilde nasjonalt og internasjonalt vil føre til at flere forbrukere ser på flyreiser som mer usikkert og dermed velge å vente til en mer stabil hverdag før de bestiller tjenester fra Norwegian. Finn.no publiserte i 2015 en statistikk som viste at det var målt en betydelig nedgang i bestillinger av internasjonale flyreiser i etter terrorangrepet i Paris samme år. *The International Air Transport Association* (IATA) publiserte en artikkel som er samstemt med Finn.no (Oxley, 2017).



Figur 5 - Sosiokulturell påvirkning i tilknytning miljø (IATA, 2021).

Vesten har de siste årene sett en økende trend i antall miljøbevisste forbrukere, hvorav flere ønsker å redusere og/eller minimere sitt eget karbonavtrykk. Fly og flyreiser omtales som en miljøversting med tanke på hvor energikrevende det er å frakte fly med passasjerer fra a til b. Det kan derimot argumenteres for at det økte klimafokuset ikke vil påvirke flybransjen nevneverdig. Dette er i tråd med den sterke veksten flybransjen totalt sett har hatt siste årene, sett bort fra de ekstraordinære omstendighetene rundt Covid-19.

3.2.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omhandler innovasjonen som påvirker bransjen. Internett og kunstig intelligens er blant de teknologiske forholdene. Gjennom internett kan kunder enkelt bestille flyreiser og sammenligne priser på tvers av selskap. På grunn av denne tilgjengeligheten er billettprisen viktig for å beholde flest mulig kunder. Standarden på fly mellom de ulike flyselskapene er minimale, og pris er dermed ofte en avgjørende faktor for hvilket selskap kundene velger å reise med. Gjennom utvikling av en app der man kan sjekke inn uten hjelp av betjening kan Norwegian utnytte de ressursene de har til å bli mer konkurransedyktig.

Flere av de teknologiske utviklingene Norwegian har hatt, eller har som mål å utvikle, er knyttet tett opp mot de miljømessige forholdene. Ved bruk av SkyBreathe-appen, som er et nytt vær-og vindsystem, vil pilotene være i stand til å justere flyturene ved å velge smartere rutevalg med tanke på værforhold. Dette skal bidra med opptil 2 prosent reduserte CO₂-utslipp (Norwegian, 2022). Også utvikling av selve flyflåten er et teknologisk forhold der

Norwegian investerer i nyere typer fly. Dette forklares nærmere under de miljømessige forholdene.

3.2.5 Miljømessige forhold

Når det kommer til de miljømessige forholdene, er dette et svært omdiskutert tema der fokuset og interessen rundt dette stadig vokser. Vi lever for en grønnere fremtid, og flybransjen fremstilles som en svarteper i debatter om en mer bærekraftig klode. I Norge er transport den største kilden til klimagassutslipp, og den økende flytrafikken er en stor bidragsyter her. Ser vi bort i fra et lavere utslipp under koronapandemien, har CO₂-utslippet fra fly vokst de siste årene (SSB, 2019). Folks økte bevissthet rundt klimagassutslipp har ført til at flere velger å reise mer miljøbevisst, ved å heller økt bruken av buss og tog enn å ta fly.

Nettopp på grunn av befolkningens miljøfokus, har Norwegian investert i Boeing 787 Dreamliner – som ifølge Norwegian skal være et mye mer miljøvennlig fly. Sammenlignet med gjennomsnittet i bransjen skal Dreamliner flyene ha 33 prosent lavere utslipp av CO₂ (Norwegian, 2022). Det å fly med «grønnere» flåter vil øke sannsynligheten for å trekke til seg nye kunder, etter som konkurransen i markedet er stor. Ved hjelp av de nye flyene og et mer bærekraftig drivstoff har Norwegian som mål å redusere CO₂-utslippet med 45 prosent innen 2030. Dette er i tråd med FNs bærekraftsmål og Parisavtalen (Norwegian, 2022).

Et annet miljømessig forhold som påvirker flybransjen er værforhold. Dette gjelder spesielt for Norwegian som har de fleste rutene sine i Norden, der værforholdene er varierende og til tider svært utfordrende. Særlig på vinteren, med mye snø og is, vil dette være et forhold som påvirker Norwegian. Driftskostnadene til selskapet vil på grunn av værforholdene være høyere på vinteren, da de må bruke ressurser på de-freezing i tillegg til de vanlige kostnadene som drivstoff.

3.2.6 Oppsummering av PESTEL

Koronapandemien har vært en dominerende faktor gjennom hele denne analysen. Nå som verden sakte men sikkert har gått tilbake til normalen igjen, vil ikke alle punktene i analysen være like aktuell fremover, etter som pandemien bare er en forbigående trend. Allikevel har situasjonen under pandemien åpnet opp for nye løsninger med blant annet digitale møter, noe som også vil være aktuelt i tiden som kommer (Nygård, 2021). Dersom folk fremdeles kommer til å benytte seg av hjemmekontor og digitale møter, vil kanskje flyreiser knyttet til jobb minske noe i fremtiden.

Økonomisk sett vil det være endring i valutakurs og oljepris som vil påvirke kostnadsnivået mest fremover. For Norwegian handler det om å være bevisst på hvilke forhold som kan påvirke de i fremtiden, og ha en strategi der de enkelt kan tilpasse seg endringer i disse forholdene.

3.3 SVIMA

Følgende er en analyse av Norwegian sin evne til å skape varig konkurransefortrinn.

Norwegian sin evne til å generere en strategisk fordel analyseres ved hjelp av rammeverket til SVIMA. Ressursbegrepet inngår her i både materielle og immaterielle, og er en essensiell del av analysen i forhold til hvordan disse ressursene blir brukt. Analysen er rettet mot både fordelaktig og ugunstig form for bruk av ressurser.

3.3.1 Oversikt over analysen

SVIMA – analysen består av fem kriterier som har som hensikt å måle hvorvidt en ressurs har mulighet til å skape konkurransefortrinn for selskapet. Kriteriene er sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. For å konstatere hvorvidt en ressurs kan skape fortrinn for et selskap, er det først og fremst essensielt om den er unik. Det vil med andre ord ikke være mulig å skape et fortrinn med en ressurs som også alle andre har. Under er en oversikt over de forskjellige kategoriene en ressurs kan falle under etter å ha gjennomgått SVIMA-analysen, hvor selvsagt målet optimalt sett er å havne på det nederste utfallet ‘Varig fortrinn’.

Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt Fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig Fortrinn

Tabell 1 - SVIMA-analyse

Sjelden: Det beste er som nevnt at ressursen er unik, men det kan skape potensielle fortrinn ved at ressursen er sjelden. Dette stammer av at når vi måler hvordan forskjellige selskap

presterer basert på deres ressurser, kan vi ikke forklare forskjellene basert på ressursene som aktørene har til felles.

Viktig: Dette beskriver viktigheten til ressursen med hensyn på dens påvirkning på resultatene til bedriften. Det kan enten være ved å øke inntekter eller senke kostnader, men også ved å bidra til å eliminere eksterne trusler eller utnytte muligheter i markedet.

Ikke-imiterbar: Det nytter ikke på å ha en sjelden og viktig ressurs dersom det viser seg at andre aktører lett kan kopiere/imitere nevnte ressurs. Det er derfor essensielt at ressursen du skaper et fortrinn med er beskyttet mot imitasjon for at fortrinnet skal være varig. Om en bedrift kjøper en ressurs som skaper et fortrinn for dem, er dette lett imiterbart ved at andre aktører kan enkelt gjøre det samme. Det er altså større sannsynlighet for ikke-imiterbare ressurser ved å utvikle dem selv.

Mobiliserbar: Handler om hvor enkelt det er å ta ressursen til anvendelse. Det handler også om hvorvidt ressursen innehar en verdi i seg selv, som ikke har en motpart som utligner effekten til førstnevnte ressurs.

Approprierbar: Viser til at fortrinnet kun er en vinning for eget selskap, og at ikke andre aktører også drar nytte av den.

Under anvendes SVIMA-analysen på de ressursene vi mener er de sentrale for Norwegian som selskap, og som vi mener er viktigst for deres potensiale til å skape varige konkurransefortrinn.

3.3.2 Merkenavn

Den mest åpenbart sjeldne og unike ressursen til et selskap er merkenavnet deres. Det er kun NORWEGIAN AIR SHUTTLE ASA som etter lov kan hete nettopp det. Ifølge BI sitt kundebarmeter for 2021 er ikke kunder tilfreds med Norwegian det siste året. (BI Forskning, 2022) De får (av 100 mulige) 72 poeng på tilfredshet og 83.9 poeng på lojalitet. De må se seg slått av både SAS og Widerøe, Flyr AS er ikke inkludert i denne undersøkelsen enda.

Norwegian har som nevnt under 2.2.2 hatt en turbulent periode de siste ti årene. Med både restrukturering i 2013/2014, eierskifte i 2019 og annet. Viktigst er kanskje de nylige økonomiske problemene som har ført til mye uklarhet i forhold til innstilling av fly og lignende. Koronapandemien vil også ha en innvirkning på omdømmet til Norwegian, men er umulig å tallfeste hvorvidt det har svertet navnet til Norwegian til mindre eller større grad enn

øvrige flyselskap. Norwegian har derimot et tilsynelatende godt omdømme internasjonalt, spesielt i Vest- og Sør-Europa, da de gjentatte ganger har fått priser som «Nordens beste lavprisselskap» og priser der angår bærekraft, punktlighet og annet. (Norwegian priser, 2022). Det er samtidig utallige organisasjoner som gir ut slike priser, og den faktiske potensielle globale markedsundersøkelsen på flyselskap er nært umulig å gjennomføre. Det kan med andre ord ikke sies at Norwegian er en spesiell utstikker i den totale statistikken som omhandler merkenavn, fordi andre selskap har tilsvarende priser fra andre like ukjente organisasjoner.

Viktigheten til et godt omdømme er essensielt for flyselskap. Selv om det er stadig lettere å bruke tjenester som regner ut ruter for deg basert på dine preferanser i forhold til pris og tidspunkt, uavhengig av flyselskap, så er den initiale assosiasjonen din med selskapet viktig når en skal bestille flybilletter.

Omdømmet til Norwegian har lenge stått alene i Norge som et lavprisselskap. På basisplan er det folk flest sin refleks å sjekke priser på Norwegian først, fremfor andre flyselskap. Dette har også noe med at deres app og hjemmeside er en av de enklere å bruke, vertfall av de norske aktørene. Vi har forsøkt å finne god data på dette, og må lene argumentet på en uoffisiell undersøkelse på folkemunne der vi spurte 20 av våre nære venner hvilken app de synes var enklest og som de først sjekket i forkant av en reise, hvorav 18 svarte Norwegian. En del av merkenavnet er nettopp alt som har merket Norwegian på seg, inkludert app og nettsted. Per i dag er det tilsynelatende Norwegian som har best tilgjengelighet, men det er lett å imitere.

I 2021 ble vi rangert som Norges mest bærekraftige merkevare innen luftfart. Kåringen ble gjort gjennom Europas største merkevarestudie på bærekraft, "Sustainable Brand Index" står det på deres hjemmeside (Norwegian Vår Historie, 2022). Dette vurderer vi som best egnet å vurdere etter viktighet, ettersom de fleste ser på en bærekraftig utvikling av flybransjen som ekstremt viktig i deres valg av reiseleverandør. I utgangspunktet så veier en slik uttalelse positivt, men vi synes det er verdt å raskt titt på hva det faktisk vil si. I Sustainable Brand Index sin undersøkelse velger ikke bedriftene selv om de får være med, som er positivt. Når det er sagt rangeres industrien 'Airlines' som nummer 19 av 24 på indeksen, og totalt av selskapene blir Norwegian trukket frem som nummer 69 totalt i Norge uavhengig av industri utav 254 selskap. Neste på listen er SAS på nummer 85, Widerøe på 124, Lufthansa 144 osv. (Sustainable Brand Index, 2022) Det plasserer riktignok Norwegian i topp 30% på listen av Norske selskap, som et flyselskap må det betraktes for å være bra. Vi ser derimot at SAS er

såpass tett innpå at det ikke kan sees på som et betydelig fortrinn, men med deres visjon og fokus på bærekraft tror vi at dette kan bli et potensielt fortrinn for merkenavnet til Norwegian i fremtid.

Rapporten fra Sustainable Brand Index kommet for 2022. De har rykket ned til en 155-plass av totalt 265 på total ranking uavhengig av industri på 2022 målingen, sammenlignet med nr. 69 i 2021. Historisk har Norwegian vært på rundt nr. 50 på indeksen, så dette kan bety at deres omdømme i forhold til bærekraft ikke går i retningen de ønsker. Når dette er sagt, er Norwegian innen 'Airlines' industrien i undersøkelsen på andre plass bak Widerøe som havnet på 115-plass totalt sett. (Sustainable Brand Index, 2022). Det er selskapet selv som drar nytte av eget omdømme, og deres renommé er umiddelbart mobiliserbart. Totalt sett vurderer vi merkenavnet til Norwegian som en paritet, altså noe som de fleste flyselskap har.

Merkenavnet deres skaper med andre ord ikke noen varige konkurransefortrinn i våre øyne per datum.

3.3.3 Flyflåte

Norwegian sin flyflåte består per nå av 51 fly, men har tenkt å øke til 70 for å møte den forventede økningen i kapasitet ettersom restriksjonene i Europa slippes opp. SAS har ifølge Wikipedia 149 fly i sin flåte i dag (Wikipedia SAS, 2022). Widerøe har 43 fly (Widerøe, 2022), og det nye selskapet Flynor har 5 (Wikipedia Flynor, 2022). Antallet fly i seg selv sier mest om dimensjonen til selskapet, og annet enn stordriftsfordeler er ikke antallet et konkurransefortrinn i seg selv for Norwegian. Dette er imidlertid en voldsom nedskalering fra deres tidligere 156 fly som de hadde i 2019. Norwegian sier selv at; 'Norwegians flåte består av Boeing 737-seriefly og er en av de yngste og mest drivstoffeffektive flåtene i verden. Nye fly er vinn-vinn for passasjerenes komfort, lommeboka, miljøet og for selskapets kostnader.' Dette er i likhet med alle slike uttalelser vanskelig å få gode data på, men poenget her er at Norwegian markedsfører sin flyflåte som miljøvennlige løsninger. Det er tross alt folket som bestemmer deres inntrykk av Norwegian, og det er tilnærmet ingen som sjekker datagrunnlaget for slikt. Det skal sies at vi ikke på noen måte anklager Norwegian for å snakke usant, men det er rimelig lett å fremstille tall på en fordelaktig måte.

Et annet potensielt fortrinn de kan ha med sin flåte, er deres tidligere nevnte PBH avtale, som gjør det mulig å skalere leie, bruk og kostnader av fly under en veldig usikker periode. Deres nåværende fly har denne avtalen frem til april 2022, og de nye flyene kommer til å ha

tilsvarende avtale frem til 2023. (Norwegian ASA, 2022). Denne avtalen innebærer at for alle fly utover 10 av de 51 i flåten, vil det ikke løpe kostnader for ubrukte fly. Mens de andre aktørene, spesielt SAS, eier sine fly, vil Norwegian dra nytte av at de hovedsakelig leaser sine fly gjennom flere aktører og har nevnte PBH avtaler for nesten alle.

Det fremkommer av rapporten deres til investorer for desember 2021 at det ønsker å beholde en flyflåte stor nok til å ha et betydelig nærvær i markedet med riktig skalert økonomi i markedet. Samtidig som de forsøker å ivareta den forventede veksten etter COVID fremover. Dette med en signering av opptil 17 Boeing 737-800 NG fly og to 737 MAX 8 fly, begge med en PBH avtale i 2022/2023 (Norwegian Q4, 2022).

Det kan virke som flyflåten til Norwegian er relativt sjelden, med sine gode leasingavtaler og unge flyflåte med lave utslipp. Dette er også viktig for å sikre inntekt og ha lave kostnader for bedriften, ettersom markedet er mer og mer opptatt av miljøet når de skal ut og fly. Det kan også settes en hypotese om at det vil bli flere korte flygninger fremover, ettersom folk er bevisst på at det påløper mer utslipp jo lengre man reiser. Noe som Norwegian da bør kunne ta nytte av. Hvorvidt det er en ikke-imiterbar resurs er vanskelig å svare på. Etter tingenes natur og kostbarhet å dømme, er det ikke bare å kvitte seg med flyflåten og signere leasingavtaler over natta. Om det viser seg at leasing er en god måte å takle den uforutsigbarheten vi har i flymarkedet i dag, kan dette være vanskelig for de andre selskapene å kopiere på kort sikt.

Mobiliserbarheten vil også være vanskelig å bedømme, ettersom Norwegian gikk over til denne strukturen med leasing nylig, og under nesten hele perioden har det vært en pandemi som gjør det lite hensiktsmessig å analysere hvorvidt det er gunstig under normal drift. Det har samtidig vært svært gunstig med PBH avtalen under korona, det har med andre ord så langt vært en god løsning de har tjent på. Appropriertbarheten til denne ressursen må sies å være til god fordel for Norwegian, ettersom de høster inntektene av å ha en mer miljø og ressursvennlig flåte kontra de andre aktørene.

Totalt vil vi bedømme deres flyflåte som et midlertidig fortrinn med potensialet for å være varig, ettersom det vil være mulig for de andre aktørene i fremtiden å komme med nye løsninger som potensielt er miljømessig bedre. Det er viktig å merke seg at å fornye flyflåten ikke er billig hverken med leasing eller eie, så det er vanskelig å si på sikt om det er en økonomisk bærekraftig løsning.

3.3.4 Forretningsmodell

Som nevnt i kapittel 2 om Norwegian er deres hovedfokus og retning å være et lavprisselskap i Europa. De sikter på lavkost med lave billettpriser og hovedinntekt på salg av tilleggstjenester. De har en struktur hvor du kan bestille flybilletter uten noe bagasje eller andre tilleggsprodukter, og dermed legge ved bagasje, seterreservasjon og annet ved behov. De har også i likhet med mange andre flyselskap et system som heter 'Norwegian Reward' hvor du kan samle 'Cashpoints' på reisene dine. Disse blir da omgjort til konkrete kroner du kan bruke som delbetaling eller fullstendig betaling på fremtidige reiser. Slike lojalitetssystemer er godt forsket på, og er veldig effektivt og populært i mange bransjer. De har også samarbeid med hotels.com, AVIS og flere, hvor du da også kan få Cashpoints ved å booke f.eks. hotell og bil på reisen gjennom dem. Det skal samtidig nevnes at dette ikke spesielt for Norwegian, da SAS og andre aktører har nesten identisk system (SAS, 2022) (Norwegian Reward, 2022).

Det er derfor ikke en sjelden ressurs med tanke på medlemssystemet, men det kan argumenteres for at Norwegian sin kombinasjon med lavkost og muligheten for helt «nakne» billetter og medlemsprogram er sjelden på markedet.

Effekten av å være et lavprisselskap er ekstremt viktig for Norwegian, ettersom det er deres hovedfokus fremover. Det er her de vil hente kundene sine og med det inntekten. Her er det imidlertid blodig konkurranse. Det ungarske flyselskapet Wizz Air og det nye flyselskapet Flyr vil bli Norwegian sine hovedkonkurrenter på markedet fremover. Det er med andre ord ikke en unik ressurs for Norwegian i det Europeiske og Norske markedet. Det er vanskelig å etablere seg som et lavprisselskap i flybransjen, så det blir spennende å se hvordan Flyr eventuelt vil få til dette. De ble stiftet i 2020, men er allerede et solid selskap med god likviditet (Proff Flyr, 2022).

Ressursen er godt mobilisert ettersom forretningsmodellen til Norwegian er noe de kan ta i bruk hele tiden. Den er også approprierbar ettersom fordelene tilfaller Norwegian. Det er imidlertid det faktum at dette er en imiterbar ressurs som ikke er spesielt sjelden eller unik for Norwegian som gjør at ressursen vurderes til å ikke være en ressurs med varig konkurransefortrinn. Dette vil handle om hvilket selskap som best utnytter ressursen det er å ha en lavkoststruktur, samtidig som en får markedsført dette på best måte. Det kan sies at forretningsmodellen til Norwegian har potensiale for fortrinn, men per i dag er det såpass rotete på flymarkedet uten normal drift de siste to årene slik at det er vanskelig å si hvordan omstruktureringen fra vekst til lønnsomhet i 2018 faktisk vil gå.

3.4 SWOT

Vi runder av den strategiske analysen ved å bruke SWOT-analyse i en oppsummerende del av de tidligere analysene som har blitt gjort. SWOT er en situasjonsanalyse, hvor en ser på selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler per nå. I vår analyse vil vi fokusere på de interne faktorene på styrker og svakheter, imens muligheter og trusler primært vil dreie seg om det eksterne markedet og andre aktører. Den interne delen vil igjen fokusere på Norwegians kapasitet, kvalitet på tjenester, kompetanse, verdiskaping og markedsføring. Eksterne faktorer er mindre definerbare, men vi ønsker å fokusere på svingninger i antall flyvninger, lover og regler, konkurransesituasjonen og muligheter generelt.

3.4.1 Styrker

Under SVIMA analysen så vi på hvilke konkurransefortrinn Norwegian kan ha. Vi fant imidlertid ingen ressurser vi mente var varige konkurransefortrinn, men derimot kan vi trekke frem noen punkter som Norwegian må kunne sies å være relativt gode på. Først og fremst virker det som om Norwegian virkelig vil få det til, for til tross for mange dårlige år driver fortsatt selskapet med ambisjoner om å bli en av Europas største lavprisselskap innen flybransjen. En skal ikke undervurdere et selskap som klarer å dra seg opp igjen av en dårlig finansiell situasjon. Selv om de har mistet en sentral person i Bjørn Kjos, så har de nå fått inn Geir Karlsen som virker til å ha god kunnskap fra tidligere ledelse innen shipping og offshore i store selskap. De virker til å ha klart å tilpasse seg den krevende perioden under COVID-19 godt, så vi vil trekke frem ledelsen sin adaptive og tilsynelatende dynamiske gode evne som en av Norwegian sine styrker.

En annen styrke er deres unge flyflåte og lave utslipp av CO₂. Her er det godt potensiale for å skape verdi via markedsføring. Markedet er prissensitivt, men også bærekraftsensitivt. Det vil si at en kombinasjon med lave flypriser og mulighet til å vise til lave utslipp er en kombinasjon som vil tiltrekke seg store deler av kundesegmentet. Deres PBH avtale virker også å være en styrke, og har i hvert fall vært det gjennom pandemien. Det gjenstår å se hvordan en struktur med leie av fly vil fungere etter normale reisetilstander kommer tilbake. Vi mener allikevel at kompetansen på den fleksible kapasiteten de har anskaffet gjennom pandemien vil være nyttig fremover, ettersom det neppe er siste gang det av eksterne årsaker må holdes igjen for flyreiser. Konkret har de opparbeidet seg god kompetanse og samarbeidspartnere for å håndtere force majeure situasjoner.

Den siste styrken vi vil trekke frem er mindre håndfast, men allikevel viktig. Norwegian er flinke på å være til stede på app og har en god plattform på nett. Ettersom nesten alle bestiller flyreiser på nett, vil det være essensielt å ha gode digitale plattformer som passer til alle aldersgrupper. Her synes vi at Norwegian så langt har truffet godt, og har tro på at de har god ledelse innen IT som vil fortsette å styrke Norwegian på nett.

3.4.2 Svakheter

Situasjonen i dag viser et Norwegian med dårlig finansielt utgangspunkt, detaljene på dette kommer vi tilbake til i kapittel 4. Kort oppsummert er det negativ driftsmargin de siste årene, negativ total kapitalrentabilitet, dårlig likviditet, soliditet og en tidligere høy gjeldsgrad. De jobber imidlertid med å arbeide ned denne gjeldsgraden.

En ting vi har tidligere trukket frem som en styrke, er deres leasingavtale (PBH) på fly. En svakhet de kan ha, er om denne strukturen på flyflåte ikke vil være lønnsom når de går tilbake til normal drift. Vi har kikket litt på de største flyselskapene i verden, og SAS, Delta Airlines, Wizz Air og flere har stort sett flyflåte som de eier, og har noen såkalte «wet-leases» som er kortvarig leieavtaler på fly. (Sorin, 2021) (Wikipedia Delta Airlines, 2022) (Wikipedia SAS, 2022)

Hvorfor skulle denne strukturen da fungere for Norwegian? Dette spørsmålet er da det vi velger å sette som en svakhet, uten videre diskusjon.

3.4.3 Muligheter

Vi mener at Norwegian har et godt utgangspunkt for å kapitalisere på mulighetene som kommer etter at Europa vil åpne opp grensene igjen og lette på reiserestriksjonene. De har klart å jobbe ned gjelden sin, kutte kostnader, fått på plass gode leasing-avtaler og beholdt et relativt godt rykte i forhold til andre aktører innen service og bærekraft. Deres posisjon i markedet er ikke fullstendig unik, men vi mener at forutsetningene ligger til rette for at Norwegian kan få gode resultater ettersom driften går tilbake mot normalen. De har også som nevnt i kapittel 2 planer om å utvide flåten med 19 nye fly på tilsvarende leasing-avtaler som tidligere med PBH i løpet av 2022 for å forberede seg på den forventede økningen av reisende etter pandemien slipper opp.

En annen mulighet indirekte knyttet til sist punkt, som for så vidt alle aktørene har, er å bruke pandemien som en slags omstart. Vi vil samtidig si at Norwegian kanskje her har enda større grad av blanke ark enn andre selskap, ettersom de har ny leder, ny struktur, ny satsning og nylig kuttet ned betydelige deler av kostnadene i selskapet.

3.4.4 Trusler

Den største fellesfaktoren for Norwegian sine trusler er usikkerhet. Det er usikkerhet i markedet, prisene på flybensin har voldsomme svingninger, det dukker plutselig opp varianter av COVID-19, og som tidligere diskutert et økende press politisk på dette med bærekraft bringer usikkerhet i hvordan fremtiden innen flybransjen vil se ut.

Spesifikt har Norwegian fått nye konkurrenter de siste årene i Wizz Air og Flyr. I tillegg vil nok alle aktørene forsøke å samle seg flest mulig kunder i startfasen av gjenåpningen rundt om i verden, i et forsøk om å skape kundelojalitet som vil vare. De har i tillegg lite lyst til å gå på en lignende blemme som Kjos gjorde i 2019 med faste prisavtaler på flybensinen og totalt feilberegne.

Den eneste trusselen som ikke er usikker, men heller et spørsmål om tid, er politiske innvendinger. Det er allerede på plass ordninger som tilsier hva selskap maksimalt kan slippe ut under drift, og Norwegian er som nevnt med i FN sitt klimavotesystem. Med et 5-10 års perspektiv er det veldig vanskelig å se for seg hvordan bransjen vil se ut i forhold til teknologi, men det er helt sikkert at det vil bli økende press om å begrense karbonavtrykket i bransjen.

3.5 Oppsummering strategisk analyse

Vi har sett på interne og eksterne ressursorienterte strategiske analyser. Flybransjen er en av bransjene som har blitt rammet hardest av COVID-19, og vil derfor være subjekt for mye usikkerhet i analyser ettersom det ikke har blitt drevet normalt på over to år. Derimot har vi kommet frem til at vi tror det er fordelaktig av Norwegian å ha fokus på flyvninger i Europa, og muligens ble for ivrige da de ekspanderte til USA og Afrika. I Europa tolker vi det dithen at Norwegian har et potensiale til å få en betydelig markedsandel. Når det er sagt, har vi ikke funnet noen langvarige konkurransefortrinn i SVIMA-analysen, og forventer derfor ikke å ha rentabilitet over markedssnittet. Det som muligens har reddet Norwegian ut av

rekonstruksjonen og bidratt til en betydelig nedgang av gjelden er deres PBH avtale og gode leasing-rate, men igjen blir ikke dette et langvarig fortrinn.

Når det kommer til potensialet for å generere avkastning utover avkastningskravet vil dette avhenge av de større makroøkonomiske forholdene beskrevet i PESTEL-analysen. En høyere rente og stigende oljepriser vil føre til høyere rentekostnader og større utbetalinger for drivstoff. Dette er faktorer som direkte påvirker Norwegian sin kontantstrøm og kan sette en brems for økt egenkapitalandel, selv om driftsnivået vil øke i årene etter pandemien. Et gjeldstungt selskap vil ofte ønske å skalere gjeldsnivået til et kontrollert nivå, og utbetaling av utbytte til aksjonærer vil ofte reduseres eller utelates som en konsekvens av dette. Av den strategiske analysen leser vi at økt driftsnivå hos Norwegian og i markedet selv vil komme som en konsekvens av at verden trer ut av pandemien, men kostnader knyttet til drift, renter og flåteekspandering vil holde fremtidige kontantstrømmer tilbake i en viss grad.

Av analyseverktøyet Porters Five Forces fremkommer det at Norwegian har få muligheter til å differensiere seg og profitten i flymarkedet er i høy grad avhengig av etterspørselen til kundene. Det er få verktøy Norwegian kan ta i bruk for å motvirke etterspørselssvingninger og økonomiske svingninger. Pandemien viste at bransjen er sårbar for skift i etterspørselen og at det er få muligheter til å hente profitt på andre områder.

I sum så er det altså ingen ekstraordinære faktorer hos Norwegian som særskiller selskapet fra de andre aktørene i samme bransje. Imidlertid vil det også bety at de tilsynelatende ikke har noen spesielle negative trekk i deres strategi og posisjon for øyeblikket. Vi tolker det dithen at selskapet har gjort en merkverdig god innhenting de siste årene, og mener derfor at ledelsen og selskapet Norwegian for øyeblikket burde ha god evne til å være konkurransedyktige fremover. Vi vil senere se på tall fra de siste årene, samt predikere tall på driften. Dette vil være preget av vårt relativt optimistiske syn på Norwegian sin strategi, ledelse, posisjon og kunnskap for øyeblikket.

4 Regnskapsanalyse

Gjennom denne regnskapsanalysen skal vi kunne kartlegge hvilken økonomisk situasjon Norwegian er i, noe som vil hjelpe oss å forstå helheten i selskapet. Formålet med en regnskapsanalyse er å si noe om bedriftens økonomiske utvikling og finansielle situasjon (Kristoffersen, 2017). En regnskapsanalyse vil være av interesse for flere parter, blant annet lånekreditorer og aksjeeiere. En lånekreditor vil være interessert i bedriftens evne til å betale renter og avdrag til rett til, mens aksjeeiere vil vurdere muligheten for verdistigning på sin aksjeinvestering, og er dermed primært interessert i opplysninger om selskapets lønnsomhet og soliditet (Kristoffersen, 2017).

Årsregnskapet til Norwegian for 2017 – 2021 vil være grunnlaget for vår regnskapsanalyse. Tallene er hentet fra Proff.no, som igjen henter informasjon fra Brønnøysundregisteret. Tall for 2021 er hentet fra Q4 rapporten til Norwegian ettersom fullstendig årsregnskap ikke er avlagt per dags dato. Utvalgte nøkkeltall innen lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet vil dekke denne analysen. Til slutt i analysen vil vi sammenligne resultatene fra nøkkeltallene med SAS og Wizz Air for å få en større forståelse for hvordan Norwegian gjør det regnskapsmessig i forhold til andre selskap i bransjen.

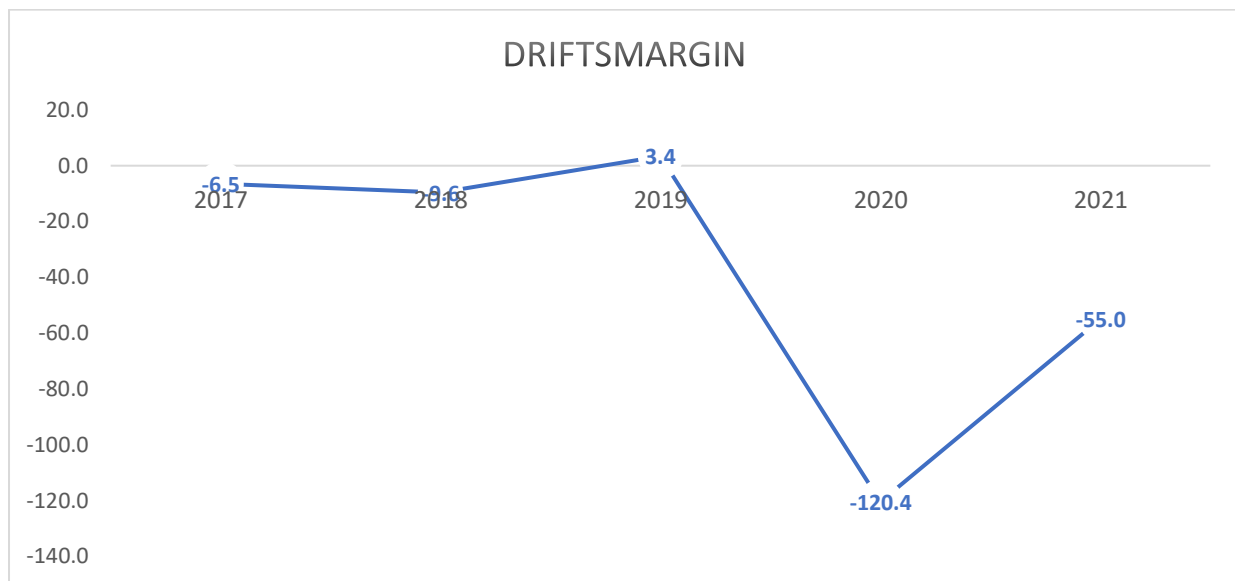
4.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten til Norwegian vil fortelle selskapets evne til å gå med overskudd. Enkelt sagt må de ha høyere inntekter enn kostnader. God lønnsomhet er viktig for å kunne overleve på lengre sikt. Som nevnt vil lønnsomheten være viktig for investorer eller aksjeeierne, da dette forteller om det er mulig å skape avkastning på det Norwegian leverer (Kristoffersen T. , 2016). Nøkkeltallene under lønnsomhetsanalysen vil være driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabiliteten etter skatt.

4.1.1 Driftsmargin

Driftsmarginen angir hvor mye en bedrift har tjent på selve driften før de finansielle inntektene og kostnadene regnes med (Kristoffersen T. , 2016). Driftsmarginen regnes i prosent og tallene vi får er et mål på hvor mye av driftsinntektene som blir igjen i driftsresultatet. En høy driftsmargin betyr at en bedrift tjener mye per omsatte krone.

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



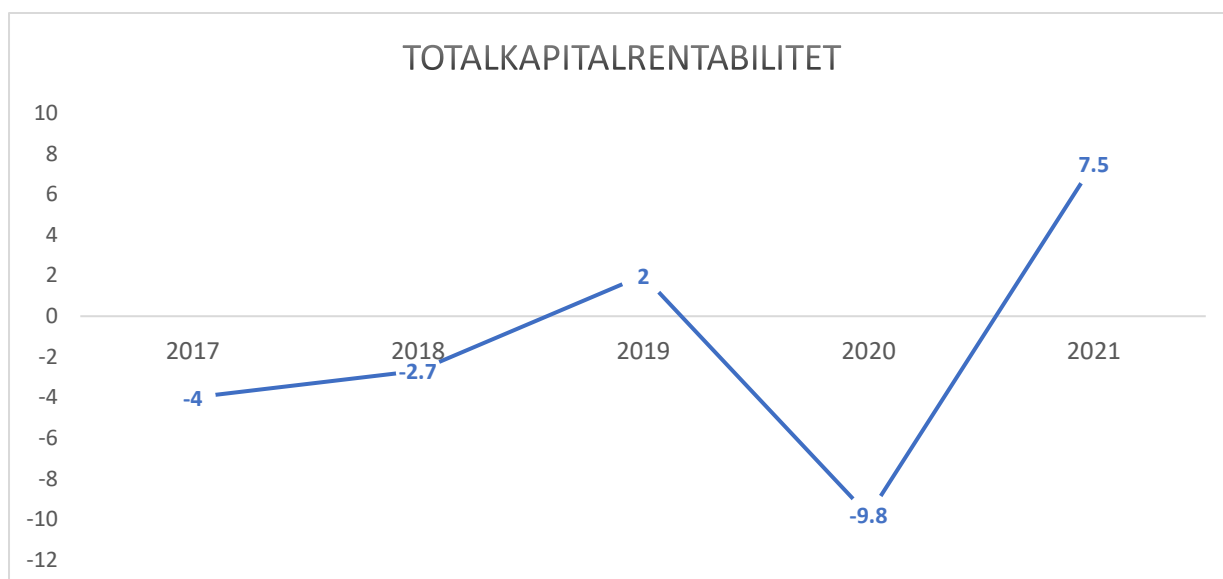
Figur 6 - Driftsmargin for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Frem til 2019 har driftsmarginen vært ganske stabil mens den i 2020 hadde et stort fall på grunn av svært lave driftsinntekter. En driftsmargin på -120% betyr at de tapte 120% av hver omsatt krone før renter og skatt (Finansleksikon, 2022). Gjentakende gjennom de siste årene er at Norwegian har hatt en negativ driftsmargin på grunn av høyere driftskostnader enn driftsinntekter, og lønnsomheten har dermed vært dårlig. Forklaringen på den ekstremt lave driftsmarginen i 2020 er enkel, da inntektene dette året var rekordlave på grunn av svært få flyavganger under pandemien. Det samme gjelder for 2021, men vi ser at den er på vei opp igjen som et resultat av gjenåpningen. Vi antar at driftsmarginen kommer til å stige enda mer når folk er tilbake til sine vanlige reiserutiner igjen.

4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler avkastningen en bedrift har på den samlede kapitalen bundet i bedriften (Kristoffersen T. , 2016). Den gir et uttrykk for nivået på inntjeningen i perioden og viser hvor godt selskapet har vært drevet. Uavhengig av finansieringen viser totalkapitalrentabiliteten hvor effektiv selskapet har vært i forvaltning av ressursene sine. En god totalkapitalrentabilitet vil ifølge Kristoffersen ligge over 10, og alt under 1 vil være dårlig (Kristoffersen T. , 2016).

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



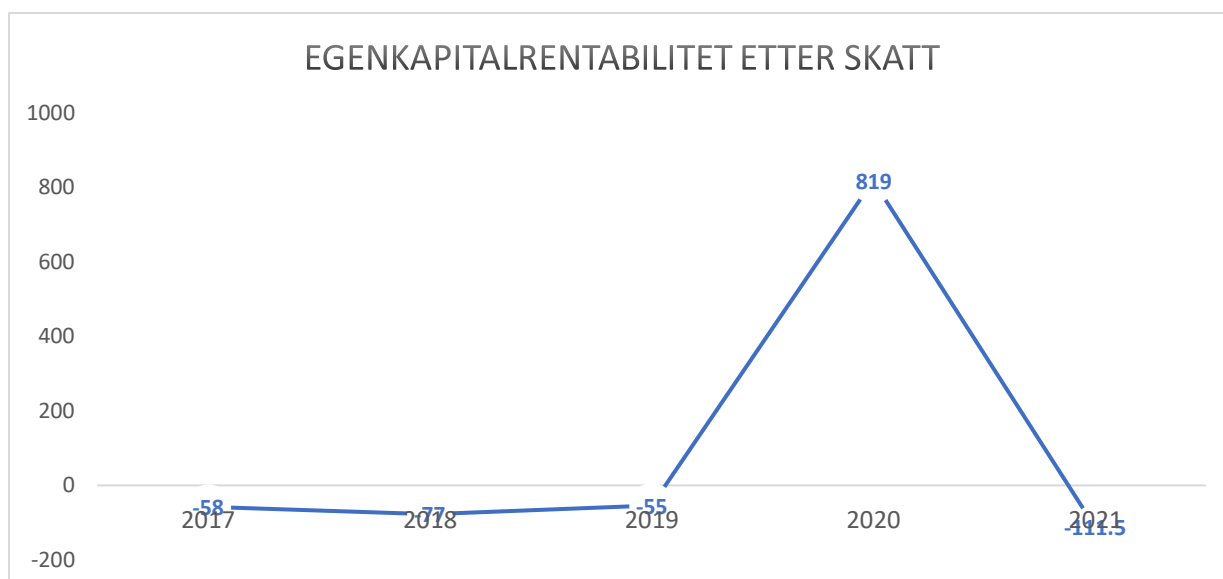
Figur 7 - Totalkapitalrentabilitet for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Ved å tolke denne grafen ser vi at total kapitalrentabiliteten til Norwegian har variert fra år til år. Driftsresultatet er en variabel her, og på samme måte som i driftsmarginen påvirker de lave driftsinntektene utfallet. Økte inntekter i 2021 samtidig som kutt i lønnskostnader på grunn av permittering under pandemien ser vi resulterer i en høyere total kapitalrentabilitet enn på lang tid. Allikevel kan vi ikke si at total kapitalrentabiliteten er god om vi skal følge Kristoffersens definisjon, men for Norwegian sin del er den mye bedre enn den har vært de fem foregående årene.

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet etter skatt

Egenkapitalrentabiliteten er som regel mest interessant for eierne. De ønsker å vite hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen for å se hvor stor avkastning de får. Det er derfor total kapitalrentabiliteten etter skatt som er mest vesentlig her (Kristoffersen T. , 2016). For å tolke egenkapitalrentabiliteten ser vi på den gjennomsnittlige egenkapitalen, snittet mellom årets og fjorårets egenkapital, og årets resultat. Sammenlignet med total kapitalrentabiliteten ser vi her bort i fra avkastningen som kommer fra lånte midler.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 8 - Egenkapitalrentabiliteten for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Kravet for egenkapitalrentabiliteten er at den bør være høyere enn lånerenten, etter som eierne vil ha en høyere risiko knyttet til sin kapital enn långiveren. Det er ønskelig at egenkapitalrentabiliteten ligger noen prosent høyere enn total kapitalrentabiliteten. Hvor stor differansen mellom disse to er, avhenger av hvor stor risiko selskapet tar (Finanseksperter, 2022). Forklaringen på negativ egenkapitalrentabilitet er årsunderskudd disse årene. For 2020 var den positiv på grunn av negativt resultat samtidig som den gjennomsnittlige egenkapitalen var negativ. Regnestykket for 2020 blir som følger:

$$= -\left(\frac{10\,225\,000 * 100}{-6\,623\,000 + 4\,125\,000}\right)$$

= 818.65. Grunnet en negativ egenkapital i 2020 så blir det en enormt høy egenkapitalrentabilitet. Dette er en svakhet ved formelen og burde ikke anses som et reelt resultat.

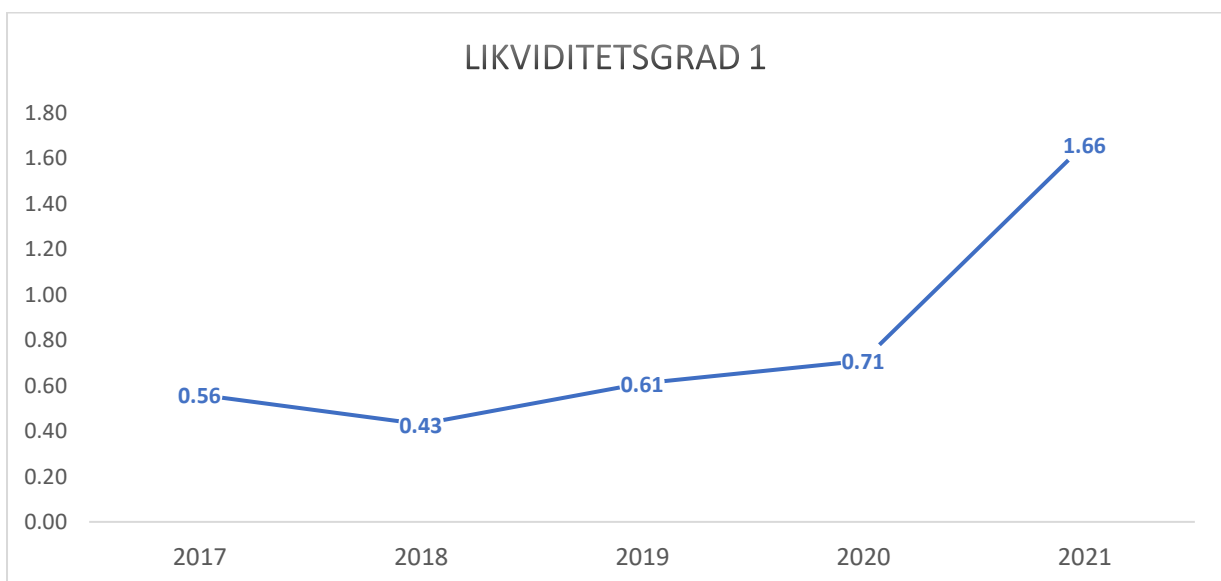
4.2 Likviditet

Likviditetsanalysen forteller oss hvor god betalingsevnen til selskapet er, altså bedriftens evne til å skape overskudd. Utgangspunktet for en likviditetsanalyse er balansen, og da særlig omløpsmidlene da de er de mest likvide eiendelene (Kristoffersen T. , 2016). Likviditetsgrad 1 er det sentrale nøkkeltallet vi regner på her.

4.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 tar utgangspunkt i omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og forteller oss selskapets evne til å betale sine forpliktelser løpende. Norwegian har et uvesentlig varelager og vi velger derfor å fokusere kun på likviditetsgrad 1, da resultatet for likviditetsgrad 2 ville blitt omtrentlig det samme. Likviditetsgraden bør være større enn 2, selv om det i praksis er sjeldent at nøkkeltallene er så høye som normene og ligger heller rundt 1,2 (Kristoffersen T. , 2016).

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



Figur 9 - Likviditetsgrad 1 for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Utviklingen av likviditetsgrad 1 har vært stabil frem til i 2021, der vi ser den plutselig har økt kraftig. Rekonstruksjon som nevnt i kapittel 2 og permittering under pandemien har vært nøkkelen til å øke likviditetsgraden.

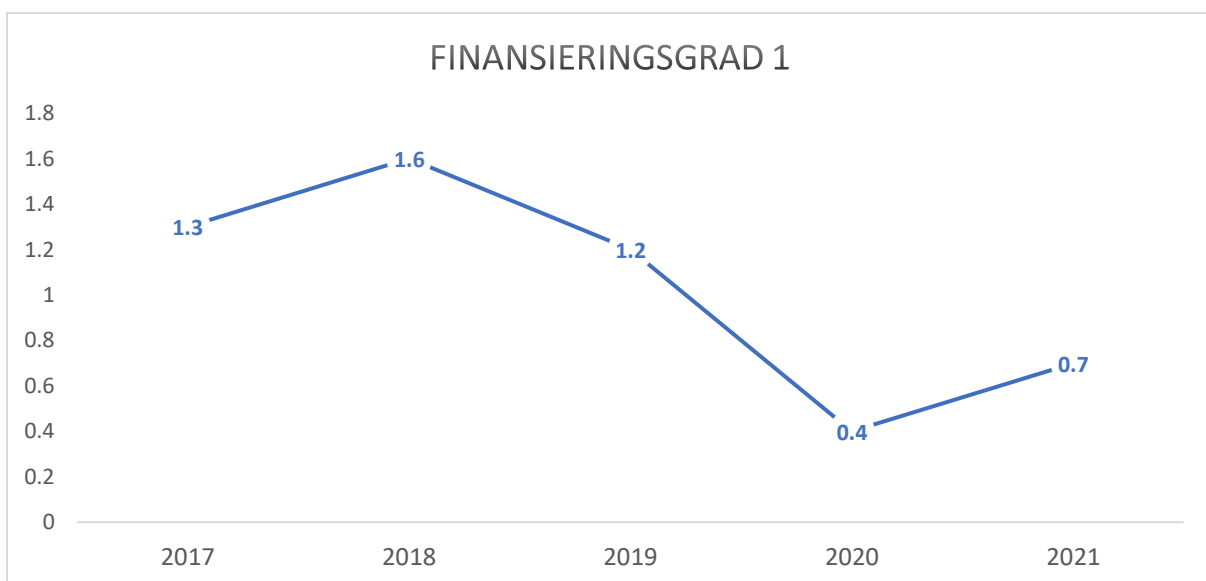
4.3 Finansiering

Med finansiering menes både bedriftens anskaffelse og anvendelse av kapital, og en finansieringsanalyse tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler (Kristoffersen T. , 2016). For finansieringsanalysen er finansieringsgrad 1 og arbeidskapital sentrale nøkkeltall.

4.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (Kristoffersen T. , 2016). Langsiktig kapital består av langsiktig gjeld og egenkapital. Finansieringsgraden bør være mindre enn 1 (Finansleksikon, 2022, hentet 01.03.22).

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$



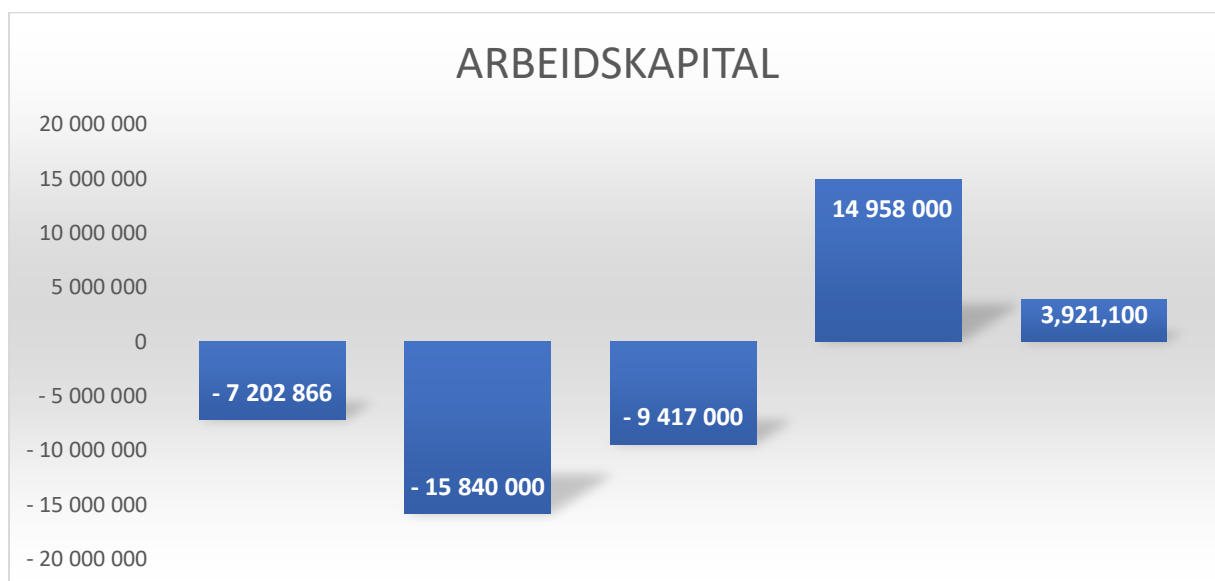
Figur 10 - Finansieringsgrad 1 for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Finansieringsgrad 1 tolkes slik at man ikke skal ha for mye penger i anleggsmidler i forhold til langsiktig gjeld og egenkapital. Den vil derfor ha en motsatt progresjon enn likviditetsgrad 1, noe som vi ser stemmer med grafen over. Norwegian har de siste årene vært opptatt av å bli mer likvide og anskaffet mer egenkapital på flere måter som allerede er blitt nevnt tidligere. Grunnen til at finansieringsgraden fikk en dupp i 2020 er fordi de kvittet seg med mange leasingavtaler i slutten av året. Det ble som nevnt tegnet nye avtaler i 2021, tallet fra 2021 er derfor langt mer representativt.

4.3.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen brukes ved vurdering og analyse av finansieringen til selskapet. Vi finner arbeidskapitalen ved å ta omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. Vi ønsker at dette tallet er positivt. Hvis det er negativt vil det si at anleggsmidlene finansieres med en del kortsiktig gjeld, og dette er noe man ikke ønsker. Det er ønskelig at arbeidskapitalen utgjør 10 – 15% av omsetningen (Finansavisen, 2022).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$



Figur 11 - Arbeidskapital for Norwegian, 2017-2021. Tall i 1000NOK (Proff Norwegian, 2022).

Nedgangen i kortsiktig gjeld på 11 099 millioner kroner fra årsskiftet 2020 skyldes primært omklassifisering av gjeld kortsiktig til langsiktig gjeld per utgangen av 2021.

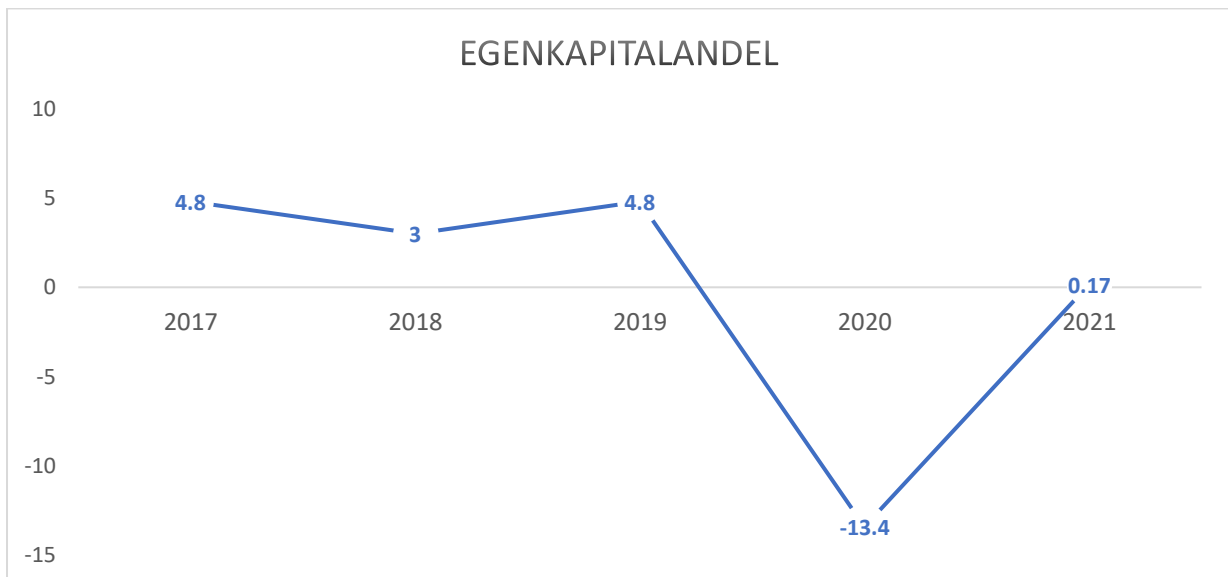
4.4 Soliditet

Soliditeten til et selskap sier oss noe om selskapets evne til å tåle et eventuelt tap og er nært knyttet til finansieringen i bedriften (Kristoffersen T. , 2016). Egenkapitalandelen og gjeldsgraden er to nøkkeltall som sier noe om soliditeten til selskapet.

4.4.1 Egenkapitalandel

Ved å beregne egenkapitalandelen finner vi hvor stor del av totalkapitalen som er egenkapital. Totalkapitalen er summen av eiendelene. Egenkapitalandelen forteller hvor mye bedriften kan tape før gjelden også blir påført et tap (Kristoffersen T. , 2016).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100}{\text{Totalkapital}}$$



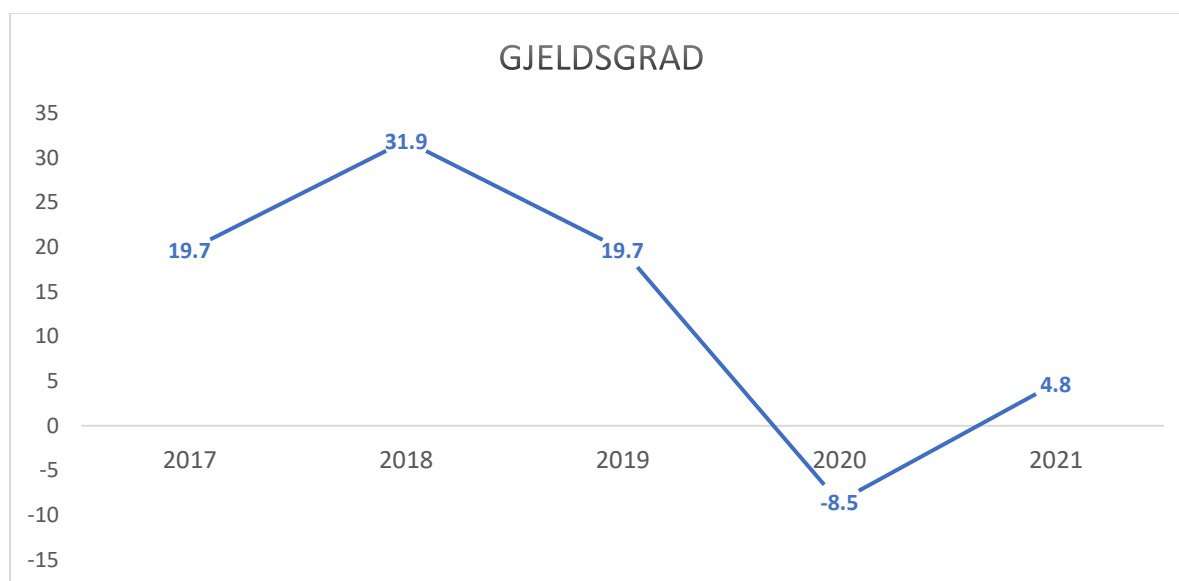
Figur 12 - Egenkapitalandel for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

Som tidligere nevnt er 2020 et år som vil bli en uteligger i nøkkeltallene. I 2020 var egenkapitalen negativ 6,6 milliarder, noe som gjør at egenkapitalandelen blir negativ. Dette er også grunnen til at Norwegian havnet i rekonstruksjon i 2020, men klarte da å fremlegge en plan på hvordan de skal komme seg på positiv egenkapital igjen for å drive forsvarlig og ikke på kreditors regning.

4.4.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eierne. Vi ser altså på hvor mye gjeld selskapet har i forhold til egenkapitalen. Jo lavere gjeldsgraden er, desto mer solid er bedriften (Kristoffersen T. , 2016).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$



Figur 13 - Gjeldsgrad for Norwegian, 2017-2021 (Proff Norwegian, 2022).

En lavere gjeldsgrad i 2020 skyldes negativ egenkapital. Fra 2020 til 2021 har gjelden blitt redusert med 40 milliarder og selskapet har samtidig positiv egenkapital. Dette resulterer i en hyggeligere gjeldsgrad enn de har hatt sammenlignet med tidligere år.

4.5 Sammenligning

Vi har valgt å sammenligne nøkkeltallene til Norwegian med SAS og Wizz Air for å øke forståelsen av verdien i nøkkeltallene. Ved å benytte driftsmargin, egenkapitalrentabilitet etter skatt, likviditetsgrad 1 og gjeldsgraden i sammenligningen får vi et greit overblikk av den finansielle situasjonen i de to andre selskapene. I tillegg har vi gjennomsnittlige nøkkeltall for flybransjen generelt å sammenligne med, som igjen gir oss et bedre bilde av hvordan Norwegian ligger posisjonert i markedet.

Selskap		Driftsmargin					
	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt	
Norwegian	-6,5 %	-9,6 %	3,4 %	-120,4 %	-55,0 %	-37,6 %	
SAS	5,1 %	5,7 %	2,5 %	-46,3 %	-39,4 %	-14,5 %	
Wizz Air	16,9 %	15,1 %	9,5 %	12,3 %	-71,5 %	-3,5 %	
Flybransjen						-56,4 %	
Selskap		Egenkapitalrentabilitet etter skatt					
	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt	
Norwegian	-58,0 %	-77,0 %	-55,0 %	819,0 %	-111,5 %	103,5 %	
SAS	16,3 %	20,8 %	9,8 %	-119,9 %	-79,4 %	-30,5 %	
Wizz Air	30,0 %	27,1 %	11,0 %	23,0 %	-53,4 %	7,5 %	
Flybransjen						-37,8 %	
Selskap		Likviditetsgrad 1					
	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt	
Norwegian	0,56	0,43	0,61	0,71	1,66	0,79	
SAS	0,79	0,85	0,75	0,63	0,45	0,69	
Wizz Air	1,79	1,39	1,44	1,14	1,23	1,40	
Flybransjen						0,87	
Selskap		Gjeldsgrad					
	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt	
Norwegian	19,7	31,9	19,7	-8,5	4,76	13,51	
SAS	3,04	3,71	5,33	4,68	7,22	4,80	
Wizz Air	0,78	2,01	2,27	2,53	4,20	2,36	
Flybransjen						-	

Tabell 2 - Sammenligning av nøkkeltall med andre flyselskap, 2017-2021 (Refinitiv Eikon, 2022).

Driftsmargin er som nevnt tidligere i analysen et mål på hvor god lønnsomhet selskapet har. Vi ser at for alle selskapene, og flybransjen generelt, er driftsmarginen i gjennomsnitt negativ. Mye av dette kan forklares med de lave driftsinntektene selskapene hadde under koronapandemien i 2020 og 2021, som er med på å trekke gjennomsnittet ned. SAS og Wizz Air har i årene før pandemien hatt en positiv driftsmargin, og kan ses på to mer lønnsomme selskap sammenlignet med Norwegian.

I tillegg til driftsmarginen er også egenkapitalrentabiliteten et mål på hvor lønnsomt et selskap er. Egenkapitalrentabiliteten henger ofte sammen med driftsmarginen og dette gjenspeiler seg i tabellen over. Også her ser vi at Norwegian hadde dårligere resultater enn SAS og Wizz Air i årene før pandemien brøt ut. Årsunderskudd er forklaringen på negativ

egenkapitalrentabilitet, og for Norwegian sin del har dette vært tilfelle i samtlige år. Vi ser bort i fra nøkkeltallet fra 2020 jf. forklaring tidligere i analysen.

Når det gjelder likviditetsgraden ønsker man at omløpsmidlene skal være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden, altså lik 2. vi ser at ingen av selskapene har en likviditetsgrad høyere enn 2, noe som igjen bekrefter teorien fra tidligere i analysen. Allikevel ser vi at for 2021 har Norwegian en likviditetsgrad på 1,66, noe som er relativt bra og bortimot snittet for bransjen. Nok en gang er det Wizz Air som betegner seg som det mest stabile og likvide selskapet med en gjennomsnittlig likviditetsgrad på 1,40.

For å kartlegge på selskapets finansiering er gjeldsgrad nøkkeltallet vi har valgt å se nærmere på. Norwegian har fra 2017 til 2019 hatt en svært høy gjeldsgrad sammenlignet med SAS og Wizz Air. Disse to selskapene har hatt stabilt lave tall og vi ser igjen at det er Norwegian som kommer dårligst ut av sammenligningen. Dette er ingen overraskelse da vi vet hvor mye gjeld som har ligget i selskapet tidligere. Rekonstruksjonen og et fokus på å få ned gjelden har ført til at den dårlige trenden er snudd, og vi ser en hyggeligere gjeldsgrad hos Norwegian i 2021.

4.6 Oppsummering av regnskapsanalysen

For å oppsummere regnskapsanalysen ser vi gjentagende gjennom hele analysen at koronapandemien har hatt stor innvirkning på både Norwegian og andre selskap i bransjen. For Norwegian, som gjennom flere år har hatt dårlig lønnsomhet og store gjeldsposter, var det svært uheldig at koronapandemien inntraff. Allikevel har de klart å snu enkelte poster over til en positiv trend, der vi blant annet ser at likviditeten er på vei oppover. Med tanke på at flytrafikken har vært såpass redusert, vil nok flere av nøkkeltallene bevege seg i en positiv retning etter hvert som smitteutbrudd og pandemi avtar. I tillegg vet vi fra den strategiske analysen at Norwegian har fokus fra profitt fremfor vekst fremover, og vi antar at selskapet vil stabilisere seg på et høyere nivå i bransjen om noen år.

5 Finansiell analyse

En finansiell analyse av et selskap har til hensikt å estimere et selskaps totale verdi, samt verdi per utstedte aksje. Gjennom en finansiell analyse vil det være mulig å sammenligne egne estimerer opp mot kursverdier på Oslo Børs på ethvert gitt tidspunkt. Aksjemarkedet reflekterer sjeldent reelle kursverdier og ved bruk av egne estimerer vil det være mulig å konkludere om et selskaps aksjer er over- eller underpriset, noe som vil være særs nyttig i beslutningsprosesser som gjelder om en aksje bør kjøpes eller selges.

Videre vil den finansielle analysen omhandle kalkulasjoner av Norwegian Air Shuttle sin reelle verdi, sett opp mot deres kursverdi på Oslo Børs. I tråd med oppgavens avgrensning vil sammenligningsgrunnlaget være Norwegian ASA sin kursverdi på Oslo Børs den 30.12.2021. Kursverdien på denne dato var **10.75, - kroner per aksje** (Yahoo Finance, 2021).

5.1 Risikofri rente

Med risikofri rente menes renten en får ved å plassere verdier i verdipapirer med en risiko *tilnærmet* null. I Norge vil det være relevant å bruke norske statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten. Statsobligasjoner anses som risikofrie da Norges bank til enhver tid vil ha midler til å nedbetale sine forpliktelser. Årsaken til at statsobligasjoner anses som *tilnærmet* risikofrie kommer av at inflasjonen kan i teorien «spise opp» renteinntektene. Likevel, 10-årige statsobligasjoner anses som risikofrie, og vil være grunnlaget for beregningen av risikofri rente i denne oppgaven.

Hentet fra PwC Norge sin årlige rapport om risikopremien i det norske markedet kan vi lese at de har vurdert renten på en 10-årig norsk statsobligasjon per 1. november 2021 til 1,7 % (PwC Norge, 2021). Dermed vil denne være utgangspunktet når vi bruker risikofri rente videre i oppgaven.

5.2 Aksjebeta

En betakoeffisient (β) er et mål på systematisk markedsrisiko som indikerer hvordan en aksje eller portefølje i prosent beveger seg i forhold til et aksjemarked, eksempelvis Oslo Børs (Rammen, 2021). Den blir ofte brukt for å beskrive hvor «sensitiv» en aksje vil være til svingninger i markedet.

Beta (β) er gitt ved følgende formel:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Der σ_{im} er kovariansen mellom aksjekurs og avkastning i markedet.

σ_m^2 er variansen til avkastningen i markedet.

Betakoeffisienten måler altså ikke risikoen til den enkelte aksje, også kalt den usystematiske risikoen, men som nevnt den systematiske risikoen i det totale markedet. Altså vil en aksje med en $\beta = 0$ være helt uavhengig av svingninger i den systematiske risikoen, og eneste avhengige risikoen vil være aksjen sin egen usystematiske. Videre vil en aksje med $\beta = 1$ ha en *perfekt samvariasjon* med markedet. Hvis avkastningen i markedet stiger med 1%, vil avkastningen på enkeltaksjen stige tilsvarende, og vice versa. Aksjer som beskrives som sensitive eller *volatile* vil ofte ha en beta som er > 1 . Hvis en aksje har $\beta = 1$, vil en økning i avkastningen i markedet på 1%, gjøre at aksjen har en verdiøkning på 1,5%. Altså en økning som er 50% høyere enn markedets. Tilsvarende vil også gjelde for verdireduksjonen skulle avkastningen i markedet reduseres med 1%. Betakoeffisienten kan også være negativ, og da vil en økning i markedet gi en reduksjon i aksjeverdien, og vice versa.



Figur 14 - Illustrasjon som viser ulike Betakoeffisienters samvariasjonsgrad med den systematiske risikoen (Rammen, 2021).

For å beregne Norwegian sin beta er det brukt hovedindeksen OSEBX som markedsreferanse, da denne indeksen inneholder et representativt utvalg noterte aksjer på Oslo Børs. I oppgaven har vi beregnet Norwegian sin beta ved å bruke daglige historiske priser fra 3 år tilbake i tid,

frem til 31.12.2021. Grunnen til at det er lagt en avgrensning på kun 3 år, er at Norwegian er et selskap som har gått igjennom større omstruktureringer, emisjoner med mer, og det ble vurdert dithen at å innhente data eldre enn 3 år kan gi støy og et uriktig bilde av Norwegian sin samvariasjon med den systematiske risikoen i dag. Dette gir at Norwegian har en $\beta = 1,63$ (Infront Analytics, 2022). Altså er Norwegian sin aksje mer volatil sett opp mot markedets systematiske risiko.

Gitt at Betaverdien vil brukes videre i kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet investoren forventer å få betalt for å bære risiko, og at Norwegian har hatt en svært volatil aksjekurs siste 3 årene, syntes beregningen vi har gjort av Betakoeffisienten å være for lav til å reflektere den faktiske risikoen i selskapet. Under beregning av WACC vil det komme frem at kostnaden ved fremmedkapitalen er 7,25%, og en betakoeffisient på 1,63 vil ikke gi et tilstrekkelig bilde av forskjellen i risiko for gjeldseierne og egenkapitaleierne.

Beregningene for en Betakoeffisient er først og fremst en støtte, og kalkulasjonene har såpass korte tidsintervall at de ikke kan stoles på alene. Vi syntes det er naturlig å anta at et selskap med en gjeldsgrad som Norwegian vil ha et egenkapitalavkastningskrav over 10% og en Betakoeffisient over 2, og derfor vil vi skjønnsmessig vurdere dithen at $\beta = 2,5$.

5.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie beskrives som differansen mellom forventet avkastning fra markedsporteføljen og forventet avkastning fra den risikofrie renten. Tidligere i den finansielle analysen brukte vi de norske statsobligasjoner som en målestokk for den risikofrie renten.

Likningen for markedets risikopremie vil være:

$$\text{Markedets risikopremie} = r_m + r_f$$

r_m = avkastning på markedsporteføljen

r_f = avkastning på norske statsobligasjoner (risikofri rente)

PwC Norge publiserer hvert år en rapport om risikopremien i det norske markedet, hvor de også bruker norske statsobligasjoner som et mål på den risikofrie renten. Av rapporten kommer det frem at det vektete snittet på markedets risikopremie i 2021 var 4,8% i 2021 (PwC Norge, 2021). Dette vil være utgangspunktet videre i oppgaven.

5.4 CAPM

CAPM står for *Capital Asset Pricing Model*, og i denne oppgaven vil dette være modellen som brukes til å kalkulere Norwegian sin forventede avkastning til egenkapitalen. Kort fortalt er CAPM en modell som forklarer forholdet mellom den forventede avkastningen til en aksje og den systematiske risikoen i markedet. Modellen er som følger:

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

r_e = Forventet avkastning til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

$(r_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

β = Aksjebeta

Dermed vil et estimat av Norwegian sin forventede avkastning til egenkapitalen være

$$r_e = 1,7\% + (4,8\%) * 2,5 = 13,7\%$$

5.5 Markedsverdi egenkapital

Markedsverdien til egenkapitalen beregnes ved å multiplisere antall utestående aksjer i et selskap med aksjekursen (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Antall aksjer utstedt var 928 518 496 den 31.12.2021, og aksjekursen var samme dato på 10,75 NOK.

Markedsverdien på egenkapitalen 31.12.2021 er 9 981 573 832,- NOK.

5.6 Markedsverdi rentebærende gjeld

Markedsverdien på den rentebærende gjelden kan forklares som *verdien en aktør ville betalt for å overta gjelden til Norwegian AS*. Av Norwegian sine egne årsrapporter kommer det frem at den effektive renten på gjelden var henholdsvis 10,1% i 2019 og 9,3% i 2020 (Norwegian Air Shuttle, 2021).

Den effektive renten på rentebærende gjeld publiseres ikke i 4.kvartalsrapporten for 2021, men som vist i tidligere analyser har Norwegian hatt stor redusering av gjeld i 2021, og det vil følgelig være rimelig å anta at også verdien på den rentebærende gjelden er redusert.

For å beregne verdien av den rentebærende gjelden vil det være hensiktsmessig å se på utstedte obligasjoner fra Norwegian i 2022. På Oslo Børs lå obligasjonen [NO0010753437](#) med en effektiv rente på 7,25%. Gitt Norwegian sin voldsomme reduksjon av rentebærende gjeld i 2021 er det rimelig å anta at obligasjonen kan gi et tilnærmet bilde av den faktiske markedsverdien på den rentebærende gjelden, selv om reduksjonen er så stor som 2,05%.

Markedsverdien på den rentebærende gjelden vil i denne oppgaven bli vurdert til å være 7,25%.

5.7 WACC

WACC, kort for «Weighted Average Cost of Capital», er en størrelse som sier noe om den gjennomsnittlige satsen som forventes at selskapet betaler sine sikkerhetsinnehavere for å finansiere eiendelene (Brealy, Myers, & Allen, 2020). Med andre ord er det en størrelse som sier noe om hva du bør forvente å få igjen dersom du setter pengene dine i Norwegian, enten det er gjennom obligasjoner, aksjer eller annet. Det er en vektning av deres finansiering med hensyn på gjeld og egenkapital i forhold til totalkapitalen, sett opp mot hvor risikabelt det er for gjeldsinstitusjonene å låne til Norwegian. Dette er også tallet Norwegian selv bruker for å neddiskontere kontantstrøm.

$$WACC = \frac{EK}{TK} * R_E + \frac{G}{TK} * R_G * (1 - T_c)$$

$$17,4\% * 13,7\% + 82,6\% * 7,25\% * (1 - 22\%) = 7,05\%$$

Retur på gjeld er her hentet fra en obligasjon ut på Oslo børs, øvrige tall er hentet fra Q4 2021 rapporten til Norwegian (Euronext, 2020).

5.8 Terminalverdi

Terminalverdi er en størrelse vi bruker for å se på verdiskapningen i selskapet. Det er en sentral verdi i sammenheng med verdsettelse av aksjene, og med det selskapet i seg selv. Utregningen til terminalverdi er veldig simpel, med kun tre verdier å forholde seg til.

$$\text{Gordon's formel} = \frac{C_1}{r - g}$$

Den vanligste utregningen er gjort ved Gordon's formel. Det er en formel som viser en prediksjon på fremtidens avkastning på kontantstrømmer for en gitt periode. Formelen består av kontantstrøm i starten av terminalperioden delt på WACC (diskonteringsrente) minus vekst. Her er vekst en estimert størrelse på hva en forventer at selskapet vil vokse med i all fremtid, altså «perpetuity». Det er vanskelig å sette en «riktig» verdi for veksten her, og det har enormt utslag på den endelige terminalverdien som er en stor del av verdsettelsen til et selskap. I kontantstrømmen vil vi forsøke å komme frem til en fornuftig terminalverdi, dog dette er ekstra vanskelig per i dag fordi resultatene de siste årene i all hovedsak ikke kan brukes da de ikke er representative for normal drift. Vi velger å sette veksten til 2% hos Norwegian. Dette er basert på at Norwegian ikke har noen åpenbare muligheter for å slå sine konkurrenter og vil derfor sannsynligvis vokse i tråd med resten av bransjen, som har hatt en vekst på rett over 2% de siste fire årene (IATA, 2021).

6 Kontantstrømanalyse

For å verdsette et selskap er det vanlig å bruke selskapets kontantstrøm. Ved å bruke «Discounted Cash Flow» (DFC) – modellen foretar man en neddiskontering av selskapets fremtidige kontantstrømmer i et forsøk på å danne et bilde av selskapets virkelige verdi. DFC modellen baserer seg på at et selskaps verdi er summen av dets fremtidig frie kontantstrøm, neddiskontert med den gjennomsnittlige avkastningen på egenkapitalen (WACC). Ved å neddiskontere kontantstrømmen vil vi få en beregnet nåverdi som gir et bilde av selskapets nåverdi (Brealey, Myers, & Allen, 2020).

En utfordring som kommer til å prege prediksjonene av den frie kontantstrømmen til Norwegian de neste årene er at nyere historiske tall (spesielt fra 2019 og 2020) preges av ekstraordinære omstendigheter som følge av pandemien, med reiserestriksjoner og frykt for egen helse, som kneblet flybransjen. Dette skal ikke ignoreres og må tas med i kalkuleringen av fremtidige kontantstrømmer, men nå som koronarestriksjonene og pandemien er ved veis ende vil det være svært viktig å ikke se på nøkkeltall fra 2019 og 2020 som resultater fra «normal drift».

Enda en utfordring vedrørende prediksjon av fremtidige kontantstrømmer er at i 2019 og 2020, hvor flybransjen opplevde en alt annet en normal situasjon, har Norwegian gjennomgått større omstruktureringer og endringer i strategi. Pre-korona var Norwegian et selskap som ønsket å ekspandere og spise markedsandeler både innenlands og utenlands. Det kommer frem av Norwegian sin egen rapport til investorer fra desember 2021 at videre strategi for selskapet er å bli et mer hardført flyselskap (Norwegian ASA, 2022). Med dette menes at de ønsker å redusere antall langdistanseflygninger, redusere kraftig i gjeld knyttet til fly og satse sterkere på profitable kortdistanseflygninger innen- og utenlands. Dermed vil også historiske tall fra før koronapandemien være særs vriene å basere seg på når man for eksempel beregner fremtidig vekst i driftsinntekter. Slik det fremkommer i investorpresentasjonen fra desember 2021 skal hovedfokuset være på en sterk balanse med god kontantbeholdning og selskapets profitt skal komme foran vekst. 2022 vil mest sannsynlig være første året Norwegian implementerer en slik strategi i et det som forhåpentligvis vil være «normalt år». Dette til ettertanke når vi videre vil predikere fremtidige kontantstrømmer.

Som i regnskapsanalysen vil vi bruke tall fra Proff.no og Q4-rapporten til Norwegian når vi utarbeider kontantstrømmen. Tallene fra 2017 til 2020 er hentet fra Proff, mens tallene fra 2021 er hentet fra Q4-rapporten ettersom årsregnskapet til Norwegian for 2021 ikke er avlagt enda.

6.1 Driftsinntekter

Selskapets driftsinntekter består av salgsinntekter og annen driftsinntekt, der det er salg av flybilletter og tjenester tilknyttet flyvninger som hovedsakelig utgjør inntektene. Frem til 2019 hadde Norwegian som nevnt fokus på vekst, og vi ser dette gjenspeiler seg i positiv endring av driftsinntekter for denne perioden. For 2020 og 2021 var driftsinntektene svært lave på grunn av koronapandemien, med en negativ endring på 80% på det meste.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 948 264	40 265 000	43 522 000	9 096 000	6 067 800
Endring	4 893 739	9 316 736	3 257 000	-34 426 000	-3 028 200
Endring i %	18,78 %	30,10 %	8,09 %	-79,10 %	-33,29 %
Snitt endring inntekt					-11,08 %

Tabell 3 - Historiske driftsinntekter, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Vi ser av tabellen at driftsinntektene har hatt en gjennomsnittlig nedgang på 11% fra 2017 og frem til 2021. På grunn av at de historiske tallene for driftsinntektene er såpass ustabile, blir det feil å bruke den gjennomsnittlige veksten i inntekter ved predikasjon for de neste årene. Ifølge tall fra IATA skal flytrafikken være tilbake på samme nivå som i 2019 omkring 2024 (Avinor, 2020). Det blir dog feil å predikere at Norwegian vil ha like høye driftsinntekter i 2024 som de hadde i 2019 (43,5 milliarder).

Flyflåten til Norwegian er ikke av samme størrelse som før pandemien, og av investorrapportene kan vi lese at flyflåten vil vokse, men ikke til samme størrelse som i 2019. Vi har derfor i vår predikasjon lagt til grunn at driftsinntektene vil nærme seg 35 milliarder innen 2024. Inntektene vil øke kraftig fra 2021 til 2022 ettersom det ikke lengre er noen reiserestriksjoner, mens endringen videre vil stabilisere seg på en lavere prosent i årene som kommer. Flytrafikken i Europa og USA vil ifølge Airbus 2019 Global Market Forecast ha en vekst på ca. 3% i årene fremover (Avinor, 2020), og ettersom Norwegian ikke lenger har fokus på vekst anslår vi at selskapet vokser i takt med flytrafikken etter 2024.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Endring	12 000 000	10 435 449	10 119 717	1 050 024
Endring i %	197,77 %	66,42 %	39,91 %	3,00 %
Snitt endring inntekt				76,77 %

Tabell 4 - Predikerte driftsinntekter, 2021-2025. Tall i 1000NOK

6.2 Driftskostnader

For Norwegian består driftskostnadene hovedsakelig av drivstoff, lønn, flyplassavgifter, avskrivninger og nedskrivninger. Gjennom de siste årene har Norwegian hatt negativt driftsresultat, noe som forteller at de har hatt høye driftskostnader i selskapet. Ved utarbeidelse av fremtidig kontantstrømmer deler vi opp driftskostnadene i avskrivninger og nedskrivninger, varekostnad og andre driftskostnader.

6.2.1 Avskrivninger og nedskrivninger

Selv om avskrivninger og nedskrivninger er kostnader som ikke skal inkluderes er det allikevel nødvendig å inkludere disse på grunn av skattemessige grunner. Anleggsmidlene som avskrives er i all hovedsak flyflåten til Norwegian.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 948 264	40 265 000	43 522 000	9 096 000	6 067 800
Avskrivninger og nedskrivninger	2 060 979	1 668 000	6 458 000	6 198 000	1 270 000
% av driftsinntekt	6,66 %	4,14 %	14,84 %	68,14 %	20,93 %
Snitt					22,94 %

Tabell 5 - Historiske avskrivninger og nedskrivninger, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Som nevnt tidligere har Norwegian endret strategi vedrørende størrelse og innkjøp av ny flyflåte. Det fremkommer av nylige pressemeldinger og investorpresentasjoner at Norwegian ønsker å øke flyflåten i nærmeste fremtid, men dette skal foregå ved å lease fly med den nevnte PBH avtalen. (Dommersnes, 2021). Det er derfor nærliggende å anta at fremtidige avskrivninger fra 2022 til 2025 vil øke med en beskjeden sats ettersom leasing av fly avskrives hvert år uten store opptak av nye avtaler. Vi setter derfor en sats på 7% av driftsinntekter.

Driftsinntektene representerer også størrelsen på flyflåten og antall fly Norwegian vil lease de neste årene. Vi ser bort ifra metoden brukt over, da denne trolig vil gi misledende svar grunnet endring i flåte, og får følgende.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Avskrivninger og nedskrivninger	1 099 849	1 774 953	2 450 056	2 523 558

Tabell 6 - Predikerte avskrivninger og nedskrivninger, 2022-2025. Tall i 1000NOK

6.2.2 Varekostnader

Den største og avgjørende posten under driftskostnader er varekostnadene. Det er drivstoff, flyplassavgifter, leasing av fly og vedlikehold på flyene som utgjør varekostnadene. Vi ser på forholdet mellom driftsinntektene og varekostnadene når vi predikerer de fremtidige varekostnadene.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 948 264	40 265 000	43 522 000	9 096 000	6 067 800
Varekostnad	24 021 594	32 964 000	25 387 000	5 963 000	3 846 400
% av driftsinntekt	77,62 %	81,87 %	58,33 %	65,56 %	63,39 %
Snitt					69,35 %

Tabell 7 - Historiske varekostnader, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Gjennom de fem siste årene har varekostnadene utgjort 69,35% av driftsinntektene, og vi velger å bruke den samme satsen for videre utvikling av varekostnadene i vår kontantstrøm.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Varekostnad	10 896 365	17 584 711	24 273 056	25 001 248
% av driftsinntekt	69,35 %	69,35 %	69,35 %	69,35 %

Tabell 8 - Predikerte varekostnader, 2022-2025. Tall i 1000NOK

6.2.3 Andre driftskostnader

Lønn, markedsførings- og administrasjonskostnader er blant de resterende kostnadene som faller under andre driftskostnader. Etter som disse kostnadene betraktes som faste, vil de ikke øke med driftsinntektene og vi ser bare på endringen i faste kostnader fra år til år.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Lønnskostnader	5 316 253	6 665 000	6 817 000	2 921 000	2 084 900
Andre driftskostnader	1 551 549	2 820 000	4 004 000	4 967 000	652 700
Sum faste kostnader	6 867 802	9 485 000	10 821 000	7 888 000	2 737 600
Endring driftskostnad	1 953 832	2 617 198	1 336 000	-2 933 000	-5 150 400
Endring i %	39,76 %	38,11 %	14,09 %	-27,10 %	-65,29 %
Snitt					-0,09 %

Tabell 9 - Historiske andre driftskostnader, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Ved å ta snittet av endringen i faste kostnader gjennom de siste fem årene får vi en negativ endring på ca. 0,1%. De lave lønnskostnadene i 2020 og 2021 er resultatet av permitteringen de hadde gjennom pandemien, så disse vil nok stige etter hvert som Norwegian er i full drift igjen. Det blir derfor feil å predikere at de faste kostnadene vil fortsette å synke frem mot 2025. Selv om faste kostnader anses som *driftsuavhengige*, viser tidligere kontantstrømmer at det er en viss lineær sammenheng mellom driftsnivået (her målt i driftsinntekter) og de faste kostnadene. I perioden 2017 til 2019 var de faste kostnadene i snitt 23% av driftsinntektene, vi setter derfor samme sats av driftsinntekter for predikeringen frem til 2025.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Sum faste kostnader	3 613 791	4 444 963	5 467 304	6 724 784
Endring i %	23 %	23 %	23 %	23 %

Tabell 10 - Predikerte andre driftskostnader, 2022-2025. Tall i 1000NOK

6.3 Endring av arbeidskapital

I balansen blir forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld omtalt som arbeidskapital (Kristoffersen T. , 2016). Arbeidskapitalen er en del av driftskapitalen. Vi vil finne endringene i kundefordringer, leverandørgjeld og varelager til kontantstrømmen.

6.3.1 Endring varelager

Vi kan finne endring i varelager i Norwegian sin Q4 rapport som «inventory». Vi ser med en gang at flyselskap har en tendens til å ha en lav andel varelager i forhold til driftsinntekter. Dette er selvfølgelig fordi største deler av driftsinntekter kommer fra fly som er en del av anleggsmidler.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 948 264	40 265 000	43 522 000	9 096 000	6 067 800
Varelager	101 890	167 000	176 000	64 000	16 300
% av inntekt	0,33 %	0,41 %	0,40 %	0,70 %	0,27 %
Snitt (% av inntekt)					0,42 %
Endring i varelager		65 110	9 000	-112 000	-47 700

Tabell 11 - Historisk endring i varelager, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Som vi ser har de siste årene snitten av andelen varelager i forhold til driftsinntekter vært på 0,42%. Vi antar at denne økningen vil være konstant de neste fire årene.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Varelager	66 639	107 542	148 446	152 899
% av inntekt	0,42 %	0,42 %	0,42 %	0,42 %
Endring i varelager	50 339	40 904	40 904	4 453

Tabell 12 - Predikert endring i varelager, 2022-2025. Tall i 1000NOK

Her er vår prediksjon av varelager fremover til 2025. Det er klart en økning som er lineær med predikeringen av vår økning i driftsinntekter med et forhold på 0,42% beregnet ut ifra de historiske dataene de siste fem årene. Økningen vil vi derimot regne med at stabiliserer seg i overgangen til 2025, i tråd med den nevnte predikerte stabiliseringen av flymarkedet i 2024.

6.3.2 Endring i kundefordringer

Vi finner kundefordringer for 2021 i Q4 rapporten til Norwegian under «Receivables». Resten i Proff. Kundefordringer er her hovedsakelig billettkjøp på reiser som ikke er blitt gjort enda.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 948 264	40 265 000	43 522 000	9 096 000	6 067 800
Kundefordringer	4 357 571	6 753 000	10 133 000	4 579 000	2 152 900
% av inntekt	14,08 %	16,77 %	23,28 %	50,34 %	35,48 %
Snitt (% av inntekt)					27,99 %
Endring i kundefordringer		2 395 429	3 380 000	-5 554 000	-2 426 100

Tabell 13 - Historisk endring kundefordringer, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Vi kan se fra tidligere data at kundefordringer historisk sett har ligget rundt 10-20% av driftsinntektene, og tolker derfor 2020 og 2021 tallene som unaturlig høye. Vi velger derfor å ikke sette snittet på 27,99% som sats for de neste fem årene. Isteden tar vi kundefordringenes prosentvise andel av driftsinntektene fra årene med «normal drift» i 2017 til 2019, og får et gjennomsnitt på 18%. Dette er igjen vanskelig å estimere, da de siste årene har hatt en uvanlig struktur og inntekt. Legger vi inn en lineær stabilisering fra 2022 basert på snittet til 18% i 2025 får vi følgende prediksjon.

År	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Kundefordringer	2 828 184	4 564 164	6 300 144	6 489 149
% av inntekt	18,00 %	18,00 %	18,00 %	18,00 %
Endring i kundefordringer	675 284	1 735 980	1 735 980	189 004

Tabell 14 - Predikert endring kundefordringer, 2017-2021. Tall i 1000NOK

6.3.3 Endring i leverandørgjeld

Vi har valgt å gå ut ifra vår prediksjon av varekostnader for å beregne leverandørgjelden fremover. Leverandørgjeld for Norwegian er flyplassavgifter og lignende.

År	2017	2018	2019	2020	2021
Varekostnad	24 021 594	32 964 000	25 387 000	5 963 000	3 846 400
% av driftsinntekt snitt (% av inntekt)	77,62 %	81,87 %	58,33 %	65,56 %	63,39 % 69,35 %
Leverandørgjeld	5 568 261	8 012 000	9 130 000	10 329 000	4 043 800
% av varekostnad Snitt (% av varekostnad)	23,18 %	24,31 %	35,96 %	173,22 %	105,13 % 72,36 %
Endring av leverandørgjeld		2 443 739	1 118 000	1 199 000	-6 285 200

Tabell 15 - Historisk endring leverandørgjeld, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Det er en betydelig nedgang i leverandørgjeld fra 2020 til 2021, dette skyldes at i sommeren 2020 konverterte de leverandørgjeld til EK ved at kreditor fikk tilbudet om å heller få aksjer i innbytte for gjelden. Igjen er snittet forskrudd som konsekvens av unormal drift de siste årene, og vi setter en veid sats på 24,6% av varekostnadene, som er snittet i 2016-2018.

År	2022	2023	2024	2025
Varekostnad	-10 896 365	-17 584 711	-24 273 056	-25 001 248
% av driftsinntekt	58,33 %	58,33 %	58,33 %	58,33 %
Leverandørgjeld	2 680 506	4 325 839	5 971 172	6 150 307
% av varekostnad	24,60 %	24,60 %	24,60 %	24,60 %
Endring av leverandørgjeld	-1 363 294	1 645 333	1 645 333	179 135

Tabell 16 - Predikert endring leverandørgjeld, 2017-2021. Tall i 1000NOK

Økningen i leverandørgjeld tror vi at kommer til å være stor og se noe drastisk ut, men dette er logisk fordi leverandørgjelden følger inntektene. Med de forventede økningene i inntekter vil da altså leverandørgjelden også øke.

6.4 Investeringer

Videre vil det omhandle nettoinvesteringer av varige driftsmidler. Som nevnt tidligere vil Norwegian sine varige driftsmidler i all hovedsak omhandle fly. Da eksempelvis eiendom og andre anleggsmidler utgjør en såpass liten grad av de totale varige driftsmidlene (kun 6% i utgangen av 2020) (Norwegian Air Shuttle , 2021). Det vil det være hensiktsmessig å fokusere på kjøp og salg av fly i videre prediksjoner av investeringene til Norwegian.

Som nevnt i SVIMA analysen fremkommer det av investorrapporten fra desember 2021 at Norwegian planlegger å utvide flyflåten ytterligere fra 51 til 68-70 fly i 2022 alene. Dette med en signering av opptil 17 Boeing 737-800 NG fly og to 737 MAX 8 fly, begge med en PBH avtale i 2022/2023. Norwegian uttrykker at de ønsker å ha en flyflåte som er konkurransedyktig og klar til å imøtekomme økningen i etterspørselen som kommer etter pandemien. Videre legger de frem en leasingavtale med AerCap om 10 fabrikknye Boeing 737 MAX allerede til 2023, og videre om at de sikter på å inneha 90-100 fly i flåten for å optimalisere skala (Dommersnes, 2021). Investorrapporten nevner at Norwegian ønsker å satse på beviste profitable ruter i primært innenlands og Europa, og det vil derfor være nærliggende å anta at det er ingen planer om å utvide langdistansetilbudet med innkjøp av nye Dreamlinere når de optimerer skalaen på flåten. Dette til ettertanke når vi skal predikere netto investeringer i årene som kommer.

Etter rekonstruksjonen til Norwegian i Irland og Norge ble alle leasingavtaler, samt kjøpsavtalene med Boeing og Airbus terminert. Det fremkommer av investorrapporten til Norwegian at de ønsker å bruke leasing avtaler for å ekspandere flyflåten de nærmeste årene, før de på et senere tidspunkt vil begynne med innkjøp av selveide fly (Norwegian Presse, 2022). På bakgrunn av dette vil vi dermed sette nettoinvesteringer i anleggsmidler lik null. Vi vil også sette netto salg av anleggsmidler til null, basert på Norwegian sitt ønske om å øke flyflåten ytterligere i årene fremover, vil det være nærliggende å anta at de ikke ønsker å selge sine resterende fly.

6.5 Kontantstrøm

Kontantstrømanalysen viser et kursmål på NOK 33,75 per 31.12.2021. Videre tolkning av kontantstrømmen vil fortsette under *konklusjon* delen av oppgaven.

År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter		15 712 134	25 356 468	35 000 802	36 050 826
Varekostnader		-10 896 365	-17 584 711	-24 273 056	-25 001 248
Faste kostnader		-3 613 791	-5 831 988	-8 050 184	-8 291 690
Avskrivinger og nedskrivinger		-1 099 849	-1 774 953	-2 450 056	-2 523 558
Driftsresultat		102 129	164 817	227 505	234 330
Skatt		0	0	0	0
Avskrivinger og nedskrivinger		1 099 849	1 774 953	2 450 056	2 523 558
Endring varelager		66 639	107 542	148 446	152 899
Endring kundefordringer		-675 284	-1 735 980	-1 735 980	-189 004
Endring lev.gjeld		-1 354 294	1 645 333	1 645 333	179 135
Netto kontantstrøm fra drift		-760 961	1 956 665	2 735 360	2 900 918
Endring varige driftsmidler		0	0	0	0
Endring langsiktig gjeld		228 288	-587 000	-820 608	-870 276
Netto kontantstrøm investeringer/finansiering		228 288	-587 000	-820 608	-870 276
Fri kontantstrøm	139 100	-532 673	1 369 666	1 914 752	2 030 643
Terminalverdi					40 210 751
Diskontert terminalverdi	30 619 317				
Nåverdi fri kontantstrøm	2 397 528				
Nåverdi	33 016 845				
Rentebærende gjeld	1 682 500				
Verdi EK	31 334 345				
Antall aksjer (i 1000 stk.)	928 518				
Aksjepris	33,75				

Tabell 17 - Predikert Kontantstrøm Norwegian, 2022-2025. Tall i 1000NOK

7 Sensitivitetsanalyse

Vi gjennomfører en analyse hvor vi endrer på vekstraten (g) og avkastningskravet (WACC) for å se hvor sensitiv sluttverdien på aksjen er til endringer i disse verdiene.

g/WACC	6,30 %	6,55 %	6,80 %	7,05 %	7,30 %	7,55 %	7,80 %
1,25 %	34,74	32,82	31,07	29,48	28,02	26,68	25,45
1,50 %	36,50	34,40	32,50	30,78	29,20	27,75	26,43
1,75 %	38,46	36,15	34,07	32,19	30,48	28,92	27,49
2,00 %	40,65	38,10	35,81	33,75	31,88	30,19	28,64
2,25 %	43,11	40,26	37,73	35,46	33,42	31,58	29,90
2,50 %	45,89	42,70	39,88	37,37	35,13	33,10	31,28
2,75 %	49,07	45,46	42,29	39,50	37,01	34,79	32,79

Tabell 18 - Sensitivitetsanalyse

I tabellen så ser du hvordan aksjeprisen reagerer med en endring på 0,25-0,75 prosentpoeng i alle retninger fra midtpunktet som er markert i gul, som er aksjeprisen med de verdiene vi har brukt i kontantstrømmen. Vi ser at i ytterpunktene varierer aksjekursen fra 25,45 til 49,07 noe som er en differanse på litt over 23 kroner i aksjeprisen. Det vil si at aksjeverdien er ganske utsatt for endringer i g og WACC, men at siden vi har en relativt lav nåverdi av den frie kontantstrømmen vil ikke svingningene være altfor store.

8 Konklusjon

Hensikten med oppgaven er å verdsette aksjekursen til Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2021 ved å bruke verktøy i strategisk, regnskaps og finansielle analyser.

Fra den strategiske analysen fremkommer det at Norwegian ønsker å imøtekomme den forventede økningen i etterspørsel som kommer etter pandemien. Dette ved å øke flyflåten sin gjennom leasingavtaler og forsterke sin posisjon som et nordisk flyselskap. Ved å anskaffe nyere fly som skal være mer miljøvennlig vil de være forberedt på den økende fokus på det «grønne skiftet» beskrevet i PESTEL-analysen. De nye flyene vil ha et lavere klimautslipp, men også være mer kostnadseffektive og styrke konkurranseevnen til Norwegian totalt sett.

Etter som Norwegian er et lavprisselskap i en bransje der ett flysete ses på som et homogent produkt, er pris hovedsakelig det konkurransen dreier seg om. Med base i Norden og Skandinavia er SAS en av de gjeveste konkurrentene her. På grunn av de høye kostnadene Norwegian har hatt, har lavprisstrategien medført dårlig lønnsomhet, noe vi så i regnskapsanalysen.

Regnskapsanalysen viste også at Norwegian har vært et selskap med høy gjeldsgrad, men at den ved utgangen ved 2021 ser ut til å være bedre enn på flere år. Rekonstruksjonen har ført selskapet inn i en bedre periode, sett bort i fra koronapandemien. Med bakgrunn i dette og deres strategi har vi predikert en kontantstrøm som viser at Norwegian med årene vil bli et sterkere og mer stødig selskap.

Ved beregningen av WACC fikk vi et estimert avkastningskrav på 7,05%. Det kommer av investorrapportene at Norwegian ønsker å bli et mer solid selskap med økt fokus på profitt. Ved å øke flåten med gunstige leasingavtaler for å møte etterspørselen i beviste profitable ruter antar vi at Norwegian vil ligge tett på den antatte veksten til flybransjen i årene fremover, og vi har derfor brukt 2% ved utregning av terminalverdien.

I estimatet for fremtidig drift og investeringer de neste årene, har vi kommet frem til et anslag av markedsverdien til Norwegian på NOK 41 343 901 000. Fordelt utover antallet utestående aksjer gir dette en aksjekurs med pålydende verdi på NOK 33,75. Fra 31.12.2021 var den virkelige aksjekursen til Norwegian på NOK 10,75. Våre analyser av selskapet viser at aksjekursen til Norwegian Air Shuttle ASA er underpriset.

9 Svakheter ved oppgaven

Vi har forsøkt å komme frem til en nøyaktig verdi etter beste evne, men oppgaven vil ha flere potensielle feilkilder. En av de konkrete tallmessige feilkildene våre er gjennomgående for alle slike vurderinger. Vekstraten g og WACC sine verdier vil ha en veldig stor påvirkning på sluttresultatet, og det er vanskelig å predikere disse verdiene nøyaktig. I sensitivitetsanalysen i kapittel 7 har vi derfor sett på hvor mye en feilvurdering vil gi i utslag.

WACC består blant annet av beta, som er regnet ved å se på historiske data til både Norwegian og markedet. WACC er da en ren matematisk utregning, så en av svakhetene med denne utregningen er at den ikke tar høyde for spesielle realitetsbilder. Derfor la vi til grunn en beta på 2,5, noe som vi synes virker rimelig. Grunnet at betakoeffisientens verdi var en skjønnsmessig vurdering, er dette da årsaken til at vi ser på WACC som en potensiell feilkilde.

Kontantstrømmen er det neste vi vil trekke frem som en tallmessig feilkilde. Her er det blitt gjort en kombinasjon av vurderinger basert på historiske og skjønnsmessige tall. Det er brukt skjønn under punktene der pandemien tilsynelatende har «ødelagt» de historiske dataene. Til tross for dette har vi tilgang på fremtidige investeringshorisonter gjennom investorrappporter, så en del av prediksjonene er basert på faktiske utsikter Norwegian har for fremtiden. Blant dette finner du informasjonen om flyflåten som en innsikt i Norwegian sine planer.

Estimater om priser på flybensin er også inkludert i kontantstrømmen. Prisen på flybensin er ekstremt volatile for øyeblikket i kjølvannet av pandemien. I tillegg handler Norwegian mesteparten av drivstoff i amerikanske dollar, som vil si at prisen også avhenger av svingninger i valuta. Dette tilsier at våre estimater på drivstoffpriser inkludert i kostnadene vil til stor grad avhenge av en noe stabil pris på drivstoff og valutakurser. Noe som gjør dette til en potensiell feilkilde.

Vi kommer ikke utenom COVID-19 som en feilkilde i totaliteten av våre analyser. Så sent som i slutten av 2021 tenkte verden at vi så enden på pandemien, og så kom det en ny mutasjon siste ukene av 2021 som igjen satte lås og slå på internasjonal reise. Siden Norwegian driver i det internasjonale markedet, spesielt Europa, vil hvordan pandemien utvikler seg utgjøre en enorm forskjell på våre prediksjoner. Vi innser at vi har en optimistisk tilnærming til pandemien, men har forsøkt å støtte oss på IATA sine prediksjoner som nevnt i kapittel 2.1. Når dette er sagt har ingen oppgaver mulighet for å verne seg mot såkalte force majeure hendelser, så vi lar det ligge der.

Referanser

- Porter, M. E. (2022). *How Competitive Forces Shape Strategy*. Hentet fra Harvard Business Review: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>
- Beers, B. (2021, October 18). *Who Are the Major Airplane Manufacturing Companies?* Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/050415/what-companies-are-major-players-airline-supply-business.asp>
- Nilsen, A. A. (2018, May 2). *Norwegian vedder på lavere drivstoffpriser*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/KvxQ3E/norwegian-vedder-paa-lavere-drivstoffpriser>
- Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2017). *Strategiboken*. Bergen: Vigmostad & Bjørke AS.
- Lorentzen, M. (2016, Juni 1). *Ryanair på pressekonferanse: – Dere må takke myndighetene deres for de dårlige nyhetene*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/opKmo0/ryanair-paa-pressekonferanse-dere-maa-takke-myndighetene-deres-for-de-daarlige-nyhetene>
- Yahoo Finance. (2021, Desember 30). *Yahoo Finance - Norwegian Air Shuttle (NAS.OL)*. Hentet fra Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/quote/NAS.OL/history?p=NAS.OL>
- PwC Norge. (2021). *Risikopremie i det norske markedet*. PwC Norge.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.
- Widerøe. (2022). *Widerøe*. Hentet fra <https://www.wideroe.no/om-selskapet>
- Norwegian Air Shuttle ASA. (2021, Februar 26). *Norwegian*. Hentet fra Norwegians resultater for fjerde kvartal påvirkes kraftig av COVID-19 og reiserestriksjoner: <https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegians-resultater-for-fjerde-kvartal-paavirkes-kraftig-av-covid-19-og-reiserestriksjoner-3076966>
- Marius, L., & Roar, V. (2021, Mars 26). *E24*. Hentet fra Avgjørende dom for Norwegians fremtid: Irsk dommer sier ja til redningsplanen: <https://e24.no/boers-og-finans/i/9OnBnw/avgjoerende-dom-for-norwegians-fremtid-irsk-dommer-sier-ja-til-redningsplanen>
- Norwegian Q4. (2022, februar 18). *Norwegian*. Hentet fra Norwegian Q4 2021 Report.pdf: <https://media.no.norwegian.com/documents/norwegian-q4-2021-report-dot-pdf-419701>
- Norwegian Presse. (2022, februar 18). *Norwegian*. Hentet fra Norwegian med overskudd før skatt på 117 millioner kroner og en forbedret kontantbeholdning i fjerde kvartal 2021: <https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-med-overskudd-foer-skatt-paa-117-millioner-kroner-og-en-forbedret-kontantbeholdning-i-fjerde-kvartal-2021-3163088>
- Norwegian Registration . (2021, Januar 14). *Norwegian*. Hentet fra Norwegian Registration Document: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/examinership/meeting/nas---registration-document-dated-14-january-20219615861.1.pdf>
- Miljødirektoratet. (2019, mai). *Miljødirektoratet*. Hentet fra EUs system for klimavoter: <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/klima/klimavoter/eus-klimavotesystem/>
- BI Forskning. (2022, Februar). *BI*. Hentet fra Bransjeresultater 2021: <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarmeter/bransjeresultater-2021/>

- Norwegian priser. (2022, mars 21). *Norwegian*. Hentet fra Priser og utmerkelser: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/priser-og-utmerkelser/>
- Norwegian Vår Historie. (2022, mars 21). *Norwegian*. Hentet fra Vår Historie: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>
- Sustainable Brand Index. (2022, februar 21). *Sb-index*. Hentet fra Sustainable Brand Index Norway: <https://www.sb-index.com/norway>
- SAS. (2022, mars). *SAS*. Hentet fra Opptjen poeng: <https://www.sas.no/eurobonus/poeng/opptjen/>
- Norwegian Reward. (2022, mars). *Norwegian*. Hentet fra Norwegian Reward: <https://no.norwegianreward.com/>
- Proff Flyr. (2022, mars 29). *Proff*. Hentet fra Flyr AS: <https://www.proff.no/selskap/flyr-as/oslo/transport/IFB23AS08ND/>
- Sorin. (2021, JULI 18). *Airlinestravel*. Hentet fra Wizz Air has announced the lease of aircraft to meet market demand: <https://en.airlinestravel.ro/wizz-air-has-announced-the-lease-of-aircraft-to-meet-market-demand.html>
- Wikipedia Delta Airlines. (2022, februar). *Wikipedia*. Hentet fra Delta Air Lines Fleet: https://en.wikipedia.org/wiki/Delta_Air_Lines_fleet
- Euronext. (2020, 12 3). *live.euronext*. Hentet fra Norwegian Air Shuttle ASA 15/19 7,25% EUR: <https://live.euronext.com/en/product/bonds/NO0010753437-XOSL/overview>
- Solberg, F., Stiklestad, T., & Erichsen, M. (2019). *Ledelse for små og mellomstore virksomheter*. Fagbokforlaget.
- Kristoffersen, K. J. (2021, Januar). *Så få flyvninger har ikke Europa sett siden 80-tallet*. Hentet fra NRK: https://www.nrk.no/nordland/korona-pavirker-flyvninger-til-flyselskaper_-sa-fa-flyginger-har-ikke-europa-sett-siden-80-tallet-1.15313713
- Proff Norwegian. (2022, Mars). *Norwegian Air Shuttle ASA*. Hentet fra Proff.no: <https://www.proff.no/regnskap/norwegian-air-shuttle-asa/lysaker/transport/IFZ30X208ND/>
- Oxley, D. (2017, Mai). *IATA*. Hentet fra Estimating the impact of recent terrorist attacks in Western Europe: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/the-impact-of-recent-terrorist-attacks-in-western-europe/>
- Bergsens, A. (2015, November). *Dropper storbyferien etter terrorangrepet*. Hentet fra VG: <https://www.vg.no/forbruker/reise/i/a202e5/dropper-storbyferien-etter-terrorangrepet>
- Gulbaz, E. (2021, Oktober). *IATA*. Hentet fra COVID-19 Airline industry outlook: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airline-industry-economic-performance---october-2021---presentation/>
- Digitalnorway. (2021, Januar). *Hvilke eksterne drivkrefter påvirker bedriften? Slik gjør dere en PESTEL-analyse*. Hentet fra Digitalnorway: <https://digitalnorway.com/pestel-analyse/>
- Snl. (2022, Januar). *Koronapandemien*. Hentet fra SNL: <https://sml.snl.no/koronapandemien>
- Norwegian. (2022). *45% mindre CO2 innen 2030? Det er et Norwegian-løfte*. Hentet fra Norwegian: <https://www.norwegian.no/om-oss/opplev-oss/barekraftig-luftfart/>

- Oslo Børs. (2022, Mars). *Brent oil*. Hentet fra Oslobørs:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/C:PBROUSDDBR%5CSP.IDCENE/overviev>
- Reuters. (2020, November). *Timeline: Norwegian Air's rise and battle for survival*. Hentet fra Reuters:
<https://www.reuters.com/article/norwegian-air-government-history-timelin-idUSKBN27POUP>
- SSB. (2019, Desember). *Økte utslipp fra innenriks luftfart*. Hentet fra SSB:
<https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/artikler-og-publikasjoner/okte-utslipp-fra-innenriks-luftfart>
- Wikipedia SAS. (2022, februar). *Wikipedia*. Hentet fra Scandinavian Airlines:
https://no.wikipedia.org/wiki/Scandinavian_Airlines
- Wikipedia Flyr. (2022, Februar). *Flyrs Flyflåte*. Hentet fra Wikipedia:
https://no.wikipedia.org/wiki/Flyrs_flyfl%C3%A5te
- Rammen, K. (2019, Desember). *Oljeprisfallets innvirkning på drivstoff- og flybillettpriser*. Hentet fra Finanssans: <https://finanssans.no/oljeprisfallets-innvirkninger-pa-drivstoff-og-flybilletter?fbclid=I>
- Walsh, W. (2021, Oktober). *IATA Annual Review 2021*. Hentet fra IATA:
<https://www.iata.org/contentassets/c81222d96c9a4e0bb4ff6ced0126f0bb/iata-annual-review-2021.pdf>
- Nyborg, H. O. (2022, Februar). *Bedring for Norwegian i fjerde kvartal av 2021*. Hentet fra Hangar:
<https://www.hangar.no/bedring-for-norwegian-i-fjerde-kvartal-av-2021/>
- Nygård, J.-I. (2021, November). *LOs Luftfartskonferanse*. Hentet fra
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lo-luftfartskonferanse/id2886107/>
- Arbeiderpartiet. (2022, Mars). *Flyseteavgift*. Hentet fra Arbeiderpartiet:
<https://www.arbeiderpartiet.no/politikken/flyseteavgift/>
- Snl. (2020, Desember). *Flypassasjeravgift*. Hentet fra Store norske leksikon:
<https://snl.no/flypassasjeravgift>
- Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet*. Fagbokforlaget.
- Norske Bank. (2021, Desember). *Endringer i styringsrenten*. Hentet fra Norske Bank:
<https://snl.no/flypassasjeravgift>
- Finanseksperten. (2022, Mars). *Egenkapitalrentabilitet*. Hentet fra Finanseksperten:
<https://finanseksperten.no/egenkapitalrentabilitet/>
- Avinor. (2020, Oktober). *Bærekraftig og samfunnsnyttig luftfart*. Hentet fra Avinors bærekraftsrapport: https://avinor.no/globalassets/_konsern/miljo-lokal/miljorapporter/avinor_baerekraftsrapport_2020.pdf
- Norwegian ASA. (2022, februar 2). *Norwegian Reports and Presentations*. Hentet fra Investor presentation 2021: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/norwegian---investor-presentation-dec-2021.pdf>
- Norwegian Air Shuttle . (2021). *Annual Report 2020*. Oslo: Norwegian Air Shuttle ASA.
- Dommersnes, D. T. (2021, Oktober 1). *Norwegian vil øke med inntil 20 fly i 2022*. Hentet fra E24:
<https://e24.no/naeringsliv/i/oW7vM0/norwegian-vil-oeke-med-inntil-20-fly-i-2022>

IATA. (2021, October 1). *IATA*. Hentet fra Economic Performance of the Airline Industry: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airline-industry-economic-performance---october-2021---report/>

Rammen, K. (2021, Juni 30). *Beta - Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. Hentet fra Finanssans: <https://finanssans.no/beta>

Refinitiv Eikon. (2022, April). Financial analysis.

Infront Analytics. (2022, April 26). *Market multiple valuation of Norwegian Air Shuttle ASA (NAS / NOR)*. Hentet fra Infront Analytics: <https://www.infrontanalytics.com/en/NO0010196140/Norwegian-Air-Shuttle-ASA/market-valuation>

