

Helena Lam
Vegard Myren
Frida Botnen

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Are Oust

April 2019

Helena Lam
Vegard Myren
Frida Botnen

Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

SEMESTEROPPGAVE
Trondheim, April 2019

Spesialiseringsretning: Finansiell styring

Veileder: Are Oust

Forord

Denne oppgave er skrevet som en del av utdannelsen innenfor bachelor i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven består av totalt 7,5 studiepoeng, gir karakter bestått/ ikke-bestått og er skrevet i 6.semester. semesteroppgaven inngår som et fag innenfor studieretningen ”finansiell styring”. Arbeidet med denne oppgaven har vært givende, lærerikt, men også til tider svært krevende og utfordrende.

Oppgaven er en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA. Som en avslutning på vår bachelorgrad, har denne oppgaven gitt oss mulighet til å ta bruk av den kunnskapen vi har fått gjennom studieløpet. Flybransjen er en konkurransesterk og stadig voksende bransje. Særlig Norwegian, som de siste årene har gjennomgått mange store endringer internt, har fått stor eksponering i media den siste tiden. Den store oppmerksomheten rundt Norwegian har vært en grunn til at nettopp dette selskapet fanget vår oppmerksomhet. Vi har derfor valgt Norwegian som selskapet i vår verdivurdering.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder Are Oust for gode innspill og konstruktiv kritikk underveis i oppgaveskrivingen. Dette har vært til stor hjelp.

Frida A. Botnen

Frida Botnen

Helena Lam

Helena Lam

Vegard Myren

Vegard Myren

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å foreta analyser av Norwegian Air Shuttle ASA, for å deretter gjøre en verdivurdering av selskapet. Problemstillingen for semesteroppgaven er å finne verdien til Norwegian per 31.12.2018.

Oppgavens oppbygning starter med en presentasjon av selskapet og selskapets historie, der selskapets visjon, verdier og formål blir presentert. I neste kapittel er det gjennomført en strategisk analyse av selskapet. Dette gjøres ved bruk av Porters bransjeanalyse, PESTEL, VRIO og SWOT. Ved hjelp av disse modellene blir både interne og eksterne faktorer gjennomgått.

Neste kapittel er regnskapsanalysen. Den gir en oversikt over Norwegians lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet fra 2013 til 2018. I slutten av regnskapsanalysen blir tallene sammenlignet med konkurrenter i bransjen for å gi en oversikt over hvor selskapet står i markedet sammenlignet med konkurrentene.

De to neste kapitlene i denne oppgaven omfatter selve verdsettelsen av Norwegian. Først blir den finansielle analysen gjennomført, hvor hensikten er å finne avkastningskravet som vil bli brukt i kontantstrømanalysen. Aksjebeta og avkastning på egenkapitalen blir derfor også beregnet i dette kapitlet. I kontantstrømanalysen blir det estimert tall for fremtidige inntekter og utgifter for Norwegian, som brukes til å beregne selskapets netto nåverdi. Ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer har vi kommet frem til et estimat på verdien per aksje i Norwegian. Vår estimerte aksjekurs 31.12.2018 viser at verdien på aksjen er overpriset. Vi har beregnet en aksjekurs på 50,44 kroner. Per 31.12.2018 er aksjen priset i markedet til 173,5 kroner. Sensitivitetsanalysen som kommer etter, viser hvor sensitiv vår estimerte aksjekurs er for endringer i vekstrate og avkastningskrav. Analysen viser at aksjekursen er svært sensitiv mot endringer i avkastningskrav og vekstrate.

Abstract

The purpose with this thesis is to make analyses of Norwegian Air Shuttle ASA, to then perform a valuation of the company. The aim with this thesis is to find the value of Norwegian as of 31.12.18.

The thesis structure starts with a presentation of the company and the company's history, where the vision, values and purpose of the company will be presented. In the next chapter a strategic analysis of the corporation is completed. This is done by using the models Porter's Five Forces, VRIO, PESTEL and SWOT. By using these models, both internal and external drivers of the company are discussed.

The next chapter is the financial statement analysis. This gives an overview of Norwegian's profitability, liquidity, financing and solidity from year 2013 to 2018. At the end of the financial statement analysis the key figures get compared with competitors in the industry. This is to give an overview of how the company stays in comparison with the competitors.

The two next chapters in the thesis include the actual valuation of Norwegian. First, the financial analysis is conducted, where the purpose is to calculate the rate of return, we can use in the cash flow analysis. As a result, the stock beta and rate of return on equity is calculated here. In the cash flow analysis, it is estimated numbers for future income and expenditures for Norwegian, used to calculate the corporation's net present value. By discounting future cash flows we end up with an estimate of the value per share in Norwegian. Our estimated share price presents that today's value on the share price is overpriced. Our calculations give a share price of 50,44 Norwegian kroner. On 31.12.2018, the same share is valued in the market for 173,5 Norwegian kroner. The following sensitivity analysis shows how sensitive our estimated share price is for changes in growth rate and rate of return. This analysis indicate that the stock price is highly sensitive towards changes in rate of return and growth rate.

Innholdsfortegnelse

Forord	
Sammendrag	
Abstract	
1 Innledning	1
1.1 <i>Motivasjon</i>	1
1.2 <i>Problemstilling</i>	1
1.3 <i>Avgrensning</i>	1
1.4 <i>Oppbygning</i>	2
2 Presentasjon av selskapet	3
3 Strategisk analyse	5
3.1 <i>Porters bransjeanalyse</i>	5
3.1.1 <i>Leverandører</i>	5
3.1.2 <i>Kundenes forhandlingssituasjon</i>	6
3.1.3 <i>Dagens konkurransebilde</i>	6
3.1.4 <i>Potensielle nye aktører i bransjen</i>	7
3.1.5 <i>Substitutter</i>	8
3.2 <i>PESTEL</i>	9
3.2.1 <i>Politiske faktorer</i>	9
3.2.2 <i>Økonomiske forhold</i>	9
3.2.3 <i>Miljømessige forhold</i>	10
3.2.4 <i>Sosiokulturelle forhold</i>	11
3.2.5 <i>Teknologiske forhold</i>	12
3.2.6 <i>Juridiske forhold</i>	12
3.3 <i>VRIO</i>	14
3.3.1 <i>Menneskelige ressurser</i>	14
3.3.2 <i>Finansielle ressurser</i>	15
3.3.3 <i>Organisatoriske ressurser</i>	15
3.3.4 <i>Fysiske ressurser</i>	16
3.3.5 <i>Kundelojalitet</i>	17
3.4 <i>SWOT</i>	18
3.4.1 <i>Styrker</i>	18
3.4.2 <i>Svakheter</i>	18
3.4.3 <i>Muligheter</i>	19
3.4.4 <i>Trusler</i>	19
3.5 <i>Konklusjon</i>	20
4 Regnskapsanalyse	21
4.1 <i>Lønnsomhet</i>	21
4.1.1 <i>Driftsmargin</i>	21
4.1.2 <i>Totalkapitalrentabilitet</i>	23
4.1.3 <i>Egenkapitalrentabilitet (etter skatt)</i>	24
4.2 <i>Likviditet</i>	24

4.2.1 Likviditetsgrad 1	25
4.3 <i>Finansiering og soliditet</i>	26
4.3.1 Finansieringsgrad 1	26
4.3.2 Arbeidskapital	27
4.3.3 Egenkapitalandel	28
4.3.4 Gjeldsgrad	28
4.4 <i>Sammenligning</i>	30
5 Finansiell analyse	32
5.1 <i>Risikofri rente</i>	32
5.2 <i>Aksjebeta</i>	32
5.3 <i>Markedets risikopremie</i>	33
5.4 <i>CAPM</i>	34
5.5 <i>Markedsverdi egenkapital</i>	34
5.6 <i>Markedsverdi rentebærende gjeld</i>	34
5.7 <i>WACC</i>	35
5.8 <i>Terminalverdi</i>	36
6 Kontantstrømanalyse	37
6.1 <i>Driftsinntekter</i>	37
6.2 <i>Driftskostnader</i>	38
6.2.1 <i>Avskrivninger og nedskrivninger</i>	38
6.2.2 <i>Varekostnader</i>	39
6.2.3 <i>Andre driftskostnader</i>	40
6.3 <i>Endring av arbeidskapital</i>	41
6.3.1 <i>Endring varelager</i>	41
6.3.2 <i>Endringer i kundefordringer</i>	42
6.3.3 <i>Endringer i leverandørgjeld</i>	43
6.4 <i>Investeringer</i>	44
6.5 <i>Kontantstrøm</i>	46
7 Sensitivitetsanalyse	47
8 Konklusjon	48
9 Svakheter ved oppgaven	49
10 Kilder	50
10.1 <i>Bøker</i>	50
10.2 <i>Nettsider</i>	51

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Vi har valgt i vår avsluttende semesteroppgave innenfor finansiell styring å gjennomføre en verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter beskrevet som Norwegian. En av årsakene til at vi nettopp valgte Norwegian, er at dette er et svært dagsaktuelt selskap som har fått mye medieomtale den siste tiden. Selskapet har også hatt en enorm ”ståpåvilje” og opplevd en stor vekst de siste par årene, noe som har fanget vår oppmerksomhet og interesse. Dette i en tid hvor flybransjen har stått overfor store endringer og fremskritt.

Det kan også nevnes at ryktene om et mulig oppkjøp av selskapet fra flere ulike og dominerende aktører innenfor bransjen har vært en årsak til at vi nettopp valgte en verdsettelsesoppgave av Norwegian.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling:

Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.2018?

1.3 Avgrensning

Metode blir ofte definert som anvendelse av ulike teknikker for å samle inn datamateriale om virkeligheten (Jacobsen, 2015). I arbeidets første faser, som er undersøkelsesprosessen, er det viktig å ta stilling til hvilke metoder som blir benyttet, da dette kan spille inn på hvordan vi kan og bør tolke resultatene våre.

I vårt arbeid vil vi benytte oss av både kvalitativ og kvantitativ metode. Vi vil i vår analyse betrakte Norwegian og dets aksjekurs som det som skal måles. I dette arbeide vil vi i all hovedsak benytte oss av ulike offentlige rapporter og sekundærdata. Vi vil her benytte oss av data fra de siste par årene, og vi vil legge særlig vekt på selskapets drift fra 2013 og frem til 2018. Ut fra de dataene vi har tilgjengelig, har vi valgt å gjøre en verdsettelse per 31.12.2018.

Det stilles flere krav til en problemstilling. Noen av disse kravene er at den skal være både spennende og fruktbar (Jacobsen, 2015). Det vil kunne si at de som gjør undersøkelsen ikke

skal sitte med svaret før de starter, og at undersøkelsen skal bidra med ny kunnskap eller opplysninger. Enkelte mennesker, og særlig de som følger tett med på børsutviklinger, vil kunne si om en aksje er priset høyt eller lavt, i stor grad på magefølelsen. Skal dette gjøres grundigere og mer nøyaktig, kreves det en god og grundig analyse av flere ulike aspekter og sider ved bransjen og selskapet.

En generell problemstilling kan også analyseres. Dette gjøres langs tre dimensjoner, som er klar vs. uklar, beskrivende vs. forklarende og om man vil generalisere eller ikke (Jacobsen, 2015). Vår problemstilling kan betegnes som klar, da den ser på om aksjeprisen på selskapet representerer de underliggende verdiene som selskapet kontrollerer. Den vil videre være ikke generaliserbar, da vi kun ser på et selskap og resultatene fra vår analyse vil ikke kunne overføres til et annet selskap.

1.4 Oppbygning

I selve oppgaven har vi sett det hensiktsmessig å starte med en kort presentasjon av selskapet og bransjen det opererer innenfor. Videre vil vi gjennomføre en strategisk analyse med fokus på selskapet, men også bransjen. Her tar vi for oss både interne og eksterne forhold. I dette arbeidet har vi valgt å benytte oss av tre ulike analyseverktøy, kjent som “Porters bransjeanalyse”, “PESTEL” og “VRIO”. Disse oppsummeres tilslutt i del 2 gjennom en SWOT.

I del 3 av oppgaven gjennomfører vi en regnskapsanalyse, basert på selskapets drift fra 2013 og frem til 2018. Her ser vi også på konkurrerende selskaper innenfor bransjen, og sammenligner enkelte av deres nøkkeltall. Del 4 av oppgaven vil være en finansiell analyse, som danner grunnlaget for en kontantstrømsanalyse. Kontantstrømsanalysen vil være del 5 av oppgaven, og denne delen vil resultere i et kursmål for selskapets aksjekurs. I del 6 av oppgaven vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse, for å se hvor sensitivt vårt kursmål er for endringer i ulike faktorer. Del 7 av oppgaven vil være en konklusjon. Denne delen vil også inneholde en kommentar og drøfting rundt eventuelle svakheter ved oppgaven.

2 Presentasjon av selskapet

Norwegians reise blir ofte beskrevet som et eventyr, fra den spede begynnelse med noen få fly til et av verdens største lavprisselskaper. Reisen frem til i dag har vært turbulent, med mange opp- og nedturer. Ut ifra dagens nyhetsbilde, virker det ikke som om selskapet står ovenfor en mindre turbulent fremtid.

Det hele startet i 1993, med noen små propellfly som i all hovedsak opererte på Vestlandet. Dette gjorde de på kontrakt med Braathens SAFE, under navnet NAS. Det var først i 2002 at flyselskapet vi i dag kjenner som Norwegian så lyset. På denne tiden bestemte de seg for å utfordre mono-polet SAS hadde på det norske markedet. De gikk bokstavelig talt i strupen på SAS, og tilbydde flyreiser for en brøkdel av prisen til SAS. Dette ble en hard og krevende periode, med en sterk konkurranse mellom aktørene. Det var flere ganger opp gjennom oppstarten at selskapet var like ved å gå under. Men hver gang greide selskapet å overleve. Ofte takket være Bjørn Kjos sin iherdige innsats og ståpåvilje (Trumpy, 2012). I slutten av 2003 gikk selskapet på børs, og de ble priset til 580 millioner kroner (Norwegian.no).

Siden den gang har selskapet stadig utviklet seg, og vært preget av en enorm ekspansjon og vekst. Denne veksten har ført til at selskapet har blitt en dominerende aktør, ikke bare i Norge, men også i store deler av Europa. De er i dag regnet som Nordens største og Europas åttende største flyselskap, målt etter antall passasjerer (Mikalsen, 2018).

Visjonen til Norwegian er at alle skal ha råd til å fly. For at de skal kunne oppnå dette, tilbyr de som selskap spennende destinasjoner og god service, til lave og konkurransedyktige priser. For å sikre dette har de kommet frem til 3 kjerneverdier, som danner grunnlaget for alt arbeid i selskapet. Disse 3 er innovasjon, teamwork og enkelhet.

Med dette som fundament, har de som mål å være det foretrukne selskapet for forbrukeren på utvalgte destinasjoner og ruter, med konkurransedyktige priser, og med en bærekraftig drift for fremtiden. Samtidig skal skape lønnsomhet for selskapet og dets eiere. For at de skal kunne oppnå alt dette skal de mellom annet:

- Holde fast ved selskapets verdier

- Tiltrekke seg nye kunder ved å tilby konkurransedyktige priser og en reiseopplevelse av høy kvalitet
- Opprettholde lave kostnader, god drift og hjelpsom og vennlig service
- Øke inntjening ved å dra nytte av en sterk merkevare og effektive distribusjonskanaler
- Ha en nyskapende og alternativ tilnærming til måten å drive virksomheten på
- Fortsette å utvikle kostnadseffektive produkter og tjenester av høy kvalitet

Når det kommer til selskapets struktur og organisering, ble denne drastisk endret i 2014 for å kunne sikre videre internasjonal vekst. Siden 2014 består selskapet av morselskapet Norwegian Air Shuttle ASA, samt hel- og deleide datterselskaper i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Irland, Storbritannia, Spania og Singapore (Norwegian.no).

I følge selskapets egne sider, har de en av bransjen yngste og mest miljøvennlige flyflåte i verden, med en snittalder på bare 3,8 år. Dette skal være gunstig for både miljøet og driftskostnadene til selskapet. Det skal også være bra for oss som passasjer, ved at reisen blir kortere og at den skal oppleves mer behagelig. Flyflåten består for tiden av rundt 160 fly, alle levert av Boeing. Disse benyttes til å operere selskapets over 500 ruter, til over 150 ulike destinasjoner, jorden rundt. (Norwegian.no)

3 Strategisk analyse

I den strategiske analysen er formålet å belyse de eksterne og interne omgivelsene både for bransjen og selskapet Norwegian. En strategisk analyse har også til hensikt å belyse om selskapet besitter noen vesentlige konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter.

3.1 Porters bransjeanalyse

Denne modellen brukes som et hjelpemiddel for å analysere konkurransen i en bransje, og dermed om bransjen er attraktiv i forhold til potensiell profitt. Ved å sammenligne de fem ulike konkurransekraftene opp mot mulig profitt kan man få en bedre forståelse av intensiteten til konkurransen i en bransje og hvor konkurransen kommer fra (Porter, 1979). De fem konkurransekraftene i modellen er: kunder, leverandører, potensielle nye aktører i bransjen, substitutter og dagens konkurransebilde, og utgjør til sammen den potensielle profitten i bransjen.

3.1.1 Leverandører

Leverandørenes forhandlingsposisjon bør ikke være for sterk. For alle virksomheter vil det være en fordel å ha friheten til å velge mellom flere leverandører, mot kun å ha en leverandør å forholde seg til (Stiklestad, Solberg, Erichsen, 2017). Årsaker til dette er at sluttresultatet til selskapet avhenger av både pris og kvalitet på varene de mottar. Prisen som leverandørene forlanger vil påvirke selskapets egen konkurransekraft. Leverandørene til virksomheten er de som leverer varer og tjenester slik at virksomheten kan operere.

For Norwegian anser vi leverandører av fly, drivstoff og arbeidskraft som primærleverandørene. Drivstoff er en homogen vare, og det er markedets tilbud og etterspørsel som danner grunnlaget for oljeprisen. Leverandørene av drivstoff har lav forhandlingsmakt, da de kontinuerlig må justere prisen på drivstoff etter oljeprisen i det internasjonale markedet. I tillegg har de heller ikke mulighet til å differensiere seg på kvalitet.

Når det gjelder leverandører av fly kan vi si at disse har en sterk posisjon, ettersom det er få leverandører. I all hovedsak finnes det to potensielle leverandører; Boeing og Airbus. Ved en eventuell større konkurranse kunne Norwegian ha oppnådd bedre vilkår på sine kjøp, noe som ville resultert i bedre lønnsomhet for selskapet.

I den grad vi kan kalle ansatte/fagforeninger for en leverandør, har disse ofte en sterk forhandlingsmakt. Ved uenigheter kan de gå ut i streik, noe som vil kunne påføre selskapet store tap og kostnader.

3.1.2 Kundenes forhandlingssituasjon

Kunder har en viktig forhandlingsposisjon, og bruker denne posisjonen ved å forlange god kvalitet, service og en god utvikling av produkter og tjenester (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015). Kundegrupper er også viktige virkemidler i fastsettelse av pris per flysete. Flysete som en tjeneste er homogent, da for eksempel både SAS og Norwegian kan frakte passasjerer fra A til Å. Likevel er det tilleggstjenester til dette flysete som utgjør forskjellene i kundegruppene mellom de ulike flyselskapene. Ulike kunder har ulike preferanser, noe som også utgjør forskjeller i pris på identiske strekninger hos ulike flyselskap.

Pris er en av faktorene som er med på å skille homogene produkter og tjenester, som for eksempel flyturer. Denne kundegruppen vil dermed ha stor forhandlingsmakt, først og fremst fordi flyreiser er en udifferensiert tjeneste som flere aktører tilbyr. En av grunnene til at kundene har stor makt, er at de enkelt kan bytte selskap om de finner billigere billetter hos en annen leverandør. Det at kundene har stor tilgang på informasjon, gjennom internett, øker også forhandlingsmakten. Gjennom ulike nettsider kan kunder enkelt sammenligne priser på egenhånd, og velge den som passer best til egne kriterier.

Et initiativ fra flyselskapene som vil svekke kundenes forhandlingsmakt er bonusordninger og lojalitetsprogrammer, som hos Norwegian heter Norwegian Reward. Bonusprogrammer som dette vil redusere den enkeltes kunde incentiver til å bytte selskap, da et program som dette vil skape en viss lojalitet til selskapet, og gjøre det mindre gunstig å bytte flyselskap.

3.1.3 Dagens konkurransebilde

Helt generelt kan vi si at konkurransen innenfor luftfart har blitt betydelig hardere de siste 10 årene, hvor marginen til hvert enkelt selskap har gått betydelig ned. Som et resultat av dette har flere selskaper enten gått over ende, eller blitt slukt av større aktører i markedet. Bransjen har vært, og er preget av en pågående konsolidering, hvor aktørene som vinner frem stadig blir større (Bach og Lorentzen, 2018)

Norwegian et av de to store flyselskapene som dominerer på det norske markedet. Ifølge Transportøkonomisk Institutt sin rapport “Reisevaner på fly i 2017” stod Norwegian for 38% av alle innenlandsflyvninger. Norwegian har nesten stått helt alene for all trafikkveksten i dette bestemte markedssegmentet de seneste år (Thune-Larsen og Farstad, 2018). Deres største konkurrent i dette markedet er hovedsakelig SAS, som er den andre store dominerende aktøren, og til en viss grad Widerøe. Disse selskapene leverer stort sett det samme tilbudet til kundene, og de opererer i all hovedsak ut fra de samme flyplassene, innenfor Norges grenser.

Retter vi derimot blikket mot det utenlandske markedet, er Norwegian og SAS også her de to store aktørene som opererer ut fra Norge, med henholdsvis 39% og 30% hver. Den neste konkurrenten på dette markedet er KLM med sin markedsandel på 7%. For Norwegian sin del har markedsandelene kun gått en vei, og det er oppover (Thune-Larsen og Farstad, 2018). De har med tiden fått en stadig sterkere posisjon i markedet med å frakte norske passasjerer ut i den store verden. I den store verden er Norwegian fortsatt en liten aktør. Sammenlignet med Europas største flyselskap, Ryanair, frakter Ryanair over 4 ganger så mange passasjerer. Ryanair fraktet i 2018 139,2 millioner passasjerer (Investor Relations Ryanair, 2019), mot Norwegian som kun fraktet i overkant av 37 millioner passasjerer, i samme periode (Norwegian.no, 2018).

Vi kan enkelt oppsummere med å si at flybransjen er preget av sterk konkurranse mellom de etablerte selskapene, ettersom de alle tilbyr et forholdsvis udifferensiert produkt. Den faktoren det i all hovedsak konkurreres på er pris.

3.1.4 Potensielle nye aktører i bransjen

Når det gjelder trusselen fra nye aktører bestemmes denne i all hovedsak av hvilke etableringsbarrierer som finnes i markedet, og hvilke reaksjoner nykommere kan forvente å møte fra de etablerte aktørene i markedet (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015).

Som skrevet over, er flybransjen inne i en periode med store endringer og konsolideringer. Det blir stadig færre aktører på markedet, og det som opererer blir stadig mer dominerende.

Flybransjen er sterkt kontrollert og regulert av både nasjonale og internasjonale myndigheter. Det trengs både teknisk og operativ godkjenning utstedt av luftfartstilsyn før man kan starte opp med flygninger.

For en tid tilbake stod lavprisselskapet Ryanair på trappene med tanker om å satse stort inn mot det forholdsvis store norske markedet. Dette ble en forholdsvis kort affære. Ryanair trakk seg nemlig ut av det norske markedet da myndighetene innførte den såkalte flypassasjeravgiften i 2016 (Ripegut, 2018).

3.1.5 Substitutter

Substitutter er andre produkter og tjenester som fyller det samme behovet, og som dermed kan redusere etterspørselen etter Norwegian sine tjenester. (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015).

Norwegian tilbyr flybilletter som et mulig fremkomstmiddel for forbrukerne. Her finnes det flere substitutter i markedet. Fly som fremkomstmiddel er gjerne for lengre avstander, men her vil tog og bil kunne konkurrere. Innenlandsflyvninger hos Norwegian er særlig truet av andre fremkomstmidler. En flybillett for voksen mellom Oslo og Trondheim koster 779 kr 28. februar (Norwegian, 2019), mens en togbillett koster 719 kr samme dag (NSB, 2019). Fordelen med flybilletten er at flyreisen tar 55 minutter, mens en togreise vil ta 6 timer og 47 min. Samme dag vil du som passasjer kunne velge mellom 13 flyvninger Oslo - Trondheim, der det kun går to direkte tog til Trondheim fra Oslo. Derfor vinner Norwegian de kundene som har fokus på tidsbruk og fleksibilitet. Det vil her være andre faktorer som gjør at reisende velger tog fremfor fly når de skal reise denne strekningen.

3.2 PESTEL

Denne modellen har som formål å rette fokus på makroforhold som en virksomhet opererer innenfor. Dette er forhold som vil påvirke om en bestemt virksomhets strategier vil lykkes eller ikke. Det er her snakk om de forholdene som en virksomhet ikke selv har mulighet til å påvirke, men som de heller må tilpasse seg etter. Her er det snakk om de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold som omgir virksomheten (Stiklestad, Solberg, Erichsen, 2017).

3.2.1 Politiske faktorer

I Norge og resten av Europa har vi forholdsvis stabile styresett, med en stor grad av politisk stabilitet. Det er derfor lite sannsynlig at det vil skje store og brå endringer på kort sikt, uten noen forvarsel.

Når det kommer til de politiske forholdene er det flere faktorer som vil spille inn på Norwegian. En av de store faktorene vil her være bruken av utenlandsk arbeidskraft, spesielt på langdistanserutene. Dette har over en lengre periode vært omdiskutert her hjemme, men Norwegian ser det som en nødvendighet for at de skal henge med i konkurransen sammen med de andre internasjonale selskapene. Med andre ord vil det kunne gå ut over Norwegians driftsresultat om det skulle komme nye endringer i utlendingsloven for luftfarten (Mikalsen, 2016).

Et annet politisk forhold som vil kunne påvirke selskapet er endringer i avgiftspolitikken i forbindelse med omleggingen til et mer miljøvennlig samfunn. De siste årene har det allerede blitt gjort endringer og tilstramminger i disse avgiftene, og det er ikke usannsynlig med enda høyere avgifter i fremtiden. Dette er noe av grunnen til at Norwegian har investert stort i nye fly, som skal være mer miljøvennlige (Norwegian.no, *Om oss*, 2018).

3.2.2 Økonomiske forhold

Det er flere økonomiske forhold som påvirker Norwegian. For Norwegian er prisen på olje en avgjørende faktor, men tanke på hvor avhengig de er av olje for å kunne operere flyene sine. Prisen på drivstoff er positivt korrelert med oljeprisen (Remmen, 2018). I tabellen under ser vi utviklingen av oljeprisen over de siste fem årene. Til høyere pris, jo høyere kostnader opplever selskapet.



Figur 1 Utviklingen til oljeprisen per fat, 2014-2018. Tall i USD (Kilde: Oslo børs, 2019)

En annen ekstern økonomisk faktor som påvirker Norwegian er kronekursen. Det finnes mange grunner til dette. For det første omsetter Norwegian store deler av inntektene sine i utenlandsk valuta. Endringer i norsk eller utenlandsk kurs vil derfor ha en direkte påvirkning på salgsinntektene til Norwegian. I tillegg vil kronekursen også påvirke selskapets kjøp og leasing av fly med det amerikanske selskapet Boeing.

Det er naturlig å anta at befolkningsvekst fører til økt etterspørsel. Svingninger i disponibel inntekt vil også ha en effekt på flybransjen, da konsumenter vil ha mer penger å bruke på utenlandsreiser eller reiser generelt når disponibel inntekt øker. Flybransjen er en konjunkturfølsom bransje, og etterspørselen har sterk korrelasjon med BNP (Holloway, 2008).

3.2.3 Miljømessige forhold

Transport er den største kilden til klimagassutslipp i Norge, og står for 30% av det totale klimagassutslippet. De miljømessige forholdene henger tett sammen med de juridiske forholdene, da lovverket setter minstestandarder og rammer. Det har vært stor økning i utslipp den siste tiden, noe som henger sammen med økt økonomisk vekst og befolkningsvekst. I 2017 var utslippet av CO₂-ekvivalenter for innenriks luftfart på 1,25 millioner tonn. For å sammenligne hadde personbiler et totalt utslipp på 4,68 millioner tonn. (Miljødirektoratet, 2018)

I løpet av den siste tiden har befolkningen blitt stadig mer miljøbevisst. Dagens tilstander har gjort miljø til et mer omtalt tema i samfunnet enn det tidligere har vært, spesielt i media. Det er liten tvil om at befolkningens økte miljøbevissthet vil kunne ha en innvirkning på blant annet selskaper innenfor flyvirksomhet. Forbrukere kan velge å benytte seg av transportmidler som er ansett som mer miljøvennlige enn fly, som for eksempel bil, tog eller buss. Som mottiltak har Norwegian investert i Boeing 787 Dreamliner, et av de mest miljøvennlige flyene på markedet med 20 prosent lavere utslipp enn andre sammenlignbare fly. De har også som mål og generelt ha gjennomgående nye fly, som har et lavere klimaavtrykk (Norwegian.no, 2019). Her har Norwegian et fortrinn, med tanke på de forholdsvis store ordrebestillingene de har liggende inne på kjøp av nye fly de kommende årene.

3.2.4 Sosiokulturelle forhold

Flytrafikk er viktig for befolkningen, og det binder land sammen. Vi flyr alle mer enn noen gang, alt fra familier med små barn, studenter, yrkesaktive og pensjonister. (Kristiansen, 2017). Alle reiser av ulike grunner. Familier reiser på sydenferie, studenter flyr til og fra studentbyer over hele landet og yrkesaktive reiser på jobbreiser. Den mest voksende kundegruppen er eldre på reise. "Eldrebølgen" er et godt kjent fenomen her i Norge. Levealderen øker og vi har flere friske år (Keilman og Pham, 2005). Dette fører også med seg mer fritid, og de eldre bruker den gjerne til å reise. De norske eldre reiser mer enn noensinne, skrev Dagbladet i 2017 (Brenna, 2017).

Ikke bare blir Norwegian påvirket av kronekursen på grunn av inntekter. Kursen på en valuta kan også påvirke befolkningens villighet til å reise. En sterk kronekurs kan for eksempel gjøre det mer attraktivt for nordmenn å dra på utenlandsreise. Samtidig kan en svak kronekurs gjøre det mindre attraktivt å reise utenlands fordi det blir dyrere for nordmennene.

En faktor som har gjort det enklere å reise de siste årene er schengenavtalen. Denne avtalen er mellom 26 land i Europa, og bringer med seg flere fordeler. Samarbeidet omhandler blant annet felles regler for politisamarbeid og felles visumregler. I tillegg er det ikke nødvendig med pass når man krysser landegrensene innad i Schengen, noe som gjør reiser mellom Europeiske land enklere. Den opprinnelige schengenavtalen ble opprettet mellom Tyskland, Frankrike, Belgia, Nederland og Luxembourg i 1985. Denne avtalen er blitt utvidet med flere land i årene etter, og Norge ble et medlem i 1996 (Rudi, 2017). Schengenavtalen gjør

avstandene mellom land i Europa mindre, og veien føles enklere for passasjerer. Dette kan være en faktor som bidrar til å øke befolkningens lyst til å dra på reise, da terskelen er lavere for å bestille en flyreise.

3.2.5 Teknologiske forhold

Flybransjen har stadig et press på pris på flybilletter, da teknologien gjør det enkelt for kunder å sammenligne. Prisen settes ut fra kostnadene til flyselskapet og konkurransen i markedet. Dermed er kostnadskutt høyt prioritert. De fleste flyselskapene, inkludert Norwegian, har de siste årene tatt i bruk selvbetjente innsjekkingsautomater. Norwegian har også en egen app, der man kan hente ut ombordstigningskort (Norwegian.no, 2019). Dette er ny teknologi som gjør at flyselskapene sparer ressurser på at en ansatt skal sjekke inn passasjerer og bagasje.

Neste store steg i flybransjen som diskuteres hyppig, er utvikling av elektriske fly.

Flyprodusentene Airbus og Boeing investerer i utviklingen av elektriske fly, i tillegg til at nye utfordrere etablerer seg i dette nye markedet. Konsernsjef i Siemens Norge har uttalt til Avinor at de satser på utviklingen av batteridrevne fly, og har 200 ansatte som jobber med dette daglig. Norges flyplasskonsern Avinor skriver at de er positive til en utvikling av el-fly. Det vil i all hovedsak være flyselskapene som kjøper inn de framtidige batteridrevne flyene, men Avinor skal legge til rette for de nye flyene. Med denne tilretteleggingen ønsker Avinor og partnere i luftfartsbransjen at Norge skal bli en ledende aktør innen elektriske fly. Denne utviklingen vil kunne bidra til enorme kostnadskutt hos flyselskapene, da det er store summer som i dag går til drivstoff, som da vil bli overflødig (Avinor, 2019).

3.2.6 Juridiske forhold

De juridiske forholdene som i stor grad påvirker Norwegian og flybransjen generelt, henger tett i hop med de politiske forholdene, og de sier igjen noe om hvilke lover og regler bransjen må forholde seg til. De juridiske endringene som vil ha stor påvirkning vil være endringer i avgifter i forbindelse med klimagassutslipp og lovgivningen som er knyttet til arbeidsforhold.

De juridiske forholdene som regulerer den internasjonale flytransporten har også stor innvirkning på Norwegian. Den nylig inngåtte avtalen mellom britiske og amerikanske

myndigheter, som regulerer flytransporten mellom landene, sikrer at Norwegian fortsatt kan fly mellom de to landene (Høgseth og Lorentzen, 2018)

Forhandlinger om en mulig tillatelse til å fly over Sibir, som vil redusere flytiden fra vest til øst vesentlig, er også en juridisk faktor som vil ha stor påvirkning på Norwegians videre drift og utvikling. Med en slik tillatelse vil et stort marked åpne seg opp, og Norwegian vil kunne stå ovenfor uante muligheter. Dette er et område Norwegian selv, men og norske og internasjonale myndigheter jobber aktivt med (Mikalsen, 2019).

3.3 VRIO

VRIO-modellen er utviklet som et verktøy for å tilpasse en virksomhets kjernekompetanse til de eksterne mulighetene som finnes. Målet med denne analysen er å etablere langvarige konkurransefortrinn for å oppnå bedre lønnsomhet enn konkurrentene (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015). VRIO-analysen blir brukt til å måle verdien på ressursene som selskapet innehar. Bokstavene i VRIO står for *value*, *rarity*, *imitability* og *organization*. Med “value” mener vi om bedriften klarer å utnytte de interne ressursene til å dra nytte av sine muligheter og hindre sine trusler. Det andre punktet, “rarity”, handler om hvor mange andre bedrifter som innehar disse ressursene. “Imitability” fokuserer på om det er mulig for andre bedrifter å imitere selskapets ressurser, mens det siste punktet går på om organisasjonen er strukturert slik at bedriften får maksimalt utnyttelse av sine ressurser. Vi skal derfor se nærmere på selskapets ressurser, både materielle og immaterielle, med utgangspunkt i de fire punktene som inngår i VRIO-modellen. Selskapets ressurser og bruken av de er essensielt for å skille seg fra konkurrentene i bransjen.

3.3.1 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser anser vi som selskapets ressurser i form av humankapital. Dette er for eksempel kompetanse som de ansatte i selskapet sitter på (Roos et. al., 2014). Denne typen ressurser er en immateriell ressurs, og kan bidra til å skape varige konkurransefortrinn i bransjen. Dette er fordi man de er vanskeligere for konkurrentene å kopiere, sammenlignet med de materielle ressursene.

Fra 2016 til 2017 økte Norwegian-gruppen sitt personell med over 3000 personer. De gikk fra å ha 6564 ansatte i slutten av 2016 til å ha 9593 ansatte ett år senere. Norwegian fokuserer på å ha en rettferdig, nøytral og ikke-diskriminerende humankapital. De har tro på at gode relasjoner innad i selskapet er en viktig faktor for suksess, og har utviklet etiske retningslinjer som skal fremme et godt arbeidsmiljø. De mener også at Norwegians suksess i stor grad kommer fra deres dyktige personale og ledere. (Norwegian.no, 2018)

Norwegian Air Shuttle ASA har en ledergruppe og et styre som er viktig. Ledergruppens topp er Bjørn Kjos, CEO av selskapet. Bjørn Kjos har vært administrerende direktør siden 2002 og er også en av grunnleggerne av Norwegian Air Shuttle. I tillegg er han selskapets største enkeltaksjonær. Erfaringen og utdanningen han har tatt med seg inn i Norwegian er seks år

som jagerpilot og en jusutdannelse fra Universitetet i Oslo (Norwegian.no, 2019). I biografien *Høyt spill* av Trumpy, blir Bjørn Kjos beskrevet som “Han som så mulighetene først og som introduserte billige flybilletter og begreper som storbyferier og enkel service til de brede lag i folket” (Trumpy, 2012). Kjos har opparbeidet seg et varemerke i seg selv, som alltid blir forbundet med Norwegian. Dette er en immateriell ressurs av stor verdi for selskapet. Denne ressursen er vanskelig å kopiere for andre i bransjen.

Med seg på laget har Bjørn Kjos en ledergruppe på til sammen 11 ledere, og et styre på 8 medlemmer. Ledelsen og styret er svært viktige immaterielle ressurser i bedriften, som tar de overordnede valgene for mål og strategier (Norwegian.no, 2019).

3.3.2 Finansielle ressurser

En organisasjons finansielle ressurser er den kapitalen som gjør det mulig for bedriften å drive en virksomhet. Norwegian-gruppen som konsern opparbeider seg kapital fra driften, investorkapital og eierskap i andre selskaper.

Norwegian finansierer sine eiendeler med både egenkapital og gjeld. Selskapets gjeld utgjør i 2018 over 95% av total kapital. Dette fordeler seg på både rentebærende og ikke-rentebærende gjeld (Kvartalsrapport Q4 2018, Norwegian.no). En av årsakene til at de har så stor gjeld i forhold til egenkapital, er deres mulighet til sikkerhet i selskapets portefølje av fly.

En annen kilde til kapital for selskapet er gjennom utstedelse av aksjer. Norwegian hadde i 2018 en aksjekapital på omtrent 1,7 milliarder norske kroner (Kvartalsrapport Q4 2018, norwegian.no).

3.3.3 Organisatoriske ressurser

En organisasjon er satt sammen for å nå de overordnede målene gjennom de strategiene som ledelsen har satt (Roos, von Krogh, Roos og Boldt-Christmas, 2014). Strukturen i organisasjonen vil være en viktig ressurs for å nå målene organisasjonen har satt seg. Norwegian strukturerer seg etter forretningsidéen, der lav pris er i fokus. Denne lavprisstrategien utnytter Norwegian ved å adoptere fra korte ruter til langdistanserutene (Norwegian.no, 2019).

Norwegian er et konsern med flere heleide og deleide datterselskaper. Til sammen har de fem driftstillatelser, som gir et flyselskap tillatelse til å fly fra den aktuelle flyplassen. De fem driftstillatelsene fordeler seg på to i Norge, én i Irland, én i Storbritannia og én i Argentina (Norwegian.no, 2019).

Driftstillatelse i flere land gjør at Norwegian kan minimere sine produksjonskostnader, og fortsette å levere flyseter til lave priser. Dette er en ressurs som er verdifull for den bedriftsmodellen Norwegian ønsker å drive, men det er ikke en unik ressurs. En driftstillatelse har flere flyselskaper mulighet til å skaffe seg, og dermed være med på å konkurrere med lave priser.

3.3.4 Fysiske ressurser

I 2018 fikk Norwegian levert 11 stykker Boeing 787-9/787-8 og 12 Boeing 737 MAX 8 i form av både kjøp- og leasingavtaler. Selskapets prosess med fornyelse av fly er et bidrag til deres mål om å redusere klimagassutslipp per passasjer (Norwegian, 2019). Per 2017 var Norwegian ansett å ha en av de grønneste og mest drivstoffbesparende flyflåten i verden. I tillegg til dette har Norwegian den laveste gjennomsnittsalderen på sin flyflåte sammenlignet med resten av selskapene i bransjen. (Norwegian, Annual Report 2017).

I tillegg til Norwegians mål om å redusere utslipp for å verne om miljøet, vil de nye investeringene i mer miljøvennlige flyvninger også kunne bidra til reduserte kostnader for selskapet på lang sikt. Over de siste årene har vi sett et betraktelig større engasjement for miljøvern. Samfunnet har gjort seg mer opplyst rundt temaet, noe som gjør at miljø i større grad spiller inn i hverdagslige avgjørelser enn det gjorde tidligere. Norwegian har mulighet til å investere i fly som fyller forbrukernes behov for miljøhensyn, noe som bidrar til et bedre image for selskapet blant kundene.

Når det kommer til de fysiske ressursene, er det gode muligheter for konkurrentene å imitere Norwegians planer om mer miljøvennlige fly. Selskapet produserer ikke egne fly, men kjøper og leaser de gjennom leverandører som konkurrentene også har tilgang på. Flyene som Norwegian bruker for å operere er dermed en ressurs som er tilgjengelig i markedet for konkurrentene også. Dette gjør flyene som Norwegian innehar, til en ressurs som hverken er særlig sjelden eller vanskelig å imitere.

3.3.5 Kundelojalitet

I et marked med mange aktører og lett tilgjengelig informasjon om priser på nett, er lojale kunder viktig. Kunder er det selskaper tjener penger på, men ofte det som blir tatt for gitt. For en aktør i flybransjen med homogene tjenester, vil pris være et viktig element. Kunden ønsker å få mest mulig ut av sin flybillett, og dermed vil også tilleggstjenester som god service, bagasje, punktlighet og andre variabler være med å bestemme om kunden velger samme selskap neste gang. Norwegian har vunnet flere priser og utmerkelser de siste årene, som viser at kundene er fornøyde (norwegian.no, 2019).

Et viktig verktøy for å skape kundelojalitet er lojalitetsprogrammer. De aller fleste flyselskaper har i dag et lojalitetsprogram som skal sørge for at passasjerene alltid velger det samme flyselskapet. Norwegian Air Shuttle har selv et lojalitetsprogram med navn Norwegian Reward. Dette er et heleid datterselskap av Norwegian Air Shuttle, som sørger for et fordelsprogram for Norwegian sine kunder. Programmet fungerer sånn at kundene opparbeider seg poeng på flyreisene, som de igjen kan bruke på flere flybilletter eller andre tilleggstjenester. Dette øker kundenes incentiv til å velge Norwegian neste gang de skal ut å fly.

3.4 SWOT

Vi har valgt å bruke SWOT-analysen for å oppsummere de strategiske analysene vi har foretatt på selskapet Norwegian. SWOT står for “strength, weaknesses, opportunities, threats” og blir også kalt en situasjonsanalyse. I denne modellen vil selskapets styrker og svakheter være interne faktorer, og selskapets muligheter og trusler går på det eksterne i markedet (Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2017).

3.4.1 Styrker

Som tidligere påpekt i den strategiske analysen er selskapets organisering og struktur en av årsakene til at de har hatt mulighet til å oppnå den veksten de har hatt, og den kan også regnes som en av selskapets styrker. De opererer med en forholdsvis flat struktur, som gir lave administrasjonskostnader og mulighet for raske beslutninger. Her kan vi også plassere selskapets ledelse og da spesielt Bjørn Kjos inn, som en styrke.

Selskapets flyflåte og forhold til leverandører kan vi også betrakte som en styrke. Her er det i hovedsak snakk om deres lave snittalder på flyflåten, og som igjen har lavere drivstoffkostnader og redusert klimaavtrykk. Alle disse forholdene som vi til nå har nevnt kan bli betraktet som styrker, men bare midlertidige, da andre selskaper kan tilpasse seg og adaptere disse styrkene. Det som vi i større grad kan betrakte som varige fortrinn er deres store og godt innarbeidede rutenett (i all hovedsak knyttet til Norden) og merkenavnet.

3.4.2 Svakheter

Slik situasjon er i dag, er den finansielle delen av selskapet et av dens største problemer og svakheter. Selskapet har de siste årene slitt med en negativ driftsmargin (som vi kommer tilbake til i den regnskapsmessige delen), og driften har vært lite lønnsom. Dette har ført til at de står i en situasjon hvor de er lite likvide, og at de står i en situasjon hvor de trenger penger nå. De har også den siste tiden stått i en posisjon hvor det har vært en overhengende fare for at de ikke lenger skal kunne opprettholde og innfri alle løpende låneavtaler.

3.4.3 Muligheter

I tiden som vil komme, ligger nok de største muligheten i forbindelse med selskapets satsning på langdistanseflygninger. Dette er et område hvor det er få mulige substitutter, og et marked som er i vekst. Dette i forbindelse med at vi opplever en stadig økende globalisering, hvor større deler av verden blir knyttet nærmere sammen. En annen mulighet for Norwegian er å kapre markedsandeler fra konkurrenter er bransjen. Dette er noe de har greid i senere tid, hvor de har tatt større og større andeler av det nordiske markedet. Dette i all hovedsak fra SAS.

3.4.4 Trusler

De største truslene mot selskapet, men og bransjen som helhet vil være en strengere statlig regulering i forbindelse med utslipp, og at befolkningen og igjen kundene skal bli mye mer klimabevisste.

For at internasjonale myndigheter skal nå målene sine i forbindelse med klima, må det til drastiske reduksjoner i klimagassutslipp. Et mulig virkemiddel her, vil være økte avgifter med mål om å redusere den enkeltes flyreiser. En annen potensiell trussel vil være knyttet til kundenes bevissthet rundt miljø og klima. Om befolkningen bli svært miljøbevisst vil dette kunne gå hardt ut over flybransjen, som i dag er en stor kilde til klimagassutslipp.

3.5 Konklusjon

Flybransjen er en bransje med høy konkurranse. Enda vanskeligere vil det være å konkurrere når det er få muligheter til å differensiere sine produkter, og når pris er en av få muligheter man har til å skille seg fra konkurrentene. Norwegian kan man oppleve at befinner seg i en slik situasjon. I forhold til sine konkurrenter og markedet som de sikter seg til, lavprisflygninger, er det viktig for selskapet å opprettholde en konkurransedyktig pris. Den videre veksten til Norwegian er derfor avhengig av flere faktorer, deriblant hvordan selskapet vil plassere seg i markedet i fremtiden. På grunn av klimasituasjonen som vi befinner oss i nå, har det for eksempel vært nødvendig å investere i mer miljøvennlige fly. Nye investeringer som kan bidra til vekst på flere områder. Dersom bransjen konkurrerer såpass sterkt når det kommer til pris, er det viktig for Norwegian å skape muligheter for vekst på andre områder enn salgsinntektene.

4 Regnskapsanalyse

For å få en bedre oversikt over hvilken økonomisk situasjon selskapet befinner seg i, har vi gjennomført en regnskapsanalyse. Her har vi valgt å fokusere på lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Vi har valgt å basere analysen vår på offentlig tilgjengelig data, hentet fra Proff.no. Vi har valgt å ta for oss tall fra år 2013 og frem til og med 2018, med unntak av totalrentabilitet da vi ikke fant tall for denne i år 2018.

Etter å ha tatt for oss Norwegian sine nøkkeltall, har vi valgt å sette disse opp mot noen av selskapets største konkurrenter. Vi har da plukket ut SAS og Ryanair. Dette med utgangspunkt i at SAS er den andre dominerende aktøren på det nordiske markedet og at Ryanair er Europas største lavprisselskap innenfor flytransport.

Regnskapsanalysen er basert på tall hentet fra selskapets årsregnskap, via Proff.

4.1 Lønnsomhet

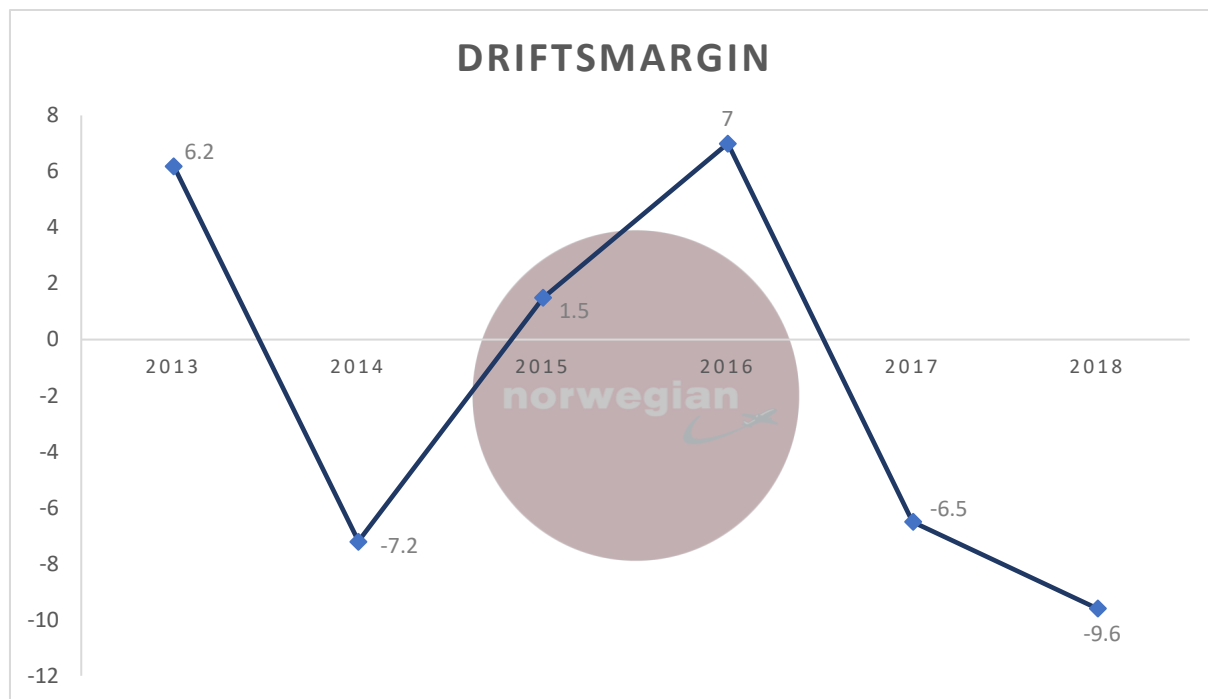
Lønnsomhet forteller om selskapets evne til å gå med overskudd. Dette gir en indikasjon på hvor høy avkastningen er på den innskutte kapital i driften. Selskapets lønnsomhet er viktig for at investorer skal være interessert i å skyte inn ny egenkapital (Kristoffersen, 2017).

4.1.1 Driftsmargin

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

Driftsmarginen regnes i prosent. Prosentandelen angir hvor mye selskapet har tjent på den operative driften før vi tar hensyn til finansinntekter og -kostnader (Kristoffersen, 2017).

Tallene for driftsmarginen i selskapet er et mål på hvor mye av driftsinntektene i selskapet som blir igjen i driftsresultatet. Tallene i diagrammet er oppgitt i prosent.



Figur 2 – Driftsmargin for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019)

**Tall for 2018 er hentet fra Thomson Reuters (operating margin) grunnet mangel på tilgjengelig årsregnskap for dette året.*

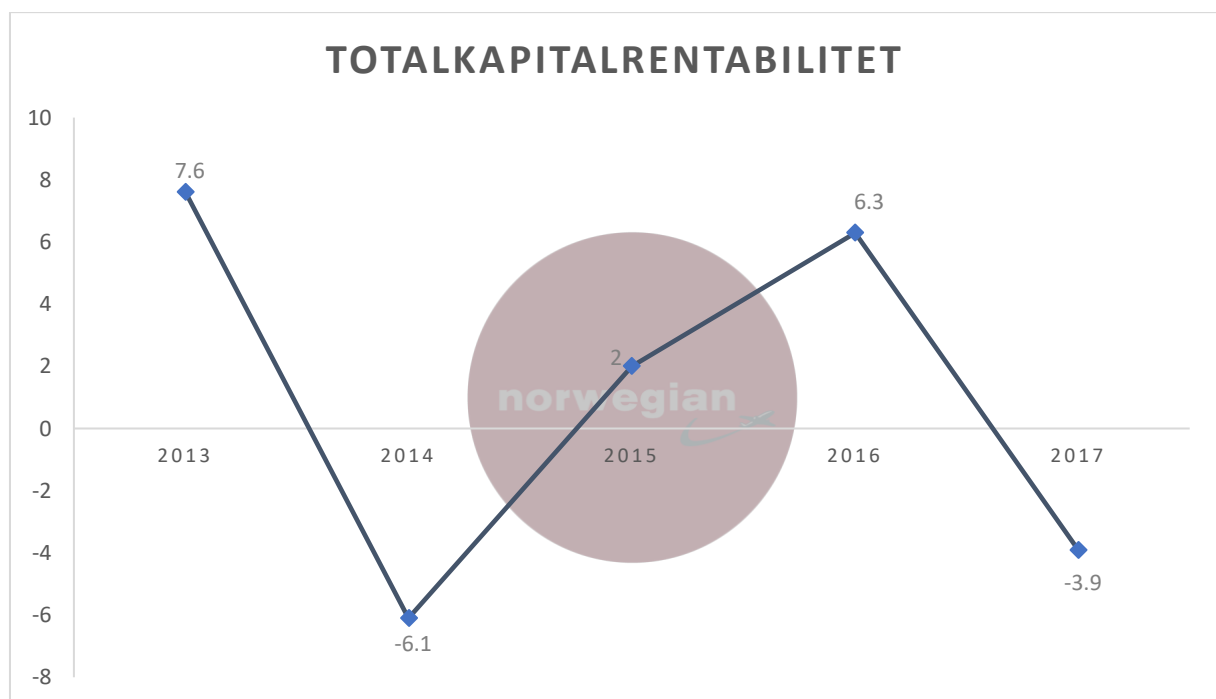
Driftsmarginen varierer fra år til år, grunnet høye driftskostnader. I 2017 utgjorde for eksempel Norwegians varekostnader 80% av total driftsinntekt. Kostnadene dette året økte mer enn inntektene. I tillegg kommer kostnader knyttet til lønn, avskrivninger og andre driftskostnader som fører til en negativ driftsmargin dette året. I de to tidligere årene utgjorde varekostnadene en mindre del av driftsinntektene, som gjorde at de klarte å holde en positiv driftsmargin.

Med tanke på at vi kan beskrive selskapet som i en vekstfase, kan dette også forklare mye av den store variasjonen og den negative driftsmarginen i enkelte år. For som kjent, er vekstfaser til et selskap ofte svært kostnadskrevende (Framnes, Pettersen og Thjømøe, 2018).

4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

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

Totalkapitalrentabiliteten måler avkastningen til kapitalen bundet opp til bedriften (Kristoffersen, 2017). Prosentandelen gir et bilde på hvor godt selskapet drives, og hvor effektivt det benytter ressursene sine. Dette forholdstallet bør som en grei pekepinn befinne seg innenfor intervallet på 10% til 15%. Den bør alltid være høyere enn den risikofrie renten i markedet.



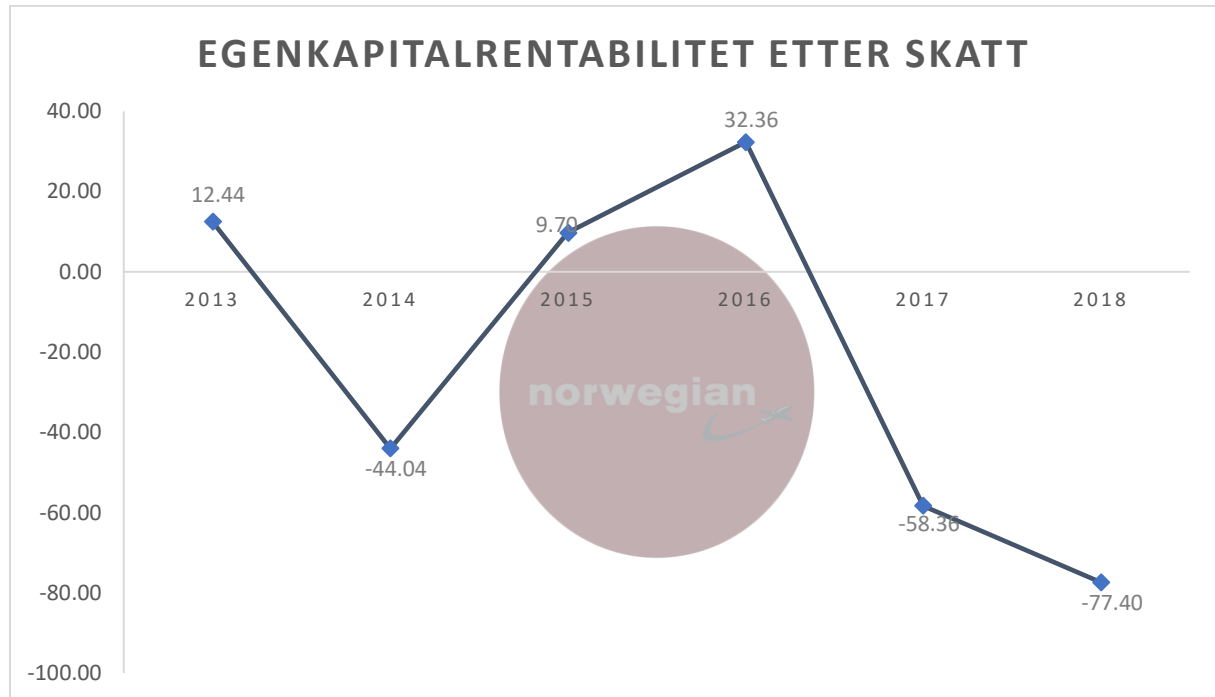
Figur 3 – Totalkapitalrentabilitet for Norwegian, 2013-2017 (Kilde: Proff 2019)

Som vi ser av grafen har totalkapitalrentabiliteten variert mye fra år til år. Den følger i all hovedsak utviklingen til driftsmarginen, og vi kan derfor se at det er endringen i driftsresultatet fra de enkelte årene som spiller inn.

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet (etter skatt)

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

For å beregne avkastningen eierne av selskapet får, bruker vi egenkapitalrentabilitet. Dette tallet er også interessant for potensielle investorer, som sammenligner hvilken bedrift de vil få best avkastning fra.



Figur 4 - Egenkapitalrentabilitet etter skatt for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019)

Norwegian sitt ordinære resultat var negativt i 2017 og 2018, og dette gir en negativ egenkapitalrentabilitet etter skatt. I 2016 og 2015 derimot, hadde Norwegian et positivt resultat som igjen ga en positiv egenkapitalrentabilitet. Kravet for egenkapitalrentabiliteten er at den bør være høyere enn lånerenten, siden eierne vil ha en høyere risiko knyttet til sin kapital enn långiverne.

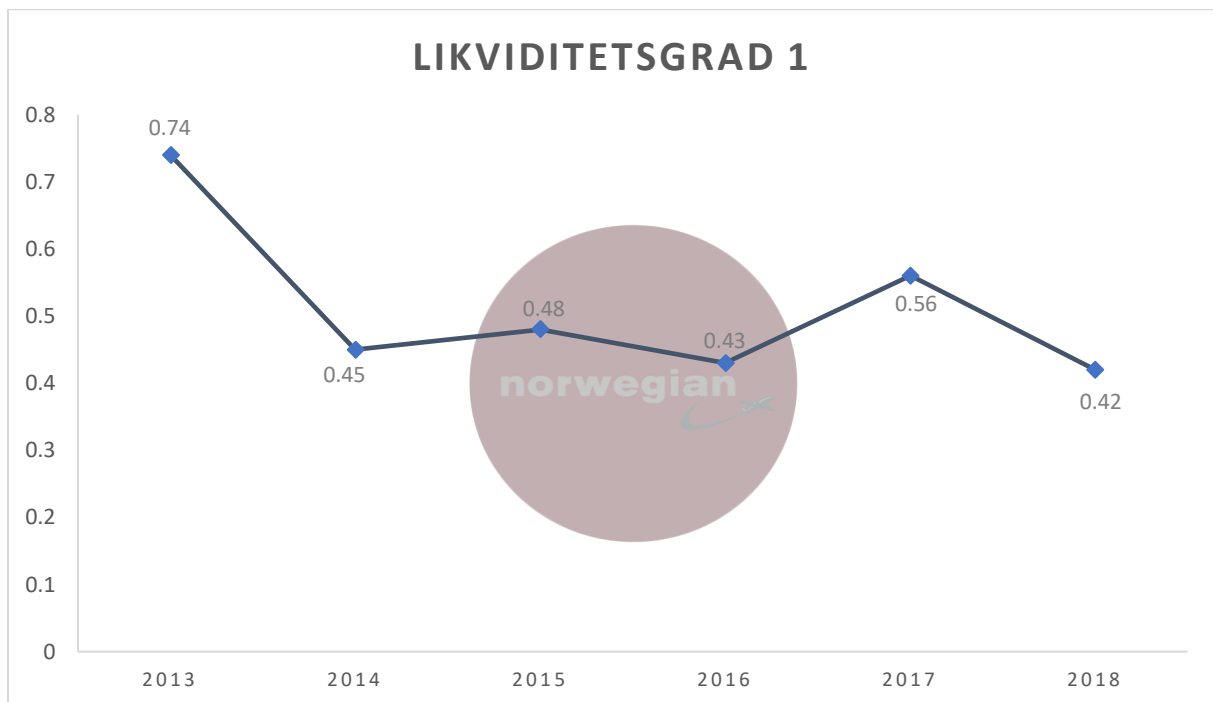
4.2 Likviditet

I en likviditetsanalyse ser vi på selskapets betalingsevne. Vi kartlegger selskapets evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. Her tar vi utgangspunkt i balansen og de likvide eiendelene, nemlig omløpsmidler (Kristoffersen, 2017).

4.2.1 Likviditetsgrad 1

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

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og forklarer selskapets evne til å betale sine forpliktelser etterhvert som disse forfaller. I likviditetsgrad 1 inkluderer vi alle omløpsmidlene, mens i likviditetsgrad 2 ekskluderer vi varelager fra utregningen, da dette er det minst likvide omløpsmiddelet. Siden varelageret er en så liten del av Norwegian sine omløpsmidler, velger vi kun å fokusere på likviditetsgrad 1.



Figur 5 - Likviditetsgrad 1 for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019)

Likviditetsgrad 1 gir et inntrykk av om omløpsmidlene er tilstrekkelige for å håndtere selskapets kortsiktige gjeld. Nøkkeltallet bør være større enn 2 (Kristoffersen, 2017). Ser vi på Norwegians likviditetsgrad, ligger den under 1 i alle de seks siste årene. Fra 2013 til 2014 reduserte tallet seg betydelig, dette på grunn av en økende kortsiktig gjeld i 2014. Økningen skyldes at Norwegian gikk inn i en anleggsavtale for å bestille fly for år 2015 og 2016 (Norwegian, 2018). Likviditetsgraden har holdt seg på dette nivået. I 2017 var likviditetsgraden 0.56. Ifølge Proff Forvalt er en likviditetsgrad med en verdi på 1 eller høyere, tilfredsstillende.

4.3 Finansiering og soliditet

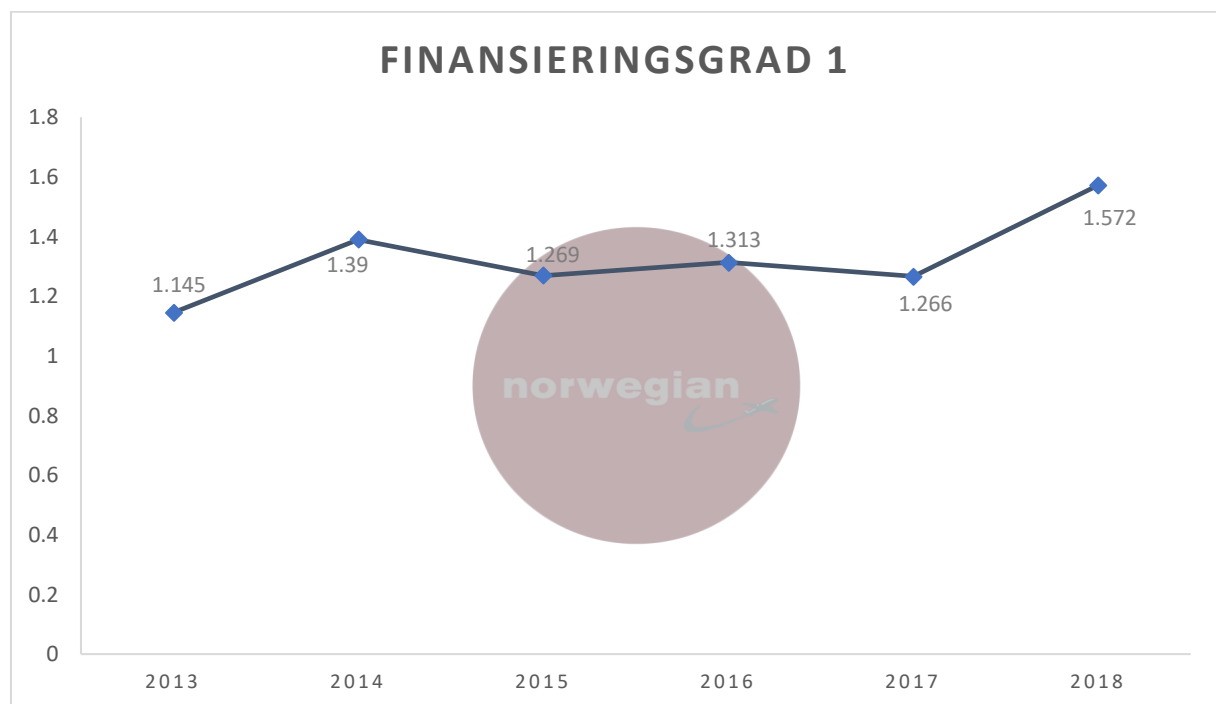
Finansiering

Finansiering i et selskap går ut på hvordan selskapet anskaffer og anvender sin kapital. Ved å analysere finansieringen i Norwegian ser vi på hvordan eiendelene er finansiert. Eiendelene kan være finansiert med både kortsiktig og langsiktig kapital. Med kortsiktig kapital menes det kortsiktig gjeld, som er gjeld som skal betales tilbake innen et år, mens langsiktig kapital er langsiktig gjeld og egenkapital.

4.3.1 Finansieringsgrad 1

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

Graden viser hvor stor del av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. Som langsiktig kapital regnes egenkapital og langsiktig gjeld (Kristoffersen, 2017).



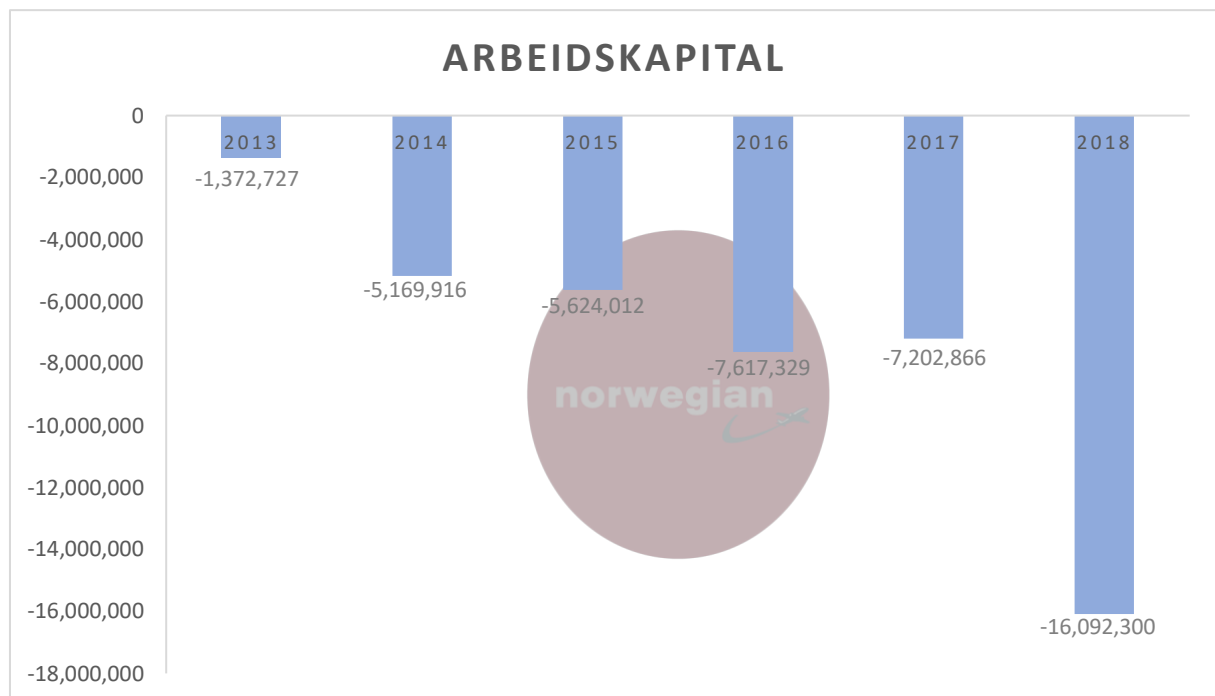
Figur 6 - Finansieringsgrad 1 for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019)

Tallene fra figuren viser at Norwegian de siste årene har hatt en Finansieringsgrad 1 over 1. Det betyr at selskapet, i tillegg til langsiktig kapital, bruker kortsiktig kapital til å finansiere sine anleggsmidler.

4.3.2 Arbeidskapital

$$= \text{Omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Som vi ser ut av formelen er dette nøkkeltallet differansen mellom omløpsmidlene til selskapet og den kortsiktige gjelden. Den bør som en hovedregel ikke være negativ, da dette peker på at en del av anleggsmidlene er finansiert ved bruk av kortsiktig gjeld. Dette tallet blir brukt for å se om selskapet har den nødvendige kapitalen til å finansiere den daglige driften (Kristoffersen, 2017).



Figur 7 – Arbeidskapital for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019) tall i 1000 NOK

Som figuren viser, har Norwegian gjennom hele seksårsperioden opplevd en negativ arbeidskapital. Dette forteller oss at de har mer i kortsiktig gjeld enn de har i omløpsmidler. De har med andre ord finansiert deler av anleggsmidlene i selskapet med kortsiktig gjeld.

Soliditet

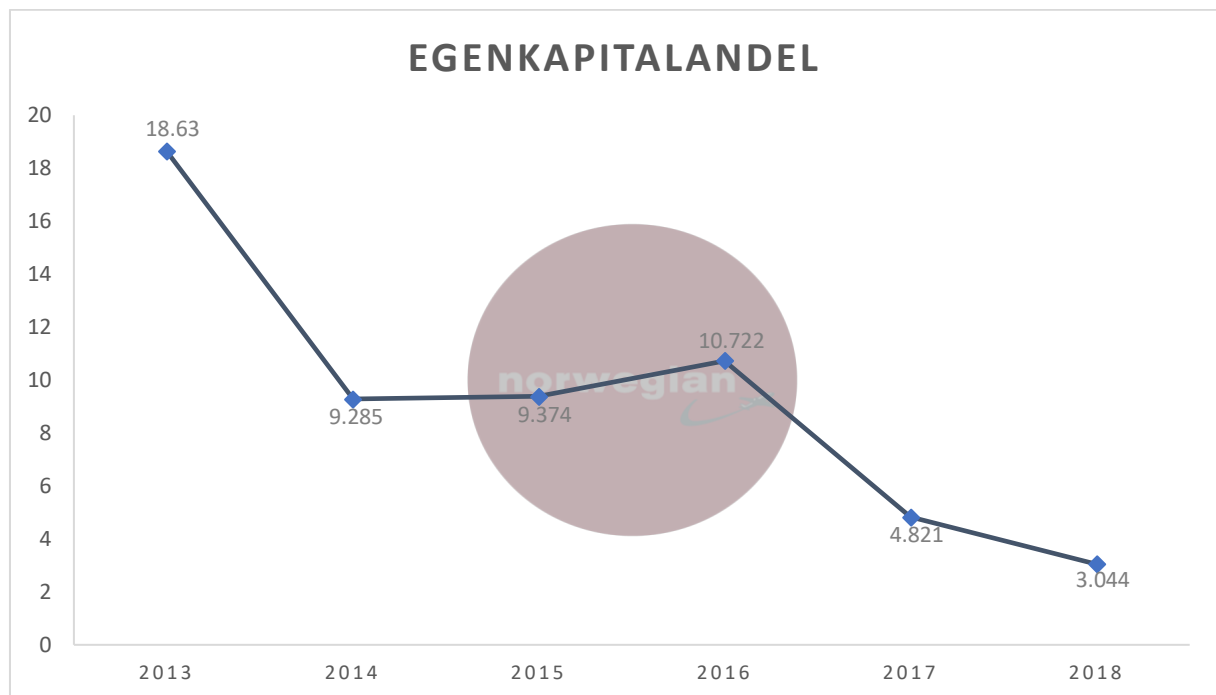
Soliditeten i et selskap sier noe om evnen til å tåle et tap. Selskapets soliditet er knyttet til finansieringen, som da fordeler seg på gjeld og egenkapital (Kristoffersen, 2017). For å regne på Norwegian sin soliditet trekker vi fram egenkapitalandelen og gjeldsgraden i selskapet.

4.3.3 Egenkapitalandel

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

Egenkapitalandelen måler hvor stor andel av totalkapitalen som består av egenkapital.

Nøkkeltallet regnes ut i prosentandel av totalkapitalen, og viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Egenkapitalandelen forteller også hvor mye tap selskapet kan tåle (Kristoffersen, 2017).



Figur 8 – Egenkapitalandel for Norwegian, 2013-2018 (Kilde Proff 2019)

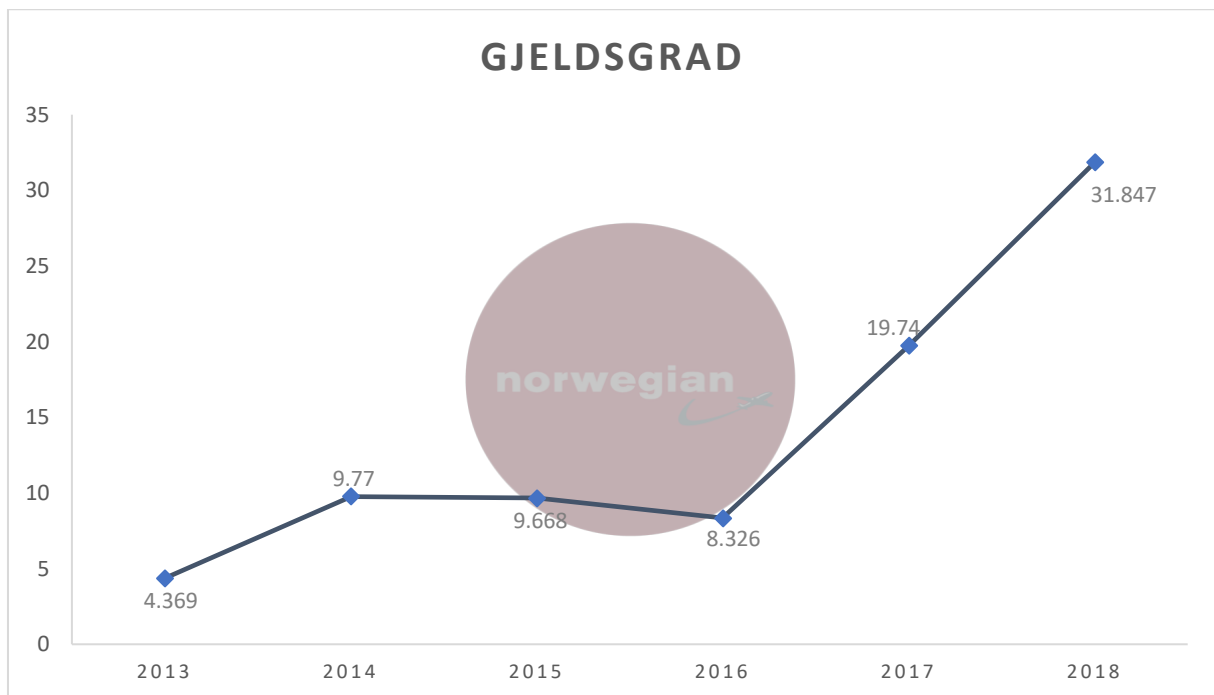
Grafen viser at egenkapitalandelen til Norwegian halverte seg fra 2013 til 2014, men var jevn over 2014, 2015 og 2016. Det skjedde et ytterligere fall fra 2016 til 2017 på nesten 6 prosentpoeng. Både fallet i 2014, 2017 og i 2018 skyldes underskudd i selskapet i gjeldende år.

4.3.4 Gjeldsgrad

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

Dette nøkkeltallet viser hvor mye av eiendelene som er finansiert av gjeld, i forhold til egenkapitalen. Tallene er fremstilt som antall ganger, og ikke som prosent. Dette medfører at en gjeldsgrad på for eksempel 2, viser at eiendelene er finansiert med to deler gjeld og en del

egenkapital. En enkel regel sier at jo lavere forholdet mellom gjeld og egenkapital, desto mer solid er selskapet. En lav gjeldsgrad medfører også at selskapet har mindre krav på seg i form av renter og avdrag, som igjen medfører at de har lavere risiko for å bli slått konkurs (Kristoffersen, 2017). Det kan også argumenteres for at det er gunstig med en gjeldsgrad som ikke er for lav. Selskaper som har gjeld har rett på blant annet skatteavdrag.



Figur 9 – Gjeldsgrad for Norwegian, 2013-2018 (Kilde: Proff 2019)

Figuren viser at gjeldsgraden til Norwegian har økt betraktelig gjennom perioden vi har sett på. Fra 2016 til 2018 har gjeldsgraden økt fra 8,3 ganger egenkapitalen til 31.8 ganger egenkapitalen. Dette betyr at selskapet har altså nesten 32 ganger så mye gjeld som egenkapital i regnskapsåret 2018.

4.4 Sammenligning

For å øke forståelsen av verdien i nøkkeltallene til Norwegian, har vi valgt å sammenligne selskapets tall med tallene til Ryanair og SAS. Disse selskapene er to av Norwegians største konkurrenter på kortdistanseflyvninger i Norden og Europa (Norwegian.no, 2018). Vi har valgt å bruke nøkkeltallene driftsmargin, egenkapitalrentabilitet, likviditetsgrad 1 og gjeldsgrad. Disse tallene gir oss en oversikt over den finansielle situasjonen hos Ryanair og SAS.

Selskap		Driftsmargin					
	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt	
Norwegian	6,20 %	-7,20 %	1,50 %	7,00 %	-6,50 %	0,20 %	
SAS	6,20 %	0,40 %	4,90 %	4,80 %	5,10 %	4,28 %	
Ryanair	14,70 %	13,10 %	18,40 %	22,30 %	23,10 %	18,32 %	
Selskap		Egenkapitalrentabilitet					
	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt	
Norwegian	12,40 %	-44,00 %	9,70 %	32,40 %	-58,60 %	-9,62 %	
SAS	18,90%	-18,20 %	17,00%	21,40%	16,30%	11,08%	
Ryanair	17,30 %	15,90 %	23,70 %	40,90 %	32,80 %	26,12%	
Selskap		Likviditetsgrad 1					
	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt	
Norwegian	0,74	0,45	0,48	0,43	0,56	0,53	
SAS	0,61	0,79	0,86	0,78	0,81	0,77	
Ryanair	1,97	1,51	1,72	1,43	1,56	1,64	
Selskap		Gjeldsgrad					
	2013	2014	2015	2016	2017	Gj.snitt	
Norwegian	4,37	9,77	9,67	8,33	19,74	10,37	
SAS	3,04	4,27	3,77	5,01	2,21	3,66	
Ryanair	1,73	1,68	2,02	2,12	1,71	1,85	

Tabell 1 – Oversikt over sammenligning av enkelte nøkkeltall, 2013-2017 (Kilde: Thompson Reuters 2019)

Tabellen benytter seg kun av fullstendig offentliggjorte regnskapstall, og derfor er ikke tall fra 2018 inkludert.

Ut fra tabellen ser vi at lønnsomheten i flybransjen varierer fra selskap til selskap. SAS og Ryanair har generelt en mer stabil lønnsomhet enn Norwegian. Driftsmarginen er et av to mål på det. Norwegian opererte både i 2014 og i 2017 med en negativ driftsmargin, mens Ryanair og SAS har klart å holde seg på den positive siden de siste fem årene. Av gjennomsnittlig driftsmargin ser vi at det er Ryanair som er mest lønnsom, noe som kan knyttes til deres ekstremt lave kostnader og mange stordriftsfordeler.

Et annet mål på lønnsomhet i selskapene, er egenkapitalrentabiliteten. Den måler avkastningen eierne får på sin innskutte egenkapital i selskapet. Nøkkeltallet henger stort sett sammen med driftsmarginen. Både SAS og Norwegian opplevde årsunderskudd i 2014, noe som førte til en negativ egenkapitalrentabilitet. Ryanair har hatt en økning fra 2014 til 2016, men nøkkeltallet falt i 2017. Likevel er Ryanair det selskapet med høyest gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet av de tre respektive selskapene.

Likviditetsgrad 1 viser til bedriftens evne til å kunne betale sine løpende forpliktelser. En tidligere regel sier at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, som tilsier at selskapets omløpsmidler skal være høyere enn den kortsiktige gjelden. Ingen av de tre selskapene har en likviditetsgrad på høyere enn 2. Her igjen er det Ryanair som har det høyeste gjennomsnittlige nøkkeltallet med et nivå på 1,64.

Det siste nøkkeltallet er gjeldsgrad. Dette tallet forteller om selskapenes finansiering. Fra tabellen ser vi en økning i gjeldsgraden til Norwegian fra 2013 til 2017. Både SAS og Ryanair har en stabil gjeldsgrad som i gjennomsnitt ligger på et nivå mellom 1,8 og 3,6. Norwegian har derimot en gjeldsgrad på 10,37 i gjennomsnitt fra de fem siste årene. Mye av grunnen til Norwegians høye gjeldsgrad er fokuset på ekspansjon de siste årene, i tillegg til at de eier en stor andel av flyene de bruker.

5 Finansiell analyse

Frem til nå har oppgaven dreid seg om de strategiske og regnskapsmessige sidene ved selskapet. I denne delen av oppgaven vil vi bruke ulike verdsettelsesmetoder for å estimere den totale verdien av selskapet, og videre verdien per aksje.

En av hovedgrunnene til å gjennomføre en verdsettelse av et selskap, er for å kunne sammenligne estimatene av verdiene opp mot kursverdien på børsen på et gitt tidspunkt. Ut fra dette kan vi komme frem til en konklusjon om selskapet sine aksjer er over eller underpriset, og dermed om aksjene bør kjøpes eller selges.

Vi ønsker i denne delen å sammenligne vår estimerte verdi av Norwegian Air Shuttle ASA med deres kursverdi på Oslo Børs per 31.12.2018. **Kurs på 173,5 kr per aksje**

5.1 Risikofri rente

Som risikofri rente menes den avkastningen en får på helt sikre verdipapirer. Det er normalt å bruke avkastningen på statsobligasjoner som en indikator på den risikofrie renta, da Norges bank alltid vil ha mulighet til å betale ned på obligasjoner som de har utstedt ved å for eksempel øke skattesatsen eller trykke opp penger (Mishkin and Eakins, 2018). Med andre ord er statsobligasjonene tilnærmet risikofrie. Per 07.03.2019 er rentesatsen på norske 10-årige statsobligasjoner 1,68% (Norges Bank, udatert) og vil være satsen vi bruker i vår analyse.

5.2 Aksjebeta

Beta er et mål på sensitivitet. Den måler en eiendel, i dette tilfellet aksjen, sin markedsrisiko. Med andre ord er beta et mål på hvor sensitiv en eiendel er for svingninger i markedet (Brealey, Myers og Allen, 2017).

Beta er gitt ved følgende formel (Brealey, Myers og Allen, 2017):

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

σ_{im} = kovarians mellom avkastning på aksjen og avkastning i markedet

σ_i^2 = variansen til avkastningen i markedet

Beta måler kun systematisk risiko - også kjent som markedsrisiko eller volatilitet. Den tar ikke for seg den type risiko som kun angår de enkelte selskaper eller bransjer, som kalles for usystematisk risiko. En aksje med en betaverdi lik 0, vil være helt fri for systematisk risiko og en økning i avkastningen på markedet vil ikke ha noen innvirkning på den enkelte aksjen. Dersom en aksje har beta lik 1, betyr det at den samvarierer perfekt med markedet. Stiger avkastningen i markedet med 1%, vil kursen på aksjen stige med tilsvarende. Om aksjen derimot har en beta på over 1, for eksempel 1.5, betyr dette at en økning på 1% i markedet vil gjøre at selskapet vil ha en verdiøkning på 1,5%, en økning som er 50% ganger høyere enn den i markedet. Dersom en aksje har en negativ beta, vil en økning i markedet tilsvare en reduksjon i verdien på den enkelte aksjen.

I denne oppgaven har vi valgt å bruke Hovedindeksen "OSEBX" som markedsreferanse. Denne indeksen inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs (Oslo Børs, udatert). Vi har valgt å beregne selskapets beta ved bruk av daglige historiske priser som går tre år bak i tid. Utregningen vår viser en beta på 1,1. Dette tilsier at Norwegians aksjepriser samvarierer til en viss grad med markedet, men at den er noe mer volatil.

Ser vi på regnskapsanalysen, kan vi se at driftsmarginen til Norwegian varierer mye fra år til år. Dette kan tolkes som at Norwegian er et volatil selskap, og det kan dermed også diskuteres om en beta på 1,1 er for lav. Likevel ser vi fra tidligere år at en varierende driftsmargin ikke har hatt særlig stor innvirkning på endringer i aksjeprisen. Vi velger dermed å stole på at utregningene våre gir en god indikasjon på selskapets beta.

5.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie uttrykker den meravkastningen investoren vil få fra den forventede avkastningen på markedet. Risikopremien er altså forskjellen på avkastningen fra en markedsportefølje og en statsobligasjon (Mishkin og Eakins, 2018).

Markedets risikopremie = $r_m - r_f$

r_m = avkastning på markedsporteføljen

r_f = risikofri rente

PwC gir, i samarbeid med Norges Finansanalytikeres Forening (NFF), ut en rapport hvert år der de undersøker “Risikopremien i det norske markedet”. Rapporten fra 2017 kom fram til at det norske markedet har en uendret risikopremie på 5% (PwC, 2018). Dette vil også være den risikopremien vi velger å bruke.

5.4 CAPM

CAPM står for Capital Asset Pricing Model, og er den modellen vi skal bruke til å beregne forventet avkastning på egenkapitalen for de tre neste årene. CAPM forklarer forholdet mellom den systematiske risikoen og forventet avkastning (Investopedia.com, sist oppdatert februar 2019). Med modellen finner vi avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen består av de komponentene vi har gått igjennom ovenfor, nemlig risikofri rente, markedets risikopremie og aksjebeta.

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

r_e = Forventet avkastning til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

$r_m - r_f$ = Markedets risikopremie

β = Aksjebeta/Egenkapitalbeta

Vårt estimat av avkastningskravet til egenkapitalen i selskapet er:

$$r_e = 1,68\% + 5\% \times 1.1 = 7.18 \%$$

5.5 Markedsverdi egenkapital

For å komme frem til markedsverdien på egenkapitalen til et selskap, multipliseres antall utestående aksjer i selskapet med aksjeprisen. Vi har valgt å ta utgangspunkt i aksjekurs og antall aksjer fra 31.12.2018 (likt som regnskapstallene)

Antall aksjer per 31.12.2018: 35 759 639

Aksjekurs 31.12.2018: 173,5

Markedsverdi egenkapital 31.12.2018: 6 204 297 367

5.6 Markedsverdi rentebærende gjeld

Vi mangler spesifikk informasjon om selskapets markedsverdi på den rentebærende gjelden. Norwegian Air Shuttle har solgt tre obligasjoner som ligger ute på Oslo Børs, og det er disse obligasjonene vi har tatt utgangspunkt i for å finne rentebærende gjeld. Norwegian har totalt

bokført rentebærende gjeld på 31,9 milliarder kroner i utgangen av 2018 (Kvartalsrapport Q4 2018, norwegian.no). Dette tilsvarer omtrent 60% av den totale gjelden til selskapet.

Norwegian har i sin årsrapport for 2017 listet opp alle rentesatsene til de ulike gjeldspostene. Ut fra dette har de kommet fram til en effektiv gjeldsrente på 5.2 % for 2017.

Kvartalsrapportene for regnskapsåret 2018 har ikke gitt informasjon om årets effektive gjeldsrente. Derimot har vi informasjon om at verdien av rentebærende gjeld har økt 8,6 ganger så mye fra 2017 til 2018, som den gjorde fra 2016 til 2017 (Årsrapport 2017 og Kvartalsrapport Q4 2018, norwegian.no). Med dette kan vi med rimelighet anta at den effektive gjeldsrenta også har økt i 2018.

Obligasjonene som er solgt mangler informasjon om den effektive gjeldsrenta. Kun en av obligasjonene som ligger ute på Oslo Børs har informasjon om denne renta, og det vil derfor være denne renta som vi bruker. Den effektive renta til NAS07 er på 8,75%, som er svært mye høyere enn effektiv gjeldsrente som er oppgitt i årsrapporten til Norwegian for regnskapsåret 2017. Med utgangspunkt i tallene som vi har funnet i årsrapporten for 2017 og kvartalsrapportene for 2018 har vi kommet frem til at en så høy økning er realistisk, og vi setter derfor markedsverdi på rentebærende gjeld til 8,75%.

5.7 WACC

WACC (Weighted-average cost of capital) regnes som den forventede avkastningen på en portefølje bestående av hele selskapets utestående gjeld og egenkapital/aksjer. Selskapets totale verdi er summen markedsverdien på gjeld og egenkapital. (Brealey, Myers og Allen, 2017).

Den vektete kapitalkostnaden har følgende formel (Brealey, Myers og Allen, 2017):

$$WACC = \frac{EK}{TK} \times R_e + \frac{G}{TK} \times R_g \times (1 - T_c)$$
$$= \frac{6,2 \text{ milliarder}}{38,12 \text{ milliarder}} \times 7,18\% + \frac{31,92 \text{ milliarder}}{38,12 \text{ milliarder}} \times 8,75\% \times (1 - 22\%) = 6,883\%$$

Totalkapital regnes som summen av markedsverdi egenkapital og rentebærende gjeld. Den er på 38,12 milliarder kroner. Skattesats per 2019 er på 22 pst. og er satsen vi bruker som utgangspunkt i vår utregning. (Regjeringen.no, 2018)

5.8 Terminalverdi

Verdien beregnes ved å dele den første frie kontantstrømmen i terminalperioden på WACC minus vekstraten. Vekstraten er i denne sammenhengen den verdien som selskapet er antatt å ha ut i evigheten, og er fast. Metoden gir derfor svært usikre tall, da både diskonteringsrenten og veksten er vanskelig å anslå for en såpass lang periode. Terminalverdien er utregnet i kontantstrømmen.

For vårt terminalledd har vi valgt en vekstrate på 3%. Dette kan i første omgang ses på som en høy vekst på lang sikt, da det er usannsynlig at Norwegian vokser mer enn verdensøkonomien. Likevel har Norwegian satset på mange nye fly den siste tiden, noe vi tror vil være positivt for Norwegians fremtidige vekst. I tillegg ser vi selskapets muligheter innenfor langdistanseflygninger, som er et marked Norwegian allerede er i. Vi ser deres muligheter til å vokse i dette markedet i fremtiden, og dermed ser vi også på dette som en faktor for vekst.

6 Kontantstrømanalyse

For å verdsette egenkapitalen i et aksjeselskap er det vanlig å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Det finnes to ulike måter å gjøre dette på. Enten kan vi ta utgangspunkt i fri kontantstrøm til egenkapitalen (CAPM), eller fri kontantstrøm til totalkapitalen (WACC). Ved verdsettelse av egenkapitalen kan man også beregne nåverdien av frie kontantstrømmer på selskapets vektete kapitalkostnad, også kalt for WACC. (Brealey, Myers og Allen, 2017) Norwegian betaler ikke utbytte på sine aksjer, og vi bruker derfor frie kontantstrømmer for å beregne selskapets verdi.

6.1 Driftsinntekter

Norwegians driftsinntekter består av salgsinntekt og annen driftsinntekt. Det er flybilletter og tilleggstjenester som hovedsakelig utgjør driftsinntektene. Norwegian har som kjent hatt en stor inntektsvekst de siste årene, som vi også ser fra regnskapsanalysen vår. For å se på den videre utviklingen i driftsinntektene til selskapet tar vi utgangspunkt i tidligere års driftsinntekter.

År	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	22 491 148,00	26 054 525,00	30 948 264,00	40 265 500,00
Endring	2 951 109,00	3 563 377,00	4 893 739,00	9 317 236,00
Endring i %	15,10 %	15,84 %	18,78 %	30,11 %
Snitt endring inntekt				19,96 %

Tabell 2 - Driftsinntekter historisk, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

Tabellen over viser at driftsinntektene har hatt en gjennomsnittlig økning på 19,96% fra 2015 til 2018. Dette er tall som er hentet fra tidligere publiserte årsrapporter og kvartalsrapporten for Q4 i 2018. Med utgangspunkt i Norwegian sin sterke posisjon i det Nordiske markedet og deres pågående satsning på langdistanseruter, og deres investering og utvidelse av flyflåten ser vi det som hensiktsmessig med en fortsatt stor vekst de kommende årene. Vi ser en stigning i veksten for hvert år, og vi vil dermed bruke snittet av de foregående års vekst til å predikere driftsinntektene de fire neste årene.

År	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	48 301 977,74	57 942 433,45	69 507 000,56	83 379 707,05
Endring	8 036 477,74	9 640 455,70	11 564 567,11	13 872 706,49
Endring i %	19,96 %	19,96 %	19,96 %	19,96 %

Tabell 3 – Predikerte driftsinntekter, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

6.2 Driftskostnader

Driftskostnadene i selskapet består i all hovedsak av drivstoff, lønn, flyplassavgifter, leasing, avskrivninger og nedskrivninger. For å kunne regne på fremtidige kontantstrømmer har vi valgt å dele opp driftskostnadene til avskrivninger og nedskrivninger i en kategori, og andre driftskostnader i en annen.

Fra regnskapsanalysen vet vi at Norwegian har høye kostnader i forhold til inntekter. Som nevnt i den strategiske analysen har dette blitt en gjenganger for mange flyselskaper. Alle tallene som blir brukt fra tidligere år er tatt fra årsrapportene til Norwegian i 2017 og 2015, i tillegg til kvartalsrapporten for Q4 2018.

6.2.1 Avskrivninger og nedskrivninger

I årsrapporten til Norwegian er avskrivninger og nedskrivninger angitt som “Depreciation, amortization and impairment”. Disse kostnadene er ikke inkludert i kontantstrømmen, men siden de har skattemessige virkninger er det nødvendig å inkludere de.

År	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	22 491 148,00	26 054 525,00	30 948 264,00	40 265 500,00
Avskrivninger og nedskrivninger	1 133 287,00	1 295 825,00	2 060 979,00	1 667 600,00
% av inntekt:	5,04 %	4,97 %	6,66 %	4,14 %
Snitt (% av inntekt)				5,20 %

Tabell 4 – Historiske avskrivninger og nedskrivninger, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

Ved beregning av avskrivninger for de kommende årene fant vi det mest hensiktsmessig å koble disse opp mot selskapets kommende investeringer i fly. I investorpresentasjonen publisert på selskapets nettsider legger de frem en oversikt over kommende endringer i flyparken frem til og med 2021. (Disse opplysningene blir mer utfyllende behandlet lenger ned i denne delen, under investeringer.) I selskapets årsrapport for 2017 kommer det frem at i regnskapene blir fly avskrevet lineært, med utgangspunkt i en forventet økonomisk levetid på 25 år (Norwegian, 2018). Når selskapet i 2019 har planlagte netto investeringer på i overkant av 11,5 milliarder norske kroner, fører dette til en økning i årets avskrivninger på omkring 460 millioner.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Avskrivninger start	1 667 600	1 667 600	2 131 445	3 069 643	3 939 192
Netto investeringer		11596117	23454950	21738740	0
Økning avskrivning (1/25 av investering)		463844,68	938198	869549,6	0
Totale avskrivninger i året	1 667 600,0	2 131 444,7	3 069 642,7	3 939 192,3	3 939 192,3

Tabell 5 – Predikerte avskrivninger og nedskrivninger, 2018-2022. Tall i 1000NOK

6.2.2 Varekostnader

Selskapets varekostnader utgjør store deler av de totale driftskostnadene. Varekostnadene innebærer drivstoff, salgs- og distribusjonskostnader, leasing, flyplassavgift og andre kostnader knyttet til vedlikehold av flyene. De fremtidige varekostnadene har vi valgt å estimere ut fra driftsinntektene.

År	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 500
Varekostnader	15 839 048	18 024 344	24 021 594	32 964 000
% av driftsinntekt	70,42 %	69,18 %	77,62 %	81,87 %
Snitt				75,54 %

Tabell 6 – Historiske varekostnader, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

Tabellen viser at varekostnadene i snitt har utgjort 75,54% av driftsinntektene gjennom de fire siste årene.

År	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	48 301 977	57 942 433	69 507 000	83 379 707
Varekostnader	36 486 968	43 769 299	52 505 090	62 984 433
% av driftsinntekt	75,54 %	75,54 %	75,54 %	75,54 %

Tabell 7 – Predikerte varekostnader, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

6.2.3 Andre driftskostnader

Som andre driftskostnader inkluderer vi de resterende kostnadene, som lønn, markedsførings- og administrasjonskostnader. Dette er kostnader som ses på som faste, og som dermed ikke øker med driftsinntekten.

År	2015	2016	2017	2018
Lønnskostnader	3 433 703	3 971 412	5 316 253	6 664 600
Andre kostnader	1 263 200	1 519 100	1 983 700	2 820 000
Andre kostnader/inntekter	474 134	-680 513	-432 151	0
Sum faste kostnader	5 171 037	4 809 999	6 867 802	9 484 600
Sum endring driftskostnad	328 722	-361 038	2 057 803	2 616 798
% endring	6,79 %	-6,98 %	42,78 %	38,10 %
Snitt				20,17 %

Tabell 8 – Historiske andre driftskostnader, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

Tabellen viser at de faste kostnadene i snitt har hatt en økning på 20,17% gjennom de fire siste årene.

År	2019	2020	2021	2022
Sum faste kostnader	10 907 290	12 543 383	14 424 891	16 588 624
% endring	15 %	15 %	15 %	15 %

Tabell 9 – Predikerte andre driftskostnader, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

Vi syntes dog en økning på 20,17% er relativt høyt, og setter den dermed ned til 15% for de neste fire årene.

6.3 Endring av arbeidskapital

Arbeidskapitalen er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2017). Til kontantstrømmen skal vi finne endringen i varelageret, kundefordringene og leverandørgjelden i de gjeldende årene.

6.3.1 Endring varelager

Varelageret er oppgitt som “Inventory” i årsrapporten. Norwegian har over årene hatt en svært lav andel varelager i forhold til driftsinntekter, som vi kan se i tabell 10. Årsaken til dette er at selskapet naturligvis har en stor andel anleggsmidler i form av fly.

År	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	22 491 148,00	26 054 525,00	30 948 264,00	40 265 500,00
Varelager	104 141,00	102 465,00	101 890,00	167 300,00
% av inntekt	0,4630 %	0,3933 %	0,3292 %	0,4155 %
Snitt (% av inntekt)				0,4050 %
Endring varelager	21 290,00	-1 676,00	-575,00	65 410,00

Tabell 10 – Historisk endring varelager, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

De siste tre årene har varelageret i gjennomsnitt utgjort 0,4050% av driftsinntektene. Vi antar at denne andelen leverandørgjeld holdes gjennom de neste fem årene.

År	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	48 301 977,74	57 942 433,45	69 507 000,56	83 379 707,05
Varelager	195 625,70	234 670,08	281 507,22	337 692,45
% av inntekt	0,4050 %	0,4050 %	0,4050 %	0,4050 %
Endring varelager	28 325,70	39 044,38	46 837,14	56 185,23

Tabell 11 – Predikert endring varelager, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

Vi ser av Tabell 11 at varelageret, ifølge våre beregninger, er estimert til å øke over alle de fire kommende årene. Dette korrelerer med den jevne økningen i driftsinntekter som vi har estimert.

6.3.2 Endringer i kundefordringer

Kundefordringene er oppgitt i årsrapporten til Norwegian som “Trades and other receivables”, og tilhører omløpsmidlene slik som varelageret. Tallene er hentet fra Norwegian sine Annual Report 2015, Annual Report 2017 og kvartalsrapporten Q4 2018.

År	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	22 491 148,00	26 054 525,00	30 948 264,00	40 265 500,00
Kundefordringer	2 471 465,00	2 835 342,00	4 262 193,00	6 752 600,00
% av inntekt	10,99 %	10,88 %	13,77 %	16,77 %
Snitt (% av inntekt)				12,71 %
Endring kundefordringer	291 496,00	363 877,00	1 426 851,00	2 490 407,00

Tabell 12 – Historisk endring kundefordringer, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

År	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	48 301 977,74	57 942 433,45	69 507 000,56	83 379 707,05
Kundefordringer	6 141 070,43	7 366 749,38	8 837 058,14	10 600 821,69
% av inntekt	12,71 %	12,71 %	12,71 %	12,71 %
Endring kundefordringer	-611 529,57	1 225 678,95	1 470 308,76	1 763 763,55

Tabell 13 – Predikert endring kundefordringer, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

6.3.3 Endringer i leverandørgjeld

For å beregne fremtidig leverandørgjeld har vi valgt å gå ut ifra endringer i varekostnaden. Dette tror vi vil gi et mer nøyaktig bilde av leverandørgjelden. Leverandørgjeld utgjør kjøp av varer og tjenester på kreditt (Kristoffersen, 2017). I årsrapportene er leverandørgjelden ført opp som "Trade and other payables". Varekostnader fra tidligere år er hentet fra proff.no, og fremtidige varekostnader er estimert ved å beregne gjennomsnittlig prosent av driftsinntekter fra tidligere år.

År	2015	2016	2017	2018
Varekostnad	15 839 048,00	18 024 344,00	24 021 594,00	32 687 800,00
% av driftsinntekt	70,42 %	69,18 %	77,62 %	81,18 %
Snitt (% av inntekt)				75,40 %
Leverandørgjeld	2 862 566,00	3 881 684,00	5 568 261,00	9 402 600,00
% av varekostnad	18,07 %	21,54 %	23,18 %	28,76 %
Snitt (% av varekostnad)				21,80 %
Endring leverandørgjeld	182 121,00	1 019 118,00	1 686 577,00	3 834 339,00

Tabell 14 – Historisk endring leverandørgjeld, 2015-2018. Tall i 1000 NOK

År	2019	2020	2021	2022
Varekostnad	36 420 703,00	43 689 808,54	52 409 734,38	62 870 045,66
% av driftsinntekt	75,40 %	75,40 %	75,40 %	75,40 %
Leverandørgjeld	7 940 033,08	9 524 761,92	11 425 782,33	13 706 222,04
% av varekostnad	21,80 %	21,80 %	21,80 %	21,80 %
Endring leverandørgjeld	-1 462 566,92	1 584 728,84	1 901 020,41	2 280 439,72

Tabell 15 - Predikert endring leverandørgjeld, 2019-2022. Tall i 1000 NOK

6.4 Investeringer

Den siste delen som er knyttet til kontantstrømsanalysen, er investeringer. Her er det snakk om kjøp og salg av varige driftsmidler. Vi har i denne delen tatt for oss de netto investeringene til selskapet, noe som vil si kjøp minus salg.

For å beregne fremtidige investeringer har vi i denne oppgaven valgt å se bort i fra investeringer som ikke omhandler kjøp og salg av fly. I årsrapportene til Norwegian er materielle eiendeler delt opp i ulike kategorier. Av disse tallene ser vi at fly utgjør mesteparten av Norwegian's bokførte verdi av anleggsmidler. Dessuten har verdien av anleggsmidler utenom det som inngår i fly, sett ut til å ligge på et nokså jevnt verdinivå de siste årene, med få nye investeringer. I 2017 utgjorde disse andre anleggsmidlene i underkant av 2 % av den totale balanseverdien på investeringene. (Årsrapport 2017, norwegian.no). Vi forutsetter at disse summene ikke vil endres drastisk de neste årene, på grunnlag av de minimale endringene fra tidligere år. Vi har derfor valgt å se bort i fra andre anleggsmidler ved beregningen av fremtidige investeringer.

De største investeringene Norwegian gjør, er i fly. I tabellen under har vi informasjon om flykjøp og -salg fram til 2021, med informasjon hentet fra investorpresentasjon presentert i 2019. Den viser endringene i flyflåten hos Norwegian. Dette bruker vi videre til å se på investeringene og salgene Norwegian skal gjøre i forbindelse med fly de neste årene.

År	2016	2017	2018	2019	2020	2021
A321 LR owned	0	0	0	0	12	22
B737MAX8 owned	0	6	16	32	56	84
B737MAX8 leased	0	0	2	2	2	2
B787-8/B787-9 owned	3	7	12	17	22	22
B787-8/B787-9 leased	9	14	20	20	20	18
B737-800 owned	64	53	52	45	45	45
B737-800 leased	40	64	62	61	54	43
Totale fly	116	144	164	177	211	236

Tabell 16 - Kjøp og salg av antall fly, 2016-2021.

Informasjonen om salg og kjøp av fly er definert i tabellene nedenfor. For priser av kjøp av fly, har vi tatt utgangspunkt i en artikkel fra 2012. Artikkelen skrevet på E24 forteller om Norwegian sitt kjøp av 222 nye fly til en samlet prislapp på 127 milliarder kroner. (E24.no, 2012) Dette gir en gjennomsnittlig kjøpspris på 572 millioner kroner per fly.

Kjøp av fly:	2017	2018	2019	2020	2021
Antall fly	4	15	21	41	38
Snittpris per fly	572 072	572 072	572 072	572 072	572 072
Sum kjøp av fly	2 288 288	8 581 081	12 013 513	23 454 954	21 738 738

Tabell 17 – Kostnader ved kjøp av fly, 2017-2021. Tall i 1000 NOK

Norwegian har en primær plan på å selge Boeing 737-800. Allerede i 2017 solgte de 11 av disse flyene, noe som ble regnskapsført som 655 millioner kroner i årsrapporten (Annual Report Norwegian, 2017). Dette gir en salgspris på 59 millioner kroner per fly, noe vi antar at salgsprisen også vil være på flyene for 2018 og 2019.

Salg av fly:	2017	2018	2019	2020	2021
Antall fly	11	1	7	0	0
Snittpris per fly	59 627	59 627	59 627	59 627	59 627
Sum salg av fly	655 904	59 627	417 393	0	0

Tabell 18 – Salg av fly, 2017-2021. Tall i 1000 NOK

Vi har ingen informasjon om selskapets kjøp og salg av fly for år 2022. Grunnet stort antall kjøp av fly i de tre neste årene, forutsetter vi at denne veksten i kjøp vil stoppe opp i år 2022.

Selskapet besitter også større eierandeler i andre selskaper. Her er det spesielle eierskapet i selskapet “Norwegian Finans Holding ASA”, bedre kjent som Bank Norwegian, som er dominerende. Ved årsslutt 2018 besitter Norwegian en eierpost på 16,40% i Bank Norwegian. Dette utgjør en verdi på totalt 2 052 029 394 kr, med utgangspunkt i en kurs på 67 kr (Årsrapport 2018 banknorwegian.no, 2019).

6.5 Kontantstrøm

Kontantstrømanalysen vår viser et kursmål på 50,04 norske kroner per 31.12.2018. Dette forutsetter en vekstrate på 3% og avkastningskrav på 6,88%. Disse verdiene gir oss en diskontert terminalverdi på 84,85 milliarder kroner. I tillegg til å trekke fra selskapets markedsverdi av netto rentebærende gjeld, må vi legge til Norwegians eierpost i Bank Norwegian. Denne eierposten har en markedsverdi på 2,05 milliarder kroner. Posten er i kontantstrømanalysen oppgitt som “Verdi finansielle eiendeler”.

<i>i NOK1000</i>					
År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	40 265 500	48 301 978	57 942 433	69 507 001	83 379 707
Varekostnader	-32 964 000	-36 486 968	-43 769 299	-52 505 090	-62 984 433
Faste kostnader	-9 484 600	-10 907 290	-12 543 383	-14 424 891	-16 588 624
Avskrivninger og nedskrivninger	-1 667 600	-2 131 446	-3 069 643	-3 939 192	-3 939 192
Driftsresultat	-3 850 700	-1 223 726	-1 439 891	-1 362 173	-132 542
Skatt 22%	-847 154	-269 220	-316 776	-299 678	-29 159
Avskrivninger og nedskrivninger	1 667 600	2 131 446	3 069 643	3 939 192	3 939 192
Endring varelager	65 410	28 326	39 044	46 837	56 185
Endring kundefordringer	2 490 407	-611 530	1 225 679	1 470 309	1 763 764
Endring leverandørgjeld	3 834 339	-1 462 567	1 584 729	1 470 309	2 280 440
Endring arbeidskapital	-1 278 522	879 363	-320 006	46 837	-460 491
Kontantstrøm fra drift	-57 424	297 576	2 266 533	2 829 860	4 296 300
Salg av fly	59 628	417 393	0	0	0
Kjøp av fly	-8 581 080	-12 013 510	-23 454 950	-21 738 740	0
Nettoendring investeringer	-8 521 452	-11 596 117	-23 454 950	-21 738 740	0
Fri kontantstrøm	-8 578 876	-11 298 540	-21 188 417	-18 908 880	4 296 300
Terminalverdi					110 729 389
Diskontert terminalverdi	84 854 938				
Nåverdi fri kontantstrøm	-53 185 806				
Nåverdi	31 669 132				
Verdi finansielle eiendeler (bank)	2 052 029				
Rentebærende gjeld	31 917 500				
Verdi EK	1 803 661				
Antall aksjer (i 1000 stk.)	35 760				
Aksjepris	50,44				

Tabell 19 – Kontantstrømanalyse i 1000 NOK

7 Sensitivitetsanalyse

For å teste hvor stabile våre verdier er, har vi valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Her ser vi på hvor sluttverdien vår reagerer på endringer i forholdsvis vekstfaktoren g og avkastningskravet WACC.

g/WACC	6,13 %	6,38 %	6,63 %	6,88 %	7,13 %	7,38 %	7,63 %
2,25 %	99,54	-63,41	-206,84	-333,94	-447,23	-548,74	-640,11
2,50 %	267,63	82,95	-78,4	-220,44	-346,31	-458,49	-559,01
2,75 %	460,59	249,47	66,59	-93,2	-233,86	-358,51	-469,6
3 %	684,37	440,62	231,55	50,44	-107,8	-247,1	-370,54
3,25 %	947,01	662,31	420,92	213,86	34,5	-122,22	-260,17
3,50 %	1259,57	922,49	640,53	401,46	196,4	18,77	-136,44
3,75 %	1637,8	1232,12	898,28	619,03	382,26	179,17	3,24

Tabell 20 - Sensitivitetsanalyse med utgangspunkt i aksjekursen fra kontantstrømsanalysen.

Som vi ser av tabellen over er aksjekursen svært sensitiv for endringer i vekstrate og avkastningskrav. Men en endring på 0,75% i alle retninger ut fra middelveiden, ser vi at aksjekursen varierer fra -640,11 til 1637,11 kroner. Dette er en total variasjon på over 2200. Et høyt avkastningskrav vil gi en lavere aksjeverdi, mens en høy vekstrate vil gi en høyere aksjekurs.

8 Konklusjon

Hensikten med vår semesteroppgave er å verdsette aksjekursen til Norwegian Air Shuttle ASA per 31.12.18. Vi har foretatt ulike analyser for selskapet, for å komme frem til en estimert verdi.

I vår strategiske analyse og Norwegian sine investeringsrapporter, ser vi at det blir satset på flere og nyere fly i de neste årene. Disse flyene vil sikre lavere klimautslipp og dermed også kostnader for selskapet. I tillegg til å senke kostnader vil de nye flyene bidra til å bedre Norwegians konkurransevne i forhold til større kapasitet.

Norwegian sikter seg inn på et lavprismarked, der et flysete ofte anses som et homogent produkt. Dette gjør at flyselskapene i dette markedet i hovedsak konkurrerer på pris. Med de høye kostnadene Norwegian har, gir dette lite lønnsomhet. Det ser vi av regnskapsanalysen vår.

Norwegians regnskap viser også at selskapet har en høy gjeldsgrad, der kortsiktig gjeld dominerer. Dette gjør at store deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Regnskapsanalysen vår viser at Norwegian er i en nedgangsperiode med blant annet lav lønnsomhet og likviditet. Av vår estimerte kontantstrømanalyse ser vi at denne nedgangen vil fortsette de neste årene, men jevnes ut etterhvert.

Ved beregning av WACC og vekst har vi brukt en risikofri rente på 1,68% og en markedsrisikopremie på 5%. Dette ga oss et estimert avkastningskrav på 6,88%. Med tanke på veksten har hatt, i tillegg til investeringer de har gjort, antar vi at selskapet mest sannsynlig vil fortsette denne veksten i tiden fremover. Derfor har vi satt en vekstrate på 3% ved utregning av terminalverdien.

Fra våre estimat for den videre driften og investeringene Norwegian skal gjøre, har vi kommet fram til en markedsverdi av selskapet på 1 803 661 000 NOK. Dette gir oss en aksjekurs på 50,44 NOK. Fra 31.12.18 var den virkelige markedsverdien til selskapet 6 204 360 000 NOK, der hver aksje hadde en pålydende verdi på 173,5 NOK. Ved å sammenligne dette, mener våre analyser at aksjen i dag er overpriset.

9 Svakheter ved oppgaven

Verdien vi har kommet frem til har flere potensielle feilkilder. Sensitivitetsanalysen vi har gjennomført viser at aksjekursen er svært sensitiv for endringer i WACC og vekstrate. Små variasjoner i disse tallene kan derfor gi unøyaktige svar.

WACC består av flere komponenter, og beta er en av disse. Beta er regnet ut ved å se på gjennomsnittlig avkastning på både aksjen til Norwegian og markedet. Våre beregninger ga oss en beta på 1,1. Vi vet at en matematisk utregning av beta, som vi har gjort, inneholder flere svakheter, og ikke nødvendigvis viser den reelle betaen. Det er naturlig å tenke at dette er en lav beta for et selskap som Norwegian, og verdien av beta er derfor en mulig feilkilde.

En annen mulig feilkilde i vår analyse ligger i kontantstrømmen. For å beregne nettoinvesteringer har vi brukt informasjon om kjøp og salg av fly som er offentliggjort av selskapet. Dette inkluderte investeringer frem til år 2021, og dermed mangler vi informasjon for det siste år. Informasjonen publisert av Norwegian inkluderer kun antall kjøp og salg av fly, men det er ikke oppgitt priser for flyene. Prisene for kjøp og salg har vi derfor beregnet selv ut fra artikler om antatte priser.

Vår kontantstrøm inkluderer estimerte varekostnader. Drivstoff er en stor del av disse kostnadene, og fluktuasjonen i prisene for drivstoff påvirker kontantstrømmen til selskapet stort. På grunn av stor risiko for endring i prisene på drivstoff, sikrer ledelsen seg ved å kjøpe terminkontrakter (forward contracts). Ledelsen har mulighet til å sikre prisen for 24 måneder fram i tid. Disse kontraktene blir regnskapsført med urealiserte tap/gevinst på drivstoffpriser. Dette er dog verdier vi ikke har tilgang på, og dermed ikke har mulighet til å kunne vurdere.

Som vi alle vet, opererer Norwegian på det internasjonale markedet. Dette innebærer at de får inn inntekter i ulike valutaer, noe som betyr at de også er sensitive mot endringer i alle mulige valutakurser. Denne sensitiviteten er en mulig feilkilde som ikke er tatt høyde for i vår kontantstrømanalyse.

10 Kilder

10.1 Bøker

- Brealey, M. Myers, S. Allen, F. (2016) *Principles of Corporate Finance, 12th edition*. McGraw-Hill Education.
- Framnes, R. Pettersen, A. og Thjømøe, H. (2018) *Markedsføringsledelse*, 9. utgave. Universitetsforlaget
- Jacobsen, D. I (2015) *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*, 3. utgave. Cappelen Damm Akademiske
- Kristoffersen, T (2016) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*, 5. utgave. Fagbokforlaget
- Porter, 1979 er dette en bok???
- Roos, G. Von Krogh, G. Roos, J. Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi – en innføring*, 6. utgave. Fagbokforlaget.
- Stiklestad, T. Solberg, F. Erichsen, M. (2017) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Fagbokforlaget.
- Trumpy, J. (2012) *Høyt spill: Norwegianers vei til himmels*. Kagge.

10.2 Nettsider

- Avinor (2018) *Elektriske fly*. Hentet fra: <https://avinor.no/konsern/miljo-og-samfunn/elfly/bilder> (Hentet 19. februar 2019)
- Bach og Lorentzen (2018) Tidligere SAS-topp tror både SAS og Norwegian blir kjøpt opp, *e24.no*. Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/luftfart/tidligere-sas-topp-tror-baade-sas-og-norwegian-blir-kjoept-opp/24406309> (Hentet 04. mars 2019)
- Bank Norwegian (2019), *Annual Report 2018*. Hentet fra: <https://www.banknorwegian.no/OmOss/InvestorRelations/GetDocument?id=fd1b17bc-41cd-4e26-b784-85436d1857fd>
- Brenna, T. (2017). Stadig flere eldre reiser utenlands, *dagbladet.no*. Hentet fra: <https://www.dagbladet.no/tema/stadig-flere-eldre-reiser-utenlands---na-blir-reiseforsikringen-dyrere/68750749> (Hentet 20. februar 2019)
- Høgseth, M og Lorentzen, M. (2018) Norwegian kan fortsette sin vekst, *e24.no*. Hentet fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/storbritannia-og-usa-inngaar-flyavtale-norwegian-kan-fortsette-sin-vekst/24504926> (Hentet 19. februar 2019)
- Investor relations Ryanair (2019). Hentet fra: <https://investor.ryanair.com/traffic/> (Hentet 19. februar 2019)
- Keilman, N og Phag, D. (2005) *Hvor lenge kommer vi til å leve?* Oslo: SSB. Hentet fra: <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/hvor-lenge-kommer-vi-til-aa-leve-levaalder-og-aldersmonster-for-dodeligheten-i-norge-1900-2060> (Hentet 26. februar 2019)
- Kristiansen, T. (2017) *Norge på flytopp*. Oslo: Framtiden i våre hender. Hentet fra: <https://www.framtiden.no/aktuelle-rapporter/811-norge-pa-flytoppen-2/file.html> (hentet 26. februar 2019)
- Mikalsen, K (2016) LO varsler rettssak mot staten for Norwegians bruk av thai-mannskap, *aftenposten.no*. Hentet fra: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/yRILe/LO-varsler-rettssak-mot-staten-for-Norwegians-bruk-av-thai-mannskap> (Hentet 19. februar 2019)
- Mikalsen, K. (2018) Dette er Europas største flyselskaper, *flysmart24.no*. Tilgjengelig fra: <https://flysmart24.no/2018/03/10/dette-er-europas-storste-flyselskaper/> (Hentet 04. mars 2019)

- Mikalsen, K. (2019) Norwegian kan få gjennombrudd, *flysmart24.no*. Hentet fra: https://flysmart24.no/2019/01/20/norwegian-kan-fa-gjennombrudd-lover-mange-nye-asia-ruter/?fbclid=IwAR0CPNgi_j_zRYyBHSjUMEl1_B6X8EnkL_P6kmTTDoEKupKvCtUJiHKYq04 (Hentet 26. februar 2019)
- Miljødirektoratet (2018) *Klimagassutslipp fra transport*. Hentet fra: <https://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/utslipp-av-klimagasser-fra-transport/> (Hentet 20. februar 2019)
- Norwegian (2018) *Annual Report 2017*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/investor-relations/annual-report-2017-interactive.pdf> (Hentet 5. februar 2019)
- Norwegian (2018) *Interim report Q4 2018*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/interim-reports/norwegian-q4-2018-report.pdf> (Hentet 19. februar 2019)
- Norwegian (2019) *Investor presentation 2019*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/norwegian---investor-presentation-seb-seminar-08.01.2019-.pdf> (Hentet 5. februar 2019)
- Norwegian (2019) *Vår historie*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/drift/> (Hentet 19. februar 2019)
- Norwegian.no (2019) *A sustainable business model*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/investor-relations/sustainable-business-model/> (Hentet 20. februar 2019)
- Norwegian.no (2019). *Innsjekking på flyplassen*. Hentet fra: <https://www.norwegian.no/reiseinformasjon/innsjekking-og-boarding/innsjekking-pa-flyplassen/> (Hentet 20. februar 2019)
- Oslo Børs, 2019, *Brent Spot Oil*. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/C:PBROUSDDBR%5CSP.IDCENE/overview> (Hentet den 20. februar 2019)
- Proff.no (2019). Nedlastningsdato: 22. januar 2019.
- PWC (2018) *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf> (Hentet 5. mars 2019)

- Rammen, K (2018) Oljeprisfallets innvirkning på drivstoff og flybillettpriser, *finanssans.no*. Hentet fra:
https://finanssans.no/oljeprisfallets-innvirkninger-pa-drivstoff-og-flybilletter?fbclid=IwAR2co1GakyPi6JGR0y5BMEkpkwIYUvsbuBYbIkvaMYfis8NcWY_PxGSsLqM (Hentet den 20. februar 2019)
- Regjeringen (2018), *Skattesatser 2019*. Hentet fra:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>
- Ripegutu, H (2018) Ryanair vil ikke satse i Norge, *nettavisen.no*. Hentet fra:
<https://www.nettavisen.no/na24/ryanair-vil-ikke-satse-i-norge/3423489624.html> (Hentet 19. februar 2019)
- Rudi, I. (2017). *Hva er Schengen-samarbeidet?* Hentet fra:
<https://ndla.no/subjects/subject:3/topic:1:58637/topic:1:178664/resource:1:129488> (Hentet 26. februar 2019)
- Thompson Reuters (2019). *Thompson Reuters Database*. Nedlastningsdato: 22.januar 2019.
- Thune-Larsen, H og Farstad, E (2018) Reisevaner på fly 2017. (TØI rapport 1646/2018) Oslo: Transportøkonomisk institutt. Hentet fra:
<https://www.toi.no/getfile.php?mmfileid=48774> (Hentet 06. februar 2019)
- Traffic figures December 2018 Norwegian (2018). Hentet fra:
<https://www.norwegian.no/globalassets/documents/traffic-figures/traffic-figures-december-2018.pdf> (Hentet 19. februar 2019)

