

Steffen Rommetveit  
Fredrik Tharaldsen  
Adrian Wagnild

# Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon

Veileder: Egil Matsen

April 2024



Steffen Rommetveit  
Fredrik Tharaldsen  
Adrian Wagnild

# **Verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA**

Valuation of Norwegian Air Shuttle ASA

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon  
Veileder: Egil Matsen  
April 2024

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



# FORORD

---

Denne oppgaven er skrevet som et ledd i studiet Økonomi og Administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Fagområdet oppgaven inngår i er «finansiell styring». Emnet er obligatorisk i sjette semester, og har et omfang på 7,5 studiepoeng.

Vi har valgt å verdsette Norwegian Air Shuttle ASA. Begrunnelsen bak en verdsettelsesoppgave er muligheten det gir til å kombinere en rekke fagområder, blant annet strategi, regnskap og finans. Selskapet ble valgt på bakgrunn av utfordringene og interessen tilknyttet selskapets økonomiske situasjon de siste årene og endringene bransjen står ovenfor.

Oppgaven har vært utfordrende, og det har vært nødvendig å ta begrensninger og personlige vurderinger. Likevel sitter vi igjen med en oppgave vi mener besvarer problemstillingen på en god måte. Vi er stolt over innsatsen vi har lagt ned og oppgaven vi leverer.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder ved NTNU Handelshøyskolen, Egil Matsen. I en oppgave hvor det har vært nødvendig med skjønnsmessige vurderinger og antakelser har det vært avgjørende å ha en god veileder å diskutere med. Her har Matsen vært til stor hjelp, og vi er svært fornøyde med den oppfølgingen vi har fått.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning. Oppgaven er skrevet med formål om faglig utbytte, og må ikke ses på som finansiell rådgivning.

## SAMMENDRAG

---

Formålet med oppgaven er å bestemme hva Norwegian Air Shuttle ASA er verdt per 13. mars 2024. Som grunnlag for verdivurdering har vi gjennomført en strategisk analyse og regnskapsanalyse som leder inn i en fundamental og markedsbasert vurdering.

Den strategiske analysen tar sikte på hvordan interne og eksterne faktorer vil gi merverdi eller ikke, og vil videre bli brukt i prognosen for fremtidige kontantstrømmer, samt for å justere den markedsbaserte verdsettelsen. Vi vurderer NAS valutaeksponering som deres største trussel i forhold deres konkurrenter.

Regnskapsanalysen ble benyttet for å danne et bilde av dagens og de siste års lønnsomhet og risiko, med mål om å kunne si noe om trendutviklingen. Covid-pandemien hadde stor innvirkning på NAS sine nøkkeltall. Trenden fremstår positiv etter restruktureringen, selv om datagrunnlaget kun er årene 2022 og 2023. Sammenlikningen viser også at NAS er i en tilfredsstillende økonomisk situasjon nå, relativt til konkurrentene.

I prediksjonen av fremtidige kontantstrømmer har vi sett på utviklingen i driftsinntekter og driftskostnader på bakgrunn av den strategiske analysen og tilgjengelig informasjon. Vår prognose tilsier en positiv vekst i årene som kommer, men i mindre grad enn hva IATA sine prognoser tilsier.

Basert på vår fundamentalanalyse er Norwegian Air Shuttle verdt 21,10 NOK per aksje per 13. mars 2024. Det tilsier en oppside på 20,43% fra dagens kurs på 17,52 NOK.

På bakgrunn av markedsbaserte multipler har vi verdsatt Norwegian Air Shuttle aksjen til 20,46 NOK. Dette gir en oppside på 16,75% fra kursen 13.03.2024 på 17,52.

Vi konkluderer med en kjøpsanbefaling med et kursmål per aksje i intervallet [20,46 – 21,10] NOK, som tilsier en oppside på 16,75% til 20,43%.

## ABSTRACT

---

The purpose of the assignment is to determine the value of Norwegian Air Shuttle ASA as of March 13, 2024. As a basis for valuation, we conducted a strategic analysis and financial analysis which leads into a market-based and absolute valuation.

The strategic analysis aims to assess how internal and external factors may add value or not and will further be used in forecasting future cash flows, as well as adjusting the market-based valuation. We consider NAS's currency exposure as their major threat compared to their competitors.

The financial analysis was utilized to assess the current and past years' profitability and risk, with the goal of understanding trend developments. The Covid pandemic had a significant impact on NAS's key figures. The trend appears positive after restructuring, although the data foundation is limited to the years 2022 and 2023. The comparison also indicates that NAS is in a satisfactory financial position now, relative to competitors.

In predicting future cash flows, we examined the development of operating revenues and expenses based on the strategic analysis and available information. Our forecast suggests positive growth in the coming years, although to a lesser extent than IATA forecasts.

Based on our fundamental analysis, Norwegian Air Shuttle is valued at 21,10 NOK per share as of March 13, 2024. This suggests an upside of 20,43% from the current price of 17,52 NOK.

Based on market-based multiples, we valued Norwegian Air Shuttle's stock at 20,46 NOK. This implies an upside of 16.75% from the price of 17,52 on March 13, 2024.

We conclude with a buy recommendation with a target price within the interval [20.46 – 21,10] NOK per share, which implies an upside potential of 16,75% to 20,43%.

# INNHALDSFORTEGNELSE

---

<b>3</b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b>1</b>
3.1	MOTIVASJON	1
3.2	PROBLEMSTILLING	1
3.3	AVGRENSNING	1
3.4	OPPBYGGING	2
<b>4</b>	<b><u>SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE</u></b>	<b>2</b>
4.1	LUFTFARTSBRANSJEN	2
4.2	NORWEGIAN	4
<b>5</b>	<b><u>STRATEGISK ANALYSE</u></b>	<b>5</b>
5.1	INTERN ANALYSE	5
5.2	EKSTERN ANALYSE	10
5.3	SWOT	18
<b>6</b>	<b><u>REGNSKAPSANALYSE</u></b>	<b>20</b>
6.1	REGNSKAPSSTANDARD HOS NORWEGIAN	20
6.2	NØKKELTALL FOR LIKVIDITET	21
6.3	NØKKELTALL FOR LØNNSOMHET	23
6.4	NØKKELTALL FOR FINANSIERING OG SOLIDITET	26
6.5	BRANSJESPEKIFIKKE NØKKELTALL	30
6.6	SAMMENLIGNING MED KONKURRENTER	32
<b>7</b>	<b><u>PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER</u></b>	<b>37</b>
7.1	DRIFTSINTEKTER	37
7.2	DRIFTSKOSTNADER	39
7.3	AVSKRIVNINGER, NEDSKRIVNINGER OG LEASING	41
7.4	ARBEIDSKAPITAL	42
7.5	INVESTERINGER	44



<b>7.6</b>	<b>TERMINALLEDD</b>	<b>45</b>
<b>8</b>	<b><u>AVKASTNINGSKRAV</u></b>	<b>45</b>
<b>8.1</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV PÅ GJELD</b>	<b>46</b>
<b>8.2</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITAL</b>	<b>47</b>
<b>8.3</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV PÅ TOTALKAPITAL (WACC)</b>	<b>50</b>
<b>9</b>	<b><u>SAMMENSETTING FUNDAMENTAL VERDSETTELSE</u></b>	<b>51</b>
<b>9.1</b>	<b>TERMINALVERDI</b>	<b>51</b>
<b>9.2</b>	<b>KONTANTSTRØMOPPSTILLING</b>	<b>52</b>
<b>10</b>	<b><u>MARKEDSBASERT VERDSETTELSE</u></b>	<b>53</b>
<b>10.1</b>	<b>PRICE TO EARNINGS</b>	<b>53</b>
<b>10.2</b>	<b>PRICE TO BOOK VALUE</b>	<b>55</b>
<b>10.3</b>	<b>PRICE TO SALES</b>	<b>57</b>
<b>10.4</b>	<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>58</b>
<b>10.5</b>	<b>SAMMENSETNING MARKEDSBASERT VERDSETTELSE</b>	<b>61</b>
<b>11</b>	<b><u>SENSITIVITETSANALYSE OG DISKUSJON</u></b>	<b>62</b>
<b>11.1</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE FUNDAMENTAL VERDSETTELSE</b>	<b>62</b>
<b>11.2</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE MARKEDSBASERT VERDSETTELSE</b>	<b>67</b>
<b>12</b>	<b><u>KONKLUSJON</u></b>	<b>68</b>
<b>13</b>	<b><u>SVAKHETER VED OPPGAVEN</u></b>	<b>68</b>
<b>13.1</b>	<b>SVAKHETER VED DEN STRATEGISKE ANALYSEN</b>	<b>69</b>
<b>13.2</b>	<b>SVAKHETER VED DEN FUNDAMENTALE VERDSETTELSEN</b>	<b>69</b>
<b>13.3</b>	<b>SVAKHETER VED DEN MARKEDSBASERTE VERDSETTELSEN</b>	<b>71</b>
<b>14</b>	<b><u>KILDER</u></b>	<b>72</b>

# 1 FIGURLISTE

---

<i>Figur 5.2.1 Utvikling i oljepris i perioden 2018-2023 (eia, 2024)</i> .....	12
<i>Figur 5.2.2a Vekslingsrate USD til NOK i perioden 2018-2023 (Norges Bank, 2024a)</i> .....	13
<i>Figur 5.2.2b Oljepris vs Jet Fuel pris (Indexmundi, 2024)</i> .....	16
<i>Figur 6.2.1 Utvikling i Likviditetsgrad 1 i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	21
<i>Figur 6.2.2 Utvikling i Arbeidskapital i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	22
<i>Figur 6.3.1 Driftsmargin i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	24
<i>Figur 6.3.2 Resultatmargin i perioden 2018 – 2023 (Norwegian, 2018 – 2023)</i> .....	25
<i>Figur 6.3.3 Totalkapitalrentabilitet i perioden 2018 – 2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	26
<i>Figur 6.4.1 Utvikling i Gjeldsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	27
<i>Figur 6.4.2 Utvikling i Rentedekningsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	28
<i>Figur 6.4.3 Utvikling i Egenkapitalandel i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	29
<i>Figur 6.4.3 Utvikling i Finansieringsgrad 1 i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	30
<i>Figur 6.5.1 Utvikling i Fyllingsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	31
<i>Figur 6.5.2 Utvikling i Yield og RASK i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)</i> .....	32
<i>Figur 6.6.1 Utvikling i Likviditetsgrad 1 for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)</i> .....	33
<i>Figur 6.6.2 Utvikling i Gjeldsgrad for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)</i> .....	34
<i>Figur 6.6.3a Utvikling i Totalkapitalrentabilitet for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)</i> .....	35
<i>Figur 6.6.4c Utvikling i Driftsmargin for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)</i> .....	36
<i>Figur 10.1: P/E Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d; Damodaran, 2024))</i> .....	54
<i>Figur 10.2: P/B Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)</i> .....	56
<i>Figur 10.3: P/S Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)</i> .....	57
<i>Figur 10.4.1: EV/EBIT Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)</i> .....	59
<i>Figur 10.4.2: EV/EBITDA Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)</i> .....	60

## 2 TABELLISTE

---

Tabell 4.2.5 20 største eierne i NAS(Norwegian, 2024j).....	5
Tabell 6.3.1 TKR tommelfingerregel (Kristoffersen, 2022, s. 455).....	26
Tabell 6.6.4 Utvikling i Fyllingsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023) .....	36
Tabell 7.1.1 Historiske driftsinntekter for Norwegian (Norwegian, 2018-2023).....	38
Tabell 7.1.2 Inntekt per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023) .....	38
Tabell 7.1.3 Inntekt per fly for Widerøe (Widerøe, 2018-2022).....	38
Tabell 7.1.4 Prognose for fremtidige driftsinntekter.....	39
Tabell 7.2.1a Historiske driftskostnader for Norwegian (Norwegian, 2018-2023) .....	39
Tabell 7.2.1b Kostnad per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023) .....	40
Tabell 7.2.1c Kostnad per fly for Norwegian (Widerøe, 2018-2022).....	40
Tabell 7.2.1d Prognose for fremtidige driftskostnader .....	41
Tabell 7.3.1 Avskrivninger per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023).....	41
Tabell 7.3.2 Avskrivninger og leasingkostnader per fly for Widerøe (Widerøe, 2018-2022) .....	41
Tabell 7.3.3 Prognose for fremtidige av/nedskrivninger og leasingkostnader.....	42
Tabell 7.4.1a Varelager i prosent av driftsinntekt for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023) .....	42
Tabell 7.4.1b Prognose for endring i varelager.....	43
Tabell 7.4.2a Kundefordringer i prosent av driftsinntekt for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023) .....	43
Tabell 7.4.2b Prognose for endring i kundefordringer.....	43
Tabell 7.4.3a Leverandørgjeld i prosent av varekostnad for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023) .....	44
Tabell 7.4.3b Prognose for endring i leverandørgjeld.....	44
Tabell 8.1.1a Utvikling i NAS sin effektive rente i perioden 2018-2022 (Norwegian, 2018-2022).....	46
Tabell 8.1.1b Vektet gjennomsnittlig rente på NAS sin gjeld (Norwegian, 2023).....	47
Tabell 9.1 Kontantstrømoppstilling/prognose for fremtidige kontantstrømmer.....	52
Tabell 10.5.1: Aksjeverdi med multipler .....	61
Tabell 10.5.2: Enterprise Verdi med multipler .....	62
Tabell 11.1.1a Sensitivitet for endringer i WACC og g.....	63
Tabell 11.1.1b Sensitivitet for endringer i skattesats og effektiv gjeldsrente .....	64
Tabell 11.1.1c Sensitivitet for endringer i aksjebeta og risikofri rente .....	65
Tabell 11.1.2a Sensitivitet for endringer i 2024 og 2025 kontantstrømmer.....	66
Tabell 11.1.2b Sensitivitet for endringer i 2026 og 2027 kontantstrømmer.....	66
Tabell 11.1.2c Sensitivitet for endringer i 2028 kontantstrøm og terminalleddet .....	66
Tabell 11.2.1 Sensitivitet for endringer i bransjens P/E og EPS NAS. ....	67
Tabell 11.2.2 Sensitivitet for endringer i bransjens P/B og Book Value NAS.....	68

## 3 INNLEDNING

---

### 3.1 MOTIVASJON

I denne bacheloroppgaven har vi valgt å gjøre en verdsettelse av flyselskapet Norwegian, heretter kalt NAS. Motivasjonen bak valget for selskap er sammensatt. Først og fremst finner vi det spennende at luftfartsindustrien er i stadig endring, og utsatt for politiske, økonomiske og regulatoriske restriksjoner. NAS, som en av de største aktørene på det norske luftfartsmarkedet, har de siste årene vært preget av pandemi og restruktureringer. Spesielt etter restruktureringen, syntes vi det er interessant å se hvilke endringer som har skjedd i selskapet, og hvordan verdien av selskapet er i dag.

På en annen side anser vi en verdsettelse av NAS som svært utfordrende, men også interessant. Flybransjen er stadig rammet av mindre eller større kriser, noe som vil gjøre arbeidet utfordrende, men også gi et enormt læringsutbytte for oss. Videre vil NAS' oppkjøp av Widerøe gi oss bredere innsikt i bransjen, og hvordan slike oppkjøp påvirker verdien til et selskap.

Vi ser på denne oppgaven som en stor mulighet for å forbedre våre analytiske ferdigheter, kritisk tenking og evne til å håndtere usikkerhet.

### 3.2 PROBLEMSTILLING

På bakgrunn av vår motivasjon har vi valgt følgende problemstilling:

*Hva er Norwegian Air Shuttle ASA verdt?*

### 3.3 AVGRENSNING

Oppgaven er basert på den informasjon som er offentlig tilgjengelig 20. mars. Dette betyr at verdsettelsesanalysen ikke tar hensyn til årsrapporten for 2023 som kommer 17. april. Videre har vi avgrenset regnskapsperioden som inngår i analysen til perioden 2018 til 2023. I

prognosen for fremtidige kontantstrømmer har vi begrenset perioden til 2024 til 2028, hvor resterende år vil være innlemmet i terminalleddet.

### **3.4 OPPBYGGING**

I kapittel 4 vil selskapet og bransjen de opererer i presenteres, før det i kapittel 5 blir gjennomført en strategisk analyse. Videre vil det i kapittel 6 gjøres en regnskapsanalyse med fokus på nøkkeltall, og i kapittel 7 vil det gjøres en prognose for fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet vil beregnes og diskuteres i kapittel 8, før den fundamentale verdien av selskapet beregnes i kapittel 9. I kapittel 10 gjennomføres en markedsbasert verdsettelse, og i kapittel 11 blir sensitivitetsanalysen presentert. Kapittel 12 konkluderer, og i kapittel 13 blir svakhetene med oppgaven diskutert.

## **4 SELSKAPS- OG BRANSJEBESKRIVELSE**

---

### **4.1 LUFTFARTSBRANSJEN**

Luftfartsbransjen består av en rekke industrier og sektorer, herunder produksjon og drift av fly. NAS og deres konkurrenter tilhører subsektoren Airlines. Denne subsektoren innebærer transport av passasjerer, både innenlands og utenlands. Luftfartsbransjen er en vesentlig del av norsk samferdsel, da det medbringer turisme og i tillegg fungerer som det eneste effektive transportmiddelet for flere mindre samfunn langs kysten. Samtidig har det historisk vært en tøff bransje å være investert i. Oljekriser, geopolitisk uro og pandemi har alle hatt stor innvirkning på drift. Det er også en svært kapitalkrevende bransje å operere i, med store kostnader knyttet til både daglig drift og innkjøp eller leie av fly.

#### **4.1.1 Historien til luftfartsbransjen**

Fly som transportmiddel har kommet en lang vei fra Wright-brødrenes historiske førsteflyvning i 1903. Den teknologiske videreutviklingen har medført et endret verdensbilde. Handels- og reiseruter som tidligere tok flere uker, kan nå tilbakelegges i løpet av timer.

Luftfart med motoriserte fly skjøt for alvor fart på 1920-tallet, hvor flyene gradvis ble utviklet til å ta flere passasjerer over lengre distanser. Etter hvert som teknologien utviklet seg ble fly et mer allment transportmiddel, med etablering av nye segment som eksempelvis lavpris.

I Norge startet bransjen med posttransport, før etableringen av Widerøe i 1934 og SAS og SAFE i påfølgende tiår. Nye ruter ble gradvis åpnet, og avstandene i vårt langstrakte land ble plutselig mindre (Tandberg & Engerengen, 2023). I dag er det kun igjen to aktører på det norske markedet, Norwegian og SAS.

#### **4.1.2 Konkurrenter**

EØS-avtalen medførte en rekke dereguleringer av innenlandstrafikken, noe som betydde økt konkurranse for de norske flyselskapene. Samtidig har avtalen gjort det mulig å konkurrere med utenlandske selskaper på internasjonale ruter. Innenlandsmarkedet er per i dag preget av få konkurrerende selskaper da nyetableringer som eksempelvis Flyn og tidligere etableringer som Braathens SAFE er slått konkurs eller kjøpt opp. Norsk lovgivning og holdning om arbeidsvilkår hindret også lavprisselskapet Wizz Air fra å få fotfeste i Norge. Samtidig ble det historierike Widerøe oppkjøpt av NAS etter endelig godkjenning fra konkurransetilsynet (Konkurransetilsynet, 2023). Innenlandsmarkedet er derfor å anse som et duopol bestående av NAS og SAS.

Selv om Norse Atlantic tok over langdistanserutene og flyene til NAS, er de fortsatt sterkt til stede på det europeiske markedet. Her er det flere større konkurrenter, også innen lavprissegmentet. Selskap lokalisert i land med svakere krav til eksempelvis arbeidsforhold gjør konkurransen på pris hard. Samtidig drar flere selskaper nytte av stordriftsfordeler når det gjelder slot-priser, fly-leasing og andre kostnader.

Vi anser NAS sine største konkurrenter på bakgrunn av overnevnte faktorer til å være SAS innenlands, men også internasjonalt. Samtidig anser vi andre børsnoterte selskaper innen lavprissegmentet som sterke konkurrenter. Disse inkluderer Ryanair og holdingsselskapet IAG. Analyse av konkurransen vil bli gjennomført senere i oppgaven.

## **4.2 NORWEGIAN**

### **4.2.1 Om selskapet**

Norwegian ble startet i 1993 av Bjørn Kjos og vokste til å bli en sterk merkevare på det norske markedet, som da i all hovedsak hadde blitt kontrollert av SAS. Strategien var vekst, noe de også oppnådde. I 2015 hadde Norwegian tatt igjen konkurrenten på antall flydde passasjerer. Nye ruter og mindre baser ute i Europa ble etablert, og ikke minst langdistanseruter over Atlanteren med nye Boeing 787 Dreamlinere. I årene som fulgte opplevde Norwegian kraftig økonomisk motgang, mye som følge av den raske ekspansjonen og flyforbud for Boeing 737-MAX som følge av ulykker i Etiopia og Indonesia. Det var derfor et lite solid selskap som gikk inn i Covid-pandemien. NAS søkte konkursbeskyttelse, noe de etter en total restrukturering forlot i 2021. Strategien er endret fra vekst til lønnsomhet, med et sterkt fokus på å kutte kostnader. Reisemålene inkluderer fortsatt kjente europeiske steder, og innlandstilbudet er i ferd med å bli sterkere enn noen gang gjennom anskaffelsen av Widerøe.

### **4.2.2 Visjon, mål og forretningsidé**

«To become Europe's most loved and trusted airline» er Norwegians uttalte visjon.

Dette innebærer en stolthet og nærhet til egne arbeidsoppgaver med kunden i fokus (Norwegian, 2024b). Forretningsideen er fortsatt å være et lavprisselskap, men strategien er tydelig endret. Etter restruktureringen er det en tydelig satsing på Norge spesielt, samt Norden og Europa. Lønnsomhet er satt i førersetet, og langdistansesatsingen skrotet (Norwegian, 2024a).

### **4.2.3 Selskapsstruktur**

Moderselskapet NAS har flere datterselskaper i utlandet. Konsernet er organisert i tre kjernevirksomheter: fly og eiendeler, flydrift og crew. Fly og eiendeler er eid gjennom datterselskap i Irland (Norwegian, 2024g). Dette vil vi komme nærmere tilbake til.

#### 4.2.4 Ledelse

I 2021 tiltrådte Geir Karlsen som ny konsernsjef. Internt var han tidligere finansdirektør, og har bred erfaring både nasjonalt og internasjonalt. Resterende av ledergruppen, samt styret, har også bred erfaring, både internt og fra andre selskaper.

#### 4.2.5 Eiere

De 20 største eierne i Norwegian eier per 31. desember omtrent 55% av selskapet. Den største eierposten innehar den norske utflytteren John Fredriksen. Sundt-familien har også en betydelig andel av selskapet. Videre har en rekke større institusjoner andeler i NAS, hvor staten via Folketrygdfondet er den største (Norwegian, 2024j). Det skal også presiseres at staten har utstedt 1,2 milliarder NOK i et hybridlån. Skulle de benytte seg av muligheten til å konvertere gjelden til aksjer, i mai, vil eierandelen ende på anslagsvis 11,4%. Gjennom opsjonsteori fremkommer det at en opsjon ikke bør benyttes før forfallsdato, og det er dermed en høy sannsynlighet for at konverteringen avventes for å innkassere ytterligere summer i form av renter (Valderhaug, 2021).

	Name	Country	Percent
1	Geveran Trading Company, Ltd.	Cyprus	13.9 %
2	Sundt AS	Norway	9.3 %
3	Folketrygdfondet	Norway	4.9 %
4	Ballyfin Aviation Limited	Ireland	3.3 %
5	Nordnet Bank AB.	Norway	3.1 %
6	Silver Point Capital, L.P.	United States	2.7 %
7	Handelsbanken Kapitalförvaltning AB	Sweden	2.5 %
8	Avanza Bank AB	Sweden	2.3 %
9	Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Varna	Finland	1.6 %
10	KLP Fondsforvaltning AS	Norway	1.6 %
11	Svelland Capital (UK) Ltd	United Kingdom	1.5 %
12	DNB Asset Management AS	Norway	1.3 %
13	Nordea Funds Oy	Finland	1.1 %
14	Contrarian Capital Management, LLC	United States	1.1 %
15	Brumm AS	Norway	1.0 %
16	American Century Investment Management, Inc.	United States	0.9 %
17	Swedbank AB	Sweden	0.8 %
18	Cape Invest AS	Norway	0.8 %
19	HSBC Continental Europe S.A., Germany	Germany	0.7 %
20	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	United States	0.7 %
	<b>Top 20 shareholders</b>		<b>55.1 %</b>
	Other shareholders		45.2 %
	Total number of shares		100.0 %

Tabell 4.2.5 20 største eierne i NAS(Norwegian, 2024j).

## 5 STRATEGISK ANALYSE

### 5.1 INTERN ANALYSE

I den interne analysen ser vi på bedriftens styrker og svakheter. Enkelt forklart handler den interne analysen om faktorer bedriften kan gjøre noe med. Videre kan man bruke ulike verktøy for å avdekke disse faktorene, vi vil her gjennomføre en VRIO analyse.



### 5.1.1 VRIO

For å definere NAS' konkurransefortrinn kan Barnys (1997) VRIO-analyse være et nyttig verktøy. I modellen skal man ifølge Erichsen, Solberg, & Stiklestad (2022, s. 211) stille seg følgende spørsmål:

1. **V** (*Value/Verdi*)
  - Hvor verdifulle er våre ressurser for våre kunder/interessenter?
2. **R** (*Rarity/Sjeldenhet*)
  - Hvor sjeldne er våre ressurser i markedet?
3. **I** (*Imitability/Imiterbarhet*)
  - Hvor enkle er våre ressurser å kopiere eller imitere for våre konkurrenter?
4. **O** (*Organization/Organisering*)
  - Hvordan er vi organisert for å ivareta eller videreutvikle våre ressurser?

En av Barneys konklusjoner er at immaterielle ressurser som merkevare og kultur, lettere kan bli langvarige, da de er vanskeligere å imitere. Videre hevder han at virksomheter som ikke utvikler seg kan ende opp med ikke etterspurt kompetanse (Erichsen, et al., 2022, ss. 211-212). Vi skal nå se på NAS' immaterielle og materielle ressurser, med utgangspunkt i VRIO modellen.

#### ***Rutenettverk***

NAS' har et sterkt rutenettverk i Norden, med størst markedsandel i Norge, og nest størst i Danmark, Sverige og Finland (Norwegian, 2023). Denne posisjonen vil gjøre det lett å velge Norwegian. Videre styrker det mulighetene for praktiske mellomlandinger. Denne muligheten styrkes ytterligere av NAS' oppkjøp av Widerøe i 2023, som vil bidra til en sømløs reiseopplevelse på tvers av selskapene (Norwegian, 2023). Disse mulighetene er utentvilt verdifulle for selskapet, da det øker etterspørselen etter deres tjenester. Det er nok også til en viss grad sjeldent, da Widerøes propellfly er nødvendig for å lande på enkelte, kortere rullebaner. Det er nok også ekstremt kostbart å skulle imitere, da det krever en bred flyflåte som vi vil komme inn på senere.

Videre gir mellomlandinger innad i samme selskap mulighet for å tilrettelegge for kortere mellomlandinger.

### ***Kundelojalitet***

Lavprisselskapet Norwegian slik vi kjenner det i dag har eksistert siden 2002, og de peker selv på kundelojalitet som en av sine konkurransefortrinn. Det virker også rimelig å anta at flypassasjerer ofte velger det «kjente og trygge». Dette skaper et etableringshinder for nye aktører i markedet. Noe man så tydelig når Flyr ikke klarte å fylle opp flyene sine, og dermed gikk konkurs i 2023. Både Norwegian og Widerøe scorer betraktelig høyere på både lojalitet og tilfredshet enn SAS (BI, 2023).

### ***Lojalitetsprogram***

NAS' lojalitetsprogram: Norwegian Reward, gir selskapet en egen valuta; «CashPoints». Med over 50 samarbeidspartnere, har kundene mange muligheter for å samle CashPoints som kan bidra til å fange kunden i deres nettverk. Dette har stor verdi for Norwegian.

Lojalitetsprogram er imidlertid ikke uvanlig i flybransjen, men kan være vanskelig for nye aktører å etablere i samme skala. Vi mener derfor det gir NAS et fortrinn over mindre selskaper som prøver å etablere seg.

### ***Samarbeidsavtaler for forretningsreiser***

Selv om forretningsreiser har hatt en markant nedgang siden før koronapandemien, er det fortsatt en stor del av luftfartsmarkedet (Engelsen, 2022; Norwegian, 2023). Dette er fordelaktig for NAS som i 2019 var Norges største aktør innen forretningsreiser (Norwegian, 2023). Det er klart at slike avtaler tar tid å få på plass. Videre vil NAS som stor aktør være mer ettertraktet og dermed stille sterkere ved forhandlingsbordet enn små oppstartede flyselskap (Arve Pettersen, 2021, s. 216). Det skal likevel sies at SAS også er en stor konkurrent innenfor forretningsreiser. NAS er organisert på en måte som gjør det enkelt for store og små selskaper å få en avtale, noe som kan sikre ledende posisjoner innenfor forretningsreiser også i fremtiden (Norwegian, 2024g). Igjen ser vi at NAS har et fortrinn over nyetableringer i Norge.

### ***E-Fuel fabrikk***

Istedenfor å satse på elektriske fly inngikk Norwegian i 2023 en avtale med Norsk E-Fuel om å bygge såkalt «E-Fuel» fabrikk på Mosjøen, og er i skrivende stund også medeier i selskapet (Norwegian, 2024b). Ifølge Norsk E-Fuel (u.å.) skal deres drivstoff ha opptil 99% mindre netto utslipp av drivstoffgasser. Norwegian har i dag 0,5% biodrivstoff i sin drivstoffblanding. Ved økt klimafokus og drivstoffavgifter, som vi vil komme tilbake til i den eksterne analysen, vil det kunne gi Norwegian et stort fortrinn. Den høye E-fuel prisen gjør tilgangen på slikt drivstoff både dyrt og vanskelig for konkurrenter. Dersom for eksempel SAS har råd til investeringen, eller myndighetene subsidierer bruk av biodrivstoff vil NAS miste konkurransefortrinnet sitt.

### ***Ledelse***

Kriser er et kjent fenomen i flybransjen. Aktørene må da være strukturert for å håndtere disse. Administrerende direktør Geir Karlsen har med sin bakgrunn i Golden Ocean Group og Songa Offshore, samt tidligere CFO av Norwegian god erfaring med nettopp kriser. Han tiltrådte som konsernsjef i 2021, midt under koronakrisen for flyindustrien (Norwegian, 2024d). Karlsen har ved å ta NAS helskinnet gjennom denne krisen bevist at han evner å lede et konsern i flybransjen gjennom krise. Det finnes nok imidlertid også andre ledere med godt rykte for krisehåndtering, og det gir ikke NAS noe over gjennomsnittlig konkurransefortrinn.

### ***Flyflåte / Flyordre***

Boeing og Airbus er utsolgt til 2030, og det er dermed svært vanskelig for flyselskapet å utvide flåten (Plucinka & Mackos, 2024; Karlsmoen, 2022). Norwegian har allerede en ordre på 50 fly som skal leveres i 2025 (Norwegian, 2024c). Dette gir dem et fortrinn med vekstmulighet over selskaper som ikke har det. Selskaper kan imidlertid trolig kjøpe fly på brukmarkedet, men mangel på nye fly vil nok svekke tilbudet også i dette markedet. Dermed har NAS et konkurransefortrinn her.

Videre har Norwegian kun fly av typen Boeing 737 (Norwegian, 2024c). Dette forenkler vedlikehold, og represjoner, samt opplæring av crew da de kun trenger å kurses på ett type fly. Innlemmelsen av Widerøe vil imidlertid gjøre at konsernet har flere typer fly. Samtidig har

konsernet fortsatt ikke noe langdistansealternativ etter at de solgte sine Dreamlinere i 2020 (Lorentzen, 2020). Dette er gjort og vi ser at NAS gjør det bedre etter endringen. Samtidig tvinger det passasjerer over til konkurrenter, som gir andre flyselskaper mulighet til å bygga lojalitet hos Norwegians kunder.

### ***Skattefordeler***

NAS er organisert med leasingavtaler og flyeierskap registrert i sitt datterselskap i Irland kalt Arctic Aviation Asset Ltd. (Norwegian, 2023). Dette gir NAS en fordel ved at Irland har svært lite skatt på flytrafikk (Transport & Environment, 2023). Det er imidlertid ikke særlig vanskelig for andre selskaper å gjøre det samme. Det er heller ikke gitt at denne skattepolitikken vil videreføres. Etikken rundt å flytte eiendeler ut av landet for skattefordel kan også diskuteres. Det kan også føre kunder imot selskapet.

### ***Eiere med langsiktig investeringshorisont***

Som vi så i selskapsbeskrivelsen har NAS i stor grad institusjonelle eiere med lang investeringshorisont. Dette kan indikere at investorer har troen på langsiktig verdistigning av selskapet, noe vi ser på som er godt tegn. Samtidig er deres største eier John Fredriksens Geveran Trading. Dette kan gjøre aksjekursen sensitiv til hans eventuelle utgang.

### ***Organisasjonskultur***

I 2022 bidro mer enn 150 ansatte for å oppdatere NAS' verdier. En slik prosess kan sikre at verdiene faktisk reflekterer kulturen i selskapet. Videre hevder NAS at de gjennom «et crew-vennlig» nettverk og sterk organisasjonskultur vil oppnå økt effektivitet og lavere driftskostnader (Norwegian, 2023). Organisasjonskultur er som nevnt immaterielt og vanskelig å imitere. Det må allikevel legges vekt på at det er NAS selv som hevder å ha en god organisasjonskultur, få selskaper vil nok hevde det motsatte om seg selv. Allikevel kan god organisasjonskultur nok bidra til økt effektivitet gjennom fokus, koordinering og stabilitet (Jacobsen & Thorsvik, 2007, s. 63). Videre har Norwegian eget flyplass-crew for å ta kontroll over hele reisen, noe som skal bidra til økt kundetilfredshet (Norwegian, 2023). Samtidig har Norwegian muligheten til å utstede denne driften til eksterne ved behov (Norwegian, 2023).

## 5.2 EKSTERN ANALYSE

I den eksterne analysen av NAS er målet å kartlegge muligheter og trusler som er tilknyttet forhold utenfor det NAS selv kan styre. Analysene det vil fokuseres på I denne delen omhandler en PESTEL analyse og en analyse av Porters fem konkurransekrefter. De to sistnevnte analysene, sammen med den interne analysen, danner så grunnlaget for en oppsummerende SWOT analyse (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2022, s. 200).

### 5.2.1 PESTEL

PESTEL analysen omhandler makroforhold rundt NAS' omgivelser, som de ikke selv kan påvirke. Analysen gir likevel et godt grunnlag for identifisering, analyse og strategiske beslutninger. PESTEL analysen omhandler makroforhold som politiske faktorer, økonomiske faktorer, sosiokulturelle faktorer, teknologiske faktorer, miljømessige faktorer og lovmessige faktorer (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2022, s. 201).

#### *Politiske faktorer*

De politiske faktorene dreier seg i hovedsak om hvordan staten direkte involverer seg i bransjen. I Norge har vi relativt stabile myndigheter, og faren for drastiske og hurtige endringer innenfor luftfartspolitikken er dermed lav. Likevel er Norge, som en del av EØS, også underlagt luftfartspolitik som fastsettes av EU, og vil dermed være eksponert for endringer i EUs politikk. Luftfartsbransjen er underlagt flere regulatoriske restriksjoner fra myndighetene. Restriksjonene omhandler blant annet passasjerrettigheter, flysikkerhet og luftfartsavgifter, som kan anses som særs viktige for NAS (Samferdselsdepartementet, 2023).

Rettighetene til flypassasjerer I Norge reguleres av EU og inneholder ulike krav som stilles til selskapet ved f.eks. kanselleringer og forsinkelser (Luftfartstilsynet, 2024). Ekstensive kanselleringer og forsinkelser kan medføre høye kostnader for flyselskapet, noe som gjør passasjerrettigheter til ett viktig punkt i implementeringen av strategi for selskapet.

Innen luftfartsbransjen er det flere avgifter. Det skilles hovedsakelig mellom avgifter som flyselskapene betaler for bruk av tjenester, og særavgifter som betales til staten. Avgiftene som betales for bruk av tjenester er lufthavnavgift og luftsikringsavgift, og det er like satser

for alle selskap. Likevel er det verdt å tenke over hvordan man kan redusere avgiftene ved optimalisering av flytilbudet. Særagiftene omfatter flypassasjeravgiften og ulike miljøavgifter. Flypassasjeravgiften var midlertidig opphevet under koronapandemien, men var fra 1.juli 2022 tilbake.

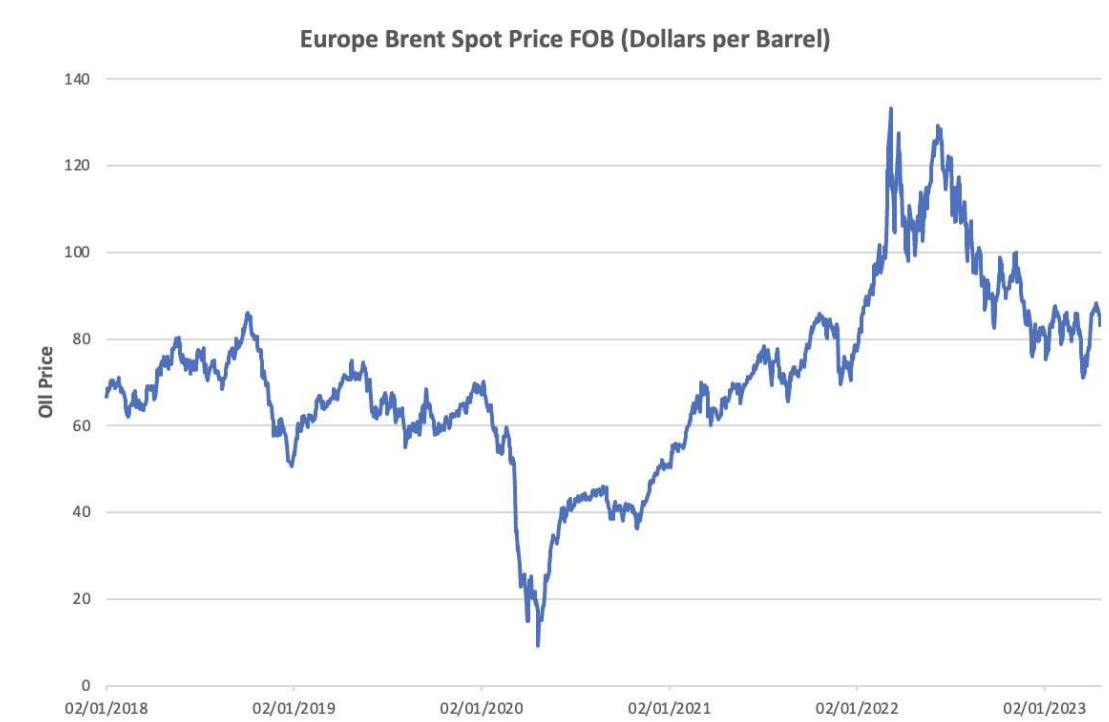
Miljø og bærekraft står sentralt i dagens samfunn. Luftfartsbransjen er kjent for å forårsake store utslipp, og myndighetene har pålagt flere avgifter for å redusere utslippene. Følgelig er det ikke uten grunn at NAS de siste årene har investert i nye fly, som skal være mer miljøvennlige (Norwegian, 2024e).

### ***Økonomiske faktorer***

Økonomiske faktorer innebærer flere punkter. De mest sentrale for flybransjen er rentenivå, inflasjon, valutakurs og energitilgang.

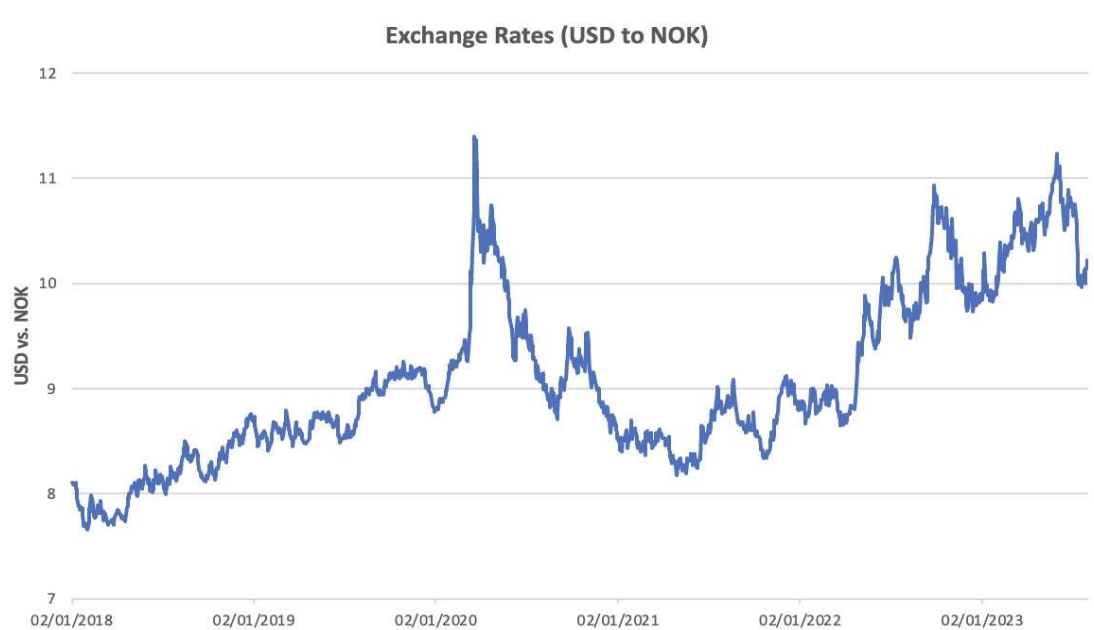
Rentenivået og inflasjonen har stor betydning for selskaper med gjeld. Før- og under koronapandemien var rentene i Norge svært lave, men de senere år har renten blitt satt opp på grunn av høy inflasjon. Når renten er høy, vil rentebetalings på gjelden være høy, noe som har medført økte kostnader for NAS I årene etter pandemien.

NAS er også svært eksponert for endringer i energitilgang, og da spesielt endringer i oljeprisen. For at NAS skal kunne drifte flyene sine er de avhengig av tilgang på drivstoff. Drivstoffet som brukes til fly er oljebasert, og følgelig er prisen på drivstoff sterkt eksponert for prisen på olje. Som følge av Russlands invasjon i Ukraina i 2022, ble tilgangen på olje redusert, og dermed gikk oljeprisen kraftig opp. Dette medførte store økninger i drivstoffkostnadene til NAS. Siden 2022 har oljeprisen gått gradvis nedover, men den er fortsatt høy (Norwegian, 2023).



Figur 5.2.1 Utvikling i oljepris i perioden 2018-2023 (eia, 2024)

I tillegg til rente og oljepris, spiller også valutakursen en sentral rolle for NAS. Store deler av utgiftene er i USD og EUR, mens inntektene er i NOK, SEK og DKK. Dette medfører en betydelig valutarisiko for selskapet. Endringer i valutakursen for de ulike landene vil derfor ha stor påvirkning på salgsinntektene og kostnadene til NAS (Norwegian, 2023).



Figur 5.2.2a Vekslingsrate USD til NOK i perioden 2018-2023 (Norges Bank, 2024a)

### ***Sosiokulturelle faktorer***

Nordmenn reiser rekordmye. I 2022 dro nordmenn på nesten 22 millioner reiser i eget land og totalt 29 millioner reiser (NTB, 2023). Likevel er det flere sosiokulturelle faktorer som påvirker hvor mye folk reiser, og som er viktige i implementeringen av strategi for NAS.

I forbindelse med koronapandemien ble det innført sterke tiltak for å hindre folk fra å omgås andre. Flere nye teknologiske løsninger ble tatt i bruk, som gjorde at mange kunne ha hjemmekontor. Etter pandemien har denne kulturen blitt værende, og forretningsfolk reiser mindre enn tidligere, noe som kan utgjøre en trussel for inntektene til NAS (Avinor, 2023).

Som nevnt under økonomiske faktorer, er renten og inflasjonen for tiden høy. Økt rente og høy inflasjon gjør at levekostnader for vanlige folk stiger, noe som kan føre til at folk ikke har råd til å reise. Betalingsvilligheten til folket står sentralt, dersom det blir en lengre periode med høye kostnader, kan betalingsvilligheten for flyreiser gå ned, noe som vil være dårlig nytt for flybransjen og NAS.



### ***Teknologiske faktorer***

Det er stadig utvikling av ny teknologi og innovative løsninger for flybransjen.

Digitaliseringen og teknologien som blir brukt i dag har gitt gode løsninger for blant annet kjøp av billetter, innsjekk og boarding, der behovet for personell og materiell har blitt redusert. De fleste flyselskap, inkludert NAS, har utviklet en egen app der man kan gjøre alle ovennevnte ting. Denne teknologien bringer flyselskapene nærmere i kostnader, noe som gjør det vanskelig å skille seg fra andre selskap.

Bransjen er i stadig utvikling, og i USA forskes det på muligheten for at fly kan lette vertikalt, samt at de vil få elektriske motorer (Lydersen, et al., 2020). Det som er viktig for NAS er at de klarer å veie opp kostnaden ved oppgradering/innovasjon mot de godene de vil få fra å oppgradere. Når elektriske fly kommer for alvor, vil det nok være vanskelig å forsvare å ikke bytte ut de nåværende flyene til fordel for elektriske. Dette er på grunn av den økte bevisstheten blant befolkningen og myndighetene på å bevare miljøet, og redusere de store utslippene fra flybransjen.

### ***Miljømessige faktorer***

Flybransjen står ovenfor betydelige utfordringer når det gjelder miljømessige forhold. En av de mest sentrale utfordringene er flyenes store utslipp av karbondioksid og andre klimagasser. Til tross for teknologiske fremskritt som har redusert utslipp betraktelig, forblir flyreiser en av de mest miljøkrevende formene for transport av passasjerer.

Behovet for å finne bærekraftige løsninger innenfor flybransjen har aldri vært større (Avinor, 2020). Flere og flere nordmenn bryr seg om klimaendringene, noe som medfører økt etterspørsel etter mer miljøvennlige alternativer, som tog. For å finne bærekraftige løsninger for flybransjen kreves det en stor innsats fra flyselskaper, flyprodusenter, myndigheter og andre interessenter.

Klimautfordringene fører også med seg mer ekstremvær, noe som til tider vil gjøre flyforholdene vanskeligere, som igjen vil føre til økt antall kanselleringer og forsinkelser (Miljødirektoratet, 2022). Følgelig vil også kostnadene for flyselskapene øke, og det vil bli vanskeligere å drive ett flyselskap hvor kundene kan stole på at de kommer seg fra A til B.

En faktor som henger sterkt sammen med de lovmessige faktorene er at flyselskaper i Norge er pålagt å kjøpe og bruke fossilfritt drivstoff. Regler satt av EU, sier at innen 2030 skal 6% av drivstoff til fly være fossilfritt, og at dette kommer til å øke gradvis for å nå 70% i 2050 (Norwegian, 2024f). NAS har nylig blitt medeier av Norsk E-Fuel, som skal produsere fossilfritt fly drivstoff. Som medeier her vil NAS ha et fortrinn mot andre utenlandske flyselskaper siden de får tidlig tilgang på slikt drivstoff. Denne avtalen vil hjelpe NAS sterkt mot sitt mål på 45% reduksjon i bruk av fossilfritt drivstoff innen 2030.

### ***Lovmessige faktorer***

De lovmessige faktorene som har størst innvirkning på flybransjen og NAS henger tett sammen med de politiske faktorene som er diskutert ovenfor. Myndighetene både i Norge og EU fastsetter de regulatoriske restriksjonene som gjelder for flybransjen. Disse restriksjonene er fastsatt med mål om at flytrafikken skal være effektiv, trygg og miljøvennlig (Samferdselsdepartementet, 2023). NAS og de andre flyselskapene er dermed eksponert for endringer i lovene som fastsettes av Staten og EU.

### **5.2.2 Porters fem konkurransekrefter**

For å analysere konkurransesituasjonen i bransjen gjennomføres en konkurrentanalyse. Modellen som vi velger å benytte er Porters fem konkurransekrefter. Disse konkurransekreftene er leverandører, kunder, dagens konkurransebilde, nye aktører og substitutter. (Erichsen, et al., 2022, s. 204).

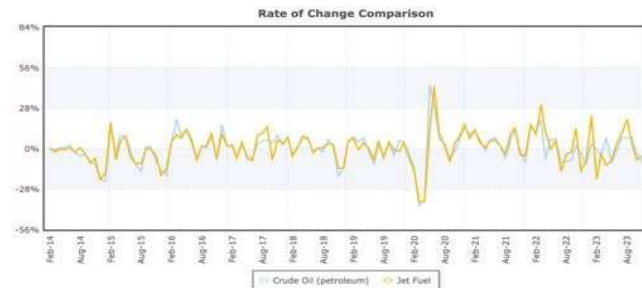
#### ***Leverandører***

NAS har mange leverandører av ulik størrelse. Flere av disse må sies å ha en relativt sterk forhandlingskraft ovenfor selskapet. Spesielt ønsker vi å bemerke leverandør av fly, både kjøp og leasing, drivstoff og europeiske flyplasser, mer spesifikt privateide.

Flyflåten til NAS består av flytyper levert av Boeing hvor henholdsvis 737-800 og 737 Max-8 utgjør den største andelen (Norwegian, 2024c). Markedet for passasjerfly er i all hovedsak styrt av to selskaper, Boeing og Airbus. Alternativkostnadene tilknyttet bytte av flyprodusent

er ofte høye grunnet krav til flytypespesifikk trening, regulert av EASA (EASA, 2024). Samtidig ser vi at NAS har hatt samtaler med Airbus den siste tiden, noe som kan tyde på at det kan bli aktuelt å anskaffe deres fly (Ekeseth, 2022a). Forhandlingskraften er likevel begrenset til tross for to konkurrerende aktører, da begge selskapene har full ordrebok ut 2030.

Drivstoff utgjør en betydelig andel av kostnadene til ethvert flyselskap, og man ser derfor at fly byttes ut oftere grunnet drivstoffeffektivitet. Det er flere store aktører som produserer flydrivstoff, og større selskaper vil dels ha forhandlingsmakt i forbindelse



Figur 5.2.2b Oljepris vs Jet Fuel pris (Indexmundi, 2024)

med stordriftsfordeler og andre faktorer. Likevel er det i størst grad oljeprisen som påvirker drivstoffkostnaden, og det vil derfor i større grad være aktuelt å se på ulike tiltak som kan gjøres for å hedge prisen. Noe som likevel må bemerkes er introduksjonen EU-krav om mer bærekraftig drivstoff. Som nevnt i den interne analysen, har NAS investert i et selskap som produserer E-fuel. Dette vil kunne være en stor fordel for selskapet, grunnet lettere og mulig billigere tilgang til mer bærekraftig drivstoff.

Videre utgjør kostnadene tilknyttet landing på flyplasser en stor del av driftskostnadene. Dette innebærer blant annet fly-slots. Ved de fleste offentlige flyplasser er disse kostnadene like, men forskjellen kan være stor ved privateide flyplasser. Eksempelvis har Ryanair har en betydelig lavere kostnadsbase enn mindre selskaper, fordi de har en større forhandlingskraft. Vi vurderer NAS' forhandlingsmakt som lav ovenfor flyplasser.

NAS' forhandlingsmakt over leverandørene er relativt lav, preget av en svak posisjon i forhold til større internasjonale flyselskaper. Samtidig anses investeringen i norske E-fuel å gi forhandlingsmakt, og konkurransefortrinn ovenfor andre flyselskaper.

## **Kunder**

Kundebasen er stor og lojal, med en høy betalingsvillighet (Norwegian, 2024h). Kundernes betalingsvillighet og lojalitet, i kombinasjon med lav konkurranse fra et svakt SAS, fører til en høy forhandlingsmakt over kundene.

Ved sterkere konkurranse vil forhandlingsmakten NAS har ovenfor kundene naturligvis svekkes, men merkevaren er sterk og faktorer som punktlighet, reisemål og bonusprogram vil kunne være dempende.

### ***Dagens konkurransebilde***

Dagens konkurransebilde er som nevnt preget av et duopol innenlands, og med sterk konkurranse på det europeiske markedet.

Etter Widerøes innlemmelse i NAS, er det kun SAS som per dags dato er en konkurrent på det norske markedet. SAS går nå gjennom en omfattende restrukturering, hvor Air France-KLM vil være en av de større eierne i det nye selskapet. Dette vil kunne bety en økt konkurranse både innenlands og utenlands. Et mer solid SAS vil høyst sannsynlig bety en sterkere operasjon med flere ruter og fly, noe som vil gi kundene et alternativ. Samtidig vil SAS dra fordeler av sin tilknytning til en stor aktør som Air France-KLM, grunnet deres posisjon i Europa. Dette vil kunne bety nordmenn som skal utenlands velger bort Norwegian til fordel for steder utenfor deres destinasjoner eller til en mulig lavere pris som stordriftsfordelene til Air France-KLM kan medføre.

Videre vil det nye SAS ha et vesentlig konkurransefortrinn ved å ha den danske stat på eiersiden. Kastrup flyplass er Danmarks største arbeidsplass, med omtrent 24 tusen arbeidsplasser (Hovland, et al., 2022). Det er naturlig at Danmark derfor ønsker å etablere Kastrup som en skandinavisk fly-hub for internasjonale flyvninger. Dette vil utgjøre en betydelig trussel for Norwegians operasjoner, da flere av de større norske byene kan nå direkte fra Kastrup.

Ryanair er en annen stor aktør på det europeiske markedet, og opererer i ultralavprissesegmentet. I samme kategori er også Wizz Air med andre aktører. Norwegians ulempe er at operasjoner i Norge innebærer en høyere kostnadsbase, spesielt med hensyn til avgifter og arbeidskraft. Å konkurrere på pris med nevnte aktører er derfor ikke en mulighet. Andre store selskaper inkluderer de innlemmet i konglomeratet International Aviation Group, IAG. Det skal likevel sies at Norwegian har et større utvalg av destinasjoner for norske kunder enn hva Ryanair og andre europeiske lavprisselskap har å tilby, noe som utgjør et viktig konkurransefortrinn.

## *Nyetableringer*

Flyr-konkurs og Wizz Air-exit fra innenlandsmarkedet har vist at det er vanskelig å etablere seg i Norge. Det må likevel antas at Ryanair eller andre aktører på sikt kommer til å ønske en større del av det norske markedet. Ryanair er allerede etablert ved Sandefjord Flyhavn Torp, og har økt tilstedeværelsen i Danmark. Dette utgjør en trussel mot NAS' inntekter, da de ikke er konkurransedyktige på samme ruter (Degnes & Lorentzen, 2023).

## *Substitutter*

På mange av rutene NAS opererer er det få hensiktsmessige substitutter. Tog vil være et substitutt på enkelte av rutene, eksempelvis Trondheim til Oslo. Vi anser trusselen fra substitutter som lav.

## **5.3 SWOT**

### **5.3.1 Styrker**

NAS' har med sitt oppkjøp av Widerøe utvidet sitt rutenettverk. Sammen med lojale og tilfredse kunder, samt forretningsavtaler ser vi positivt på NAS' fremtidige mulighet til å fylle flyene sine. Videre er NAS fremoverlente ved å ha investert i produksjon av E-fuel. Dette skal sikre lavere utslipp og at NAS opererer i henhold til både nasjonale og internasjonale retningslinjer. Det samme vil nye mer effektive fly som Norwegian får i 2025. De har også kun ett type fly, som gjør opplæring, vedlikehold og reparasjoner mer effektivt. Disse flyene er også registrert i Irland som gir NAS en skattefordel.

### **5.3.2 Svakheter**

Norwegian satser ikke på el-fly, ettersom de ikke har troen på denne teknologien for mellom- og langdistanseflyvninger. Store fremskritt i denne teknologien kan dermed se Norwegian falle bak sine konkurrenter. Videre kan en smal flyflåte uten alternativer for langdistanseflyvninger tvinge kunder over til konkurrenter. I tillegg kan endringer i skatteregler eller økt fokus i media sette en stopper for NAS lave skatter.

### **5.3.3 Muligheter**

Flybransjens stadige utvikling gjør det mulig for NAS å skaffe seg fortrinn dersom de satser på innovasjon innenfor de riktige områdene, og dermed kan være tidlig ute med endringer for hele bransjen. Gjennom innovasjon kan NAS også gjøre flyreiser lettere for passasjerer, og kutte i kostnader internt.

Videre har det norske flymarkedet få aktører, og med NAS som stor aktør stryker det deres forhandlingsmakt med kundene. Empiri viser også at det norske flymarkedet er tøft for nyetableringer. Videre er det norske kostnadsnivået på avgifter og arbeidskraft høyt, som gjør markedet vanskelig for ultra lavkostselskaper som Ryanair og Wizz air.

### **5.3.4 Trusler**

Noen av NAS' største trusler vil naturlig være statlige og internasjonale restriksjoner og avgifter i forbindelse med passasjerrettigheter, utslipp og reise, slik vi så under Covid-pandemien. NAS vil også tvinges til å oppdatere sin flyflåte etter hvert som det kommer mer effektive fly med tanke på utslipp.

Videre vil Norwegian påvirkes stort av den økonomiske situasjonen generelt. Høye renter, og svak krone vil medføre økte driftskostnader, samtidig som det vil gjøre det relativt dyrere for nordmenn å reise utenlands. Dette kan redusere etterspørselen etter flybilletter. Det samme gjør den økte bruken av hjemmekontor etter koronapandemien som at kuttet i bedriftseier.

I tillegg vurderer vi NAS' forhandlingsmakt ovenfor leverandører til å være lav, spesielt hos flyleverandører og flyplasser. Forhandlingsmakten hos kundene kan også svekkes ved nyetableringer som appellerer til kundene. Videre trues NAS av SAS' danske eierskap, med Kastrup lufthavn som skandinavisk hub. Det blir også med NAS' norske kostnadsnivå vanskelig å konkurrere med utenlandske aktører som Ryanair og Wizz Air. Avslutningsvis anser vi trusselen fra substitutter som tog som lav.

## 6 REGNSKAPSANALYSE

---

I dette kapitlet vil vi foreta en regnskapsanalyse for å få ett helhetlig bilde av NAS' økonomiske situasjon. Dette innebærer en analyse av sentrale nøkkeltall for likviditet, lønnsomhet og finansiering. I tillegg til de mer tradisjonelle nøkkeltallene vil vi også benytte oss av noen bransjespesifikke nøkkeltall, som fyllingsgrad, inntekter per flydde kilometer, og inntekter per inntektsgivende kilometer.

Formålet med regnskapsanalysen er å danne ett grunnlag for å beregne NAS' kontantstrømmer på en korrekt måte. Gjennom analysen vil vi få innsikt i hvordan selskapet gjør det som en helhet, og hvilken utvikling de har hatt de i perioden 2018-2023. Tallene er hentet fra årsrapportene til NAS i den aktuelle perioden gjennom årsrapportene. For 2023 er tallene hentet fra siste kvartalsrapport, da årsrapporten ikke enda er tilgjengelig (Norwegian, 2024j). Vi vil presisere at alle tallene i regnskapsanalysen er oppgitt i millioner NOK.

Enkelte av nøkkeltallene vi får ut av regnskapsanalysen, vil settes opp mot vanlige standarder for tilsvarende nøkkeltall innenfor flybransjen. Andre nøkkeltall fokuserer mer på å gi et sammenligningsgrunnlag opp mot konkurrentene som finnes i markedet. Spesielt vil tallet for likviditetsgrad være svært viktig, for å sikre at leverandører vil inngå gunstige avtaler med selskapet (Knardal & Sending, 2022, ss. 159-160). Før vi begynner å se på nøkkeltallene, vil det være sentralt å få en forståelse av hvilke regnskapsstandard NAS følger i sin regnskapsføring.

### 6.1 REGNSKAPSSTANDARD HOS NORWEGIAN

NAS fører regnskapet sitt etter standarden fastsatt i International Financial Reporting Standards (IFRS). Dette innebærer at regnskapet føres basert på vurderinger og estimater, noe som gjør at tallene som er oppgitt i regnskapet kan avvike noe fra de faktiske tallene (Norwegian, 2023). Selv om tallene kan avvike, er de basert på erfaring og andre faktorer fra personer som har gode forutsetninger for å gjøre nøyaktige estimater. Likevel kan flere selskaper ha insentiver for å utnytte denne standarden for å fremstille sin økonomiske situasjon som bedre enn den er. Dette er viktig å tenke over ved estimering av selskapets fremtidige kontantstrømmer.

## 6.2 NØKKELTALL FOR LIKVIDITET

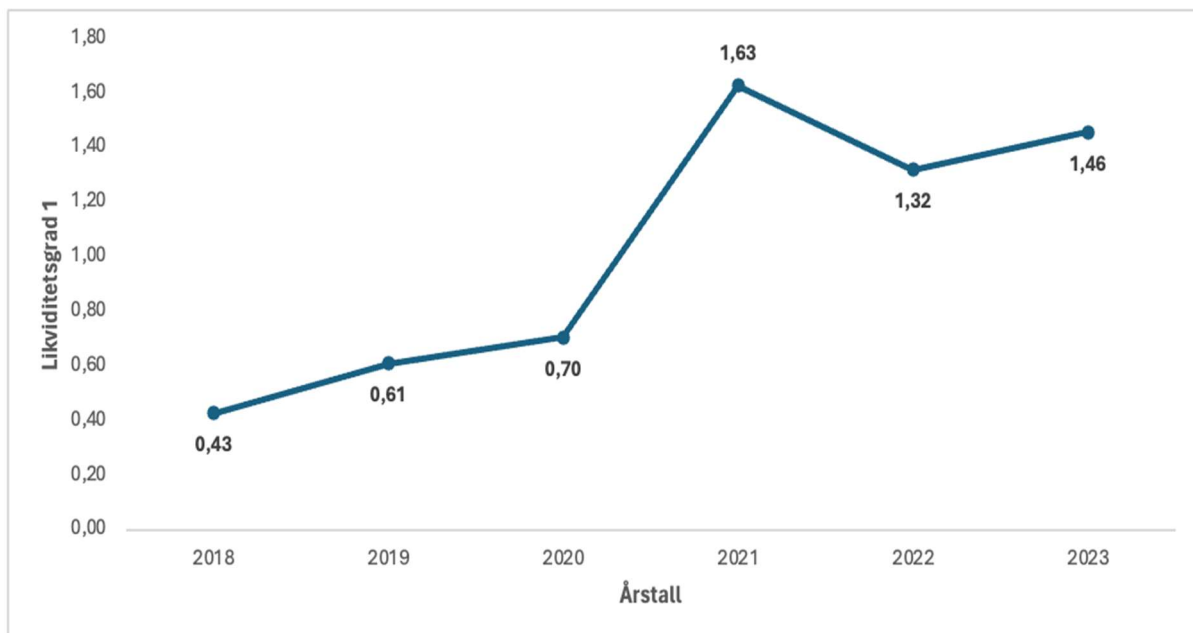
Nøkkeltallene for likviditet forteller oss om selskapets evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Nøkkeltallene for likviditet beregnes i hovedsak med basis i balansen, og da spesielt på bakgrunn av omløpsmidler og kortsiktig gjeld, da disse er å anse som de midlene som i størst grad påvirker likviditeten til selskapet (Knardal & Sending, 2022, s. 170).

### 6.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er det mest brukte nøkkeltallet for å måle evnen til å betale kortsiktig gjeld. Normalt sett skal likviditetsgrad 1 være på minst 2. I Norge er det derimot vanlig med en likviditetsgrad 1 som er på rundt 1,1-1,3, uten at dette betyr at selskapet har betalingsproblemer (Knardal & Sending, 2022, s. 170). Formelen for likviditetsgrad 1 er som følger:

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

Figur 7.2.1 nedenfor viser utviklingen i likviditetsgraden til NAS gjennom årene 2018 til 2023.



Figur 6.2.1 Utvikling i Likviditetsgrad 1 i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)



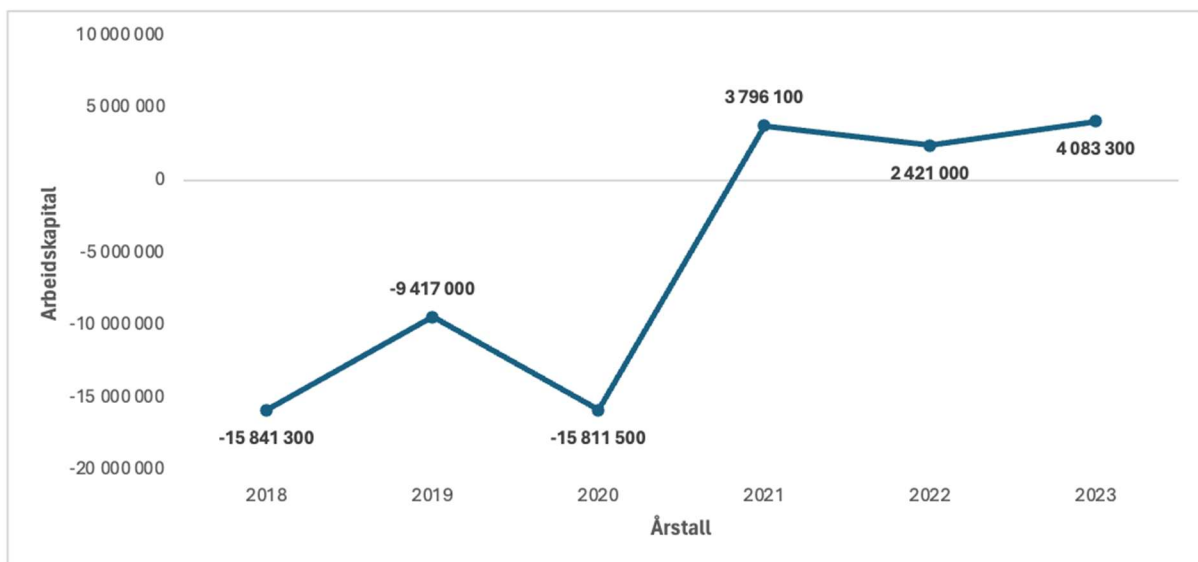
Av grafen ser vi at i årene 2018-2020 var likviditetsgraden under 1. I praksis betyr dette at NAS' kortsiktig gjeld oversteg omløpsmidlene, og dermed var å anse som lite likvide. Etter den totale restruktureringen av selskapet i 2021, samt at sjokket fra Covid-pandemien hadde lagt seg, ser vi at NAS har forbedret likviditetsgraden sin vesentlig. Likviditetsgraden ser også ut til å ha stabilisert seg noe på ett nivå som ligner normaliteten for norske selskaper.

## 6.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er ett annet viktig mål for likviditeten til ett selskap. Nøkkeltallet henger sterkt sammen med likviditetsgraden, og beregnes også på bakgrunn av omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør være positiv, da det indikerer at selskapet får inn nok midler til å dekke sine betalingsforpliktelser. Dersom arbeidskapitalen derimot er negativ, vil dette indikere at deler av anleggsmidlene til selskapet er finansiert med kortsiktig gjeld, noe som ikke er ønskelig (Knardal & Sending, 2022, ss. 170-171). Formel for beregning av arbeidskapital:

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

Figur 6.2.2 viser utviklingen i arbeidskapital over perioden 2018-2023 for NAS.



Figur 6.2.2 Utvikling i Arbeidskapital i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

I årene før restruktureringen av NAS ser vi at de hadde negativ arbeidskapital, noe som også indikeres av at likviditetsgraden deres var under 1. I praksis betyr dette at deler av anleggsmidlene til NAS var finansiert med kortsiktig gjeld, og at de ikke kunne møte sine kortsiktige betalingsforpliktelser. Etter restruktureringen fikk NAS gjort om deler av den kortsiktige gjelden sin til langsiktig, som videre har gitt positiv arbeidskapital for de påfølgende årene (Ekeseth, 2022b).

### **6.3 NØKKELTALL FOR LØNNSOMHET**

Når vi gjennom en regnskapsanalyse ser på lønnsomhet mener vi «bedriftens evne til å skape overskudd» (Kristoffersen, 2022, s. 449). For å kunne si noe om bedriftens lønnsomhet i fremtiden, må vi først forstå NAS' historiske lønnsomhet og faktorer som har påvirket den. På bakgrunn av restrukturering og koronapandemi med både negativt årsresultat og egenkapital vurderer vi at egenkapitalrentabilitet gir et dårlig mål få NAS' fremtidsutsikter og velger å ta det ut av analysen.

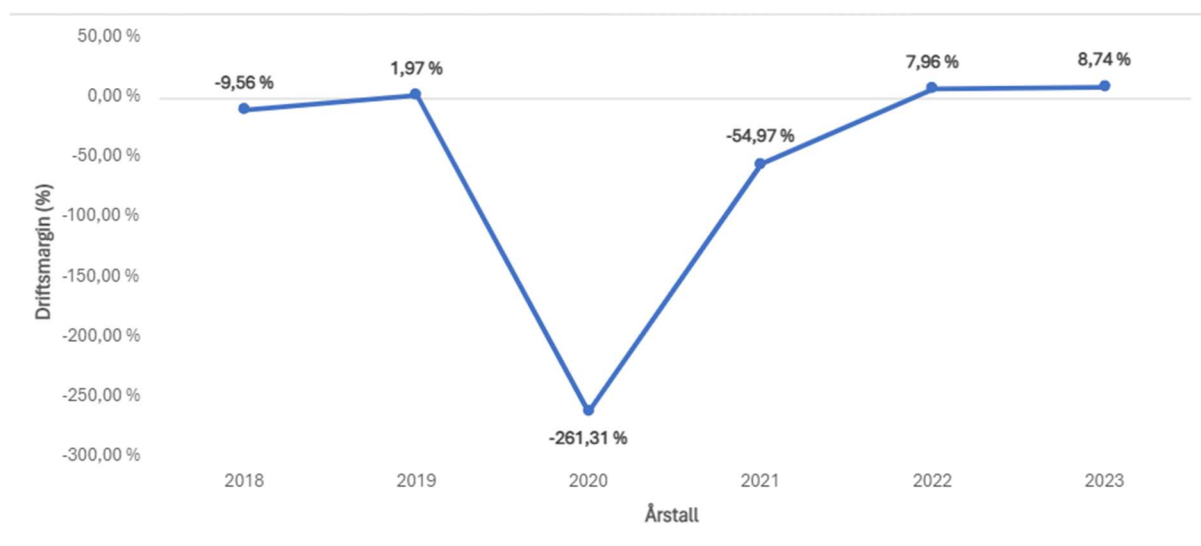
#### **6.3.1 Driftsmargin**

Når vi ser på driftsmargin regner vi hvor mye bedriften tjente i prosent av inntektene før vi tar hensyn til skatt og finansposter. (Kristoffersen, 2022, s. 453). En høy driftsmargin vil altså indikere at driftsinntektene ligger godt over driftskostnadene. Driftsmargin regnes ifølge Kristoffersen (2022, s. 452) ut med følgende formel:

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

Tallet gir et bedre bilde enn driftsresultatet ettersom det blir oppgitt i relativ prosent fremfor absolutte kroner. For et selskap som omsetter for 1 000 000 NOK vil et driftsresultat på

500 000 NOK være betraktelig bedre enn om de hadde omsatt for flere milliarder.



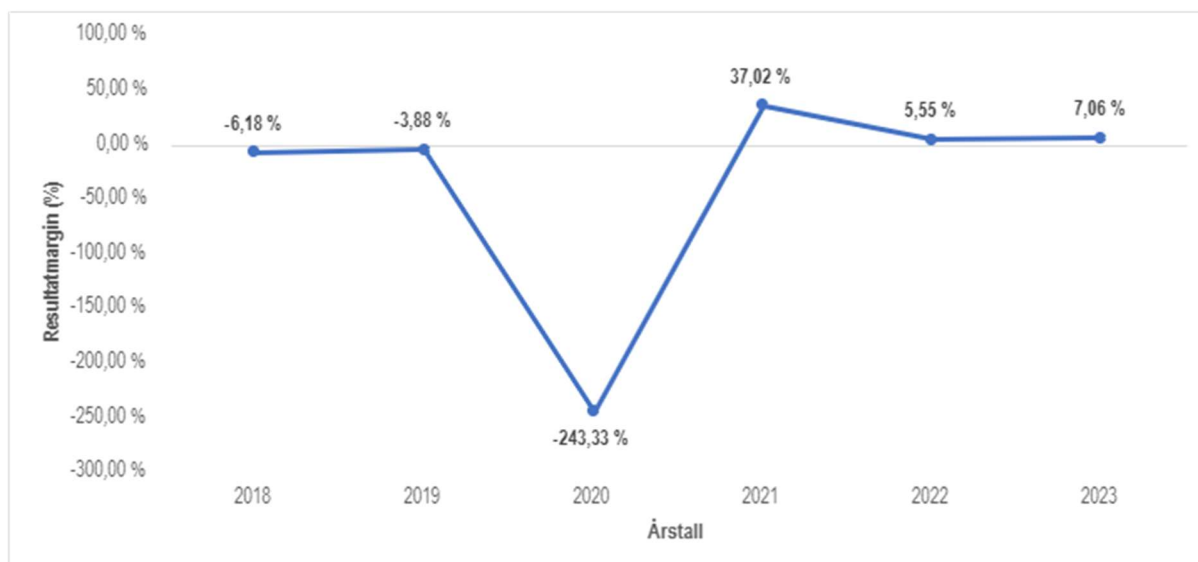
Figur 6.3.1 Driftsmargin i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Som vi ser i figur 6.3.1 hadde NAS ganske negativ driftsmargin i 2018, svakt positivt i 2019, videre tiltok tapet kraftig i 2020 med en driftsmargin på -243,33%. Det er klart at korona pandemien som gjorde at flybransjen nærmest ble satt på pause er hovedgrunnen til dette tapet. Driftstapet ble som følge av lettelse i reiserestriksjoner forbedret i 2021 (men fortsatt stort), og vi så ikke positiv driftsmargin før i 2022. Driftsmarginen tiltok noe i 2023 og vi endte på driftsmargin på 8,74%.

### 6.3.2 Resultatmargin

Når vi går fra driftsmargin til resultatmargin, tar vi selskapets finansposter med i beregningen. Det være seg, aksjeposter, rente- betalinger og inntekter (Kristoffersen, 2022, s. 453). Videre kan man se på resultatmargin både før og etter skatt, men vi vil i denne analysen de på resultatmargin før skatt som regnes ut på følgende måte:

$$\text{Resultatmargin før skatt i \%} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$



Figur 6.3.2 Resultatmargin i perioden 2018 – 2023 (Norwegian, 2018 – 2023)

Vi ser at når vi tar hensyn til finanspostene forblir marginen negativ også i 2019, men som følge av restruktureringen i 2021 får vi en kraftig positiv resultatmargin allerede i 2021.

### 6.3.3 Totalkapitalrentabilitet

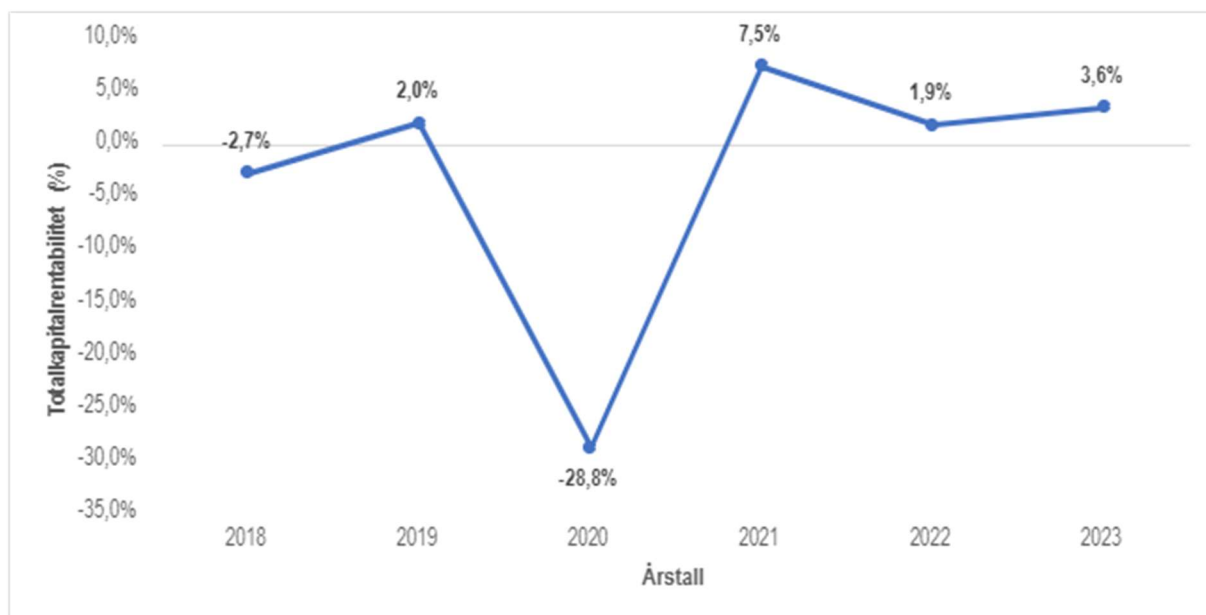
Totalkapitalrentabilitet måler bedriftens avkastning på bundet kapital, og gir et inntrykk av hvor effektiv forvaltningen av selskapet har vært. Målet tar ikke hensyn til finansieringen og regnes ut på følgende måte: (Kristoffersen, 2022, s. 455).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig Totalkapital}}$$

Grunnen til at vi kun ser på finansinntektene og ikke bryr oss om finanskostnadene i denne analysen er fordi vi ikke tar hensyn til finansieringen av den bundne kapitalen (Kristoffersen, 2022, s. 455). Videre er det verdt å nevne at TKR også benevnes som *Return On Total Assets* eller ROA. For å si noe om TKR er innenfor et akseptabelt nivå må vi ta hensyn til risikoen til virksomheten da en rasjonell investor krever betalt for risiko. Vi kan allikevel operere med noen tommelfingerregler:

$TKR < 1\%$	Dårlig
$10\% < TKR < 15\%$	God
$15\% < TKR$	Meget God

Tabell 6.3.1 TKR tommelfingerregel (Kristoffersen, 2022, s. 455)



Figur 6.3.3 Total kapitalrentabilitet i perioden 2018 – 2023 (Norwegian, 2018-2023)

Som vi ser fra figuren ovenfor har TKR en noenlunde lik utvikling som resultatmargin. Dette er som forventet da driftsresultat og finansinntekter inngår som teller i regnestykket. At TKR er 3,6% i 2023 betyr at NAS klarer å få igjen 3,6 øre i fortjeneste per krone bundet opp, dette er ifølge tommelfingerregelen ikke bra nok. NAS i likhet med flyselskap generelt må ses på som høyrisiko og vi kan derfor ikke argumentere for et lavere krav.

## 6.4 NØKKELTALL FOR FINANSIERING OG SOLIDITET

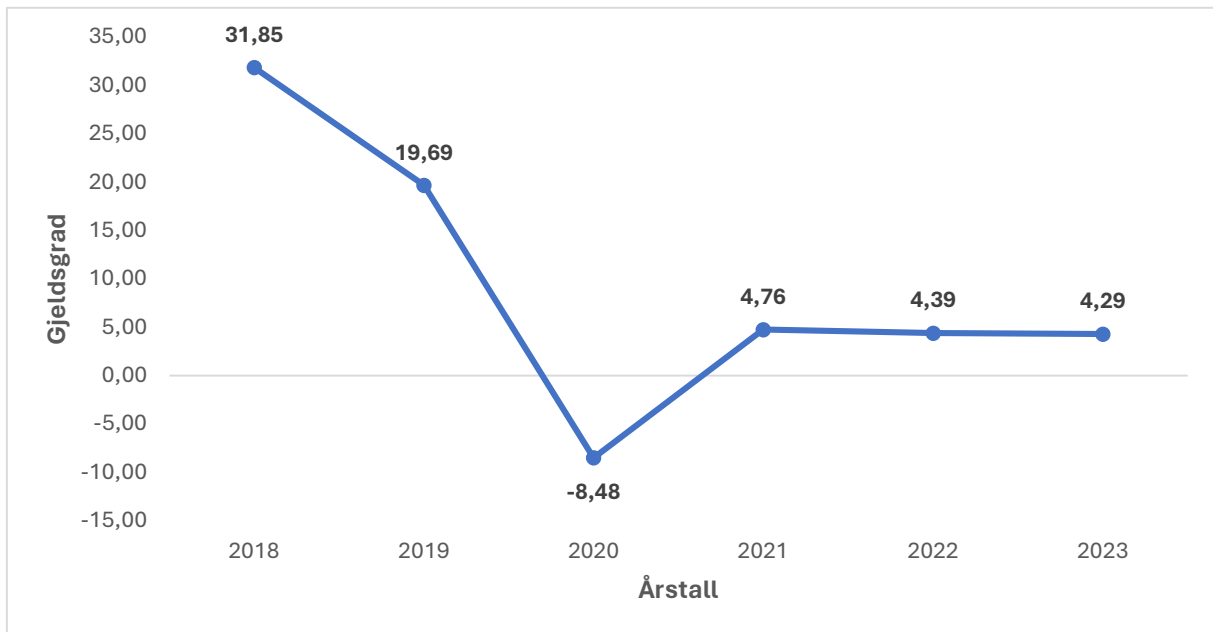
Soliditet omhandler en bedrifts evne til å komme seg gjennom dårligere tider, uten at investorene eller kreditorene taper penger (Knardal & Sending, 2022, s. 134). Dette avhenger i stor grad av bedriftens finansiering, nærmere bestemt kapitalstrukturen. For å vurdere finansieringen, og følgende soliditeten, har vi tatt utgangspunkt i nøkkeltallene gjeldsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og finansieringsgrad 1. Vi vil presisere at hva de ulike tallene bør ligge på varierer fra sektor til sektor. Likevel gir de et godt utgangspunkt for å følge utvikling over tid, samt til sammenlikning med andre selskap i samme sektor.

## 6.4.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad sier noe om forholdet mellom gjeld og egenkapital, nærmere bestemt hvor mange deler gjeld det er per del egenkapital. En gjeldsgrad på én tilsvarer at gjelden er lik egenkapitalen. Formelen for gjeldsgrad er som følger:

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

Figur 6.4.1 viser utviklingen i gjeldsgrad hos NAS fra 2018.



Figur 6.4.1 Utvikling i Gjeldsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

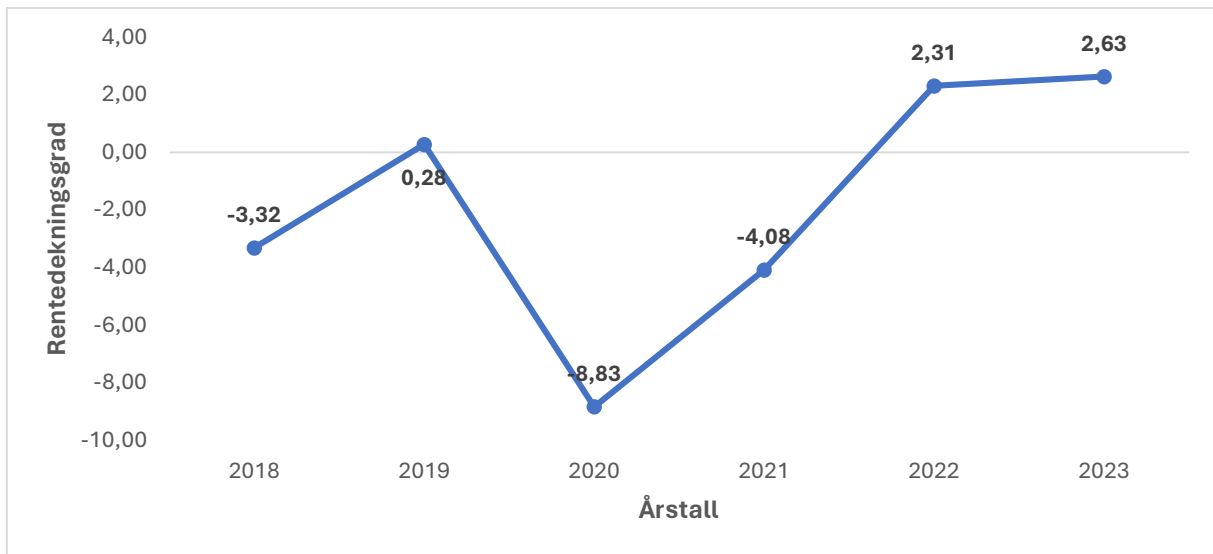
NAS har gjennom flere år hatt en høy gjeldsgrad. Vekststrategien som ble ført krevde store investeringer, hvor mye var i form av gjeld. Den negative gjeldsgraden i 2020 skyldtes den krevende situasjonen Norwegian sto i, med blant annet negativ egenkapital. Etter restruktureringen har gjeldsgraden falt betydelig, ettersom mye gjeld ble nedskrevet eller konvertert til egenkapital.

## 6.4.2 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden viser driftsresultatet i forhold til rentekostnadene. I praktisk forstand sier det noe om selskapets evne til å betjene sine gjeldskostnader. (Kristoffersen, 2023, s.468).

Formelen er følgende:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Rentekostnader}}$$



Figur 6.4.2 Utvikling i Rentedekningsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

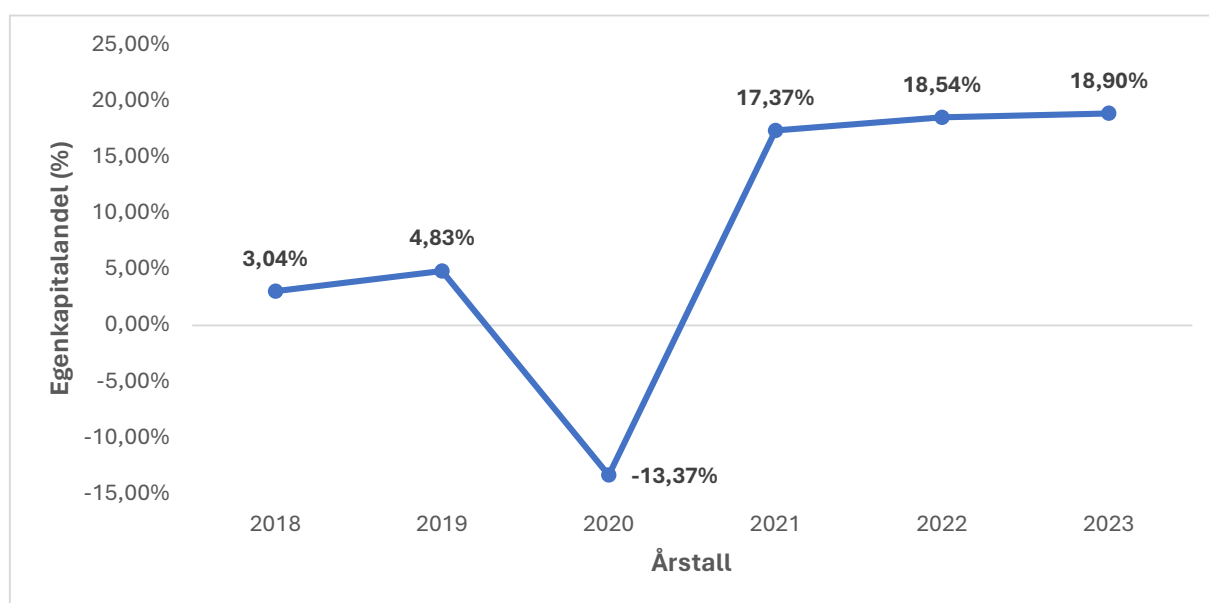
Rentedekningsgraden har tidligere vekket bekymring. Ser vi perioden 2018 til 2021 var dekningsgraden så lav at driftsresultatet ikke strakk til for å dekke rentekostnadene. I 2020 endte NAS med et driftsunderskudd på over 23 milliarder NOK. Samtidig var rentekostnadene på nesten 3 milliarder NOK. NAS var derfor langt ifra å kunne dekke rentekostnadene basert på driften. Utviklingen har vært positiv etter restruktureringen. I 2021 var fortsatt driftsresultatet negativt, men rentekostnadene falt betraktelig til 682 millioner NOK som følge av restruktureringen. Når NAS så i 2022 og 2023 genererte positive driftsresultat, ble rentedekningsgraden høyere. I en sektor som ofte rammes av kriser, kan det likevel være ønskelig med en høyere dekningsgrad.

### 6.4.3 Egenkapitalandel

Egenkapitalen viser hvor stor andel i prosent egenkapitalen utgjør av totalkapitalen, altså eiendelene. En høy egenkapitalandel signaliserer god soliditet. Tommelfingerregelen er en andel på minst 1/3 eller 33% (Knardal & Sending, 2022, s. 135). Formelen for egenkapitalandel er gitt av følgende likning:

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

Figur 6.4.3 viser NAS sin egenkapitalandel i perioden 2018 til 2023.



Figur 6.4.3 Utvikling i Egenkapitalandel i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Egenkapitalen før restruktureringen må anses som svak. Frem mot pandemien var strategien vekst, noe som innebar betydelige summer i gjeld som finansiering av eiendeler. I 2020 var egenkapitalandelen negativ, noe som skyldtes fortsatt høy gjeld og negativ opptjent egenkapital. Gjennom restruktureringen har egenkapitalandelen kommet på et betydelig høyere nivå, noe som er et resultat av omgjøring av gjeld og innskudd av ny egenkapital fra store aktører, blant annet John Fredriksen og den norske stat. Nivået er fortsatt et godt stykke under tommelfingerregelen, men viser en positiv utvikling.

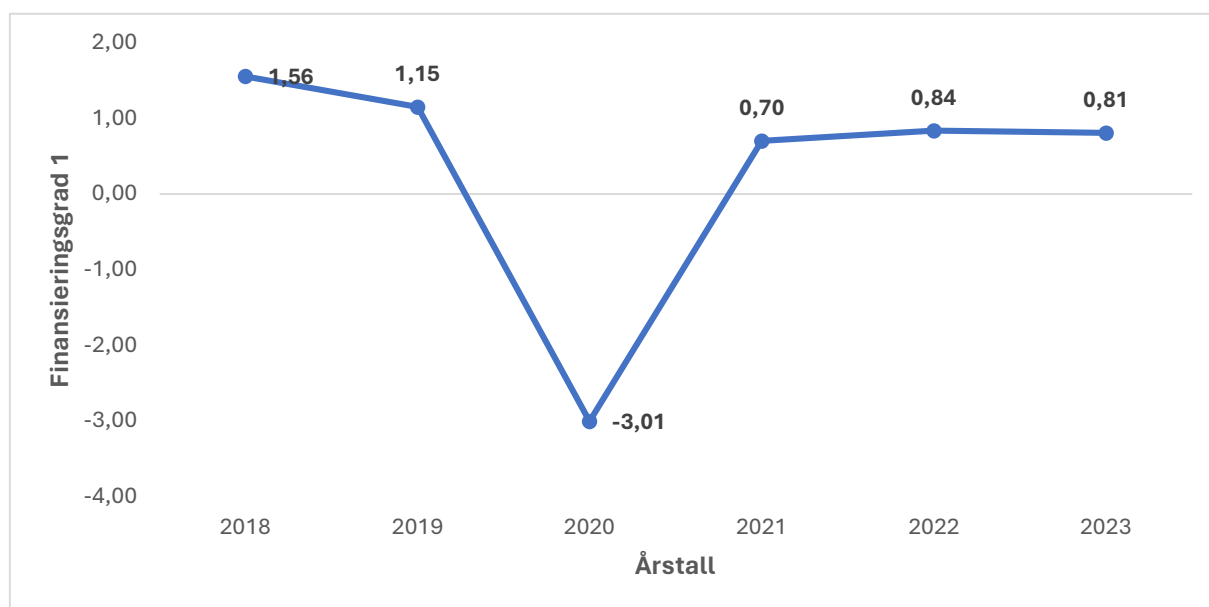


#### 6.4.4 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Som hovedregel bør den være mindre enn én, noe som antyder at anleggsmidlene samt deler av omløpsmidlene er dekket av langsiktig kapital (Knardal & Sending, 2022, s. 176).

Formelen er som følger:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Egenkapital} + \text{Langsiktig Gjeld}}$$



Figur 6.4.3 Utvikling i Finansieringsgrad 1 i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Finansieringsgraden før pandemien var over én, noe som innebærer at anleggsmidlene også ble finansiert med kortsiktig gjeld. I 2020 var finansieringsgraden negativ, noe som forklares av en negativ egenkapital som nevnt tidligere. Etter restruktureringen er nøkkeltallet på et mer tilfredsstillende nivå, hvor også deler av omløpsmidlene er langsiktig finansiert.

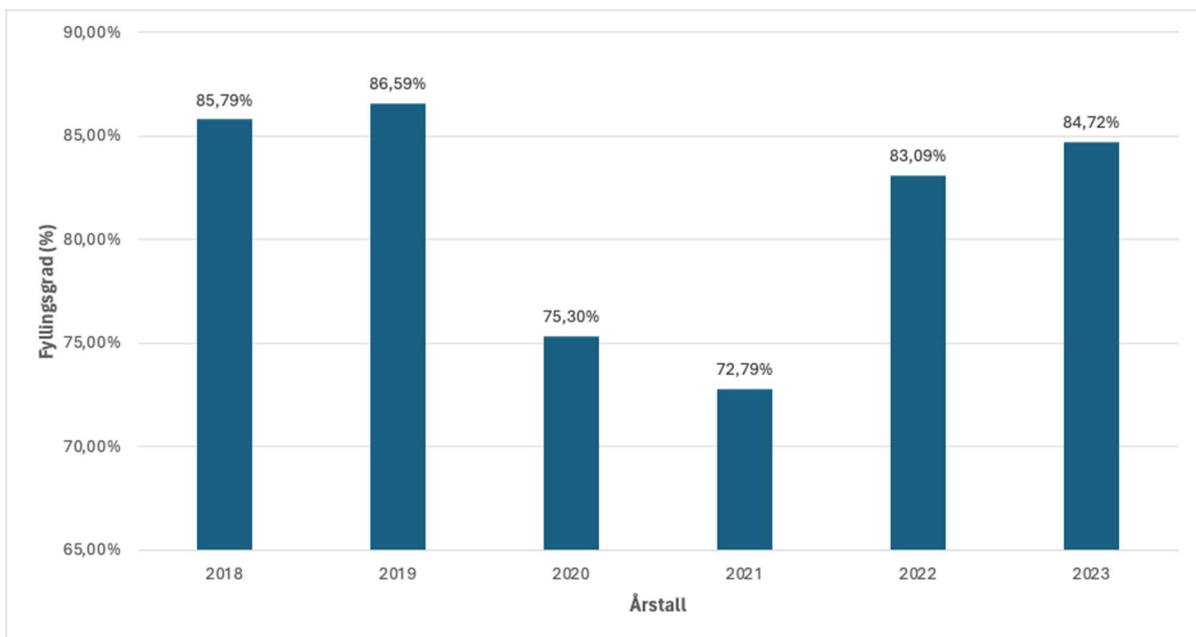
#### 6.5 BRANSJESPESIFIKKE NØKKELTALL

De bransjespesifikke nøkkeltallene ønsker vi å benytte for å gi oss en mer spesifikk forståelse av effektiviteten i NAS. Vi har valgt å gå inn på følgende nøkkeltall for bransjen: fyllingsgrad, inntekt per flydde kilometer, og inntekt per inntektsgivende kilometer.

## 6.5.1 Fyllingsgrad

Fyllingsgraden er ett mål på den totale utnyttelsen av seteplasser i ett fly. Tallet beregnes på bakgrunn av det totale antallet seter flyselskapet innehar, og antallet seter som blir brukt. For at kapasitetsutnyttelsen skal være best mulig, og man ikke skal fly tomme fly, er det derfor ønskelig at fyllingsgraden er høyest mulig. Formelen for fyllingsgrad er som følger:

$$\text{Fyllingsgrad} = \frac{\text{Inntektsgivende Setekilometer}}{\text{Tilgjengelige Setekilometer}}$$

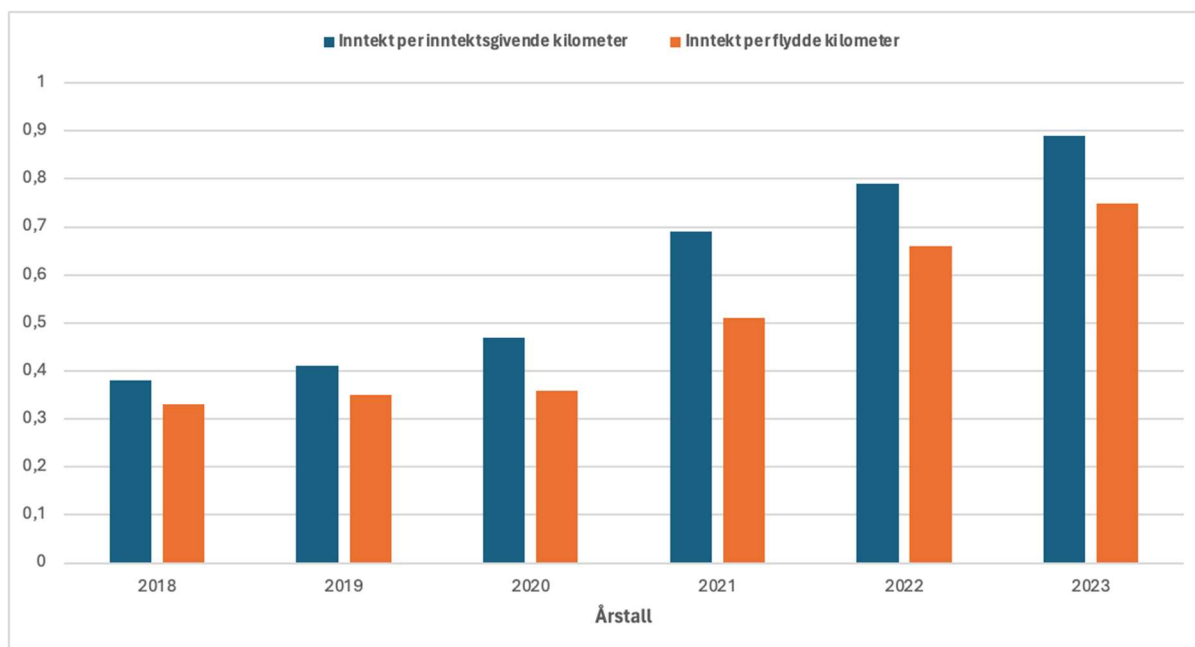


Figur 6.5.1 Utvikling i Fyllingsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Vi ser at fyllingsgraden for normalår (2018-2019 og 2022-2023) var relativt stabil på +/- 85%. Unntakene er i 2020 og 2021 da det var store restriksjoner på reise som følge av koronapandemien. Fyllingsgraden sier ikke veldig mye i seg selv, men må heller sammenlignes med andre selskaper for å få ett bilde av kapasitetsutnyttelsen i bransjen. Dette gjøres senere i oppgaven.

## 6.5.2 Inntekt/Kilometer & Inntekt/Inntektsgivende Kilometer

Inntekt per flydde kilometer er ett mål på hvor store inntekter selskapet skaper per kilometer det flyr. Inntekt per inntektsgivende kilometer måler nesten det samme, men ekskluderer seter som ikke var i bruk på flyvningen.



Figur 6.5.2 Utvikling i Yield og RASK i perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

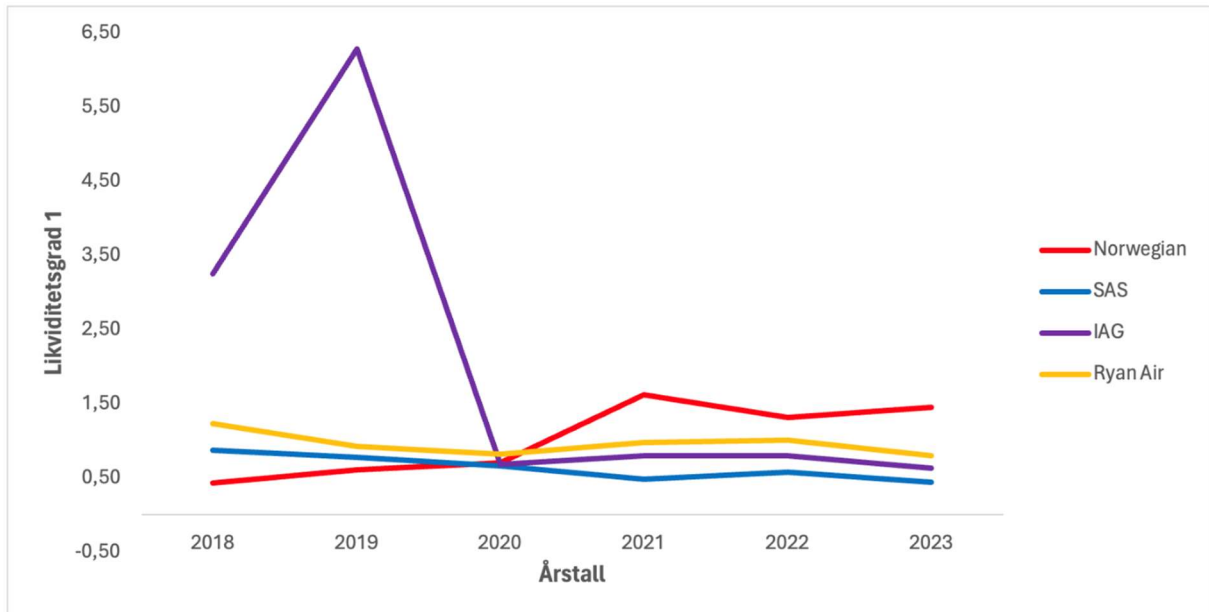
For NAS har begge tall hatt en positiv utvikling gjennom hele perioden fra 2018-2023.

## 6.6 SAMMENLIGNING MED KONKURRENTER

For å få en grunnleggende forståelse av den økonomiske situasjonen for konkurrentene til NAS, vil vi i denne delen se på enkelte nøkkeltall for konkurrenter. Konkurrentene vi anser som mest sentrale er her SAS, IAG og Ryanair. Nøkkeltallene vi har valgt ut, som vi mener gir den beste forståelsen av den økonomiske situasjonen i selskapene er Likviditetsgrad 1, Gjeldsgrad, Totalkapitalrentabilitet, og Driftsmargin. Tall for konkurrenter er hentet fra det aktuelle selskapets årsrapporter gjennom perioden 2018-2023.

### 6.6.1 Likviditetsgrad 1

Som nevnt tidligere er likviditetsgraden et mål på en virksomhet sin evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. I tillegg gir likviditetsgraden ett viktig inntrykk for leverandører, på om de kan forvente å få betalingene sine. Dersom ett selskap har svært dårlig likviditet, kan selskapet risikere at de ikke får så gunstige avtaler med leverandører som ett selskap med god likviditet.

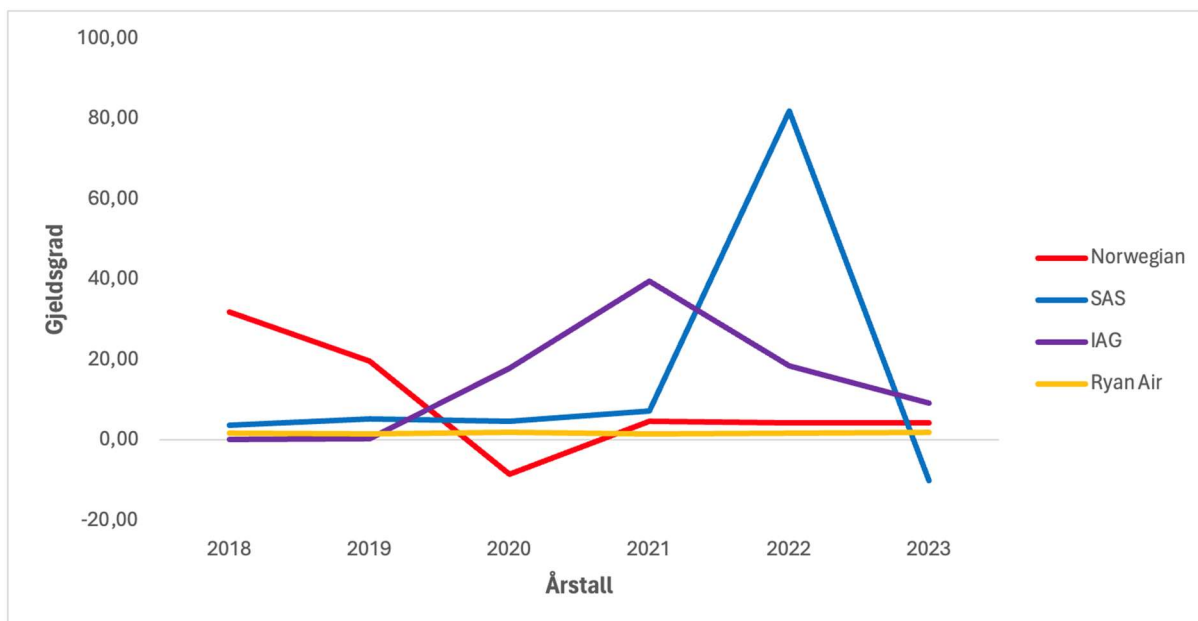


Figur 6.6.1 Utvikling i Likviditetsgrad 1 for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)

I perioden før pandemien, var det IAG som hadde den soleklart beste likviditeten, mens SAS hadde dårligst likviditet. Etter restruktureringen og pandemien, ser vi at SAS har forbedret sin likviditetsgrad. De siste tre årene har likviditetsgraden til SAS flatet ut, og ligger på et stabilt nivå på rundt 1,5. At SAS har høyere likviditetsgrad enn konkurrenter de siste årene gir dem et fortrinn i samtaler med leverandører.

### 6.6.2 Finansiering og Soliditet

Det vil være sentralt å sammenligne gjeldsgraden for SAS med andre selskaper, for å se på hvor mye gjeld selskapene har, opp mot egenkapitalen.



Figur 6.6.2 Utvikling i Gjeldsgrad for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)

I årene før 2020 var gjeldsgraden til NAS høy sammenlignet med konkurrentene. Etter restruktureringen i 2021 er gjeldsgraden sterkt redusert, og har de siste årene vært stabil på rundt 4,3. Gjeldsgraden til SAS har gått i motsatt retning, fra stabilt lav, til å være ekstremt høy i 2022. Ryanair skiller seg derimot positivt ut, med en stabilt lav gjeldsgrad gjennom hele perioden fra 2018-2023. Sammenlignet med konkurrentene kommer NAS relativt godt ut med tanke på gjeldsgrad.

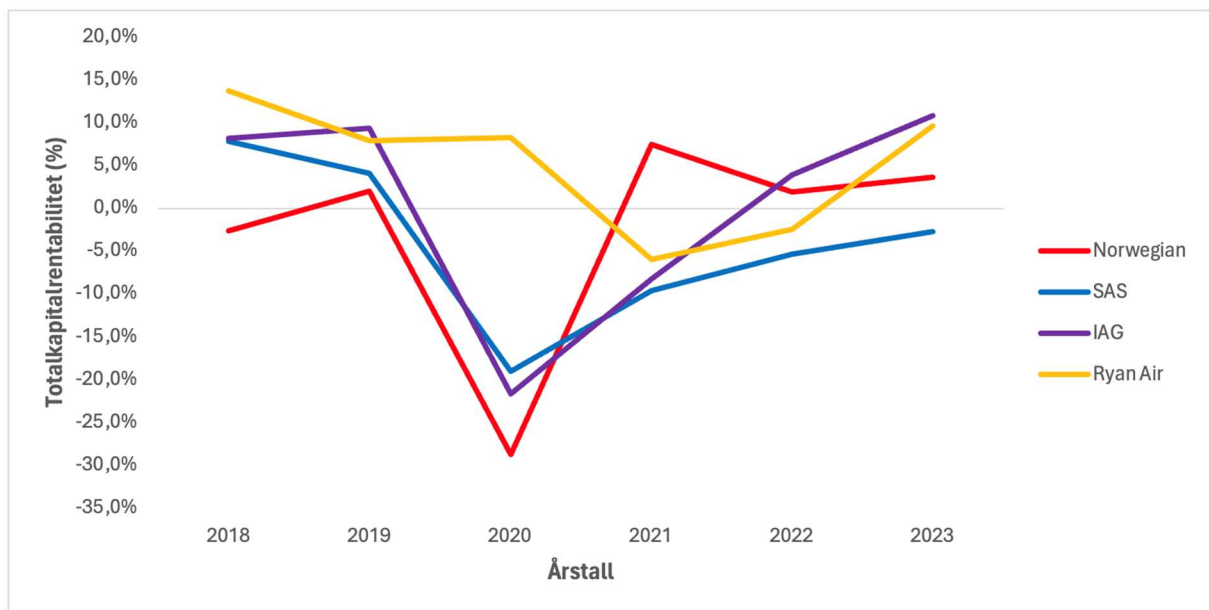
### 6.6.3 Lønnsomhet

Vi vil også se på NAS' lønnsomhet opp mot konkurrentene. De to nøkkeltallene vi har valgt ut for denne sammenligningen er totalkapitalrentabilitet og driftsmargin.

#### ***Totalkapitalrentabilitet***

Totalkapitalrentabiliteten sier noe om hvor mye hver krone bidrar med i selskapet.

Nøkkeltallet viser hvor effektivt selskapet bruker totalkapitalen sin til å generere inntekter.

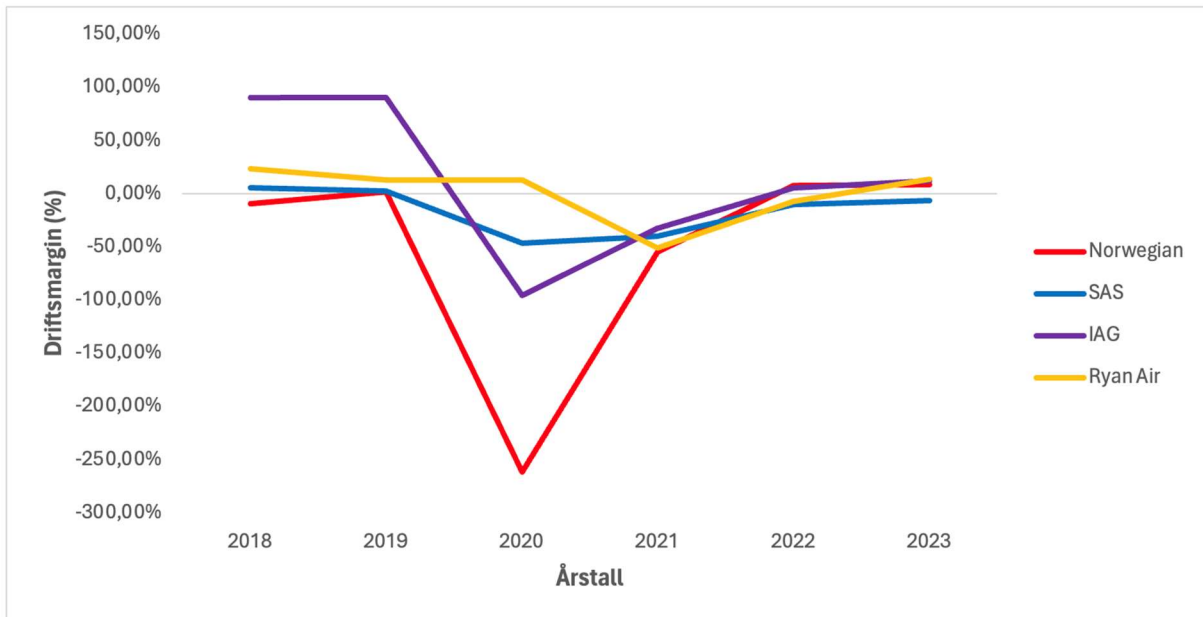


Figur 6.6.3a Utvikling i Totalkapitalrentabilitet for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)

Av figur 6.6.3a vises totalkapitalrentabiliteten til NAS og konkurrenter. For alle selskaper, spesielt NAS ser vi at totalkapitalrentabiliteten svinger mye. Frem til 2021, med unntak av 2019, har de fleste selskaper negativ totalkapitalrentabilitet. Mye av grunnen til den negative trenden er pandemien, og tapet dette medførte for bransjen. NAS kommer i de tidligere årene dårligere ut enn alle konkurrentene. Etter 2021 har NAS positiv totalkapitalrentabilitet, som betyr at hver krone totalkapital bidrar til å skape inntekter for selskapet.

Totalkapitalrentabiliteten er likevel lavere enn for både IAG og Ryanair, noe som indikerer at kapitalutnyttelsen er dårligere hos NAS enn for de øvrige selskapene, med unntak av SAS.

## Driftsmargin



Figur 6.6.3b Utvikling i Driftsmargin for konkurrenter i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)

Av figur 6.6.3b ser vi at i årene 2018-2021 skiller NAS seg negativt ut fra konkurrentene. I 2020 oppnådde NAS en driftsmargin på -261%, som indikerer at driftskostnadene til NAS var mye større enn driftsinntektene. Øvrige konkurrenter hadde i 2020 også negativ driftsmargin, men ikke like ille som NAS. I årene 2021-2023 ser vi en positiv endring i driftsmarginen, hvor NAS gått forbi flere konkurrenter, og nå ligger relativt likt som IAG og Ryanair med en driftsmargin på rundt 10%. SAS skiller seg i 2023 ut som den eneste av selskapene med en negativ driftsmargin.

### 6.6.4 Bransjespesifikke tall

Fyllingsgrad	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Norwegian	85,79%	86,59%	75,30%	72,79%	83,09%	84,72%
SAS	75,68%	75,18%	60,46%	47,85%	70,75%	76,48%
IAG	83,33%	84,60%	63,84%	64,52%	81,85%	85,34%
Ryan Air	95,00%	94,83%	95,76%	73,33%	82,42%	93,48%

Tabell 6.6.4 Utvikling i Fyllingsgrad i perioden 2018-2023 (Norwegian; SAS; IAG; Ryanair, 2018-2023)

Som tabellen ovenfor viser, er fyllingsgraden til de fire selskapene nesten tilbake til normalen før Covid-pandemien. Vi ser videre at både Ryanair og IAG i større grad enn NAS lykkes med å fylle flyene sine. Samtidig lykkes NAS i større grad enn SAS på nettopp dette. Hvor høy fyllingsgraden må være varierer fra selskap til selskap, og på faktorer som drivstoffpriser. Historisk sett har den ligget på rundt 80% for å gå med overskudd (Beers, 2022). Med unntak av SAS ligger samtlige konkurrenter per 2023 innenfor dette.

## **7 PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER**

---

Fremtidige kontantstrømmer er selve grunnlaget for verdien et selskap har. Ved å neddiskontere disse kontantstrømmene tilbake til i dag, vil man få en indikasjon på hva aksjekursen skal være på bakgrunn av fremtidig inntjening og kostnadsbilde.

Å anslå fremtidig inntjening er krevende, spesielt i en bransje som jevnlig rammes av kriser. Oljepris, rente og forbrukeres betalingsvillighet har store innvirkninger, og varierer betydelig over tid. Samtidig er det innført en strengere politikk når det gjelder utslipp, noe som medfører et endret kostnadsbilde. Historisk informasjon må tas til betraktning, men må også kombineres med den strategiske analysen vi har gjennomført for å få en god indikasjon på fremtidige frie kontantstrømmer.

I tillegg vil oppkjøpet av Widerøe spille inn på kontantstrømmene til NAS, og må følgelig tas i betraktning hvordan utviklingen i Widerøe vil bli de neste årene.

Alle tall er gjengitt i millioner norske kroner.

### **7.1 DRIFTSINNTEKTER**

NAS' driftsinntekter består i hovedsak av tre poster, billettinntekter, tilleggsinntekter og andre inntekter. Billettinntektene er verdien av solgte billetter. Tilleggsinntekter er inntekter fra tilleggstjenester som setevalg, bagasje og andre oppgraderinger. Andre inntekter er en samlest post for inntekter som ikke fører hjemme under de andre postene. Historisk har driftsinntektene til NAS vært som følger:



<b>Driftsinntekter</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Billettinntekter	32 560,1	35 216,3	6 455,3	3 911,8	15 197,7	20 616,6	-
Tilleggsinntekter	6 266,6	6 651,5	1 535,1	941,5	2 870,0	3 699,6	-
Andre Inntekter	1 438,9	1 654,1	1 105,2	214,5	801,6	1 223,1	-
Sum driftsinntekter	40 265,6	43 521,9	9 095,6	5 067,8	18 869,3	25 539,3	-
<b>Prosentvis endring</b>	<b>30,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>-79,1%</b>	<b>-44,3%</b>	<b>272,3%</b>	<b>35,3%</b>	<b>37,1%</b>

Tabell 7.1.1 Historiske driftsinntekter for Norwegian (Norwegian, 2018-2023)

Av tabellen ovenfor ser vi at vi har en gjennomsnittlig økning i driftsinntektene på 37,1% i perioden 2018-2023. Årsaken til de høye økningene er de store svingningene som har vært i inntektene som følge av pandemi og restrukturering. Vi synes derfor det er urimelig å anta at driftsinntektene vil ha en videre vekst på 37,1% i årene som kommer.

Med bakgrunn i ovennevnte, har vi valgt en annen tilnærming for å lage prognose for fremtidige driftsinntekter for NAS. Vi vil se på inntektene i forhold til antall fly NAS har operert, og bruke inntekten per fly for å lage estimat for fremtidige kontantstrømmer.

<b>Flyflåte - Norwegian</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	164	156	131	51	70	87
Driftsinntekter	40 265,6	43 521,9	9 095,6	5 067,8	18 869,3	25 539,3
Inntekt per fly	245,5	279,0	69,4	99,4	269,6	293,6
Fyllingsgrad	85,79%	86,59%	75,30%	72,79%	83,09%	84,72%

Tabell 7.1.2 Inntekt per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023)

<b>Flyflåte - Widerøe</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	44	45	45	43	44	45
Driftsinntekter	4 721,0	5 087,8	4 069,2	4 624,3	5 702,7	-
Inntekt per fly	107,29	113,06	90,43	107,54	129,61	-

Tabell 7.1.3 Inntekt per fly for Widerøe (Widerøe, 2018-2022)

Inntekt per fly hos NAS har vært relativt stabilt for alle normalår. Ifølge Avinor vil flytrafikken være svekket i mange år fremover, og ikke tilbake på samme nivå som før pandemien før i 2028/2029 (Mikalsen, 2023). Vi velger derfor å legge til grunn inntekt per fly på samme nivå som i 2023, med en årlig økning på 2,2%, som er IATAs tall for årlig vekst i flybransjen i Europa frem til 2040 (IATA, 2023). En forutsetning vi gjør her er at fyllingsgraden holder seg stabil på rundt 85%, uavhengig av størrelsen på flyflåten til NAS og Widerøe. Tall for Widerøe i 2023 er ikke publisert, og vi velger dermed å sette driftsinntekter i 2024 til inntektene for 2022 og en årlig vekst på 2,2% for begge årene.

For øvrig legger vi til grunn at økningen i flåten til NAS fra 87 til 100 fly vil skje jevnt utover årene 2025-2028, siden det er i dette tidsrommet de forventer leveranse av nye fly (Ghaderi, Lea og Ekeseth, 2022). For Widerøe legger vi til grunn at flåten vil være stabil på 45 fly i årene som kommer.

<b>Driftsinntekter</b>	2024	2025	2026	2027	2028
Antall fly	90	93	96	98	100
Driftsinntekter Norwegian	27 001,2	28 515,1	30 082,5	31 384,8	32 729,9
Antall fly	45	45	45	45	45
Driftsinntekter Widerøe	6 091,8	6 225,8	6 362,8	6 502,8	6 645,8
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>33 093,0</b>	<b>34 740,9</b>	<b>36 445,3</b>	<b>37 887,6</b>	<b>39 375,7</b>

Tabell 7.1.4 Prognose for fremtidige driftsinntekter

## 7.2 DRIFTSKOSTNADER

Å anslå kostnadsbildet i årene fremover krever en rekke forenklinger, og ikke minst antakelser. Vi har valgt å se på kostnadene som har vært på bakgrunn av antall fly NAS har operert med. Samtidig vil vi se på leasingkostnader og avskrivninger for seg selv.

### 7.2.1 Driftskostnader ekskludert leasing og avskrivninger

Fra perioden 2018 til 2023 har vi følgende opplysninger om NAS' kostnadsbilde, ekskludert avskrivninger og leasingkostnader:

<b>Driftskostnader ekskl lease og avskr</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Lønnsutgifter	6 664,6	6 817,5	2 921,2	2 084,9	2 884,8	4 025,1	-
Drivstoff	12 562,2	12 607,1	2 006,7	1 413,8	7 371,4	7 714,7	-
Flyplassrelatert	9 573,5	9 400,5	2 164,7	1 577,1	4 574,2	4 903,7	-
Teknisk	3 493,7	3 379,2	1 791,8	855,5	1 665,9	697,6	-
Andre kostnader	5 800,5	4 004,1	4 966,6	652,7	1 928,9	2 434,2	-
Sum driftskostnader	38 094,5	36 208,4	13 851,0	6 584,0	18 425,2	19 775,3	-
<b>Prosentvis endring</b>	<b>50%</b>	<b>-5%</b>	<b>-62%</b>	<b>-52%</b>	<b>180%</b>	<b>7%</b>	<b>20%</b>

Tabell 7.2.1a Historiske driftskostnader for Norwegian (Norwegian, 2018-2023)

Kapasiteten har variert stort i løpet av perioden 2018 til 2023. For å få en bedre indikasjon på kostnadene gitt kapasiteten, har valgt å se på driftskostnaden per fly. Her har vi valgt å se bort

ifra tekniske kostnader, som vi anslår vil reduseres med 2,5% årlig på bakgrunn av flåtefornyelse. Kostnadene per fly ekskludert tekniske kostnader i perioden 2018 til 2023 er vist i tabellen under.

<b>Flyflåte - Norwegian</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	164	156	131	51	70	87
Driftskostnader ekskl teknisk	34 600,8	32 829,2	12 059,2	5 728,5	16 759,3	19 077,7
Kostnad per fly ekskl tenisk	211,0	210,4	92,1	112,3	239,4	219,3

Tabell 7.2.1b Kostnad per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023)

Anskaffelsen av Widerøe vil også ha innvirkning for NAS' driftskostnader. Her mangler vi informasjon for 2023. Driftskostnadene til Widerøe, ekskludert avskrivninger og leasing, i perioden 2018 til 2022 er vist i tabellen under.

<b>Flyflåte - Widerøe</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	44	45	45	43	44	45
Driftskostnader	4 604,7	4 906,0	4 126,0	4 430,3	5 622,4	-
Kostnad per fly	104,65	109,02	91,69	103,03	127,78	-

Tabell 7.2.1c Kostnad per fly for Norwegian (Widerøe, 2018-2022)

Siden Widerøe ikke har vært børsnotert er det mindre informasjon å legge til grunn for prognosen, men oppkjøpet har anslåtte synergieffekter på kostnadssiden på 200 millioner NOK årlig (Schjetne & Drake, 2023). Vi anslår videre at driftskostnadene til Widerøe, før synergieffektene, vil øke med 1,5%. Grunnen til dette er en relativt gammel flåte, hvor vedlikeholdskostnadene dermed vil bli høyere enn dagens nivå.

For Norwegian anslår vi at de tekniske kostnadene vil falle med 2,5%, ettersom flåten blir fornyet. Øvrige driftskostnader har vi antatt vil øke med 1,5% årlig på bakgrunn av prisstigning. Følgende beregninger og antakelser gir oss prognosen vist under.

<b>Driftskostnader</b>	2024	2025	2026	2027	2028
Antall fly	90	93	96	98	100
Teknisk kostnader Norwegian	680,2	663,2	646,6	630,4	614,7
Driftskostnader Norwegian	20 711,7	21 673,0	22 659,4	23 438,9	24 237,8
Antall fly	45	45	45	45	45
Driftskostnader Widerøe	5 723,9	5 812,8	5 903,0	5 994,5	6 087,4
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>26 435,7</b>	<b>27 485,7</b>	<b>28 562,4</b>	<b>29 433,5</b>	<b>30 325,2</b>

Tabell 7.2.1d Prognose for fremtidige driftskostnader

### 7.3 AVSKRIVNINGER, NEDSKRIVNINGER OG LEASING

Som for driftsinntekter og kostnader, vil det være rimelig å anta at avskrivningene henger tett sammen med antall fly de har i flåten sin. For NAS er avskrivninger, nedskrivninger og leasingkostnader samlet i en post i regnskapet. Historisk sett har avskrivninger og leasingkostnader for NAS og Widerøe vært som følger:

<b>Norwegian</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	164	156	131	51	70	87
Kostnader avsk og leas	6 021,7	6 457,5	6 197,5	1 270,0	2 960,5	3 522,0
Avskrivning og leasing per fly	36,7	41,4	47,3	24,9	42,3	40,5

Tabell 7.3.1 Avskrivninger per fly for Norwegian (Norwegian, 2018-2023)

For Widerøe var det utfordrende å finne tall for leasingkostnaden deres, og vi har derfor tatt utgangspunkt i at de, som for NAS, er inkludert i avskrivning- og nedskrivningsposten.

<b>Widerøe</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Antall fly	44	45	45	43	44	45
Kostnader avsk	324,9	333,7	407,3	343,2	381,1	-
Avskrivning og per fly	7,4	7,4	9,1	8,0	8,7	-

Tabell 7.3.2 Avskrivninger og leasingkostnader per fly for Widerøe (Widerøe, 2018-2022)

På grunn av store utskiftninger i flåten til NAS, der mange leasede fly skal byttes ut til fordel for kjøpte fly, vil de få en stor reduksjon i leasingkostnadene i årene som kommer. Samtidig vil de få økte avskrivninger som følge av anskaffelsen av nye fly. Vi har derfor vurdert det slik at en årlig nedgang i de totale kostnadene for avskrivninger og leasingkostnader på 2,5% er rimelig for NAS. Dermed anslår vi at økte avskrivninger i tilknytning kjøp av nye fly vil

være lavere enn avskrivningene og andre kostnader tilknyttet leasing. For Widerøe antar vi stabile avskrivning- og leasingkostnader i årene som kommer. Dette fører oss til følgende prognose for fremtidige kostnader i forbindelse med avskrivning, nedskrivning og leasing:

<b>Av/nedskrivning og leasing</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
Antall fly Norwegian	90	93	96	98	100
Avskrivninger og leasing	3 552,4	3 579,0	3 602,1	3 585,2	3 566,9
Antall fly Widerøe	45	45	45	45	45
Avskrivninger og leasing	389,8	389,8	389,8	389,8	389,8
<b>Sum</b>	<b>3 942,1</b>	<b>3 968,8</b>	<b>3 991,9</b>	<b>3 975,0</b>	<b>3 956,7</b>

Tabell 7.3.3 Prognose for fremtidige av/nedskrivninger og leasingkostnader

## 7.4 ARBEIDSKAPITAL

Arbeidskapitalen, differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, er kapital bundet opp i driften, noe som vil ha innvirkning for de frie kontantstrømmene (Knardal & Sending, 2022, s.172). Vi vil anslå endringene i varelager, kundefordringer og leverandørgjeld, og deres innvirkning på kontantstrømmen. Arbeidskapitalen har vært relativt stabile de siste årene, noe som kommer fram av tabellene under. Derfor vil prognosen for det meste være stabil når det gjelder endringer i arbeidskapital.

### 7.4.1 Varelager

NAS sin kapital er i stor grad knyttet opp i anleggsmidler i form av fly, og varelager vil derfor utgjøre en svært lav andel av de totale driftsinntektene. Som beregnet i tabellen under, utgjorde varelageret i gjennomsnitt 0,55% av driftsinntektene i perioden 2018 til 2023.

<b>Varelager</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Gjennomsnitt</b>
Varelager	167,3	175,7	64,1	16,3	81,3	259,6	-
Driftsinntekter	40 265,6	43 521,9	9 095,6	5 067,8	18 869,3	25 539,3	-
Endring varelager	65,4	8,4	-111,6	-47,8	65,0	178,3	-
<b>Prosent av driftsinntekt</b>	<b>0,42%</b>	<b>0,40%</b>	<b>0,70%</b>	<b>0,32%</b>	<b>0,43%</b>	<b>1,02%</b>	<b>0,55%</b>

Tabell 7.4.1a Varelager i prosent av driftsinntekt for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Uten noe videre informasjon om hvor stor varelagrene kommer til å være de kommende årene har vi derfor satt varelager lik 0,55% av totale driftsinntekter. Prognosen blir derfor som vist under.

<b>Varelager</b>	2024	2025	2026	2027	2028
Varelager	181,6	190,7	200,0	207,9	216,1
Driftsinntekter	33 093,0	34 740,9	36 445,3	37 887,6	39 375,7
<b>Endring varelager</b>	<b>-78,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>

Tabell 7.4.1b Prognose for endring i varelager

Med unntak av i 2023 tilsier prognosen en minimal økning i varelagrene. Grunnen for negativ utvikling fra 2023 til 2024 til tross for en økning i driftsinntektene, er at andelen varelageret skal utgjøre er satt til 0,55% i motsetning til 1,02% i 2023.

## 7.4.2 Kundefordringer

Kundefordringene varierer stort fra år til år, som vist i tabellen under.

<b>Kundefordringer</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Kundefordringer	6 753	10 133	4 579	2 153	2 185	3 306,3	-
Driftsinntekt	40 265,6	43 521,9	9 095,6	5 067,8	18 869,3	25 539,3	-
Endring kundefordringer	2 395,4	3 380,0	-5 554,0	-2 426,0	32,0	1 121,3	-
<b>Prosent av driftsinntekt</b>	<b>16,77%</b>	<b>23,28%</b>	<b>50,34%</b>	<b>42,48%</b>	<b>11,58%</b>	<b>12,95%</b>	<b>26,23%</b>

Tabell 7.4.2a Kundefordringer i prosent av driftsinntekt for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Som grunnlag for prognosen har vi valgt å benytte den gjennomsnittlige andelen kundefordringene utgjør av driftsinntektene. Endringene de kommende årene blir da som følger:

<b>Kundefordringer</b>	2024	2025	2026	2027	2028
Kundefordringer	8 681,7	9 114,0	9 561,2	9 939,6	10 330,0
Driftsinntekter	33 093,0	34 740,9	36 445,3	37 887,6	39 375,7
<b>Endring kundefordringer</b>	<b>5375,4</b>	<b>432,3</b>	<b>447,1</b>	<b>378,4</b>	<b>390,4</b>

Tabell 7.4.2b Prognose for endring i kundefordringer

Utviklingen i kundefordringene vil i alle prognostiserte år være positiv, som følge av økte driftsinntekter.

### 7.4.3 Leverandørgjeld

Leverandørgjelden vil være knyttet opp til varekostnaden. Samtidig vil varekostnaden være avhengig av driftsinntektene. Hvor mye leverandørgjelden utgjorde av varekostnaden, og varekostnaden av driftsinntekten, var for perioden 2018 til 2023 som følger:

<b>Leverandørgjeld</b>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Varekostnad	32 964	25 387	5 963	3 846	12 801	16 785,2	-
Driftsinntekter	40 265,6	43 521,9	9 095,6	5 067,8	18 869,3	25 539,3	-
<b>Prosent av driftsinntekter</b>	<b>81,9%</b>	<b>58,3%</b>	<b>65,6%</b>	<b>75,9%</b>	<b>67,8%</b>	<b>65,7%</b>	<b>68,4%</b>
Leverandørgjeld	8012	9130	10329	3783	3651	4044,7	-
<b>Prosent av varekostnad</b>	<b>24,3%</b>	<b>36,0%</b>	<b>173,2%</b>	<b>98,4%</b>	<b>28,5%</b>	<b>24,1%</b>	<b>28,2%</b>
Endring leverandørgjeld	2 443,7	1 118,0	1 199,0	-6 546,0	-132,0	393,7	-

Tabell 7.4.3a Leverandørgjeld i prosent av varekostnad for perioden 2018-2023 (Norwegian, 2018-2023)

Vi ser umiddelbart svært avvikende verdier i kriseårene 2020 og 2021. I videre beregning av prognose har vi derfor benyttet gjennomsnittene på henholdsvis 68,4% og 28,2%, som ekskluderer 2020 og 2021. Prognosen for endringen i leverandørgjelden de kommende årene blir da:

<b>Leverandørgjeld</b>	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	33 093	34 741	36 445	37 888	39 376
Varekostnad	22 649	23 777	24 943	25 930	26 949
Leverandørgjeld	6 391,9	6 710,2	7 039,4	7 318,0	7 605,4
<b>Endring leverandørgjeld</b>	<b>2 347,2</b>	<b>318,3</b>	<b>329,2</b>	<b>278,6</b>	<b>287,4</b>

Tabell 7.4.3b Prognose for endring i leverandørgjeld

## 7.5 INVESTERINGER

De investeringer NAS har i tiden fremover har vi delt i to; oppkjøp av Widerøe og fornyelse av flåte.

Prisen NAS betaler for Widerøe er fortsatt ikke fastsatt, men er antatt å bli 1 125 millioner NOK (Knudsen & Hovland, 2023). Dette blir da investeringsbeløpet vi legger til grunn.

Når det kommer til kjøpsordren for nye 737 Max-fly fra Boeing er ikke nøyaktige priser eller betalingstidspunkt oppgitt. Ifølge administrerende direktør, Geir Karlsen, betaler NAS «godt

lavere enn 30 milliarder kroner» for de 50 flyene (Solgård & Christensen, 2022). Vi har derfor lagt til grunn en ordrepris på 25 milliarder for så å trekke fra 2 milliarder som NAS har til gode fra Boeing som resultat av et søksmål, og som allerede er listet som innbetaling for kjøpsordre i regnskapet (Solgård & Christensen, 2022). Ordrekostnaden blir da 23 milliarder NOK. På bakgrunn av jevnlig forsinkelser fra Boeing og informasjon om leveranse mellom 2025 og 2028, har vi som forenkling delt ordresummen likt på disse årene. Dette tilsvarer da en årlig investering i 2025 til og med 2028 på 5 750 millioner NOK.

## 7.6 TERMINALLEDD

Det er tidskrevende å beregne de frie kontantstrømmene for fremtiden. Etter år 2028 har vi derfor benyttet oss av et terminalledd, som summerer videre fremtidige kontantstrømmer. Terminalleddet, eller verdien, har vi beregnet med bakgrunn i Gordons formel. Formelen er gitt som følger:

$$P = \frac{CF_{n+1}}{r - g}$$

$CF_{n+1}$  tilsvarer kontantstrøm i år 2029. Den er beregnet med bakgrunn i den frie kontantstrømmen i år 2028, og med en vekstfaktor på 1%. Grunnlaget for vekstfaktoren er Den internasjonale organisasjon for lufttransport sine utsikter for årene frem mot 2040. Anslaget er at lufttransporten i Europa vil øke med 2,2% på årlig basis (IATA, 2023). På bakgrunn av den strategiske analysen mener vi likevel at en økning for NAS på 2,2% årlig blir for høyt da sannsynligheten for hardere konkurranse i årene som kommer er høy, i tillegg til andre faktorer. Vi har derfor satt årlig vekst  $g$  til 1%. Renten  $r$  tilsvarer kostnaden NAS har på sin kapital, og vil bli beregnet i neste kapittel. Terminalleddets verdi vil dermed fastsettes i sammenstillingen av den fundamentale analysen.

## 8 AVKASTNINGSKRAV

---

Ved fastsettelse av avkastningskrav må avkastning på gjeld og egenkapital bestemmes. Vi vil benytte oss av WACC-metoden, altså Weighted Average Cost of Capital. Formelen er som følger:



$$K_A = \frac{E}{E + G} K_E + \frac{G}{E + G} K_G (1 - skatt\%)$$

## 8.1 AVKASTNINGSKRAV PÅ GJELD

Avkastningskravet på gjelden tilsvarende den gjennomsnittlige gjeldskostnaden NAS har. Samtidig vil vi beregne den effektive skattesatsen NAS betaler, ettersom datterselskap i utlandet, utsatt skattefordeler og andre faktorer medfører en skatt langt under selskapskatten på 22% som gjelder i Norge.

### 8.1.1 Gjeldskostnad

NAS har notert gjeld med ulike kuponrenter, og dermed kostnad. Samtidig er store beløp bestående av gjeld uten renter, som resultat av restruktureringen. Den norske stat har også en betydelig sum i et såkalt hybridlån. Et hybridlån er som nevnt tidligere et lån som etter bestemte vilkår kan konverteres til egenkapital, i denne sammenheng aksjer i NAS til en kurs på 9,40 NOK per aksje (Valderhaug, 2021). Noe av gjelden er notert, men selskapet har også unotert gjeld.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i den effektive renten oppgitt i NAS' egne årsrapporter, på bakgrunn av omfattende gjeld og tilhørende vilkår, noe som gjør det krevende og sammenstille én gjeldskostnad. I tabellen under følger den effektive renten i perioden 2018 til 2022:

År	2018	2019	2020	2021	2022
Effektiv rente	5,0%	10,1%	9,3%	4,1%	6,4%

Tabell 8.1.1a Utvikling i NAS sin effektive rente i perioden 2018-2022 (Norwegian, 2018-2022).

Effektiv rente for 2023 er ikke oppgitt i Q4 rapporten og må dermed bestemmes. Netto rentebærende gjeld har økt, som resultat av anskaffelse av nye fly (Norwegian, 2024j). Samtidig har NIBOR-renten økt omtrent 1,45% fra 31.12.2022 til samme dato påfølgende år. En stor andel av gjelden er tilknyttet hybridlånet, som i 2022 hadde en effektiv rente på 9,4%. Vi har valgt å gå videre med samme rentesats på dette lånet i 2023. Videre gjeld har vi delt

inn i postene fly-finansiering og annen gjeld. Her har vi tatt utgangspunkt i rentesatsene fra forrige kalenderår, og justert for økning i NIBOR. Vi får da de effektive rentesatsene listet i tabellen under.

<b>Effektiv gjeldsrente</b>	<b>2023</b>	<b>Andel</b>	<b>Rente</b>
Fly-finansiering	803,5	21%	4,80%
Ny Fly-finansiering	217,4	6,2%	6,25%
Hybridlån	2624,3	70%	9,40%
Annen gjeld	100	3%	6,25%
<b>Vektet gjennomsnitt</b>			<b>8,17%</b>

Tabell 8.1.1b Vektet gjennomsnittlig rente på NAS sin gjeld (Norwegian, 2023).

Fly-finansiering er delt i to, for å ta høyde for at nyoppstått gjeld høyst sannsynlig har en høyere rente enn intervallet 4,1% til 4,8% som posten hadde i 2022, gitt renteoppgangen som har vært. Det vektete gjennomsnittet på renten blir da 8,17%.

### 8.1.2 Skattesats

Den alminnelige skattesatsen i Norge er på 22%. Vi ser likevel at realiteten er at NAS ikke betaler 22% skatt, hverken nå eller i tidligere år. Det er derfor ingenting som tyder på at de kommer til å gjøre det de neste årene. Vi har derfor valgt å sette skattesatsen lik gjennomsnittet av skattesatsene for 2022-2023, og ser dermed bort fra perioder med negativt resultat og perioder med krise. Skattesatsen vi vil bruke videre er da 3,81% (Norwegian, 2023; Norwegian, 2024j).

## 8.2 AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITAL

I tillegg til avkastningskrav på gjeld må egenkapitalavkastningskravet fastsettes. Her benytter vi oss av CAPM-metoden, altså Capital Asset Pricing Model. Avkastningskravet bestemmes på bakgrunn av følgende likning:

$$K_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f)$$

### 8.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten  $r_f$  settes typisk til en statsobligasjon, da disse anses som tilnærmet risikofrie investeringer. Norsk 3-, 5-, 7- og 10-årig statsobligasjon har en rente på henholdsvis 3.575, 3.452, 3.502 og 3.537 prosent (Norges Bank, 2024b). Vi velger derfor å sette risikofri rente lik 10-årig statsrente på 3.537%.

### 8.2.2 Aksjebeta for NAS

Aksjens  $\beta$  (beta) gir ett uttrykk for den markedsrelaterte risikoen til en aksje. Betaen viser hvordan aksjen beveger seg i forhold til ett aksjemarked (Boye, *Et al.*, 2018, s. 233). For beregningen av beta har vi tatt som utgangspunkt historiske priser for NAS aksje i perioden 2021-2023, med månedlige avkastninger. Grunnen til at vi bare bruker avkastning fra de siste tre årene er i hovedsak for å representere NAS i en periode der de har vært stabile. Månedlige avkastninger er valgt med bakgrunn i standarder for beregning av beta (Finanssans, 2023). Aksjemarkedet vi bruker som referanse er hovedindeksen på Oslo Børs, OSEBX. Historiske priser er hentet fra Yahoo Finance (2024j).

Markedets risiko indikeres av en beta på 1. Det betyr at dersom en aksje har en beta som er høyere enn 1, så overstiger den markedsrelaterte risikoen til aksjen risikoen i markedet. Dersom aksjen har en beta på under 1, betyr det at den markedsrelaterte risikoen til aksjen er lavere enn risikoen i markedet (Boye, *Et al.*, 2018, s. 219). Med grunnlag i restrukturering og at flybransjen generelt er sensitiv, vil vi forvente en betakoeffisient på over 1 for NAS. Formelen for beregning av aksjebeta er som følger:

$$\beta = \frac{\text{kovarians}_{aksje,marked}}{\text{varians}_{marked}}$$

Beregningen for NAS' aksjebeta blir da som følger:

$$\beta = \frac{0,000168359}{0,000125581} = 1,1$$

Aksjebetaen til NAS på 1,1 betyr at dersom OSEBX går opp med 1%, vil NAS aksje gå opp med 1,1%, og motsatt dersom den går ned. Gjennomfører vi tilsvarende beregninger for 5-årig og 10-årig aksjebeta kommer vi frem til 1,15 og 1,2.

Beregningen av aksjebeta med basis i historisk avkastning har sine klare svakheter. Med store fluktasjoner i aksjeverdi i bransjen, ville man forventet en høyere aksjebeta for Norwegian. Årsaken til den lave beta-verdien ligger i at beregningen er gjort i en solid periode for selskapet, der den systematiske risikoen har vært lav. Når vi inkluderer flere år og mer data, ser vi at betaen øker noe. Flybransjen er offer for mange kriser og svingninger som ikke rammer markedet som helhet. Dermed vil den matematiske utregningen av beta med OSEBX som referanseindeks kunne gi ett dårlig bilde av den egentlige systematiske risikoen for NAS.

Med bakgrunn i at aksjekursen historisk sett har vært svært volatil, vil det muligens være bra med en noe oppjustert beta. I beregningen av avkastningskravet for egenkapitalen, velger vi likevel å sette å sette beta-verdien til egen utregning på 1,1 da vi mener dette gir det mest riktige bildet på den systematiske risikoen per dags dato for NAS opp mot markedet.

### **8.2.3 Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie er differansen mellom forventet avkastning i markedet, og avkastningen i en risikofri investering. Det kan altså forstås som meravkastningen man kan oppnå ved å investere i aksjer med risiko (Boye, *Et al.*, 2018, s. 219). Formel for markedets risikopremie:

$$\text{Markedets risikopremie} = E(R_M) - R_f$$

Ved beregning av gjennomsnittlig avkastning for hovedindeksen kommer vi frem til en risikopremie på 6,08%. Data som er lagt til grunn for beregningen er historiske noteringer for OSEBX de siste tre årene, og tallet er regnet ut i Excel.

Andre rapporter, som PwCs årlige rapport om markedets risikopremie, viser til at risikopremien er på 5% for året 2023. For å regne ut risikopremien benytter PwC ett vektet gjennomsnitt for renten på statsobligasjoner i den aktuelle perioden (PwC, 2023). Siden PwCs beregning er gjort grundigere og basert på større mengder tall, vil vi benytte 5% som markedets risikopremie videre i oppgaven.

## 8.2.4 Sammensetning av CAPM

Etter å ha beregnet størrelser for risikofri rente, aksjebeta og markedets risikopremie, er det klart for å beregne avkastningskravet på egenkapitalen for NAS.

$$K_E = 3,537\% + 1,1 \times 5\% = 9,04\%$$

Avkastningskravet for egenkapitalen vil videre bli brukt for beregning av avkastningskravet for totalkapitalen.

## 8.3 AVKASTNINGSKRAV PÅ TOTALKAPITAL (WACC)

Avkastningskravet, WACC, består som nevnt av krav til egenkapitalavkastning, gjeldskostnad og vektingen mellom disse. Vektingen er basert på markedsverdier.

### 8.3.1 Andel egenkapital og gjeld

#### *Markedsverdi på egenkapitalen*

Markedsverdien for egenkapitalen kommer vi frem til ved å ta antall utstedte aksjer per 31.12.2023 og multiplisere med aksjekursen samme dato (Norwegian, 2024j). Dette gir oss følgende uttrykk:

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = 961\,712\,356 \times 12,97 \text{ NOK} = 12\,473\,409\,257$$

#### *Markedsverdi på rentebærende gjeld*

Markedsverdien på gjeld er oppgitt i Q4 rapporten til NAS for 2023 og er på 4 547 500 000 (Norwegian, 2024j).

#### *Andeler*

Andelene for egenkapital og gjeld finner vi ved å dele de respektive markedsverdiene på summen av markedsverdien av egenkapital og gjeld:

$$\text{Andel egenkapital} = \frac{12\,473\,409\,257}{12\,473\,409\,257 + 4\,547\,500\,000} = 73,28\%$$

$$\text{Andel gjeld} = \frac{4\,547\,500\,000}{12\,473\,409\,257 + 4\,547\,500\,000} = 26,72\%$$

### 8.3.2 Sammensetning av WACC

På bakgrunn av beregninger gjort ovenfor og den informasjonen som er tilgjengelig, blir likningen for WACC følgende:

$$K_A = 0,7328 \times 9,04\% + 0,2672 \times 8,17\%(1 - 3,81\%)$$

Vi får derfor en WACC etter skatt på 8,72%, noe som vil bli benyttet videre i nåverdiregningen av fremtidige frie kontantstrømmer. Avkastningskravet på egenkapitalen er kun 0,87% høyere enn gjeldskostnaden, noe som tilsvarer en svært lav risikopremie. Dette kan sannsynligvis skyldes en lav aksjebeta på 1,1. Vi velger likevel å beholde avkastningskravet på totalkapitalen etter skatt på 8,72%, men vil senere i oppgaven gjennomføre en sensitivitetsanalyse å analysere aksjekursen sensitivitet med hensyn på aksjebetaen.

## 9 SAMMENSETTING FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

---

### 9.1 TERMINALVERDI

Terminalleddet, eller verdien, har vi som nevnt i kapittel 7 beregnet med bakgrunn i Gordons formel. Tar vi hensyn til WACC, som ble beregnet i kapittel 8, får vi følgende likning:

$$P = \frac{2\,995,3 * (1 + 1\%)}{8,72\% - 1\%}$$

Terminalleddets verdi blir da 39 178,6 millioner, som er summen av kontantstrømmene fra og med år 2029 til uendelig framtid.

## 9.2 KONTANTSTRØMOPPSTILLING

På bakgrunn av de prognoser som er gjort i kapittel 7 har vi følgende kontantstrøm:

År	2024	2025	2026	2027	2028	Terminalverdi
Driftsinntekter	33 093,0	34 740,9	36 445,3	37 887,6	39 375,7	
Driftskostnader	-26 435,7	-27 485,7	-28 562,4	-29 433,5	-30 325,2	
Avskrivninger og nedskrivninger	-3 942,1	-3 968,8	-3 991,9	-3 975,0	-3 956,7	
Resultat før skatt	2 715,2	3 286,4	3 891,0	4 479,1	5 093,8	
Skatt	-103,4	-125,2	-148,2	-170,7	-194,1	
Resultat etter skatt	2 611,7	3 161,2	3 742,7	4 308,5	4 899,7	
Avskrivninger og nedskrivninger	3 942,1	3 968,8	3 991,9	3 975,0	3 956,7	
Endring varelager	-78,0	9,0	9,4	7,9	8,2	
Endring kundefordringer	5 375,4	432,3	447,1	378,4	390,4	
Endring leverandørgjeld	2 347,2	318,3	329,2	278,6	287,4	
Oppkjøp Widerøe	-1125					
Kjøp nye fly		-5 750	-5 750	-5 750	-5 750	
Kontantstrøm	2 478,6	1 256,9	1 857,3	2 425,7	2 995,3	39 178,6
Neddiskontert	2 279,8	1 063,3	1 445,2	1 736,1	1 971,8	25 791,1

Tabell 9.1 Kontantstrømoppstilling/prognose for fremtidige kontantstrømmer

Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene gir oss en nåverdi av NAS på 34 287,3. For å komme frem til verdien av egenkapitalen må vi videre trekke ut bokført verdi av rentebærende gjeld. Denne er hentet fra Q4 rapporten til NAS for 2023, og gir oss følgende verdi av egenkapitalen til NAS:

$$\text{Egenkapital (aksjekapital)} = 34\,287,3 - 14\,025,3 = 20\,262$$

Videre må tallet for egenkapital deles på antall utstedte aksjer per 31.12.2023 som er 961 712 356 eller 961,712356 (i millioner). Vi får da følgende uttrykk for aksjekursen til NAS:

$$\text{Aksjekurs NAS} = \frac{20\,262}{961,712356} = 21,1 \text{ NOK}$$

Per 13.03.2024 var aksjekursen på 17,52 NOK. Det betyr at vi har vurdert aksjen til NAS til en noe høyere verdi enn den var 13.03, som gir oss en oppside på 20,43%.

## 10 MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

---

En markedsbasert verdsettelse blir også gjerne kalt relativ verdsettelse. I motsetning til fundamental eller absolutt verdsettelse vil vi ikke neddiskontere noen kontantstrømmer for å finne en absolutt tall for selskapets verdi. En markedsbasert verdsettelse handler heller om å se om aksjen handles relativt dyrt eller relativt billig i forhold til selskaper som er ellers like (Touvila, 2024).

### 10.1 PRICE TO EARNINGS

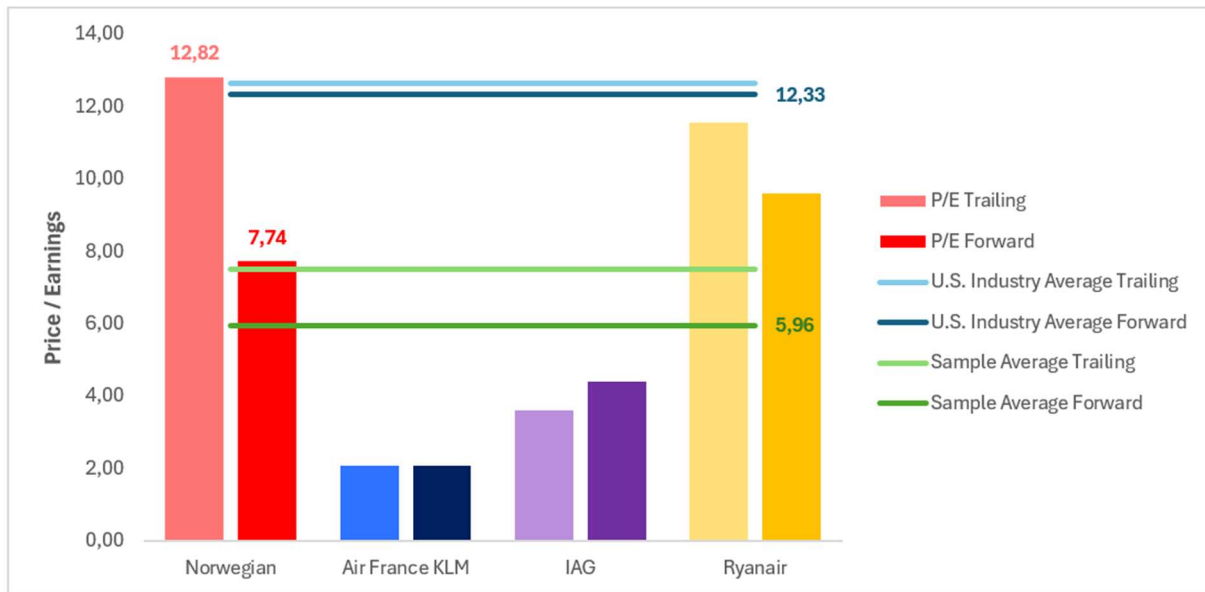
En av de vanligste nøkkeltallene å se på i relativ verdsettelse er ifølge Touvila (2024) «Price to Earnings ratio» eller P/E. Metoden går ut på å dele aksjeprisen på EPS eller overskudd per aksje. For eksempel hvis en aksje handles til P/E 20x, betyr det at aksjen koster 20 ganger EPS. Forenklet kan man si at hvis alt annet likt og selskap A handles til 10x og selskap B handles til 20x vil aksje A anses som relativt billigere.

For 2023 var EPS for NAS på 1,3. Estimert som er lagt til grunn på 2,05 tilsvarer derfor en stor økning i 2024. Årsaken til økningen kan være at NAS har kjøpt opp Widerøe, og man forventer at dette gir synergieffekter for NAS. Likevel vil en slik effekt være svært usikker å slå fast tallmessig. En annen årsak til høyere forventet EPS kan være at NAS har vært solide de siste årene, og at man forventer at gjennom deres økte fokus på lønnsomhet vil EPS stige i året som kommer.

Fordi man har to mål på EPS skiller man vanligvis mellom P/E forward og trailing, der trailing tar utgangspunkt i siste rapporterte EPS, mens forward tar utgangspunkt i estimerte EPS for inneværende år. I vår analyse vil forward ta utgangspunkt i gjennomsnittlige estimater for EPS fra Yahoo! Finance.



I figur 10.1 har vi valgt å bytte ut SAS som konkurrent med Air France KLM. Dette er gjort fordi SAS skal av børs og prisen ikke gir et riktig bilde av bedriften. Air France blir da det



Figur 10.1: P/E Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d; Damodaran, 2024)

naturlige å sammenligne med istedenfor da de skal inn som deleiere i SAS (SASNO, 2023).

Som vi ser fra figuren ovenfor handles NAS aksjen relativt dyrt i forhold til bransjen hvis vi skal se på trailing P/E. Samtidig ser vi at NAS' forward P/E er betraktelig lavere enn trailing på grunn av høyere forventet EPS. Denne økningen er allerede priset inn i aksjen, som forklarer en høy trailing P/E. Denne effekten er grunnen til at forward P/E gjerne blir sett på som et bedre mål en trailing. Vi ser også at etter forward P/E handles NAS' billig etter bransjen og omtrent riktig etter de tre konkurrentene. Det skal dog sies at bransjestandarden for P/E er hentet fra NYU som kun tar amerikanske flyselskap med i beregningen.

Hvis vi bruker formelen for P/E, og beregner NAS' aksjepris ut fra dens EPS og bransjens (USA) trailing P/E får vi følgende resultat:

$$12,66 = \frac{NAS' \text{ Aksjeverdi}}{1,3} \rightarrow NAS' \text{ Aksjeverdi} = 15,19$$

Som vi ser ligger dette noe under dagens kurs, og forward P/E vil trolig være en bedre tilnærming:

$$12,33 = \frac{NAS' \text{ Aksjeverdi}}{2,05} \rightarrow NAS' \text{ Aksjeverdi} = 25,28$$

Det skal sies at forward P/E for industrien på 12,33 kun er beregnet på amerikanske selskaper. Og at det ligger godt over gjennomsnittet på våre selskaper på 5,96 som ville gitt følgende verdi:

$$5,96 = \frac{NAS' \text{ Aksjeverdi}}{2,05} \rightarrow NAS' \text{ Aksjeverdi} = 12,22$$

Eventuelt vil et gjennomsnitt av amerikanske flyselskaps P/E og våre selskaper gi følgende aksjekurs:

$$9,15 = \frac{NAS' \text{ Aksjeverdi}}{2,05} \rightarrow NAS' \text{ Aksjeverdi} = 18,75$$

## 10.2 PRICE TO BOOK VALUE

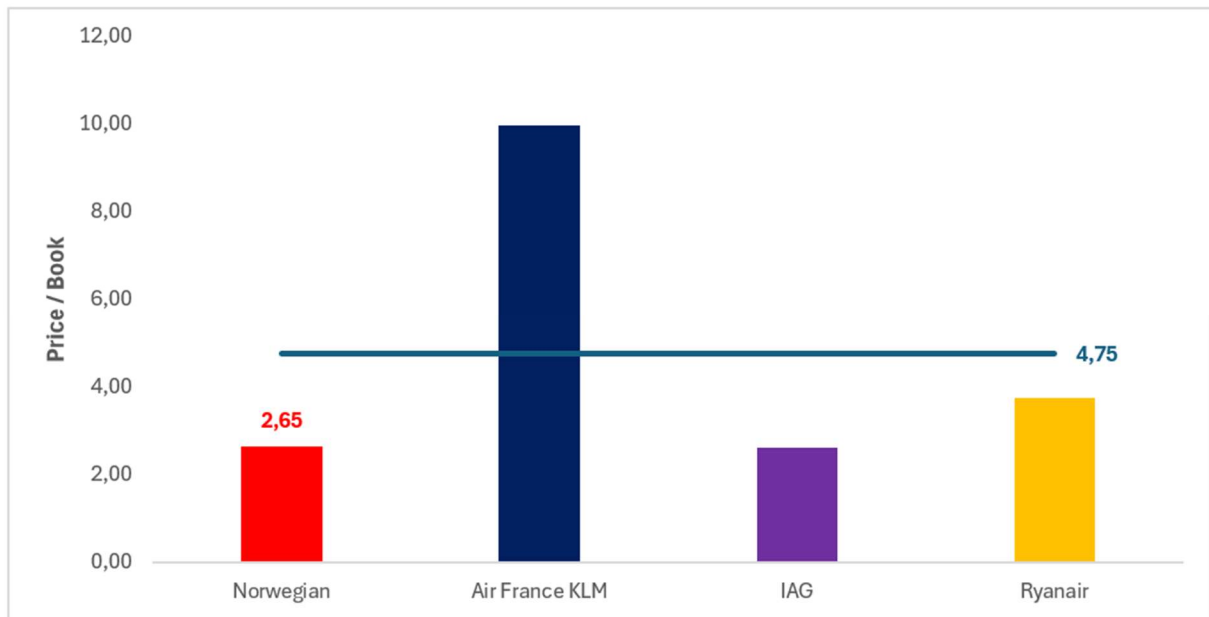
Et annet vanlig mål å bruke i relativ verdsettelse er Price to Book Value. Metoden går ut på å dele aksjeprisen på bokført verdi per aksje (BVPS), nøkkeltallet regnes altså ut på følgende måte: (Fernando, 2024)

$$P/B = \frac{Price}{Book \text{ Value Per Share}}$$

Der

$$Book \text{ Value Per Share} = \frac{Totalkapital - Immatrielle eiendeler - Gjeld}{Antall \text{ Aksjer}}$$

Selv om hva som er en god P/B ratio må ses med hensyn til forretningen og industri kan man se på en P/B under 1 generelt som positivt (Fernando, 2024a).



Figur 10.2: P/B Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)

I figur 10.2 ser vi at NAS ligger godt under gjennomsnittet (4,75x) av bedriftene vi har sett på. Dette tyder på at Norwegian er priset billig i forhold til konkurrentene vi ser på. Det skal allikevel sies at gjennomsnittet blir kraftig dratt opp av KLM, og P/B er relativt jevn hos de tre andre selskapene. Vi kan allikevel se hvordan NAS ville vært prissatt med deres BVPS på 6 NOK (Yahoo! Finance, 2024c) utvalgets gjennomsnitts P/B på 4,75x :

$$4,75 = \frac{NAS' \text{ Aksjepris}}{6} \rightarrow NAS' \text{ Aksjepris} = 28,5$$

Videre kan vi gjøre samme prosedyre med bransjegjennomsnittet i USA på 2,24 (Damodaran, 2024b):

$$2,24 = \frac{NAS' \text{ Aksjepris}}{6} \rightarrow NAS' \text{ Aksjepris} = 13,44$$

Og med et gjennomsnitt av de to:

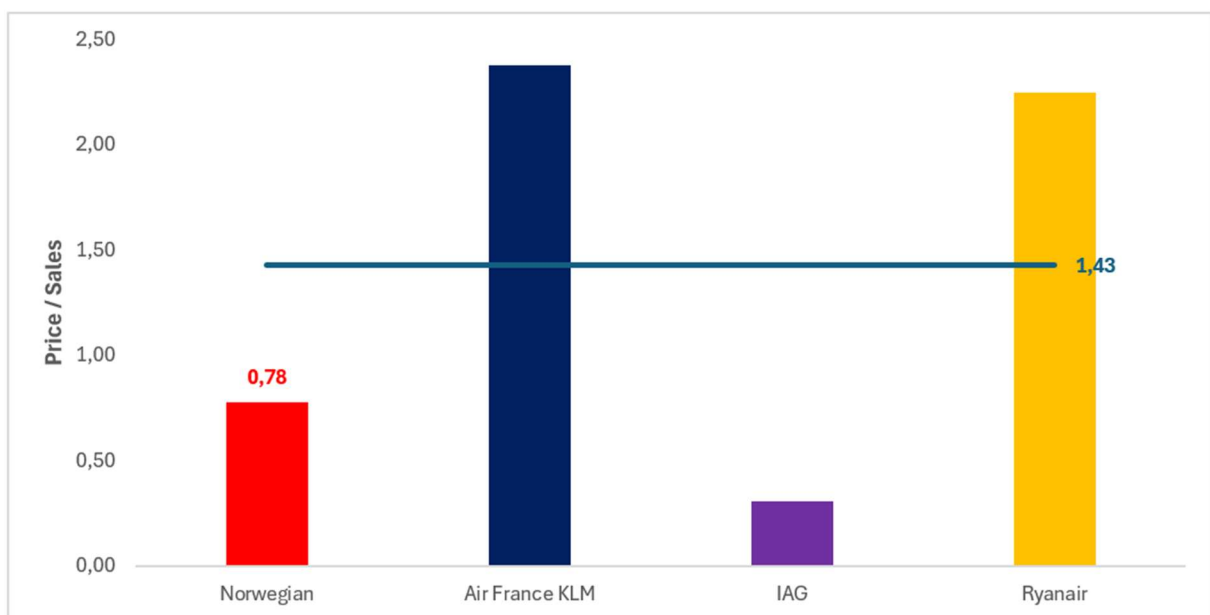
$$3,5 = \frac{NAS' \text{ Aksjepris}}{6} \rightarrow NAS' \text{ Aksjepris} = 20,97$$

### 10.3 PRICE TO SALES

Price to Sales eller P/S ratio viser til forholdet mellom selskapets verdi og deres omsetning og regnes ut på følgende måte (Mcclure, 2022):

$$P/S = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Omsetning}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Omsetning per aksje}}$$

Videre brukes P/S på lik måte som P/E og P/B. Videre kan det være verdifullt for å se på verdiaksjer hos selskaper som enda ikke klarer å gå med overskudd. Svakheten til P/S er at den ikke tar hensyn til bedriftens kostnader eller gjeld.



Figur 10.3: P/S Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)

Som vi ser i figuren overfor er det stor forskjell i selskapenes P/S og KLM og Ryanair drar gjennomsnittet kraftig opp. Vi kan allikevel regne ut NAS' aksjeverdi basert på deres omsetning per aksje på 25,66 NOK i 2023 (Yahoo! Finance, 2024c):

$$1,43 = \frac{\text{NAS' Aksjeverdi}}{25,66} \rightarrow \text{NAS' Aksjeverdi} = 36,69$$

Og etter USAs bransjegjennomsnitt på 0,39 (Damodaran, 2024c):

$$0,39 = \frac{\text{NAS' Aksjeverdi}}{25,66} \rightarrow \text{NAS' Aksjeverdi} = 10,01$$

Og et gjennomsnitt av de to:

$$0,91 = \frac{NAS' \text{ Aksjeverdi}}{25,66} \rightarrow NAS' \text{ Aksjeverdi} = 23,35$$

## 10.4 ENTERPRISE VALUE

Enterprise Value (EV) viser til selskapets totale verdier fremfor kun egenkapitalen, og kan regnes ut på følgende måte (CFI, 2024):

$$EV = \text{Market Capitalization} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash and Equivalents}$$

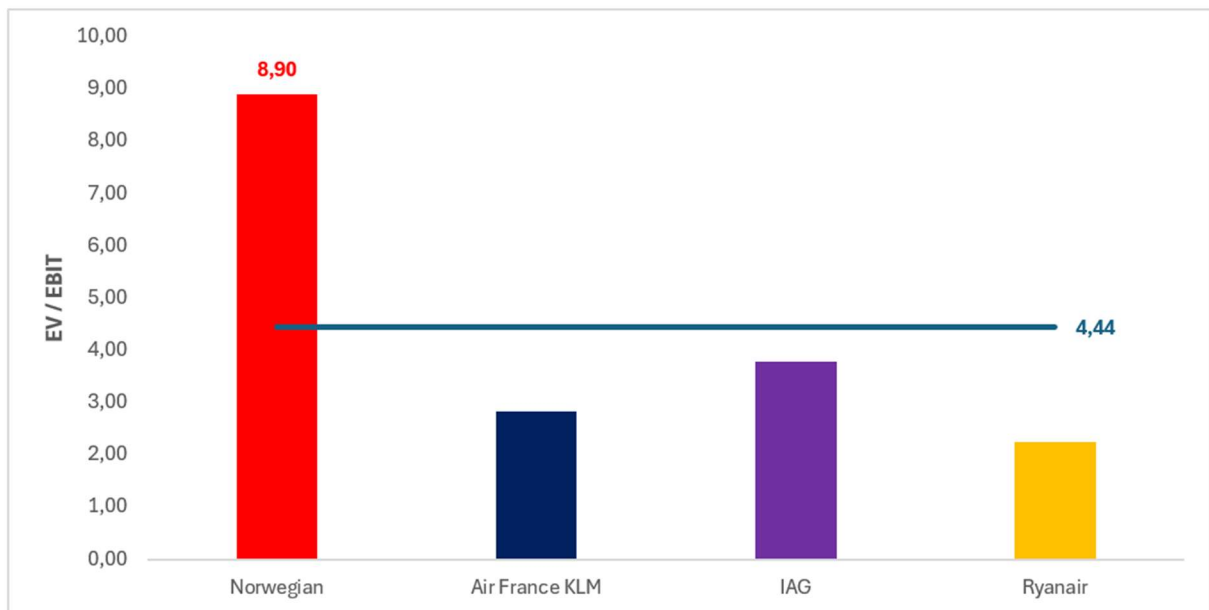
Siden Enterprise Value også tar hensyn til bedriftens kapitalstruktur blir det av mange sett på som et bedre mål på selskapets verdi enn markedsverdi. Videre tilrettelegger multipler med EV for sammenligning mellom bedrifter med ulik kapitalstruktur.

### 10.4.1 EV/EBIT

EV / EBIT multiplene gir et nokså likt svar som P/E, men siden vi tar med enterprise value og dermed en mer fullstendig verdi av selskapet kan det gi et bedre svar, og regnes ut på følgende måte: (CFI, 2024b).

$$EV/EBIT = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBIT}$$

I likhet med tidligere multipler vi har sett på antyder en høy EV/EBIT et overpriset selskap.



Figur 10.4.1: EV/EBIT Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)

Som vi ser i figuren ovenfor er Norwegian priset høyt sammenlignet med utvalget konkurrenter. Skal vi sette Norwegians EV etter utvalgets snitt på 4,44 og EBIT på 2 285 500 000 får vi følgende regnestykke (Yahoo Finance, 2024h):

$$4,44 = \frac{NAS'EV}{2\,285\,500\,000} \rightarrow NAS'EV = 10\,147\,620\,000$$

Igjen kan vi gjøre samme analyse med det amerikanske bransjegjennomsnittet på 13,02 (Damodaran, 2024d):

$$13,02 = \frac{NAS'EV}{2\,285\,500\,000} \rightarrow NAS'EV = 29\,757\,210\,000$$

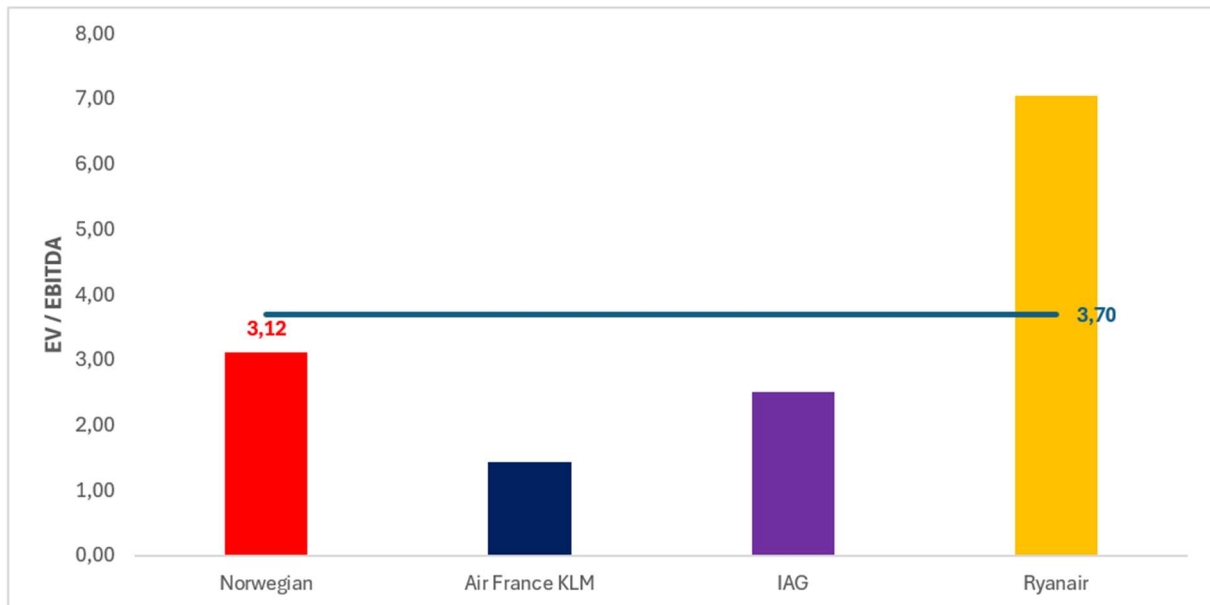
Og med et gjennomsnitt av de to:

$$17,46 = \frac{NAS'EV}{2\,285\,500\,000} \rightarrow NAS'EV = 19\,952\,415\,000$$

Dette er ikke så langt unna NAS' faktiske EV på 20 350 000 000 (Yahoo! Finance, 2024h).

## 10.4.2 EV/EBITDA

Når vi går fra EV/EBIT til EV/EBITDA tar vi ut avskrivninger og nedskrivninger. Dette kan gi oss et bedre mål ettersom hverken avskrivninger eller nedskrivninger har noe kontantstrømeffekt sett bort ifra skattefordelen det gir.



Figur 10.4.2: EV/EBITDA Ratio NAS og konkurrenter (Yahoo! Finance 2024a – 2024d)

Som vi ser i figuren ovenfor har Norwegian betraktelig bedre EV/EBITDA i forhold til EV/EBIT. Dette kan bety at NAS har høyere avskrivninger og nedskrivninger enn konkurrentene.

Igjen kan vi regne ut en relativ verdi av Enterprise Value med vårt utvalgsgjennomsnitt på 3,7, og NAS' EBITDA på 6 521 100 000 (Yahoo Finance, 2024h):

$$3,7 = \frac{NAS'EV}{6\,521\,100\,000} \rightarrow NAS'EV = 24\,127\,700\,000$$

Igjen kan vi gjøre samme analyse med det amerikanske bransjegjennomsnittet på 6,17 (Damodaran, 2024d):

$$6,17 = \frac{NAS'EV}{6\,521\,100\,000} \rightarrow NAS'EV = 40\,234\,570\,000$$

Og med et gjennomsnitt av de to:

$$17,46 = \frac{NAS'EV}{2\,285\,500\,000} \rightarrow NAS'EV = 32\,181\,135\,000$$

Dette gir en langt høyere EV enn NAS' faktiske EV på 20 350 000 000 (Yahoo! Finance, 2024c).

## 10.5 SAMMENSETNING MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

Vår strategiske analyse viser noen forskjeller fra konkurrentene, som at NAS har investert i E-fuel. Kanskje viktigst er NAS' eksponering for den norske kronekursen. Dette gjør at vi mener NAS' markedsbaserte verdsettelse må nedjusteres noe.

Når vi ser på nøkkeltallsanalysen kommer NAS godt ut på likviditet og soliditet, men gjør det litt dårligere enn konkurrentene når vi ser på lønnsomhet. Fyllingsgraden er også omtrent som gjennomsnittet og 5 prosentpoeng over 80% som vi ser på som lønnsomhetsgrensen. Vi ser derfor ingen grunn til å justere kursmålet basert på nøkkeltallsanalysen.

### 10.5.1 Kursmultipler

Vi har nå ved bruk av forskjellige multipler tilnærmet forskjellige verdier av NAS aksjen ut ifra hvilke multipler konkurrenter handles til. Som vi ser i tabell 10.5 gir det aksjeverdien et vektet gjennomsnitt på 20,46 NOK. Vi har valgt å vekte P/E mer enn P/B og P/S ettersom vi ser på det som den mest relevante pris multippelen og fordi det drar kursmålet noe ned. Vi mener det er riktig på grunn av faktorer i den strategiske analysen, spesielt NAS' eksponering mot kronekursen.

Multipler	Aksjeverdi
P/E (50%)	18,75
P/B (25%)	20,97
P/S (25%)	23,35
<b>Vektet Snitt</b>	<b>20,46</b>

Tabell 10.5.1: Aksjeverdi med multipler

Per 13.03.2024 var aksjekursen på 17,52. (Yahoo! Finance, 2024c). Det betyr at vi har vurdert aksjen til NAS til en noe høyere verdi enn den var 13.03, som gir oss en oppside på 16,78%.



## 10.5.2 Enterprise Multipler

Vi kan gjøre samme prosedyre med Enterprise-multipler. Vi vil da estimere NAS' Enterprise Value fremfor aksjeverdi. Et vektet gjennomsnitt av våre multipler gir en

Multipel	Enterprise Value
EV/EBIT (67%)	19 952 415 000
EV/EBITDA (33%)	32 181 135 000
Vektet Snitt	23 987 892 600

Tabell 10.5.2: Enterprise Verdi med multipler

Enterprise Value på omtrent 24 milliarder. Vi vekter også her EV/EBIT mer enn EV/EBITDA da det drar ned målet i tråd med den strategiske analysen. Dette er fortsatt godt over NAS' faktiske Enterprise Value på 20,6 milliarder NOK (Yahoo! Finance, 2024c).

# 11 SENSITIVITETSANALYSE OG DISKUSJON

---

Ved fastsettelse av avkastningskrav og prognoser for fremtidige kontantstrømmer vil det foreligge usikkerhet rundt flere parameter som er brukt i fastsettelsen. Derfor er det sentralt å se på hvor sensitiv aksjekursen til NAS er for endringer i de ulike parameterne. I tillegg vil det gjennomføres en sensitivitetsanalyse for den markedsbaserte verdsettelsen, hvor vi ser på hvordan aksjekursen påvirkes av multipler for NAS opp mot markedet.

## 11.1 SENSITIVITETSANALYSE FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

I sensitivitetsanalysen for den fundamentale verdsettelsen vil vi se på hvordan endringer i avkastningskravet og parameterne som inngår i avkastningskravet påvirker aksjekursen. I tillegg vil vi se på hvordan endringer i de prognostiserte kontantstrømmene påvirker aksjekursen til NAS. I alle tabeller er verdien vi har kommet frem til for aksjekursen til NAS markert i grønt.

### 11.1.1 Sensitivitet for avkastningskrav og dets parametere

Verdien på aksjen til NAS varierer stort ut ifra hvilket avkastningskrav som brukes ved neddiskontering av kontantstrømmen og hvilken vekstrate,  $g$ , som er lagt til grunn for terminalleddet. Vi vil derfor se på hvordan endringer i ovennevnte vil påvirke aksjekursen NAS. For avkastningskravet, WACC, har vi lagt til grunn seks reduksjoner og seks økninger i

avkastningskravet på 0,5%. For vekstraten, g, har vi lagt til grunn fire reduksjoner og fire økninger på 0,25%. Dette gir oss følgende tabell:

		g - vekstrate								
		0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
WACC	5,72%	36,2	38,2	40,4	42,8	45,5	48,4	51,7	55,4	59,7
	6,22%	31,9	33,6	35,4	37,3	39,4	41,8	44,4	47,3	50,5
	6,72%	28,2	29,6	31,1	32,7	34,5	36,4	38,5	40,8	43,4
	7,22%	25,1	26,2	27,5	28,8	30,3	31,9	33,6	35,5	37,6
	7,72%	22,3	23,3	24,4	25,5	26,8	28,1	29,5	31,1	32,8
	8,22%	19,9	20,8	21,7	22,7	23,7	24,8	26,1	27,4	28,8
	8,72%	17,8	18,5	19,3	20,2	21,1	22,0	23,1	24,2	25,4
	9,22%	15,9	16,5	17,2	18,0	18,7	19,6	20,5	21,4	22,4
	9,72%	14,2	14,7	15,4	16,0	16,7	17,4	18,2	19,0	19,9
	10,22%	12,6	13,1	13,7	14,3	14,9	15,5	16,2	16,9	17,6
	10,72%	11,2	11,7	12,2	12,7	13,2	13,8	14,4	15,0	15,7
	11,22%	10,0	10,4	10,8	11,3	11,8	12,3	12,8	13,3	13,9
	11,72%	8,8	9,2	9,6	10,0	10,4	10,9	11,3	11,8	12,3

Tabell 11.1.1a Sensitivitet for endringer i WACC og g.

Av tabellen ser vi at aksjekursen til NAS er svært utsatt for endringer i avkastningskravet og vekstraten. Aksjekursen til NAS varierer fra 8,8 til 59,7 avhengig av hvilken verdi på WACC og g som er benyttet. På bakgrunn av volatiliteten i aksjekursen anser vi det som sentralt å se på sensitiviteten til aksjekursen for de parameterne som inngår i avkastningskravet, som varierer mye.

Skattesatsen og den effektive gjeldsrenten er parametere som har vært vanskelige å anslå. Dermed ser vi det som sentralt å se på hvordan endringer i de to vil påvirke aksjekursen. For skattesatsen og gjeldsrenten har vi lagt til grunn reduksjoner og økninger på 0,25%.

		Gjeldskostnad								
		7,17%	7,42%	7,67%	7,92%	8,17%	8,42%	8,67%	8,92%	9,17%
Skatt	2,31%	23,2	22,8	22,5	22,2	21,8	21,5	21,2	20,9	20,5
	2,56%	23,0	22,7	22,4	22,0	21,7	21,4	21,1	20,7	20,4
	2,81%	22,9	22,6	22,2	21,9	21,6	21,2	20,9	20,6	20,3
	3,06%	22,8	22,4	22,1	21,8	21,4	21,1	20,8	20,5	20,2
	3,31%	22,7	22,3	22,0	21,6	21,3	21,0	20,7	20,4	20,1
	3,56%	22,5	22,2	21,8	21,5	21,2	20,9	20,6	20,3	20,0
	3,81%	22,4	22,0	21,7	21,4	21,1	20,8	20,4	20,1	19,8
	4,06%	22,3	21,9	21,6	21,3	20,9	20,6	20,3	20,0	19,7
	4,31%	22,1	21,8	21,5	21,1	20,8	20,5	20,2	19,9	19,6
	4,56%	22,0	21,7	21,3	21,0	20,7	20,4	20,1	19,8	19,5
	4,81%	21,9	21,5	21,2	20,9	20,6	20,3	20,0	19,7	19,4
	5,06%	21,7	21,4	21,1	20,8	20,4	20,1	19,8	19,5	19,2
5,31%	21,6	21,3	20,9	20,6	20,3	20,0	19,7	19,4	19,1	

Tabell 11.1.1b Sensitivitet for endringer i skattesats og effektiv gjeldsrente.

Aksjeverdien til NAS er ikke veldig sensitiv for endringer i skattesatsen og gjeldsrenten. Dette er ikke overaskende da gjeldsandelen på 26,72% gir begrenset utslag for avkastningskravet, og dermed begrenset utslag for aksjeprisen til NAS.

Videre er aksjebeta en parameter som har vært vanskelig å fastsette. Den matematiske utregningen for beta er avhengig av at det er en korrelasjon mellom svingningene i aksjeprisen til NAS og referanseindeksen OSEBX. Flybransjen er utsatt for risiko og kriser som ikke nødvendigvis gjenspeiles på referanseindeksen. Følgelig ser vi det som en nødvendighet å se på hvordan aksjekursen endrer seg ved endringer i aksjebeta. Samtidig vil vi se på hvordan endringer i den risikofrie renten påvirker aksjekursen, da dette er ett parameter som endrer seg mye over tid.

		Risikofri rente								
		2,54%	2,79%	3,04%	3,29%	3,54%	3,79%	4,04%	4,29%	4,54%
Beta	0,9	30,0	28,7	27,4	26,2	25,1	24,0	23,0	22,0	21,1
	1	27,4	26,2	25,1	24,0	23,0	22,0	21,1	20,2	19,3
	1,1	25,1	24,0	23,0	22,0	21,1	20,2	19,3	18,5	17,8
	1,15	24,0	23,0	22,0	21,1	20,2	19,3	18,5	17,8	17,0
	1,2	23,0	22,0	21,1	20,2	19,3	18,5	17,8	17,0	16,3
	1,3	21,1	20,2	19,3	18,5	17,8	17,0	16,3	15,6	15,0
	1,4	19,3	18,5	17,8	17,0	16,3	15,6	15,0	14,4	13,8
	1,5	17,8	17,0	16,3	15,6	15,0	14,4	13,8	13,2	12,6
	1,6	16,3	15,6	15,0	14,4	13,8	13,2	12,6	12,1	11,6
	1,7	15,0	14,4	13,8	13,2	12,6	12,1	11,6	11,1	10,6
	1,8	13,8	13,2	12,6	12,1	11,6	11,1	10,6	10,1	9,7
	1,9	12,6	12,1	11,6	11,1	10,6	10,1	9,7	9,3	8,8
2	11,6	11,1	10,6	10,1	9,7	9,3	8,8	8,4	8,0	

Tabell 11.1.1c Sensitivitet for endringer i aksjebeta og risikofri rente

Av analysen ser vi at både endringer i aksjebeta og risikofri rente vil påvirke aksjekursen til NAS i stor grad. Størst utslag for aksjeverdien er det betaen som står for. Siden verdien vi har satt for aksjebeta i oppgaven er relativt lav, er det viktig å være oppmerksom på at endringen i beta-verdien har mye å si for den endelige aksjeprisen. Grunnen til at aksjebetaen har så stor påvirkning er at egenkapitalandelen til NAS er på 73,28%.

### 11.1.2 Sensitivitet for endring i kontantstrømmer

I tillegg til sensitivitetsanalyse for avkastningskravet og dets parametere er det sentralt å se på usikkerheten i de prognostiserte kontantstrømmene. For enkelthetsens skyld har vi valgt å se på kontantstrømmen for to år opp mot hverandre, og hvordan reduksjoner og økninger på 10% i kontantstrømmene vil påvirke aksjekursen. En svakhet ved å se på to og to år mot hverandre, er at det blir vanskelig å få et helhetlig bilde av hvordan sammensetningen av alle kontantstrømmene vil påvirke aksjekursen. Sensitivitetsanalysen for kontantstrømmene er vist i de tre tabellene nedenfor.

		KS 2025								
		824,6	916,2	1 018,1	1 131,2	1 256,9	1 382,5	1 520,8	1 672,9	1 840,2
KS 2024	1 626,2	19,9	20,0	20,0	20,1	20,3	20,4	20,5	20,6	20,8
	1 806,9	20,0	20,1	20,2	20,3	20,4	20,5	20,7	20,8	20,9
	2 007,7	20,2	20,3	20,4	20,5	20,6	20,7	20,9	21,0	21,1
	2 230,8	20,5	20,5	20,6	20,7	20,8	20,9	21,1	21,2	21,3
	2 478,6	20,7	20,8	20,9	21,0	21,1	21,2	21,3	21,4	21,6
	2 726,5	20,9	21,0	21,1	21,2	21,3	21,4	21,5	21,7	21,8
	2 999,1	21,2	21,3	21,4	21,5	21,6	21,7	21,8	21,9	22,1
	3 299,0	21,5	21,6	21,6	21,7	21,9	22,0	22,1	22,2	22,4
	3 628,9	21,8	21,9	22,0	22,1	22,2	22,3	22,4	22,5	22,7

Tabell 11.1.2a Sensitivitet for endringer i 2024 og 2025 kontantstrømmer.

		KS 2027								
		1 591,5	1 768,4	1 964,8	2 183,2	2 425,7	2 668,3	2 935,1	3 228,6	3 551,5
KS 2026	1 218,6	19,9	20,1	20,2	20,4	20,6	20,7	20,9	21,1	21,4
	1 354,0	20,0	20,2	20,3	20,5	20,7	20,8	21,0	21,3	21,5
	1 504,4	20,2	20,3	20,4	20,6	20,8	21,0	21,2	21,4	21,6
	1 671,6	20,3	20,4	20,6	20,7	20,9	21,1	21,3	21,5	21,8
	1 857,3	20,4	20,6	20,7	20,9	21,1	21,2	21,4	21,7	21,9
	2 043,1	20,6	20,7	20,9	21,0	21,2	21,4	21,6	21,8	22,1
	2 247,4	20,8	20,9	21,0	21,2	21,4	21,6	21,8	22,0	22,2
	2 472,1	20,9	21,1	21,2	21,4	21,6	21,7	21,9	22,2	22,4
	2 719,3	21,1	21,3	21,4	21,6	21,8	21,9	22,1	22,4	22,6

Tabell 11.1.2b Sensitivitet for endringer i 2026 og 2027 kontantstrømmer.

		Terminalverdi								
		25 705,1	28 561,2	31 734,7	35 260,7	39 178,6	43 096,4	47 406,1	52 146,7	57 361,4
KS 2028	1 965,2	11,1	13,1	15,3	17,7	20,4	23,0	26,0	29,2	32,8
	2 183,5	11,3	13,2	15,4	17,8	20,5	23,2	26,1	29,4	33,0
	2 426,2	11,5	13,4	15,6	18,0	20,7	23,4	26,3	29,6	33,1
	2 695,7	11,6	13,6	15,8	18,2	20,9	23,5	26,5	29,7	33,3
	2 995,3	11,8	13,8	16,0	18,4	21,1	23,8	26,7	29,9	33,5
	3 294,8	12,1	14,0	16,2	18,6	21,3	24,0	26,9	30,2	33,7
	3 624,3	12,3	14,2	16,4	18,8	21,5	24,2	27,1	30,4	33,9
	3 986,7	12,5	14,5	16,7	19,1	21,7	24,4	27,4	30,6	34,2
	4 385,4	12,8	14,8	16,9	19,3	22,0	24,7	27,7	30,9	34,5

Tabell 11.1.2c Sensitivitet for endringer i 2028 kontantstrøm og terminalleddet.

Fra sensitivitetsanalysen ser vi at aksjeverdien ikke er veldig sensitiv mot endringer i kontantstrømmene for perioden 2024-2028. Aksjeverdien er derimot ganske sensitiv for endringer i terminalleddet, noe som gir mening ettersom det er her det største bidraget til nåverdien av selskapet ligger. Ved å se på hvordan aksjekursen varierer etter kontantstrømmene for de ulike årene isolert sett, kan totalbildet av kontantstrømmenes påvirkning bli vanskelig å lese. Eksempelvis dersom alle kontantstrømmene havner i det nedre sjiktet, vil innvirkningen på aksjeverdien bli større enn det som fremkommer av tabellene ovenfor. Dersom vi manuelt setter alle kontantstrømmene til det laveste punktet fra sensitivitetsanalysen, får vi en aksjeverdi på 8,8, noe som er vesentlig lavere enn det som fremkommer av tabellene.

## 11.2 SENSITIVITETSANALYSE MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

I sensitivitetsanalysen for den markedsbaserte/relative verdsettelsen vil vi i hovedsak se på hvordan endringer i EPS og Book Value, og endringer i bransjegjennomsnitt for nevnte vil påvirke aksjekursen til NAS.

### 11.2.1 Sensitivitetsanalyse for P/E

Som beskrevet i kapittel 10.1 er verdsettelsen av aksjeverdien til NAS med utgangspunkt i P/E basert på en multiplikasjon av NAS' forventede EPS og bransjegjennomsnittet for P/E. Verdiene er basert på estimater for 2024, og følgelig vil de være utsatt for endringer. Derfor vil vi se på hvordan endringer for EPS og bransjegjennomsnitt med reduksjoner og økninger på 10% vil påvirke aksjekursen til NAS.

		EPS NAS								
P/E		1,35	1,49	1,66	1,85	2,05	2,26	2,48	2,73	3,00
Gjennomsnittlig P/E	6,00	8,1	9,0	10,0	11,1	12,3	13,5	14,9	16,4	18,0
	6,67	9,0	10,0	11,1	12,3	13,7	15,0	16,5	18,2	20,0
	7,41	10,0	11,1	12,3	13,7	15,2	16,7	18,4	20,2	22,2
	8,23	11,1	12,3	13,7	15,2	16,9	18,6	20,4	22,5	24,7
	9,15	12,3	13,7	15,2	16,9	18,7	20,6	22,7	25,0	27,4
	10,06	13,5	15,0	16,7	18,6	20,6	22,7	25,0	27,4	30,2
	11,07	14,9	16,5	18,4	20,4	22,7	25,0	27,4	30,2	33,2
	12,17	16,4	18,2	20,2	22,5	25,0	27,4	30,2	33,2	36,5
	13,39	18,0	20,0	22,2	24,7	27,4	30,2	33,2	36,5	40,2

Tabell 11.2.1 Sensitivitet for endringer i bransjens P/E og EPS NAS.

Av tabellen ovenfor ser vi at verdsettelsen av aksjen til NAS varierer mellom 8,1 og 40,2 utfra hvilke verdier for EPS og bransjens gjennomsnittlige P/E som er benyttet. Svingninger i ovennevnte faktorer er forklart i [kapittel 10.1](#).

### 11.2.2 Sensitivitetsanalyse for P/B

I sensitivitetsanalysen for verdsettelsen av NAS med utgangspunkt i P/B ser vi på hvordan endringer i Book Value for NAS, og bransjegjennomsnittlig P/B påvirker aksjekursen til NAS. Også her vil vi se på hvordan reduksjoner og økninger på 10% vil påvirke aksjeverdien til NAS.

		Book Value NAS								
P/B		3,94	4,37	4,86	5,40	6	6,60	7,26	7,99	8,78
Gjennomsnittlig P/B	3,34	13,1	14,6	16,2	18,0	20,0	22,0	24,2	26,6	29,3
	3,71	14,6	16,2	18,0	20,0	22,2	24,5	26,9	29,6	32,6
	4,12	16,2	18,0	20,0	22,2	24,7	27,2	29,9	32,9	36,2
	4,58	18,0	20,0	22,2	24,7	27,5	30,2	33,2	36,5	40,2
	5,08	20,0	22,2	24,7	27,5	30,5	33,6	36,9	40,6	44,7
	5,59	22,0	24,5	27,2	30,2	33,6	36,9	40,6	44,7	49,1
	6,15	24,2	26,9	29,9	33,2	36,9	40,6	44,7	49,1	54,0
	6,77	26,6	29,6	32,9	36,5	40,6	44,7	49,1	54,0	59,4
	7,44	29,3	32,6	36,2	40,2	44,7	49,1	54,0	59,4	65,4

Tabell 11.2.2 Sensitivitet for endringer i bransjens P/B og Book Value NAS.

Vi ser fra tabellen ovenfor at aksjeprisen er svært volatil med hensyn på Book Value og bransjegjennomsnittlig P/B. De ulike kombinasjonen av de to tallene gir oss en aksjeverdi for NAS på mellom 13,1 og 65,4.

## 12 KONKLUSJON

---

Den fundamentale verdsettelsen av NAS ga en verdi på 21,10 NOK per aksje per tilgjengelig informasjon den 13.03.2024. Den relative, eller markedsbaserte verdsettelsen, ga en verdi på kr 20,46 NOK per aksje.

Vi konkluderer derfor med et kursmål per aksje i intervallet [20,46 – 21,10] NOK. Ved en aksjekurs på 17,52 NOK per 13.03.2024 ser vi dermed en oppside på 16,75% til 20,43%. Gitt at den fundamentale analysen estimerer absolutte verdier i de kommende årene, ser vi for oss at den fremtidige kursen vil ligge i det øvre sjiktet av intervallet.

## 13 SVAKHETER VED OPPGAVEN

---

Vi erkjenner at det eksisterer noen klare svakheter ved oppgaven. Dette er hovedsakelig knyttet opp til forenklinger eller antakelser som er gjort underveis. Likevel har vi ansett det som nødvendig ut ifra oppgavens omfang og natur. Eksempelvis vil en prognose av fremtidige frie kontantstrømmer alltid være et usikkerhetsmoment.

## **13.1 SVAKHETER VED DEN STRATEGISKE ANALYSEN**

I vår strategiske analyse har vi brukt de verktøy vi fant mest hensiktsmessig. Samtidig er ikke den strategiske analysen hovedessensen i oppgaven, og noe måtte dermed velges bort. For eksempel kunne en interessentanalyse bidratt til at bedre bilde av den strategiske situasjonen (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2022, S. 207-210).

En annen svakhet ved strategisk analyse er hvor vanskelig det er å kvantifisere over til verdi i form av penger for en investor. Det finnes prosesser der man for eksempel skårer hvert konkurransefortrinn ved hjelp av VRIO. Dette mener vi blir vanskelig å skåre nøyaktig, og er fortsatt ikke direkte overførbart til penger.

Avslutningsvis baserer den strategiske analysen seg i stor grad seg på NAS' egne tall og kunngjøringer. Konsernet vil naturligvis ønske å skape et bilde av strategisk velstand i selskapet. Dette gjør at informasjonen kan overdrive oppturer og underdrive nedturer. Følgelig kan vår strategiske analyse gi et falskt positivt bilde av dagens situasjon og at vi dermed verdsetter NAS for høyt.

## **13.2 SVAKHETER VED DEN FUNDAMENTALE VERDSETTELSEN**

I den fundamentale verdsettelsen er det gjort enkelte forenklinger og ikke minst antakelser som har stor innvirkning på den aksjekursen vi kommer frem til. Dette gjelder beregningen av avkastningskrav, fremtidige kontantstrømmer og terminalleddets verdi.

### **13.2.1 Avkastningskrav**

Avkastningskravet har som vist i sensitivitetsanalysen stor betydning for nåverdien av kontantstrømmene. Flere av variablene som inngår i det matematiske uttrykket er faktiske verdier. Dette gjelder markedsverdi egenkapital, risikofri rente og markedets risikopremie. Selskapets aksjebeta er også en matematisk utregning som fullt er basert på faktiske verdier, men har tydelige svakheter som diskutert i [kapittel 8](#).

Videre har det vært utfordrende å fastsette den gjennomsnittlige gjeldskostnaden NAS har på sin rentebærende gjeld. Her er det gjort antakelser som at eksisterende gjeld bærer samme



effektive rente som i 2022, mens økningen i 2023 bærer en høyere rente. Dette har vi begrunnet i den generelle renteoppgangen som har vært, og vi har da tatt utgangspunkt i økningen i NIBOR.

Etter tilbakemelding fra veileder har vi i beregningen av skattesats tatt utgangspunkt i effektiv skattesats i år 2022 og 2023, som vi anser som mer representative for dagens og fremtidig drift enn tidligere år. Forenklingen kan ha stor innvirkning på dagens verdi av NAS. Å finne en nøyaktig verdi har vært utfordrende, på bakgrunn av utsatte skattefordeler og selskapsstrukturen bestående av datterselskap i utlandet. Vi mener likevel at tilnærmingen er tilfredsstillende.

### **13.2.2 Fremtidige kontantstrømmer**

Beregningen av fremtidige kontantstrømmer anser vi som en stor mulig svakhet ved vår oppgave. Prognosene er basert på historiske gjennomsnitt og på en per-fly-basis.

Restrukturering og kriseår har ført til en stor variasjon når det gjelder historisk data, og vi har derfor ekskludert disse årene på flere områder. Dette kan være en svakhet.

Å bruke gjennomsnittlige inntekter og kostnader gir en lineær utvikling i prognosene, noe som er høyst urealistisk. Vi vet at eksempelvis drivstoffkostnader avhenger av oljeprisen som varierer mye over tid. Den lineære utviklingen blir derfor en forenkling og en klar svakhet med oppgaven. Samtidig har vi vurdert det som for omfattende å se på hver enkelt kostnad og dens utvikling i kommende år.

Når det gjelder avskrivninger, leasingkostnader og Widerøe-oppkjøpet har vi så langt det lar seg gjøre, gitt oppgavens natur, tallfestet utviklingen over tid. Vi har tatt antakelser som kostnadsnedgang av å eie flyene istedenfor å lease. Videre har vi ut fra informasjon om optimalt antall fly antatt at flåten ved slutten av 2028 vil være på 100 fly, som betyr en nedgang i antall leasede fly. Når det gjelder kostnadsføring av innkjøpte fly har vi fordelt det likt over perioden 2025 til 2028 som er planlagt levering fra Boeing. Det kunne med fordel ha blitt sett nærmere på utvikling i avskrivningskostnader. Vi mener derimot at anskaffelseskostnaden av Widerøe og kostnadsføringen av ordren fra Boeing er tilfredsstillende på bakgrunn av tilgjengelig informasjon.

Kriser, både bransjespesifikke og generelle, er som i kontantstrømmene er ikke tatt høyde for da omfang og tid er vanskelig å anslå. Selv om flybransjen opplever kriser i snitt hvert femte år, blir det kun spekulasjon å anslå innvirkningen for NAS sine kontantstrømmer. At vi har valgt å se bort ifra dette er en mulig svakhet ved oppgaven.

### **13.2.3 Terminalledd**

Terminalleddet har en svært stor betydning for nåverdien av NAS sine kontantstrømmer, noe som er illustrert i kontantstrømoppstillingen i [kapittel 9](#). Kriser er som i kontantstrømmene i år 2024 til 2028 ikke tatt høyde for. Utgangspunktet for fremtidige frie kontantstrømmer blir da år 2028 med en tillagt årlig vekst. En tydelig svakhet med dette er at terminalleddet gaper over mye, allerede fra og med år 6. Svakheten i vår oppgave kan da ligge i at kontantstrømoppstillingen blir for upresis, med kun fem år beregnet, og resten innlemmet i terminalleddet.

## **13.3 SVAKHETER VED DEN MARKEDSBASERTE VERDSETTELSEN**

Den markedsbaserte verdsettelsen har flere svakheter. For det første fanges ikke alle faktorer opp av multipler. Dette er kompensert for ved å bruke den strategiske- og nøkkeltallsanalysen til å justere kursmålet. Følgelig lider den relative verdsettelsen av de samme svakheterne som de to analysene. Videre er det vanskelig å fastsette hvor mye verdien skal justeres med, og vi vet derfor ikke om vi har truffet med justeringen eller under-/overkompensert.

For det andre burde multiplene blitt sammenlignet med gjennomsnittet for hele bransjen. Det har vi ikke med tilgjengelige verktøy klart å finne. Problemet ble løst ved å sammenligne med et utvalg konkurrenter vi mener er like NAS. Vi valgte å supplere med amerikanske bransjegjennomsnitt og tok gjennomsnittskursen vi fikk fra vårt utvalg og det amerikanske markedet. Dette er en grov forenkling, som svekker nøyaktigheten av vårt estimat. Det kan også argumenteres for at median kunne vært et bedre mål for å ikke bli påvirket av uteliggere.

## 14 KILDER

---

Aftenposten (2023) Folk flyr mindre enn før! Så dumt!. *aftenposten.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/meninger/leder/i/pQajMV/folk-flyr-mindreenn-foer-saa-dumt>. (Hentet: 07.02.2024).

Avinor (2020) *Bærekraftig og samfunnsnyttig luftfart*. Tilgjengelig fra: [https://avinor.no/globalassets/\\_konsern/miljo-lokal/miljorapporter/avinor\\_baerekraftsrapport\\_2020.pdf](https://avinor.no/globalassets/_konsern/miljo-lokal/miljorapporter/avinor_baerekraftsrapport_2020.pdf). (Hentet 07.02.2024).

Beers, B. (2022) *How does Load Factor Impact Airline Profitability?*. Tilgjengelig fra: <https://investopedia.com/ask/answers/041515/how-can-i-use-load-factor-indicator-profitability-airline-industry.asp>. (Hentet 12. mars 2024).

BI (2023) *Norsk kunde-barometer*. Tilgjengelig fra: <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2023/>. (Hentet: 03.04.2024)

Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S. O. og Oust, A. (2018) *Finansielle emner*. 15. utg. Oslo: Cappelen Damm.

CFI – Corporate Finance Institute. (2024a) *Enterprise Value (EV)*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-enterprise-value-ev/>. (Hentet: 18.03.2024).

CFI – Corporate Finance Institute. (2024b) *EV/EBIT Ratio*. Tilgjengelig fra: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-enterprise-value-ev/>. (Hentet: 18.03.2024).

Damodaran, A., (2024a) PE Ratio by Sector (US). *NYU Stern*. Tilgjengelig fra: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/pedata.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pedata.html). (Hentet: 18.03.2024)

Damodaran, A., (2024b) Price and Value to Book Ratio by Sector (US). *NYU Stern*. Tilgjengelig fra: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/pbvdata.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pbvdata.html). (Hentet: 18.03.2024)

Damodaran, A., (2024c) Revenue Multiples by Sector (US). *NYU Stern*. Tilgjengelig fra: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/psdata.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/psdata.html). (Hentet: 18.03.2024)

Damodaran, A., (2024d) Enterprise Value Multiples by Sector (US). *NYU Stern*. Tilgjengelig fra: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/vebitda.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html). (Hentet: 18.03.2024)

Degnes, O. og Lorentzen, M. (2023) Ryanair angriper SAS og Norwegian i København. *Finansavisen.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.finansavisen.no/reise-og-fritid/2023/08/22/8030856/ryanairangriper-sas-og-norwegian-i-kobenhavn>. (Hentet 07.03.2024).

EASA (2024) Aircrew. *easa.europa.eu*. Tilgjengelig fra: <https://www.easa.europa.eu/en/regulations/aircrew>. (Hentet: 16.02.2024).

eia (2024) *Petroleum and Other Liquids*. Tilgjengelig fra: <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/rbrteD.htm>. (Hentet: 12.02.2024).

Ekeseeth, F. (2022a) Norwegian-ledelsen i møter med Airbus. *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/rE32ml/norwegian-ledelsen-i-moetermed-airbus>. (Hentet: 20.02.2024).

Ekeseeth, F. (2022b) Norwegian med overskudd og forbedret kontantposisjon. *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/G321rV/norwegian-med-overskudd-og-forbedret-kontantposisjon>. (Hentet: 08.03.2024).

Engelsen, T. H. (2022) Nedgang i antall flygninger siden før pandemien: – Overraskende, mener forsker. *Dagsavisen.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.dagsavisen.no/nyheter/2022/09/07/nedgang-i-antall-flygninger-siden-for-pandemien-overraskende-mener-forsker/>. (Hentet: 16.02.2024).

Erichsen, M., Solberg, F. og Stiklestad, T. (2022) *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 3. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Fernando, J. (2024) Price-to-Book (PB) Ratio: Meaning, Formula, and Example. *Investopedia.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>. (Hentet: 18.03.2024).

Finanssans (2023) *Beta – Hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedet*. Tilgjengelig fra: <https://www.finanssans.no/aksjer/beta>. (Hentet: 13.03.2024).

Fjeldstad, Ø. D. & Lunnan, R. (2020) *Strategi*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Framnes, R., Huse, H., Pettersen, A. og Thjømmøe, H. M. (2021) *Markedsføringsledelse*. 10. utg. Oslo: Universitetsforlaget.

Ghaderi, H., Lea, A., og Ekeseeth, F. C. (2022) *Norwegian skal lease ti nye Boeing 737 Max-fly*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Wj2QLa/norwegian-skal-lease-ti-nye-boeing-737-max-fly>. (Hentet: 18.03.2024).

Hayes, A., (2021) EBIT/EV Multiple: Definition, Formula, Benefits, Example. *Investopedia.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/e/ebit-ev-multiple.asp>. (Hentet: 19.03.2024).

Hovland, K. M. og Nilsen, A. A. (2022) Ansatte om Danmarks eier-grep: – Positivt for SAS. *E24.no*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Kz5zA5/ansatte-om-danmarks-eiergrep-positivtfor-sas>. (Hentet: 07.03.2024).

IAG (2019) *Annual Financial Statements 2018*. Tilgjengelig fra: <file:///Users/Steffen/Downloads/iag-cnmv-annual-financial-report-2018-en.pdf>. (Hentet: 10.03.2024).

IAG (2020) *Annual Financial Statements 2019*. Tilgjengelig fra: <file:///Users/Steffen/Downloads/iag-cnmv-annual-financial-report-2019-en.pdf>. (Hentet: 10.03.2024).

IAG (2022) *Auditors Report on International Consolidated Airlines Group, S.A. and Subsidiaries*. Tilgjengelig fra: <file:///Users/Steffen/Downloads/iag-cnmv-annual-financial-report-2021-en.pdf>. (Hentet: 10.03.2024).

IAG (2024) *Connections for good*. Tilgjengelig fra: <file:///Users/Steffen/Downloads/iag-annual-report-and-accounts-2023.pdf>. (Hentet: 10.03.2024).

IATA. (2023) *Global Outlook for Air Transport*. Tilgjengelig fra: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/global-outlook-for-air-transport---december-2023---report/#:~:text=All%20regions%2C%20except%20Asia%20Pacific,set%20to%20double%20by%202040.&text=The%20cargo%20sector%20continued%20to,a%20slowdown%20in%20global%20trade>. (Hentet: 18.03.2024).

Indexmundi (2024) *Jet Fuel vs Crude Oil (petroleum) – Price Rate of Change Comparison*. Tilgjengelig fra: <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=crude-oil&months=120&commodity=jet-fuel>. (Hentet: 12.02.2024).

Jacobsen, D. I. og Thorsvik, J. (2007) *Hvordan organisasjoner fungerer*. 3. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Karlsmoen, R. (2022) Hele verden mangler fly. *E24.no*. Tilgjengelig fra: [https://borsen.dagbladet.no/nyheter/hele-verden-manglerfly/78181148?fbclid=IwAR31CKpKwdLIIM1\\_UhCcaiB4YzgdV3pfrDPh5JmizMQuPk3E40O1\\_7NZQEc](https://borsen.dagbladet.no/nyheter/hele-verden-manglerfly/78181148?fbclid=IwAR31CKpKwdLIIM1_UhCcaiB4YzgdV3pfrDPh5JmizMQuPk3E40O1_7NZQEc). (Hentet: 07.03.2024).

Knardal, P. S. og Sending, A. (2022) *Finansregnskap med Analyse*. Bergen: Fagbokforlaget.

Knudsen, C. og Hovland, K. M. (2023) *Overrasket flyekspert om Norwegians kjøp:- En milliard for et flyselskap er ikke all verden*. Tilgjengelig fra: [https://e24.no/boers-og-finans/i/8JLLOA/overrasket-flyekspert-om-norwegians-kjoep-en-milliard-for-et-flyselskap-er-ikke-all-verden?fbclid=IwAR2f-kee1GA5l9hmTYWZOPRiBFvKqZPxREJJkQi\\_69pZJWKj2RqlMIBbNE](https://e24.no/boers-og-finans/i/8JLLOA/overrasket-flyekspert-om-norwegians-kjoep-en-milliard-for-et-flyselskap-er-ikke-all-verden?fbclid=IwAR2f-kee1GA5l9hmTYWZOPRiBFvKqZPxREJJkQi_69pZJWKj2RqlMIBbNE). (Hentet: 19.03.2024).

Konkurransetilsynet (2023) *Norwegian får kjøpe Widerøe*. Tilgjengelig fra: <https://konkurransetilsynet.no/norwegian-far-kjoep-wideroe/>. (Hentet: 07.03.2024).

Kristoffersen, T. (2023) *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 7. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Lorentzen, M. (2020) Norwegian kvitter seg med Dreamliner-fly for første gang. *E24*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Qmo3nW/norwegian-kvitter-seg-med-dreamliner-fly-for-foerste-gang>. (Hentet: 03.04.2024)

Lydersen, T., Juven, O., Stoltz, T. og Heiervang, C. H. (2020) Tror på en dramatisk endring i norsk luftfart. *nrk.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/norge/tror-pa-en-dramatisk-endring-i-norsk-luftfart-1.15088282>. (Hentet: 07.03.2024).

McClure, B., (2022) How to Use Price-To-Sales Ratios to Value Stocks. *Investopedia.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/032603.asp>. (Hentet: 18.03.2024).

Mikalsen, K. E. (2023) *Avinor: Flytilbudet vil være svekket I mange år fremover*. Tilgjengelig fra: <https://flysmart24.no/2023/09/02/avinor-flytilbudet-vil-vaere-redusert-i-mange-ar-fremover/>. (Hentet: 18.03.2024).

Miljødirektoratet (2022) *Ekstremvær*. Tilgjengelig fra: <https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/klima/fns-klimapanel-ipcc/dette-sier-fns-klimapanel/sjette-hovedrapport/ekstremvar/>. (Hentet: 29.02.2024).

Norges Bank (2024a) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/valutakurser/?tab=currency&id=USD/1000>. (Hentet: 12.02.2024).

Norges Bank (2024b) *Generiske statsrenter*. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>. (Hentet 12. mars 2024).

Norsk E-Fuel (u.å.) *Why E-Fuels?*. Tilgjengelig fra: <https://www.norsk-e-fuel.com/>. (Hentet: 28.02.2024).

Norwegian (2019) *Annual report 2018*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor->

[relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2018-web-version.pdf](https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2018-web-version.pdf). (Hentet: 15.02.2024).

Norwegian (2020) *Annual report 2019*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2019.pdf>. (Hentet: 15.02.2024).

Norwegian (2021) *Annual report 2020*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2020.pdf>. (Hentet: 15.02.2024).

Norwegian (2022) *Annual report 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/nas-annual-report-2021.pdf>. (Hentet: 15.02.2024).

Norwegian (2023) *Annual report 2022*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/norwegian-annual-report-2022.pdf>. (Hentet: 15.02.2024).

Norwegian (2024a) *Vår historie*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>. (Hentet: 07.02.2024).

Norwegian (2024b) *Vår Visjon og verdier*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/visjon-og-verdier/>. (Hentet: 08.02.2024).

Norwegian (2024c) *Våre Fly*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/flyene/>. (Hentet: 08.03.2024).

Norwegian (2024d) *Ledelsen*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/ledelsen/>. (Hentet: 07.03.2024).

Norwegian (2024e) *Samfunnsansvar*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/>. (Hentet: 29.02.2024).

Norwegian (2024f) *Norwegian becomes co-owner of Norsk e-Fuel*. Tilgjengelig fra: <https://media.uk.norwegian.com/pressreleases/norwegian-becomes-co-owner-of-norsk-e-fuel-3297613>. (Hentet: 29.02.2024).

Norwegian (2024g) *Bedriftsstruktur*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/struktur/>. (Hentet: 07.03.2024).

Norwegian (2024h) *Reiser du med jobben?*. Tilgjengelig fra: [https://corporate.norwegian.com/no/?gad\\_source=1&gclid=CjwKCAiArLyuBhA7EiwAqo80KqV63ZmtjOtR54C9bRezur-frDlqTb116dx8G1AU43QN80C48EIxoC0dAQA vD\\_BwE&gelsrc=aw.d](https://corporate.norwegian.com/no/?gad_source=1&gclid=CjwKCAiArLyuBhA7EiwAqo80KqV63ZmtjOtR54C9bRezur-frDlqTb116dx8G1AU43QN80C48EIxoC0dAQA vD_BwE&gelsrc=aw.d). (Hentet: 16.02.2024).

Norwegian (2024i) *Shares*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/investor-relations/shares/>. (Hentet: 07.03.2024).

Norwegian (2024j) *Fourth quarter 2023 financial report*. Tilgjengelig fra: <https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/quarterly-results/2023/norwegian-q4-2023-report.pdf>. (Hentet: 15.02.2024).

NTB (2023) *Nordmenn satte reiserekord i 2022*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/q1QP7e/nordmenn-satte-reiserekord-i-2022>. (Hentet: 28.02.2024).

Plucinka, J. og Mackos, D. (2024) Airbus lands record orders in 2023, beats Boeing on deliveries. *Reuters.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.reuters.com/business/aerospace-defense/airbus-posts-record-orders-keeps-delivery-crown-2023-2024-01-11/>. (Hentet: 07.03.2024).

PwC (2023) *Risikopremien i det norske markedet 2023*. Tilgjengelig fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>. (Hentet: 13.03.2024).

Ryanair Group (2019) *Annual Report 2018*. Tilgjengelig fra: <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2018/07/Ryanair-FY-2018-Annual-Report.pdf>. (Hentet: 11.03.2024).

Ryanair Group (2020) *Annual Report 2019*. Tilgjengelig fra: <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2019/07/Ryanair-2019-Annual-Report.pdf>. (Hentet: 11.03.2024).

Ryanair Group (2022) *Annual Report 2021*. Tilgjengelig fra: [https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2021/08/FINAL\\_Ryanair-Holdings-plc-Annual-Report-FY21.pdf](https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2021/08/FINAL_Ryanair-Holdings-plc-Annual-Report-FY21.pdf). (Hentet: 11.03.2024).

Ryanair Group (2024) *Annual Report 2023*. Tilgjengelig fra: <https://investor.ryanair.com/wp-content/uploads/2023/07/Ryanair-2023-Annual-Report.pdf>. (Hentet: 11.03.2024).

Samferdselsdepartementet (2023) *Meld. St. 10 (2022–2023) Bærekraftig og sikker luftfart*. Tilgjengelig fra: <https://kudos.dfo.no/documents/32181/files/28623.pdf>. (Hentet: 28.02.2024).

SAS (2019) *Annual Report Fiscal year 2018*. Tilgjengelig fra: [file:///Users/Steffen/Downloads/sas-sas-annual-report-fiscal-year-2018-190129%20\(1\).pdf](file:///Users/Steffen/Downloads/sas-sas-annual-report-fiscal-year-2018-190129%20(1).pdf). (Hentet: 12.03.2024).



SAS (2020) *Annual and Sustainability Report Fiscal year 2019*. Tilgjengelig fra: [https://www.sasgroup.net/files/documents/Corporate\\_governance/annual-reports/sas-sas-annual-and-sustainability-report-fiscal-year-2019-200130.pdf](https://www.sasgroup.net/files/documents/Corporate_governance/annual-reports/sas-sas-annual-and-sustainability-report-fiscal-year-2019-200130.pdf). (Hentet: 12.03.2024).

SAS (2022) *Annual and Sustainability Report Fiscal year 2021*. Tilgjengelig fra: <https://www.sasgroup.net/files/Main/290/3493244/sas-annual-and-sustainability-report-fy2021.pdf>. (Hentet: 12.03.2024).

SAS (2024) *Annual and Sustainability Report Fiscal year 2023*. Tilgjengelig fra: [https://www.sasgroup.net/files/documents/financial-reports/2023/SAS\\_Annual\\_and\\_sustainability\\_report\\_FY\\_2023.pdf](https://www.sasgroup.net/files/documents/financial-reports/2023/SAS_Annual_and_sustainability_report_FY_2023.pdf). (Hentet: 12.03.2024).

SASNO (2023) SAS når en viktig milstolpe i SAS FORWARD. *Oslo Børs*. Tilgjengelig fra: <https://newsweb.oslobors.no/message/600779>. (Hentet 14.03.2024).

Schjetne, S., Drake, S. (2023) Analytiker tror passasjerene får et bedre tilbud etter Widerøe-oppkjøpet, *MN24.no*. Tilgjengelig fra: <https://www.mn24.no/nyheter/i/KnKKmX/norwegians-styreleder-en-stor-dag-for-forbrukerne> (Hentet 18.03.2024).

Solgård, J. og Christensen, J. (2022) *Norwegian inngår avtale om kjøp av 50 fly*. Tilgjengelig fra: [https://www.dn.no/luftfart/norwegian/luftfart/boeing/norwegian-inngar-avtale-om-kjop-av-50-fly/2-1-1226941?fbclid=IwAR14t0LJzHB8-utuLcTAjeqY5jnhMRzVXzTJ4g57fd3VEh4LILUBRLYQ0\\_w](https://www.dn.no/luftfart/norwegian/luftfart/boeing/norwegian-inngar-avtale-om-kjop-av-50-fly/2-1-1226941?fbclid=IwAR14t0LJzHB8-utuLcTAjeqY5jnhMRzVXzTJ4g57fd3VEh4LILUBRLYQ0_w). (Hentet: 19.03.2024).

Tandberg, E. & Engerengen, L. (2023) *Luftfart*, *snl.no*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/luftfart> (Hentet 24.02.2024).

Touvila, A. (2024) *Relative Valuation Model: Definition, Steps, and Types of Models*, *Investopedia.com*. Tilgjengelig fra: <https://www.investopedia.com/terms/r/relative-valuation-model.asp> (Hentet: 14.03.2024).

Transport & Environment (2023) *Irish government lost out on close to 760 million in aviation taxes last year*. Tilgjengelig fra: <https://www.transportenvironment.org/discover/irish-government-lostout-on-close-to-760-million-in-aviation-taxes-last-year/>. (Hentet: 07.03.2024).

Valderhaug, R. (2021) *Staten kan ende opp som storaksjonær i Norwegian*. Tilgjengelig fra: <https://e24.no/naeringsliv/i/BlgQzG/staten-kan-ende-opp-somstoraksjonaer-i-norwegian>. (Hentet: 07.03.2024).

Widerøe (2019) *Selskaps- og konsernregnskap 2018*. Tilgjengelig fra: <https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/pdf/Wideroe%20AS%20signert%20regnskap%202018.pdf>. (Hentet: 14.03.2024).

Widerøe (2020) *Årsrapport 2019*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/Wider%C3%B8e%20AS%20-%20%C3%85RSRAPPORT%202019%20signert.pdf>. (Hentet: 14.03.2024).

Widerøe (2021) *Årsrapport 2020*. Tilgjengelig fra:  
<https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/Wider%C3%B8e%20AS%20-%20%C3%85RSRAPPORT%202020.pdf>. (Hentet: 14.03.2024).

Widerøe (2022) *Selskaps- og konsernregnskap 2021*. Tilgjengelig fra:  
[https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/2021-Wider%C3%B8e%20AS\\_%C3%A5rsrapport.pdf](https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/2021-Wider%C3%B8e%20AS_%C3%A5rsrapport.pdf). (Hentet: 14.03.2024).

Widerøe (2023) *Selskaps- og konsernregnskap 2022*. Tilgjengelig fra:  
[https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/2022-Wider%C3%B8e%20AS\\_%C3%85rsrapport.pdf](https://www.wideroe.no/content/dam/wideroe/wideroe-content/attachments/2022-Wider%C3%B8e%20AS_%C3%85rsrapport.pdf). (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024a) *Air France-KLM SA (AF.PA)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/AF.PA/key-statistics>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024b) *International Consolidated Airlines Group S.A. (IAG.L)*.  
Tilgjengelig fra: <https://finance.yahoo.com/quote/IAG.L/key-statistics>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024c) *Norwegian Air Shuttle ASA (NAS.OL)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/NAS.OL/key-statistics>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024d) *Ryanair Holdings plc (RYAAY)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/RYAAY/key-statistics>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024e) *Air France-KLM SA (AF.PA)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/AF.PA/key-statistics>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024g) *International Consolidated Airlines Group S.A. (IAG.L)*.  
Tilgjengelig fra: <https://finance.yahoo.com/quote/IAG.L/financials>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024h) *Norwegian Air Shuttle ASA (NAS.OL)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/NAS.OL/financials>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024i) *Ryanair Holdings plc (RYAAY)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/RYAAY/financials>. (Hentet: 14.03.2024).

Yahoo! Finance (2024j) *Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX.OL)*. Tilgjengelig fra:  
<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history>. (Hentet: 14.03.2024).

