

7667

7562

6971

7407

BCR3103

Bacheloroppgave

1. juni 2021

Antall ord: 19729

Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per
30.12.2020?



Høyskolen Kristiania

Våren 2021

”Denne semesteroppgaven er gjennomført som en del av utdannelsen ved Høyskolen Kristiania. Høyskolen Kristiania er ikke ansvarlig for oppgavens metoder, resultater, konklusjoner eller anbefalinger.”

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på tre lærerike år på studiet Digitalisering og økonomi ved Høyskolen Kristiania. Grunnlaget for oppgaven er kunnskap vi har tilegnet oss gjennom studieløpet og sammenfatter teorier anvendt gjennom de tre årene.

Oppgaven baserer seg på verdsettelsesteori, økonomistyring, foretaksstrategi, finansregnskap, investering og finansiering. Ettersom vi ikke har hatt fordypning innenfor investeringsanalyse har dette vært en bratt læringskurve som har det vært veldig lærerikt, og spennende.

Bakgrunnen for at vi har valgt verdsettelse som bacheloroppgave er vår felles interesse for investeringsteori og transaksjon markeder. Samtidig som vi får mulighet til å kombinere kunnskap om strategi, finans, makroøkonomi og regnskap. Dyptgående kunnskap om børsnotert selskap og tilhørende bransje ser vi på som relevant og nyttig til både for videre studier og arbeidsliv. Videre var det viktig for oss med et interessant selskap vi hadde kjennskap til. Valget falt på Norwegian Air Shuttle ASA, et mye omtalt selskap i en krisesituasjon.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Nils Arne Bakke, professor i digitaløkonomi og teknologiledelse ved Høyskolen Kristiania, for god og konstruktiv oppfølging gjennom arbeidet med vår bacheloroppgave.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en strategisk analyse av Norwegian Air Shuttle ASA etterfulgt av det gjennomfører vi en verdivurdering av selskapet.

Problemstillingen for vår bachelorutredelse er følgende Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 30.12.2020?

Oppgaven er oppbygget med en kort presentasjon av historien til selskapet i det første kapittelet. I det neste kapittelet redegjør vi for teorien tilknyttet verdivurderingen, herunder forklarer vi ulike tilnærminger, ulike metoder før vi argumenter for valget av verdsettelsemetode. Vi valgte diskontert kontantstrømmetode basert på drift hvor målet var finne den frie kontantstrømmen. I det neste kapittelet ser på vi på den strategiske intensjonen her kommer en oversikt over selskapets visjon, mål og forretningside og vi evaluerer den opp mot litteraturen til.

I kapittel etter ser vi på de eksterne og interne faktorene som påvirker Norwegian og gjennomfører en strategisk analyse. Den strategiske analysen gjøres ved bruk av porters femkraftsmodell, PESTEL-analyse, SVIMA-analyse, fremsynanalyse og til slutt oppsummerer vi funnene i den interne og eksterne analysen i en SWOT-analyse.

Etter dette gjennomfører vi en regnskapsanalyse, som baserer seg på tall fra 2015 til 2020. Dette gjennomføres for å få en forståelse av selskapets lønnsomhet, likviditet, EBITDA-margin og soliditet. Avslutningsvis gjennomfører vi en sammenligning mot Norwegians største konkurrent og et sammenlignbart lavprisselskap. Dette gjøres for å forstå hvordan Norwegian står i markedet i forhold til konkurrentene.

I kapittelet etter prognostiserer vi budsjettet for den eksplisitte perioden 2021-2025, som baserer seg på funnene i den strategiske analysen. Her tar vi for oss alt fra driftsinntekter til beregninger av endringer i arbeidskapitalen. I det siste kapittelet beregner vi avkastningskravet til totalkapitalen, det er beregnet til 7,17%. Avkastningskravet brukes så videre til finne terminalverdien for kontantstrømmene etter den eksplisitte perioden, vi bruker også dette avkastningskravet til neddiskonteringen av de frie kontantstrømmene og terminalverdien. Dette gir oss verdien på egenkapitalen som er **935.431.250 MNOK**, som gir oss en estimert aksjekurs på **22,11 kr**.

Forord	2
Sammendrag	3
1.0 Innledning	7
1.1 Motivasjon.....	7
1.2 Problemstilling.....	7
1.3 Avgrensninger.....	7
1.4 Historisk utvikling av selskapet.....	8
2.0 Teori	9
2.1 Kostnadsbasert tilnærming.....	9
2.2 Balansebasert tilnærming.....	10
2.3 Opsjonsbasert tilnærming.....	10
2.4 Markedsbasert tilnærming.....	10
2.5 Inntjeningsbasert tilnærming.....	10
2.5.1 Dividendemodellen.....	11
2.5.2 Kontantstrøm til sysselsatt kapital.....	11
2.5.3 Kontantstrøm fra drift.....	12
2.5.3.1 Diskontert kontantstrøm.....	13
2.6 Valg av verdsettelses tilnærming/metode.....	14
2.7 Avkastningskrav.....	15
2.7.1 Totalkapitalens avkastningskrav.....	15
2.7.2 Egenkapitalens avkastningskrav.....	16
2.7.3 Risikofri rente.....	17
2.7.4 Beta.....	17
2.7.5 Markedets risikopremie.....	18
2.8 Gjeldskostnad.....	19
2.9 Prognostisering av kontantstrøm.....	19
2.9.1 Top-down modell.....	19
2.9.2 Terminalverdi.....	19
2.9.3 Langsiktig vekstrate.....	20
3.0 Metode	20
3.1 Forberedelser.....	21
3.2 Formål.....	21
3.3 Forskningsdesign.....	21
3.4 Datainnsamling.....	22
3.5 Valg av Datatype.....	23
3.6 Dataanalyse.....	23
3.7 Reliabilitet.....	23
3.8 Validitet og evne til å generalisere.....	24
4.0 Strategisk intensjon	25

4.1	Visjon.....	25
4.2	Forretningside.....	25
4.3	Mål.....	26
5.0	Strategisk analyse.....	28
5.1	Bransjen.....	28
5.2	Norwegian som resultat av industrielt bruddpunkt.....	29
5.3	PESTEL - Makroanalyse.....	31
5.3.1	Politiske og Juridiske forhold.....	31
5.3.2	Økonomiske forhold og disponibel inntekt.....	32
5.3.3	Miljømessige forhold.....	33
5.3.4	Sosiokulturelle forhold.....	34
5.3.4.1	Terrorfrykt.....	34
5.3.4.2	Konsum.....	35
5.4	Fremsynsanalyse.....	36
5.4.1	Scenario 1 Pessimistisk.....	37
5.4.2	Scenario 2 Realistisk.....	37
5.4.3	Scenario 3 Optimistisk.....	38
5.5	Analyse av bransjestrukturen Porter.....	38
5.5.1	Konkurransenintensiteten blant dagens konkurrenter.....	38
5.5.2	Rivalisering fra Substitutter.....	39
5.5.3	Leverandører.....	40
5.5.4	Kunder.....	41
5.5.5	Potensielle etablerere i bransjen.....	42
5.5.5.1	Stordriftsfordeler.....	42
5.5.5.2	Produktdifferensiering.....	42
5.5.5.3	Kapitalbehov.....	43
5.5.5.4	Byttekostnad.....	43
5.5.5.5	Adgang til distribusjonskanaler.....	44
5.5.5.7	Myndighetenes politikk.....	44
5.6	Ressursbasert internanalyse.....	45
5.6.1	SVIMA-analyse.....	45
5.6.1.1	Merkevarenavn.....	46
5.6.1.2	Flyflåte.....	46
5.6.1.3	AOC.....	47
5.6.1.4	Kompetanse hos ansatte.....	47
5.7	Oppsummering av ressursbasert internanalyse.....	48
5.8	Oppsummering av strategisk analyse.....	48
6.0	Regnskapsanalyse.....	49
6.1	Lønnsomhet.....	50
6.1.1	Driftsmargin.....	50

6.1.2	Totalkapitalrentabilitet.....	51
6.1.3	EBITDA-margin.....	52
6.2	Likviditetsanalyse.....	53
6.2.1	Likviditetsgrad 1.....	53
6.2.2	Arbeidskapital.....	54
6.3	Soliditet.....	55
6.3.1	Egenkapitalandel.....	55
6.3.2	Gjeldsgrad.....	56
6.4	Oppsummering av regnskapsanalysen.....	57
6.5	Nøkkeltall sammenligning.....	58
7.0	Budsjett.....	59
7.1	Driftsinntekter.....	59
7.2	Varekostnad.....	60
7.3	Lønnskostnad.....	61
7.4	Andre driftskostnader.....	61
7.5	Finansresultat.....	62
7.6	Skatt.....	62
7.7	Avskrivninger.....	62
7.8	Investeringer.....	63
7.9	Arbeidskapital.....	63
7.9.1	Kundefordringer.....	63
7.9.2	Varelager.....	64
7.9.3	Leverandørgjeld.....	64
7.9.4	Endring Arbeidskapitalen.....	64
8.0	Finansiell analyse.....	65
8.1	Risikofri rente.....	65
8.2	Aksjebeta.....	65
8.3	Markedets risikopremie	66
8.4	Egenkapitalandel.....	66
8.5	Markedsverdi rentebærende gjeld & Effektiv rente.....	67
8.6	Kapitalverdimodellen CAPM.....	67
8.7	Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad WACC.....	67
8.8	Terminalverdi.....	68
8.9	Diskontert Kontantstrøm.....	69
	Kritikk til egen oppgave.....	71
	Konklusjon.....	72
	Kilder.....	73

1.0 Innledning

1.1 Motivasjon

Vi har valgt å skrive vår bacheloroppgave om verdsettelse av Norwegian Air Shuttle ASA, heretter kalt Norwegian. Norwegian har vært et av de største flyselskapene i Europa og selskapet har oppnådd stor suksess med lav-kost strategi på kortdistanse flyvninger. Selskapet står per dags dato midt i sin største krise. Innvirkningene av Covid-19 pandemien har satt selskapet på randen av konkurs og vi fant det derfor interessant å gå i sømmene på regnskapet og strategien for å se hva dette har betydd for Norwegian.

Vår bacheloroppgave gir et grundig bilde av flybransjen med hovedfokus på Norwegian. Den tar også for seg faktorene som vil prege Norwegian de neste fem årene som vil være avgjørende for hvordan Norwegian gjør det fremover.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen for denne oppgaven er følgende:

Hva er verdien av Norwegian Air Shuttle ASA per 30.12.2020?

1.3 Avgrensninger

Verdsettelsen og den strategiske analysen er basert på offentlig regnskapsdata og informasjon. Vi har ikke kontaktet selskapet underveis i prosessen. Vårt estimat har tatt utgangspunkt i å verdsette aksjekursen per 30.12.2020, som var siste handelsdag i 2020. Verdiestimatet baserer seg på informasjon fra 2020 og tidligere, men det er også benyttet info fra investor rapportene fra 2021 for å predikere fremtiden. Verdiestimatet vårt vil derfor være sterkere knyttet opp mot veien videre for Norwegian. Verdsettelsen har hatt fokus på å estimere beregningene i en top-down-modell og estimere en realistisk fremtid.

I regnskapsanalysen har vi valgt å sammenligne SAS og Ryanair fordi de ligger som de nærmeste konkurrentene til Norwegian. Valget er basert på selskaper som enten ligner på Norwegian i struktur eller fordi de tilhører samme marked.

Norwegian er organisert med flere datterselskaper, vår avgrensning har vært til å se på konsernregnskapet. Dette valget begrunnes i at det er vanskelig og usikkert om man klarer å

samle inn nok og riktig innfor på alle datterselskapene. Konsernregnskapet er lastet ned gjennom proff forvalt.

1.4 Historisk utvikling av selskapet

Norwegian ble grunnlagt i 1993, men det var ikke før i 2002 at det karakteristiske Norwegian vi kjenner til i dag med 737-boeing fly som lavprisselskap ble til. I årene fremover vokser Norwegian raskt. De starter med ruter i det europeiske markedet, før det etter hvert inkluderer lange og internasjonale ruter til Asia, Sør-Amerika og USA (Norwegian 2021).

Norwegian startet sin aktivitet i flybransjen som operatør på Braathens ruter på Vestlandet. Da Braathens ruter ble kjøpt av SAS i 2002, startet Norwegian egne innenlandsreiser med en tydelig lavprisprofil. Dette kan man anse som et direkte angrep på monopolet SAS hadde tilegnet seg gjennom oppkjøpet av Braathens, da Norwegian kunne tilby mange av de samme flyreisene til reduserte priser. Dette var en krevende tid for Norwegian, som enda ikke hadde etablert den sterke merkevaren. I denne perioden var Norwegian flere ganger på randen til konkurs. Mot slutten av 2003 gikk selskapet på børs og ble priset til 580 millioner kroner (Norwegian 2021).

I 2007 lanserte Norwegian, Bank Norwegian, en heldigital nettbank som tilbyr kredittkort, forskuddslån og bonusordninger til medlemmer av deres kundeprogram. Banken nådde i 2018 1,4 millioner kunder som ga en omsetning på 15 milliarder kroner. Ett år senere solgte Norwegian seg ut av bankvirksomheten (Store Norske Leksikon 2020).

Siden Norwegian kom seg på vingene, har de vunnet mange forskjellige kundepriser over hele verden. Blant annet prisen for Europas beste lavprisselskap seks år på rad av Skytrax, «flybransjens beste fordelsprogram i Europa/Afrika» fire år på rad gjennom Freddie Awards USA. Siden 2012 har Norwegian totalt vunnet 55 priser for selskapets produkter, service og nyskaping innen luftfarten (Norwegian 2021).

I nyere tid har Norwegian støtt på mange problemer, spesielt ble de ekstremt hardt rammet av Covid-19 pandemien. Da pandemien spredte seg i hele verden hadde ikke Norwegian noe annet valg enn å kutte drastisk ned på antall reiser. En naturlig og nedslående konsekvens av dette var at mange av arbeiderne deres ble permittert (NRK 2021). Disse komplikasjonene

ledet til store økonomiske problemer for Norwegian og de måtte søke konkursbeskyttelse i både Irland og Norge. Etter mye usikkerhet fikk de til slutt godkjent begge søknadene (E24 2020).

Problemene Norwegian har hatt i 2020 er ikke de første selskapet har måttet håndtere. Både 2017 og 2018 endte med store tap i milliardklassen for selskapet. Ifølge selskapet selv skyldes de negative tallene en kombinasjon av flere faktorer, som blant annet intens konkurranse i flymarkedet, en oljepris som har gått feil vei, kostbar vekst og mange ruter med for lav lønnsomhet (E24 2019). Eksempelvis falt driftsresultatet fra -373 millioner i 2017 til -1,2 milliarder i 2018, resultat før skatt gikk fra 2017 på -2,6 milliarder til 2018 med -2,5 milliarder. Samtidig ble det varslet en emisjon på 3 milliarder som gjorde at aksjen falt kraftig med 14,6 prosent til en pris på 120,45 kr som på det tidspunktet var det laveste den hadde vært siden 2012 (E24 2019). I perioden ble nesten Norwegian kjøpt opp av IAG, men salget ble aldri noe av.

2.0 Teori

I dette kapittelet vil vi redegjøre for verdivurderingsmetode som anvendes i vår verdsettelse av Norwegian Air Shuttle, herunder de ulike tilnærmingene som Kaldestad og Møller har definert i sin bok: “Verdivurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskap” (Kaldestad and Møller 2016). Etter redegjørelsen vil vi gå mer inn i dybden på våre utvalgte verdsettelsesmetoder, og teknikkene vi konkret bruker i vår verdsettelse.

Avslutningsvis vil vi argumentere for vårt valg av verdsettelsesmetode.

2.1 Kostnadsbasert tilnærming

Den kostnadsbaserte tilnærmingen legger til grunn at en kjøper ikke er villig til å betale en høyere pris for en eiendel enn hva det vil koste å erstatte eller gjenskaffe en lik eierandel (Kaldestad and Møller 2016, 31). Et alternativ er at det er nødt til å være en sammenheng mellom prisen på den innkjøpte eiendel og hva den klarer å generere av inntekter, kostnadene knyttet til gjenanskaffelse må baseres på prisen under verdsettelsestidspunktet (Kaldestad and Møller 2016, 31). Ifølge Kaldestad og Møller kan metoden virke enkel, men det må også benyttes varsomhet ved bruk av den, fordi det kan dukke opp et problem med at kostnadene og verdien tilknyttet eiendelene kan variere over tid (Kaldestad and Møller 2016, 32).

2.2 Balansebasert tilnærming

“Den balanserte tilnærmingen tar utgangspunkt i hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag” (Kaldestad and Møller 2016, 31). Denne metoden er enkel i sin form, men det må vedvare noen forutsetninger. Det må være en aktiv markeds plass for eiendelen hvor det er mulig å innhente en reell takstverdi. Tilnærmingen tar ikke hensyn til prosessene og selve aktiviteten hos selskapet og vi anser derfor denne tilnærmingen som uaktuell for vår verdivurdering.

2.3 Opsjonsbasert tilnærming

Den opsjonsbaserte tilnærmingen handler om å se på hvilke rettigheter et selskap har til å gjøre en investering, og etter det finne prisen på rettighetene for å estimere verdien av selskapet (Kaldestad and Møller 2016, 32). Teorien deler tilnærmingen inn i ulike typer for fleksibilitet som skaper verdi, og handler om selskapet mulighet til å utsette et prosjekt, utvide et prosjekt eller nedskalere/skrinlegge et prosjekt (Kaldestad and Møller 2016, 32). Denne metoden brukes ofte som et supplement til andre tilnærminger.

2.4 Markedsbasert tilnærming

Den markedsbaserte tilnærmingen handler om å estimere verdien til selskapet ved å sammenligne verdien til lignende selskaper eller eiendeler og se hva de prises til i markedet (Kaldestad and Møller 2016, 30). Ved bruk av denne tilnærmingen er det viktig å justere forskjeller mellom selskapet du vurderer, og det du bruker som sammenligningsgrunnlag. Ved bruk av en markedsbasert tilnærming er det vanlig å se på ulike nøkkeltall og sammenligne disse mot bedrifter i samme sektor. Metoden er mye brukt fordi den matematisk ikke er så krevende å gjennomføre, men i praksis er det vanskelig å gi noen nøyaktige beskrivelser og denne tilnærmingen passer best til grove sammenligninger (Kaldestad and Møller 2016, 28-31).

2.5 Inntjeningsbasert tilnærming

Den inntjeningsbaserte tilnærmingen tar utgangspunkt i fremtidig estimerte kontantstrømmer til selskap eller en eiendel (Kaldestad and Møller 2016, 29). Dette betyr at verdien av et selskap er nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene, denne tilnærmingen gjennomføres ifølge Kaldestad og Møller ved å følge en tre stegs oppskrift:

1. Lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer
2. Estimere avkastningskrav
3. Diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet.

(Kaldestad and Møller 2016)

En slik tilnærming sikrer at avkastningskravet både tar hensyn til risiko og tidsverdien til pengene (Kaldestad and Møller 2016, 29). Denne metoden er ofte mer tidkrevende enn de andre, men til gjengjeld gir den ofte et mer presist bilde av verdien (Kaldestad and Møller 2016, 29).

Innenfor inntjeningsbasert tilnærming finnes det noen ulike metoder/modeller. Kaldestad og Møller deler de hovedsakelig inn etter: dividendemodellen, kontantstrøm til sysselsatt kapital og kontantstrømmetoden basert på drift (Kaldestad and Møller 2016, 35-41).

2.5.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen tar utgangspunkt i at verdien av egenkapitalen er nåverdien til de fremtidige dividendene. Denne metoden estimerer fremtidige dividender og diskonterer de med kostnad på egenkapitalen (Kaldestad and Møller 2016, 37). Fordelene med dividendemodellen er at den ofte oppfattes som fornuftig fordi utbytte er det mest direkte målet på avkastning, samt at den ofte er brukt av banker og finansinstitusjoner fordi det er en enkel måte å beregne verdien av et selskap på (Kaldestad and Møller 2016, 38). Ulempene med modellen er at den forutsetter en konstant gjeldsandel målt på markedsverdien, og ifølge Kaldestad og Møller er denne forutsetningen vanskelig å oppfylle i praksis (Kaldestad and Møller 2016, 38). Det er også upraktisk å arbeide med et avkastningskrav som endrer seg over tid. Resultatet av de ulogiske forutsetningene gir en større sannsynlighet for å verdsette de finansielle eiendelene feil, som i ytterste konsekvens kan gjøre verdsettelsen ubrukelig (Kaldestad and Møller 2016, 29-38).

2.5.2 Kontantstrøm til sysselsatt kapital

Kontantstrøm til sysselsatt kapital forutsetter at den bokførte verdien til en eiendel er et rimelig uttrykk for den virkelige verdien (Kaldestad and Møller 2016, 39). Ved bruk av denne metoden er det hensiktsmessig å bruke historiske resultater som utgangspunkt for de fremtidige kontantstrømmene, dette gjøres fordi de ofte gir et sikrere målobjekt enn historiske kontantstrømmer (Kaldestad and Møller 2016, 39). Denne metoden benytter seg av

driftsresultatet (EBIT) fratrukket en skattesats, dette diskonteres ved bruk av beregnet avkastningskrav og vil predikere selskapets verdi (Kaldestad and Møller 2016, 39). Fordelene med denne metoden er at de regnskapsmessige forutsetningene ofte gir et godt estimat på fremtidige kontantstrømmer, og metoden gir mulighet for å bruke nøkkeltallet “resultatgrad” over tid for å sammenligne de predikerte kontantstrømmene mot de reelle (Kaldestad and Møller 2016, 38-40). Ulempene med denne metoden er at man ikke tydeliggjør mange av de viktigste komponentene, den bommer ofte på vedlikeholdsinvesteringer, avskrivninger og beregninger av arbeidskapitalen (Kaldestad and Møller 2016, 40).

2.5.3 Kontantstrøm fra drift

Den mest brukte metoden innenfor inntjeningsbaserte tilnærmingen er diskontert kontantstrøm basert på drift. Metoden ligner sysselsatt kapital, men bruker i stedet “earnings before interest, taxes, depreciation and amortization” (EBITDA) som nøkkeltall for å predikere den frie kontantstrømmen. Selskapets verdi beregnes ved å finne nåverdien av selskapets fremtidige frie kontantstrøm, ofte forkortet til FCF.

Fordelene ved bruk av denne metoden er at EBITDA ofte er et godt estimat på kontantstrømmen til underliggende drift, grunnet sammenstillingsprinsippet som går på at inntekter og kostnader skal inngå i samme periode. Dette gjør at at man unngår problemer med at kontantstrømoppstillingen svinger mye (Kaldestad and Møller 2016, 41). EBITDA er et nøkkeltall som mange fokuserer på, da dette tallet er ganske enkelt å sammenligne på tvers av regnskap og således gir modellen en styrke i sammenligningsgrunnlaget. Tallet kan også brukes for videre kontroll i perioden fremover (Kaldestad and Møller 2016, 42). Modellen gjør at man unngår mange av svakhetene fra de dividendemodellen og kontantstrøm til sysselsatt kapital, som nevnt over. Ifølge Kaldestad og Møller veier dette opp for den åpenbare svakheten ved denne metoden som er at man prognostiserer en kvasikontantstrøm som ikke er helt teoretisk riktig (Kaldestad and Møller 2016, 42). Andre ulemper med metoden er at EBITDA ofte får et overdrevent fokus ved verdivurderinger, og det er viktig å huske på det er andre viktige komponenter som inngår i fri kontantstrøm. Generelt kan verdsettelse gjennomføres ulikt fordi relativt like regnskapstall blir behandlet ulikt. Mange bedrifter sliter å skille mellom vedlikeholdsinvesteringer og kapasitet investeringer dette kan føre til at de behandles ulikt i verdivurderinger (Kaldestad and Møller 2016, 42).

2.5.3.1 Diskontert kontantstrøm

En verdivurdering med bruk av diskontert kontantstrømmetode bør ifølge Kaldestad og Møller gjennomføres i en prosess med 9 trinn (Kaldestad and Møller 2016, 46). Denne prosessen gjennomføres for å sikre gode analyser av de ulike delene i verdsettelsen og presenteres under.

1. Analyse av historisk informasjon
2. Strategisk analyse
3. Utarbeide en prognose for en eksplisitt periode
4. Estimering av terminalverdi for å ta hensyn til all verdiskapning etter denne perioden
5. Risikojustering av kontantstrøm
6. Estimering av avkastningskrav for å diskontere alle kontantstrømmer
7. Fra verdi av drift til verdi av egenkapital ved justering netto finansiell gjeld
8. Justering av verdi med premier/rabatter
9. Rimelighetsvurdering av verdi

(Kaldestad and Møller 2016, 46).

Vi ønsker også å redegjøre for noen usikkerhet betraktninger og fallgruver knyttet til bruk av diskontert kontantstrøm. Yngve Kaldestad har skrevet en god artikkel om dette i Econas tidsskrift Magma. Det første man må ta stilling til når man skal bruke en diskontert kontantstrøm er hvilken verdi vi prøver å predikere, skal vi predikere den underliggende verdi av et selskap så bruker vi nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene eller skal vi finne en salgspris (Magma 2017).

En fallgruve er om analysen skal basere seg på eget syn eller markedskonsensus. Kaldestad argumenterer for at hvis en prøver å predikere markedspris så bør man basere seg helt og alene på markedskonsensus og ikke egne betraktninger. Med markedskonsensus mener Kaldestad estimerer fra bransjen og eksterne kilder. I motsetning til hvis man prøver å finne en feilpris, da arbeider man gjerne mer med egne betraktninger. Avkastningskravene er en annen fallgruve, og her er det lett å trække feil. Kaldestad mener at totalavkastningskravet ofte er stabilt over tid og at det ikke skiller så mye mellom ulike bedrifter og næringer. Derfor er

det viktig å bruke sunn fornuft når man fastsetter de ulike leddene i avkastningskravet (Magma 2017).

Den fjerde fallgruven er prognostiseringen av kontantstrømmen, lønnsomheten i terminalåret settes vanligvis for optimistisk, dette fører til for høy vekst i terminalperioden. En annen utfordring når det kommer til kontantstrømmen er modell tekniske svakheter som gjør at man ikke fanger opp de viktigste parameterne (Magma 2017). Kaldestad argumenterer for bruk av scenarioanalyse for å få frem den faktiske usikkerheten ved bruk av en DCF. Det andre han argumenterer for er at terminalleddet ikke settes for høyt, Kaldestad argumenterer for at den langsiktige veksten ikke overgår forventet vekst i BNP på lang sikt (Magma 2017).

Kaldestad oppsummerer artikkelen sin ved å erkjenne at DCF modeller ofte har en tendens til å overvurder verdien av et selskap (Magma 2017).

2.6 Valg av verdsettelses tilnærming/metode

Når vi skal velge en tilnærming til verdsettelsen vår, har vi valgt å ta noen forutsetninger. En av forutsetningene har vært knyttet til tilgangen på informasjon. Siden Norwegian er et børsnotert selskap, er det lovpålagt å offentliggjøre regnskapstall og kommuniserer tett med potensielle investorer. Dette gjør at tilgangen på informasjon og data er veldig god, noe vi har fått bruk for når vi utvikler prognoser for fremtiden. Ved valg av verdsettelsesmetode er også bransjen selskapet utøver sin virksomhet i et viktig moment. I bransjen for luftfart er det normalt å bruke en kombinasjon av ulike tilnærminger. Kaldestad og Møller nevner for eksempel at det kan være en ulempe med den kostnadsbaserte tilnærmingen, fordi det ikke finnes noen direkte sammenheng mellom kost og verdi (Kaldestad and Møller 2016, 33). Hvilken livssyklusfase selskapet befinner seg i har også vært en faktor for valg av metode. Vi har valgt et selskap med lang driftshistorie, med mye tilgjengelige regnskapstall. Det har gitt oss bedre muligheter til å analysere den langsiktige lønnsomheten til Norwegian.

Kaldestad og Møller argumenterer for at en kombinasjon mellom de inntjeningsbaserte og markedsbaserte verdsettelsesmetodene gir de mest pålitelige resultatene (Kaldestad and Møller 2016, 33). Dette stemmer godt overens med hvordan investeringsbanken Nordnet anbefaler at man gjennomfører en verdsettelse (Nordnet 2021). Derfor velger vi å ta i bruk inntjeningsbasert tilnærming og samtidig bruke den markedsbaserte tilnærmingen for

sammenligningsgrunnlag og kontroll av vår verdsettelse. Innenfor den Inntjeningsbaserte tilnærmingen har vi redegjort for ulike metoder som brukes, og vi har valgt å ta i bruk metoden kontantstrøm fra drift som vår hovedmodell, som følger stegene som er gjort rede for i punkt 2.5.3.1. Dette begrunnes av at den er anerkjent som den metoden som er mest anvendt i praksis og at dens kvaliteter gir oss muligheten til å belyse hvordan en reell verdivurdering vil se ut.

2.7 Avkastningskrav

En bedrift må skape en avkastning både for den egenkapitalfinansierte delen av selskapet, og den kapitalen som er skutt inn av eksterne investorer. Målet med et avkastningskrav er å finne et prosentnivå som avkastningen minimum bør gi, som også kompenserer for inflasjon, tidsverdi og risikoen ved investeringen (Kaldestad and Møller 2016, 152). Avkastningskrav brukes for å diskontere de fremtidige kontantstrømmene i verdivurderinger. Det en sum penger er verdt om 5 år er ikke det samme som summen er verdt i dag (Kaldestad and Møller 2016,53). I vår oppgave har vi bruk for å beregne to avkastningskrav: totalkapitalens avkastningskrav (WACC) og egenkapitalens avkastningskrav (CAPM) (Kaldestad and Møller 2016, 53).

2.7.1 Totalkapitalens avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav (WACC) er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (Kaldestad and Møller 2016, 152). Dette avkastningskravet fremstiller hva de involverte investorene kan forvente i avkastning, altså både investorer som har investert i egenkapitalen og investorer som har investert ved for eksempel preferanseaksjer eller gjeld (obligasjoner). Den forventede avkastningen må ses opp mot hva en investor kunne tjent ved å gjennomføre en alternativ investering (Kaldestad and Møller 2016, 152).

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d (1 - t) \frac{D}{E+D}$$

Der:

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

(Kaldestad and Møller 2016, 153)

Totalkapitalens avkastningskrav beregnes ved at man først estimerer egenkapitalkostnaden, så estimerer selskapets gjeldskostnad og deretter vekter disse basert på deres markedsverdi (Kaldestad and Møller 2016, 154).

2.7.2 Egenkapitalens avkastningskrav

For å estimere egenkapitalens avkastningskrav er det vanlig å bruke kapitalverdimodellen (CAPM), dette er en ligning som inneholder flere mindre beregninger (Kaldestad and Møller 2016, 154-156). Hovedsakelig deles beregningen inn to deler. Del en forsøker å estimere den usystematiske risikoen som behandler den spesifikke bedriften du undersøker. Del to tar for seg den systematiske risikoen i markedet (Kaldestad and Møller 2016, 155).

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

der

R_f =risikofri rente

R_m = avkastning på markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

β =selskapets egenkapitalbeta; et mål

(Kaldestad and Møller 2016, 156)

Egenkapitalens avkastningskrav beregnes ved at man estimerer den risikofrie renten, selskapets beta og markedets risikopremie.

2.7.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten er grunnlaget for alle investeringsprosjekter, og enhver investering må gi en avkastning høyere enn den risikofrie renten for å være attraktiv for investorer (Kaldestad and Møller 2016, 156). Denne renten er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av flere verdipapirer som ikke har risiko for å gå konkurs eller

misligholdes. Det nærmeste man kommer et slikt verdipapir er statsobligasjoner som tilhører land med lav risiko (Kaldestad and Møller 2016, 155).

Kaldestad og Møller beskrives fire tilnærminger til valg av risikofri rente. Den første går ut på å bruke ulik rente for hver periode og at man baserer denne renten på årsrenter. De argumenterer for at denne metoden ikke har så høy nytteverdi. Alternativ to benytter en kort rente, og ved bruk av denne metoden får den kortsiktige renten nesten alltid den samme avkastningen som den faktiske. Fordelene med denne tilnærmingen er at den ikke knytter til seg noen premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad and Møller 2016, 157). Ulempen med denne tilnærmingen er at denne korte renten svinger mer enn en langsiktig rente og dette fører ofte til ustabile avkastningskrav (Kaldestad and Møller 2016, 158).

Den tredje tilnærmingen legger en ti års rente til grunn. Fordelen med å bruke denne metoden er at den gir et stabilt avkastningskrav. Metoden passer best til selskaper med lang levetid og gir en bedre prediksjon til kontantstrømmer lengre frem i tid (Kaldestad and Møller 2016, 158). Det fjerde alternativet er å bruke et stivt avkastningskrav, der man prøver å finne den langsiktige forventede realrenten og den langsiktige forventet inflasjonen. Metoden er ofte brukt til verdsettelse hvor man følger opp en eksisterende eier av et selskap, ulempen med metoden er at man kan miste et trendskifte i markedet som igjen kan føre til at man ikke treffer i verdsettelsen (Kaldestad and Møller 2016, 158).

2.7.4 Beta

Beta måler en aksje sin risiko relativt til aksjemarkedet. Beta har 1 som utgangspunkt og hvis en aksje samvarierer i eksakt takt med markedet vil aksjen ha en Beta på 1. En aksjes beta fastsettes ved å se på aksjekursens volatilitet i forhold til markedsreferansen (Kaldestad and Møller 2016, 159-160). Dette betyr at en aksje med beta på 1 vil stige i takt med markedsreferansen. For å estimere beta deler man kovariansen mellom aksjen og markedet på variansen til markedsporteføljen (Kaldestad and Møller 2016, 160).

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

(Kaldestad and Møller 2016, 160)

Målet med denne beregningen er å forstå hvordan aksjen beveger seg i forhold til markedsreferansen og dermed bruke selskapets betaverdi til å predikere egenkapitalkostnaden.

2.7.5 Markedets risikopremie

Risikopremien i markedet er hva en investor i aksjemarkedet kan forvente å få i avkastning utover den risikofrie renten. I teorien finnes det mange metoder å estimere risikopremien, og Kaldestad og møller deler disse inn i tre metoder (Kaldestad and Møller 2016, 166-170).

Den første metoden bruker en historisk risikopremie fra markedet for å predikere den fremtidige. Fordelen med denne metoden er at den er mest utbredt i praksis, men det er flere ulemper også. Mange argumenter for at risikopremien i fremtiden vil bli lavere enn den historiske, dette skyldes at det historiske tallmaterialet er påvirket av elementer som sannsynligvis ikke inntreffer på nytt (Kaldestad and Møller 2016, 167).

Den andre metoden handler om å estimere en implisitt premie som baseres på hvor aksjekursen er nå. I denne metoden ser man på dagens aksjekurs og prøver å estimere hva risikopremien er, gitt denne kursen. Dette gjennomføres ved bruk av en matematisk formel. Problemet med en slik metode er den ikke tar høyde for forventninger om fremtiden noe som gir en volatil risikopremie (Kaldestad and Møller 2016, 169).

Den tredje metoden bruker spørreundersøkelser blant akademikere og investorer for å finne ut hva forventet avkastning i fremtiden kan være (Kaldestad and Møller 2016, 169). Fordelene med denne metoden er at de bruker markedsaktørenes syn og den er ikke avhengig av historiske data. Ulempene er at spørreundersøkelsene må oppdateres hyppig og deltakerne kan være påvirket av bevegelser i markedet eller historiske tall når de uttaler seg (Kaldestad and Møller 2016, 169).

2.8 Gjeldskostnad

Når man skal se på gjeldskostnaden som inngår i den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden, bør det ifølge Kaldestad og Møller være den faktiske lånerenten eller avkastningskravet som benyttes. Av praktiske årsaker er det ofte lånerenten som benyttes (Kaldestad and Møller 2016, 174). Dette gjøres fordi kontantstrømmen sjelden justeres for

deres risiko til tap og det er vanlig at selskaper finansierer seg gjennom obligasjoner og banklån (Kaldestad and Møller 2016, 175).

2.9 Prognostisering av kontantstrøm

“Etter å ha studert historisk lønnsomhet og vurdert fremtidsutsiktene gjennom en strategisk analyse er det tid for å kvantifisere fremtidig inntjening” (Kaldestad and Møller 2016, 113). Dette gjøres ved at vi lager en eksplisitt prognoseperiode, i vårt tilfelle fem år. Deretter benytter vi terminalverdien til å estimere kontantstrømmene langt frem i tid, ved bruk av en matematisk formel. Det er viktig å påpeke at terminalverdien kun legger til grunn det siste året i den eksplisitte prognoseperioden og hvis lønnsomheten er estimert for høyt her vil det føre til en større feilvurderinger i verdsettelsen (Kaldestad and Møller 2016, 113).

2.9.1 Top-down modell

I en top-down modell lager man prognoser på tall linjene i resultat- og balanse regnskapet, når man gjennomfører denne modellen bruker man tid på historiske forholdstall som EBITDA-margin, avkastningen på den investerte kapitalen og rentabiliteten (Kaldestad and Møller 2016, 116). Denne modellen fokuserer på de viktige verdidrivere i selskapet og lager overordnede prognoser på de viktigste komponentene. Fordelen med denne type modell er at den gir et høyere presisjonsnivå enn naive modeller og at den kan gi like gode prediksjon nivåer som bottom-up modeller nettopp fordi den fokuserer på de viktige linjene i regnskapene. Ulempene ved denne type modell er at man noen ganger kan overse viktige sammenhenger mellom hvordan inntekter og kostnader strukturerer seg (Kaldestad and Møller 2016, 116).

2.9.2 Terminalverdi

Terminalverdien er noe man må huske på når man lager prognoser, den estimerer kontantstrømmene for alle årene etter den eksplisitte perioden vi definerer, forutsetningen for å gjøre dette er kontantstrømmen i teorien skal vare evig (Kaldestad and Møller 2016, 121-122). Den matematiske formelen som brukes for å estimere terminalverdien er Gordons vekstformel, den ser slik ut:

$$Verdi = \frac{Kontantstrøm FCF}{Avkastningskrav WACC - vekstfaktor g}$$

(Kaldestad and Møller 2016, 30)

2.9.3 Langsiktig vekstrate

Den viktigste forutsetning for Gordons Vekstformel er den langsiktige vekstraten. Teorien skiller mellom to typer vekst: resultatvekst og ekspansjons vekst (Kaldestad and Møller 2016, 122). Resultatvekst baserer seg på vekst i eiendeler selskapet allerede besitter, som kan komme fra f.eks. inflasjon. Dette fører på sikt til at kontantstrømmer blir høyere i nominelle kroner (Kaldestad and Møller 2016, 122). Ekspansjons vekst er vekst som skyldes investeringer i nye eiendeler.

For å finne en bærekraftig langsiktig vekstrate er det viktig å ta hensyn av flere faktorer. Kaldestad og Møller argumenterer for at den langsiktige veksten ikke vil ligge over veksten i brutto nasjonalproduktet (BNP), fordi et selskap med en så høy langsiktig vekst etter hvert ville blitt en urealistisk stor del av økonomien (Kaldestad and Møller 2016, 122). Dersom man legger til årlig inflasjonen til økt BNP som samlet sett historisk i Norge har ligget på omtrent 4 prosent, bør ikke den langsiktige vekstraten ligge noe høyere enn dette, og det er rimelig å anta at den vil ligge et stykke under, det er også argumentert for at vekstraten alltid bør konvergere mot inflasjonsnivået eller BNP veksten (Kaldestad and Møller 2016, 122).

3.0 Metode

Ordet metode stammer fra det greske ordet methodos, og handler om å følge en bestemt vei mot et mål (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 33).

Ifølge Johannessen et al. handler samfunnsvitenskapelig metode om hvordan vi skal gå frem for å innhente informasjon om den sosiale virkeligheten. Den omhandler også hvordan vi skal analysere denne informasjonen og avslutningsvis hva den forteller oss om prosesser og samfunnsmessige forhold. Samlet sett er disse faktorene en essensiell del av empirisk forskning og de viktigste kjennetegnene er systematikk, grundighet og åpenhet (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 33). Vi kommer til å ta utgangspunkt i forskningsprosessen som er definert av Johannessen et al. som en prosess som foregår i fire steg: Forberedelse, Datainnsamling, Dataanalyse og Rapportering (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 38).

3.1 Forberedelser

For å få en god oversikt over temaet vi ønsket å ta for oss i vår bacheloroppgave, var forberedelsene mange. Hovedsakelig har forberedelsene handlet om å skape innsikt og forståelse for mye ulik litteratur og mange teorier. Faglitteraturen vi har måttet fortære har variert mellom flere ulike fagområder, fordi en fundamental verdsettelse ikke bare handler om det regnskapsmessige ved et selskap, men også en forståelse for både makro- og mikro forhold ved selskapet og bransjen selskapet opererer i. Gruppen har også hatt behov for en oppfriskning i flere av de fagene vi har hatt gjennom bachelorprogrammet som har vært med å gi en oppdatert innsikt. Materialet vi har samlet inn i forberedelsesfasen har hovedsakelig kommet fra tidligere pensumlitteratur, og ny litteratur som er hentet både fra biblioteket og ulike nettsteder som har bred kompetanse på verdsettelsesteknikker. Informasjonen som vi samlet inn i denne fasen ble lagret og sortert i et felles Google Docs dokument som har gjort det lettere for oss å hente det opp igjen underveis i arbeidet.

3.2 Formål

Oppgaven har som et bestemt mål å gjennomføre en verdivurdering av Norwegian Air Shuttle ASA, ved å sammenligne markedsverdien og den teoretiske beregnede verdien kunne gi en noenlunde kvalifisert anbefaling til en investor om hvorvidt de bør kjøpe, selge eller holde på aksjen. Utgangspunktet for oppgaven er å forklare og beskrive forhold som allerede eksisterer, og har derfor et deskriptivt formål (Estudie 2019).

3.3 Forskningsdesign

Vi har valgt å utarbeide bacheloroppgaven som en casestudie. Ordet case stammer fra det latinske ordet *casus* som betyr tilfelle (Wæhle, Dahlum, and Grønmo 2020). Caset vi har valgt er det børsnoterte selskapet Norwegian Air Shuttle ASA. Johannes et.al definerer et casestudie slik: “En casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et aktuelt fenomen i dets virkelige kontekst fordi grensene mellom fenomenet og konteksten er uklare”. Teori kan være bestemmende for hvilken case man velger å undersøke, teorien er også med på å bestemme om studien utformer seg som et enkelt-case studie eller fler casestudie (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 221).

Boken til Johannessen et al. referer til Robert. K. Yin sin bok fra 2007: “Fallstudier: Design och genomförande”, og vi legger også denne til grunn i hvordan case-arbeidet ble gjennomført. Den forklarer hva som kjennetegner en casestudie som et arbeid hvor forskeren henter inn mye informasjon fra noen få enheter eller caser over kortere eller lengre tid og at det utføres gjennom detaljert og omfattende datainnsamling (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 90).

I utgangspunktet omfatter casestudier kun en case, men det finnes også casestudier som ser på flere caser og komparativt sammenligner disse. Vi kommer hovedsakelig til å forholde oss til kun Norwegian i dette caset, men under regnskapsanalysen vil det også forekomme en sammenligning av nøkkeltallene til SAS. Hensikten med denne delen er å kontrollere hovedcase opp mot en annen case. I pensumlitteraturen er dette beskrevet som en fler casestudie (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 91). Likevel er det rimelig å se på denne case studien som en enkeltcase, som har analyser fra ulike analyseenheter. Når det er flere analyseenheter får forskeren informasjonen fra flere enheter samt flere individer, grupper, begreper innenfor studiet av et tydelig avgrenset system (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 92)

3.4 Datainnsamling

Innsamlingen av data til en verdsettelse krever både kvalitative og kvantitative metoder, også kalt metodetriangulering (Store Norske Leksikon 2020). Kvalitative data er normalt data som er utgitt i form av tekst, og dette er en kontrast til kvantitative data som ofte gjengis i form av tall (Store Norske Leksikon 2020).

Vi tar i bruk metodetriangulering ved utarbeidelsen av den strategiske analysen til Norwegian hvor vi tar i bruk ulike kvalitative data. Dette gjør vi for å få en dypere kunnskap og en mer helhetlig forståelse av selskapet (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 421). De kvantitative dataene vi tar i bruk er særlig tallmaterialet fra de ulike årsrapportene til Norwegian. Materialet vi samler inn fra de kvalitative og de kvantitative dataene er med på å legge grunnlaget for prediksjonen vi kommer med i verdivurderingen. Derfor kan man se på de kvalitative dataene som en forberedelse til den kvantitative datainnsamlingen (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 421).

3.5 Valg av Datatype

I oppgaven vår om Norwegian er hovedfokuset på anvendelse av sekundærdata. Når man studerer et børsnotert aksjeselskap, vil det være mye offentlig informasjon tilgjengelig. Selskaper som er børsnoterte er lovpålagte å dele mange opplysninger med markedet, for å skape transparens og sikre at alle parter har tilgang på lik informasjon. Siden informasjonen skapes og deles med et annet formål, vil det være naturlig å betrakte den informasjonen som sekundærdata i vårt prosjekt (Gripsrud, Olsson, and Silkoset 2016, 68). Norwegian utgir lovpålagte årsrapporter og kvartalsrapporter, samtidig som de utvikler nye investorrapporter hvert år. Det vil være umulig for oss å samle inn primærdata om selskapet da det ville vært ulovlig å sitte på innsideinformasjon.

Ved bruk av sekundærdata er det viktig å være klar over risikoen for at dataen kan inneholde feilkilder (Gripsrud, Olsson, and Silkoset 2016, 69). Ved bruk av datagrunnlaget har vi vært bevisste på at slik feilinformasjon kan forekomme og vi har derfor underveis sjekket dataene våre opp mot andre kilder for å sikre påliteligheten.

3.6 Dataanalyse

Gjennom oppgaven har vi tatt i bruk ulike teknikker og verktøy for å analysere de ulike forbindelsene som har innvirkning på verdsettelsen. I den strategiske analysen har vi tatt i bruk ulike rammeverk som SVIMA, PESTEL, SWOT og femfaktormodellen til Porter. Vi har også brukt regnskaptall.no for å hente inn historiske nøkkeltall. Microsoft Office Excel har vært vårt hovedverktøy gjennom hele prosessen, og har primært blitt anvendt til å omformulere regnskapet, beregne beta-verdier og alle de ulike beregningene vi har hatt bruk for til verdsettelsen.

3.7 Reliabilitet

Reliabilitet handler om påliteligheten til forskningen og knytter seg til nøyaktigheten og undersøkelsen av data, samt hvordan den samles inn og hvordan den bearbeides ifølge Johannesen et.al (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 44). For å ta hensyn til reliabiliteten har vi fokusert på å velge kilder til informasjon som gir presise og rettferdige data som kan gi økt beviskraft og pålitelighet. Vi har funnet ulike kilder som analyserer samme fenomen og har vi tatt i bruk disse for å skape en "interreliabilitet" som skaper en høyere grad av reliabilitet (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 44). En annen måte å

sikre høy grad av reliabilitet på er å sammenligne eget arbeid med andres. Vi har gjennom oppgaven sett på SAS og Ryanair sine nøkkeltall og betaverdier for å skape et komparativt sammenligningsgrunnlag.

Spesifikt har vi gjennomført en komparativ sammenligning mellom nøkkeltallene til Norwegian og nøkkeltallene til SAS, samt sett på betaverdier til selskap som opererer i samme bransje.

3.8 Validitet og evne til å generalisere

Validiteten til forskningen handler om gyldigheten den representerer og hvorvidt vi kan trekke gyldige slutninger om det vi har undersøkt (Johannessen, Kristoffersen, and Tufte 2011, 73) (Store Norske leksikon 2021). I vårt prosjekt vil validiteten være en målenhet på hvor gyldig verdivurderingen vår av Norwegian er. Gyldigheten kan måles mot rapporter gjort av andre og markedsprisen på tidspunktet for verdivurderingen. For å møte utfordringene og sikre validiteten i oppgaven har vi hele tiden fokusert på å hente informasjon fra troverdige kilder, samt knyttet alt mot anerkjent verdsettelsesteori.

Generalisering handler om hvor overførbar forskningen i et prosjekt er til et annet prosjekt (Store Norske Leksikon 2020). Vår oppgaves evne til å generalisere kan diskuteres, der deler av oppgaven kan generaliseres og andre deler er mer spesifikke. Både den eksterne og interne analysen vår av selskapet kan brukes videre som informasjonsgrunnlag i annen forskning. Teoridelen som omhandler verdsettelse av et selskap er basert på anerkjente og pålitelige kilder, og det vil derfor være rimelig å anta at de ulike verdsettelsesteknikkene vi presenterer kan benyttes i annen forskning. På den andre siden har vi gjennomført ulike analyser som er case-sensitive, som restruktureringen av regnskapet, de generelle regnskapstallene og de predikerte kontantstrømmene. Samlet sett fører disse begrensningene til at vi ikke kan generalisere denne oppgaven som helhet og den vil derfor ikke kunne reproduseres til andre verdivurderinger.

4.0 Strategisk intensjon

4.1 Visjon

Norwegians visjon kommer tydelig fram av nettsiden og er “Norwegian vil at alle folk skal ha råd til å fly” (Norwegian 2021). Videre uttaler de at visjonen skal gjenspeiles i deres

verdier, driftsprioriteringer og mål. Roos et al. hevder at visjonen skal gi et ønsket fremtidsbilde av bedriften (Roos et al. 2014, 47). Roos et al. sin teori om visjoner som bygger på at en visjon skal minst ha tre funksjoner; den skal legitimere, fokusere på organisasjonens ambisjoner og være motiverende for hele organisasjonen (Roos et al. 2014, 48).

Ifølge Roos et al. skal en visjon “virke stimulerende og skape motivasjon og engasjement i organisasjoner... der noe av hensikten er å stimulere til fantasi, drømmer og entusiasme. Samtidig skal den bidra til at de ansatte i organisasjonen viser deltakelse, initiativ og ansvarsfølelse” (Roos et al. 2014, 48).

Samlet sett kan vi si at “Norwegian vil at alle folk skal ha råd til å fly” oppfyller deler funksjonene til Roos et al. på en hensiktsmessig måte og dermed er en god visjon. Samtidig uttaler Kaplan og Norton at dersom en visjon skal danne grunnlag for strategisk utvikling, må den ikke bare være ambisiøs og inspirerende - den må også være målbar. Videre anbefaler de heller en kvantifisert visjon som gir et klart fokus for strategisk utvikling gjennom å inkludere et målbart utfall og en målrettet verdi (Kaplan and Norton 2008, 3). Det er vanskelig å måle visjonen til Norwegian og dette sammen med at den er litt for generell, gjør at visjonen til Norwegian har forbedringspotensial.

4.2 Forretningside

Roos et al. skriver at en forretningside fokuserer på organisasjonens muligheter med bakgrunn i faktorer som markedsbehov, teknologi, kunder og produkter, og eventuelle konkurransefortrinn som kan utvikles på grunnlag av disse (Roos et al. 2014, 49).

Norwegians forretningsidé er følgende: “gjennom effektiv drift å tilby flyreiser i det norske markedet til priser som er lavere enn hva konkurrerende flyselskaper i dag tilbyr. Norwegian stiller strenge krav til flysikkerhet og punktlighet, og skal betjene sine kunder på en enkel, sikker og effektiv måte.” (Norwegian 2003, 19).

Fra Roos et al. sin definisjon om hva en forretningside skal inneholde kan det tolkes at en forretningside bør ha fire funksjoner. Den skal si noe om hvilket behov som skal tilfredsstilles, hva bedriften tilbyr for å dekke behovene, hvem tilbudet rettes mot og hvordan de skal skaffe inntekter. Fokusering på muligheter handler om hvilket behov Norwegian

ønsker å tilfredsstille. Her treffer Norwegians bra og det kommer tydelig frem av forretningsideen at de skal tilfredsstille behovet for flyreiser. Den andre delen handler om teknologi og hvordan Norwegian skal legge til for å dekke behovet. Her kunne Norwegian vært mer tydelig på hvilken teknologi og ressurser de har tilgjengelig for å tilfredsstille behovet til kundene. Her kunne de eksempelvis nevnt moderne fly, digital kundereise, skybreath og selvbetjenings app. Forretningsideen nevner at Norwegian skal operere på en enkel sikker og effektiv måte, men den kunne absolutt vært mer spisset. Det tredje punktet handler om kunder og produkter, med andre ord hvem tilbudet rettes mot. Det kommer tydelig frem av forretningsideen at tilbudet rettes mot det norske markedet. Hvem tilbudet rettes mot vil passe bra etter de planlagte nedskaleringene, men det er spesielt at det har vært ikke har vært endringer i forretningsideen etter at Norwegian også henvendte seg mot det internasjonale markedet. Den siste delen handler om konkurransefortrinn og hvordan Norwegian skal skaffe inntekter. Her kan vi lese av forretningsideen at Norwegian ønsker å differensiere seg på pris og at de ønsker å prise seg lavere enn konkurrenter.

4.3 Mål

Roos et al. mener at “Virksomhetens uttrykte mål skal presisere og operasjonalisere visjonen og den gjeldende forretningsideen. Hensikten er å få frem hvilken retning en ønsker å bevege seg i når en står ovenfor viktige valg.” (Roos et al. 2014, 52). Et godt mål skal være laget på grunnlag av analyser og av organisasjonens omgivelser. Målet til Norwegian bør være med på å støtte opp under selskapets visjon og forretningside. I tillegg burde målet ha som hensikt å være med på å motivere de ansatte.

Når det snakkes om mål, deler Roos et al. det i to kategorier *åpne- og lukkede mål*. De lukkede målene dreier seg om de tallfestede målene. Som for eksempel kan være å øke omsetningen med 10 prosent det neste året eller og redusere utslipp med 2 prosent. På Norwegian sine sider finner vi ingen *lukkede mål* så derfor fokuserer vi heller på de *åpne målene*.

Åpne mål er de målene bedriften ønsker seg mest mulig av (Roos et al. 2014, 52). De *åpne målene* er mer langsiktige og hjelper den verdifokuserte strategiske tankegangen.

På nettsidene til Norwegian finner vi dette uttalte overordnede målet. *Norwegian har til hensikt å være det foretrukne flyselskapet i utvalgte markeder, samt skape lønnsomhet og utbytte for våre aksjonærer* (Norwegian 2021).

For at mål skal fungere bør det inneholde de mest fundamentale verdiene og være presist. Målet er konkret og inneholder Norwegian verdier, men kan være noe langt som gjør at det ikke er så lett å huske.

De strategiske målene skal representere de mest fundamentale verdiene, og burde derfor formuleres så presist som mulig. Dette kan gjøres ved å lage delmål som konkretiserer det overordnet målet. Dette kan gjøres ved å lage et *målhierarki*. Dette for å kunne dele opp det overordnede målet og konkretisere det. Norwegian har utarbeidet tre delmål for å støtte opp under deres hovedmål;

- Rimelige priser for alle
- Være det foretrukne flyselskapet
- Bærekraftighet

Mange virksomheter legger for eksempel vekt på etiske aspekter som at de er miljøbevisste organisasjoner, eller at de er opptatt av medarbeidernes ve og vel (Roos et al. 2014, 52). Som vi ser over har Norwegian også satt seg dette som et av delmålene deres. De har fokus på fire av FNs bærekraftsmål.

Mål #1 : Utrydde alle former for fattigdom i hele verden

Mål #8 : Fremme varig, inkluderende og bærekraftig økonomisk vekst, full sysselsetting og anstendig arbeid for alle

Mål #13 : Handle umiddelbart for å bekjempe klimaendringene og konsekvensene av dem

Mål #17 : Styrke gjennomføringsmidlene og fornye globale partnerskap for bærekraftig utvikling

For å støtte det første av FNs bærekraftsmål inngikk Norwegian i 2007 et samarbeid med den veldedige organisasjonen UNICEF (Norwegian, n.d.). Norwegian beskriver UNICEF som deres viktigste partner for innenfor samfunnsansvar (Norwegian, n.d.). Samarbeidet har i hovedsak bestått av restfinansiering og innsamlingsaksjoner, men i 2015 la de også til en

funksjon som gjør det mulig for kundene å donere penger til organisasjonen når de bestiller flyreiser (Norwegian, n.d.).

For å støtte opp under det 13. bærekraftsmålet har Norwegian kommet med et uttalt løfte om å redusere deres utslipp av CO₂ med 45 prosent innen 2030, “dette skal være i tråd med 1,5 °C målet i Parisavtalen” (Norwegian, n.d.). Måten de skal innfri dette løftet på er gjennom en moderne flyflåte, flere direkteruter, bærekraftig drivstoff, kutting i ikke-gjenvinnbar plast og smart bruk av værdata for å redusere utslipp. Det siste punktet omhandler den nye Skybreath appen som gjør det mulig for pilotene å optimalisere og justere flyruter, som bidrar til å redusere CO₂ utslipp med opptil 2 prosent (Norwegian, n.d.).

Under bærekraftsmål 17 har Norwegian signert en avtale med FNs klimakonvensjon som første flyselskap i verden om å bli karbonnøytralt innen 2050 (Norwegian 2020). Det fremkommer ikke av tilgjengelig informasjon hvordan Norwegian leverer for å nå bærekraftsmål 8.

5.0 Strategisk analyse

Den strategiske analysen har som hensikt å belyse de interne og eksterne omgivelsene for både Norwegian som selskap og bransjen de er en del av. Ved å gjennomføre en strategisk analyse ønsker man å avklare om Norwegian innehar konkurransefortrinn som de andre aktørene i bransjen ikke besitter. Den strategiske analysen består hovedsakelig av to bestanddeler, henholdsvis en analyse av de eksterne faktorene i bransjen og omgivelsene, og en analyse av de interne faktorene som ser mer konkret på hva selskapet er og hvordan det er strukturert (Roos et al. 2014, 70-187).

5.1 Bransjen

I en strategisk analyse vil det være formålstjenlig å gjennomføre en analyse av bransjen som første punkt i den eksterne analysen (Roos et al. 2014, 72). En bransje defineres av Roos et al. på følgende måte: “En bransje er en gruppering av bedrifter som fra kundens synsvinkel tilbyr produkter eller tjenester som tilfredsstillende samme behov”. I Brønnøysundregisteret under enhetsregisteret er Norwegian Air Shuttle ASA registrert under næringskode 51.100 som er definert gjennom NACE-standarden som: “lufttransport med passasjerer” (Brønnøysundregistrene).

Menon economics lager rapporter på vegne av regjeringen og har i 2020 produsert en rapport som tar for seg Covid-19 konsekvenser for ulike næringer. I denne rapporten segmenterer Menon reiselivsnæringen i inn i fem komplementære bransjer som er delt etter to deler. Innholdsbransjer (overnatting, servering og opplevelser) og tilgjengelighetsbransjer (formidling og transport) (Menon Economics 2020, 43). Lufttransport med passasjerer vil dermed ligge under tilgjengelighetsbransjer, og transport er å anse som Norwegians primære aktivitet.

På bakgrunn av Menon sin rapport og funnene i den strategiske intensjonen tar vi utgangspunkt i at Norwegian er en del av den allerede nevnte bransjen: "lufttransport med passasjerer" 51.100 (Brønnøysundregistrene, n.d.). Dette mener vi er den mest riktige fordi den treffer godt med definisjonen til SSB for næringskoden, og fremover i oppgaven kommer vi til å bruke flybransjen som nøkkelord for å beskrive den definerte bransjen.

Bransjer vil gjennom sin levetid gå gjennom ulike utviklingsfaser, de ulike fasene forteller oss om hvor moden en bransje er. De fire utviklingsfasene består av introduksjon, vekst, modning, nedgang og samlet sett utgjør de bransjens livssyklus (Roos et al. 2014, 75).

Denne prosessen med å klassifisere en bransje i en bestemt fase gjøres for å forstå hva som er viktig med industrien og hva som karakteriserer bransjen (Roos et al. 2014, 74). Flybransjen var frem til Covid-19 kom i en vekstfase, i årene mellom 2010-2019 har det vært årlig vekst i markedet og fly har blitt et mer vanlig fremkomstmiddel (Menon Economics 2020, 45).

5.2 Norwegian som resultat av industrielt bruddpunkt

Et industrielt bruddpunkt er karakterisert ved en endring i bransjen som er plutselig og radikal, og som endrer den grunnleggende strukturen i bransjen (Roos et al. 2014, 81).

Reiselivsnæringen har vært i stor vekst de seneste årene. I 2019 hadde bransjen i Norge en total omsetning på 227 milliarder. Veksten i reiselivsnæringen har vært veldig høy fra 2010 til 2019 da de hadde en vekst på 70 prosent (Menon Economics 2020, 45).

Etter mange gode år ble denne situasjonen plutselig snudd på hodet da reiserestriksjoner for innenlands- og utenlandsreiser ble innført som følge av Covid-19. Det siste året har hele verden blitt utsatt for et industrielt bruddpunkt. Og i aller høyeste grad reisenæringen. Kort

tid etter 12. mars 2020 fikk disse restriksjonene alvorlige følger for bransjen, og ifølge konsernsjef Jacob Schram ble 96 prosent av de 10 000 ansatte i selskapet enten permittert eller oppsagt (TV2 2020). Permitteringene kan medføre at Norwegian risikerer å miste mange av sine kompetente ansatte til andre mindre utsatte næringer og dette vil også påvirke selskapets drift når reiseanbefalingene blir opphevet. Innvirkningene av pandemien har tvunget selskapet til å tenke nytt for å kutte kostnader, i investorrapport fra 2020 kommer det frem selskapet har lagt en plan for å kutte kostnader ved bruk av Lean. Optimalisering skal sikre at Norwegian går fra 46 ansatte per fly i 2021 til 37-39 i 2023 (Norwegian 2021).

For Norwegian har pandemien satt en stopper for mye av kjernevirksomheten til selskapet og ville ført selskapet konkurs om de ikke hadde fått hjelp i form av krisepakke fra staten. Krisepakken bestod av 2,7 milliarder kroner og selskapet har samtidig utført en emisjon av aksjene som har gitt selskapet 400 millioner i frisk egenkapital (Dagens Næringsliv 2020). I 2020 falt omsetningen med 80 prosent, Avinor predikerer at bransjen skal tilbake til 2019 nivå rundt 2024 (Avinor 2020). Til tross for krisepakkene har Norwegian, måtte gjennomføre store organisatoriske endringer for å holde hodet over vann. Covid-19 pandemien har ført til at Norwegian har måtte nedskalere flyparken betraktelig. Før pandemien bestod flyparken til selskapet av 147 fly, der 37 var fly deres egne fly og 110 var innleide fly. Etter nedskaleringsplanene som fremkommer av selskapets egen presentasjon 21. april 2021 skal de nedskalere til 52 fly der de bare vil eie 4 av flyene selv (Norwegian 2021).

Flere bedrifter visste at det var en mulighet for at en pandemi kunne inntreffe, men få hadde lagt en konkret plan for å håndtere dette. At en pandemi skulle komme til å gjøre så store omveltninger i næringen og for Norwegian var de nok ikke forberedt på. Denne antakelsen understøttes av Norwegians pressemeldingen fra 2020 der konsernsjef Jacob Schram sier at dette er en situasjon mangler som mangler sidestykke (Norwegian 2020). Konsekvensene har vært store med tanke på oppsigelser, permitteringer og salg av fly.

5.3 PESTEL - Makroanalyse

For å analysere de eksterne påvirkningsfaktorene i bransjen til Norwegian har vi valgt å bruke en PESTEL-analyse. En slik analyse gir oss oversikt over omgivelsene til bedriften og baserer seg på politiske, økonomiske, miljømessige, sosiokulturelle, teknologiske og juridiske forhold (Roos et al. 2014, 84). Vi benytter analyseverktøyet til å vurdere hvilke faktorer som

er viktig, se hvordan miljøet rundt påvirker oss, og hvordan vi kan møte utfordringer på best mulig måte (Roos et al. 2014, 84). For å danne et best mulig bilde av makrofaktorene som vil påvirke Norwegian videre ser vi det som hensiktsmessig å avgrense tidshorizonten til fem år frem i tid. For å kunne analysere de fremtidige kontantstrømmene vil det være nødvendig å analysere makroforholdene Norwegian er påvirket av og vi finner at analyseverktøyet PESTEL gir et grundig bilde av disse.

5.3.1 Politiske og Juridiske forhold

For flybransjen henger de juridiske og politiske forholdene tett sammen. Det er flere faktorer som påvirker blant annet konkurranseregulering, skatteregulering, sikkerhet, krig og epidemiutbrudd. Politiske forhold handler om hvordan staten påvirker bransjen ved direkte involvering. Staten kan være kunde, medeier eller leverandør for selskaper i en bransje. De politiske forholdene handler også om regulering av bransjen, for eksempel kampanjer, politiske bevegelser eller annet (Johnson et al. 2019, 34). De juridiske forholdene handler mer om regulatoriske og lovgivende begrensninger eller endringer.

OECD er en organisasjon som fremmer økonomisk samarbeid og utvikling. De har 36 forskjellige land som er medlem fra alle kontinentene på kloden. I Norden er alle landene medlem i OECD (Regjeringen 2012). Norge samarbeider med OECD og får forslag til nye skattemodeller. Etter landene har gått gjennom forhandlinger, blir de enige om nye skatteløsninger som etter hvert implementeres. Siden Norwegian har kontorer i mange forskjellige land, vil skatteløsningene påvirke lønnsomheten til Norwegian (Regjeringen 2012).

I 2018 kom EU med nye personvernregler, som var mye tydeligere enn de som fantes tidligere (Datatilsynet 2018). Flyselskaper sitter på mye sensitiv informasjon om kundene sine, og de må derfor følge strenge personvernregler nøyaktig for å unngå bøter og omdømmetap. Personvern er en viktig del av flyselskapene og etter flere store cyberangrep har flybransjen satt i gang egne tiltak for å redusere risiko for flere cyberangrep (European Commission 2017, 209).

Under politiske forhold er det flere faktorer som spiller inn. Bruken av utenlandsk arbeidskraft er blitt mye omtalt av media. Norwegian har brukt utenlandsk arbeidskraft særlig på utenlandsreiser og dette har vært omdiskutert. Norwegian argumenterer for at dette er helt

nødvendig for å holde seg konkurransedyktige i et marked med stor konkurranse. Særlig i konkurransen mot internasjonale lavprisselskaper vil det være vanskelig å holde seg konkurransedyktig med kun norsk arbeidskraft (Aftenposten 2016). For Norwegian hadde dermed en endring i utlendingsloven for luftfart vært skjebnesvangert for deres utenlandssatsing.

Politiske reguleringer og lovgivninger gitt av EU og statlige myndigheter, har medført endringer for lufttransporten de seneste årene. Både EU og statlige myndigheter fører forbrukernes sak og legger til rette for konkurranse mellom ulike selskapene slik at vi unngår monopoler i bransjen (Regjeringen, n.d.).

Et annet politisk forhold som har påvirket Norwegian er statlige tiltak som følge av Covid-19 Pandemien. Under pandemien har regjeringen fastslått at unødvendige utenlandsreiser og innenlands ikke er anbefalt (Regjeringen 2020). Dette har fått store konsekvenser for Norwegian, og de har sett seg nødt til å skalere radikalt ned antall destinasjoner og flygninger. Tall fra NRK viser at flytrafikken i Europa har blitt satt tilbake 30 år og tallene fra 2020 viser at flytrafikken er mer enn halvert fra 2019 (NRK 2021). For Norwegian har pandemien truffet hardt og de har vært avhengige av krisepakker fra staten for å overleve. Samtidig har de omorganisert selskapet for å redusere gjeld, redusere flåtestørrelsen, og sikre egenkapital slik at de sikrer selskapets fremtid (Nettavisen 2021).

5.3.2 Økonomiske forhold og disponibel inntekt

Det er flere faktorer som spiller inn på de økonomiske forholdene i Norwegian. Ett av disse er oljeprisen, dette fordi Norwegian er helt avhengig av drivstoff for å drifte flyene sine. Derfor er det rimelig å anta at høyere oljepris fører til et øke kostnader for Norwegian. *“Prisen for olje har en positiv korrelasjon med jet-fuel”* (Finanssans 2018). Oljeprisen vil også spille en rolle på det økonomiske for Norwegian siden de handler det meste av drivstoffet sitt i USD og da vil valutakursen være en viktig faktor. Norwegian har tatt i bruk *flexible forwards* og *forward currency contracts* for å stabilisere dette. Valutakursen vil fortsatt spille en viktig rolle, men det blir enklere for Norwegian å kjøpe til den prisen de ønsker ved å bruke flexible forward og forward contracts (Norwegian 2019). Flexible forward (FFC) er en type valuta kontrakt som gjør det mulig for Norwegian å fastsette en pris for kjøp eller salgspris for et valutapar på et forhåndsbestemt tidspunkt mellom to bestemte datoer. Ved hjelp av denne kan Norwegian velge når de betaler ned beløpet i den fastsatte

perioden (Kantox, n.d.). Forskjellen mellom disse to kontraktene er liten, men med sistnevnte (Forward currency contract) er det snakk om en transaksjon og de kan ikke dele de opp mellom avtalte datoer (Investopedia 2021).

Det er vanlig for flyselskaper å gjennomføre store investeringer i flyflåten, et resultat av dette er at de er sterkt påvirket av endringer i lånerente. Grunnet svak økonomisk vekst har rentene den siste tiden vært lave både i Norge og Europa som gjør at det billig å låne penger (Norges Bank, n.d.).

Både Europa og Norge opplever befolkningsvekst, ettersom dette er markedene Norwegian henvender seg mot vil det være naturlig å anta at etterspørselen går opp på sikt (Forskning.no 2018). Vi kan også anta at salgsinntekter vil påvirkes av BNP, hvor disponibel inntekt vil være en stor faktor for om kunder har råd til fritidsreiser.

Ifølge rapporten om den økonomiske utviklingen gjennom Covid-19 har den disponible inntekten til privatpersoner i Norge, Sverige og Danmark økt (Statistisk sentralbyrå et al. 2021, 40). I tillegg har inntektssikringsordninger fra landene i Norden vært gode for personer som mistet jobbene sine, dette har vært med på å holde lønnsnivået oppe (Statistisk sentralbyrå et al. 2021, 40). Dette er positive faktorer for det nordiske flymarkedet.

5.3.3 Miljømessige forhold

Transport står for 31 prosent av det totale klimagassutslippet i Norge, hvor innenriks flytransport står for 2,4 prosent av det totale norske klimagassutslippet (Miljødirektoratet 2020). Det kommer også betydelig mer utslipp fra utenlandsreiser, men dette regnes ikke med i det norske klimagassregnskapet (Miljødirektoratet 2020). Det er tydelig at regelverk for miljø er helt nødvendig og miljømessige forhold henger tett sammen med lovverk. Lovverket står da for å sette minste rammer og standarder for miljømessige forhold. Det har også vært en stor vekst innen utslipp de siste årene, ekskludert 2020 på grunn av lavere utslipp under Covid-19. Veksten kan skyldes befolknings- og økonomiskvekst (Forskning.no 2020).

Befolkningen har generelt blitt mer miljøbevisst det siste tiåret og det er et av mest aktuelle temaene i dagens samfunnsdebatt. Det økte miljøfokus i befolkningen vil også kunne påvirke flyselskapene betraktelig. For eksempel er det mulig å reise på mer miljøbevisste måter enn å ta fly gjennom økt bruk av tog, buss eller bil.

Det viktigste et flyselskap kan gjøre for å spare miljøet er å kjøpe nye moderne fly, ifølge Norwegian. Norwegian hadde i 2019 en av verdens yngste flyflåter med snittalder på 3,8 år. Siden Norwegian har investert i nye flyene har de redusert utslippene sine med 30 prosent siden 2008. De har 33 prosent mindre utslipp enn gjennomsnittet for flyselskap. I tillegg til dette har de også som mål å gjøre luftfarten CO2 nøytral innen 2050 (Norwegian 2019).

Det er andre ting som er viktig for Norwegian dersom de vil senke utslippene sine. Deriblant har de fokus på lettere materiell for flyene sine. Desto lettere flyene deres er jo mindre drivstoff vil de bruke, som igjen reduserer utslippene. Norwegians 787 Dreamliner er bygget med ett lettere komposittmateriale som gjør at de slipper ut 20 prosent mindre CO2 enn andre sammenlignbare fly. Resten av flyene deres blir også stadig produsert med lignende lettere materiell som vil resultere i mindre utslipp (Norwegian 2019). Norwegian har også alltid hatt som mål og fylle opp flyene sine så mye som mulig, et fenomen de har navngitt “kabinfaktoren”. Med så mange fulle seter som mulig vil drivstofforbruk per passasjer totalt sett bli lavere enn et halvfullt fly (Norwegian 2019).

5.3.4 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler blant annet om demografi, inntekt, vaner, konsum til personer (Roos et al. 2014, 84). I dette punktet om sosiokulturelle forhold er det mye som kan nevnes. Mange av de punktene går igjen i de andre delene av PESTEL-analysen. Det finnes flere sosiokulturelle forhold, men vi har valgt å analysere de to vi mener er mest relevant.

5.3.4.1 Terrorfrykt

Terrorangrep kan være med på å skape en negativ holdning til flybransjen. Årsaker til dette er blant annet at fly kan brukes som våpen i disse angrepene, som vi så under angrepet på World Trade Center den 11. september 2001. Dette angrepet gikk hardt utover bransjen og det tok lang tid før man var tilbake til normal drift. American Airlines sine aksjer falt 90 prosent etter angrepene (Bryant 2020).

Terrorister har også utført angrep i populære storbyer og reisemål. Dette har en negativ effekt med tanke på at noen mennesker ikke ønsker å reise til disse destinasjonene i ettertid. Etter terrorangrepene i Brussel 2016 gikk Ryanair aksjen ned 25 prosent. Disse angrepene påvirker

flyselskapene mer kortvarige og det viser seg at ting normaliserer seg etter en kort periode (Bryant 2020).

5.3.4.2 Konsum

Konsumet av flyreiser har hatt en drastisk nedgang når man sammenligner tallene fra 2019 og 2020 (Menon Economics 2020). “Smittevernrestriksjoner har begrenset forbruket av en rekke tjenester, som flyreiser, kulturliv, overnatting og servering, noe som har forskjøvet forbruket mot næringer som ikke er underlagt de samme restriksjonene” (Statistisk sentralbyrå et al. 2021, 43). I perioden april til desember 2020 har Norwegian hatt en nedgang på mellom 90 - 99 prosent sammenlignet med et normalt år. Det siste året har kun seks-syv fly vært i normal drift, men Norwegian har som mål å ha 50 fly i normal drift når pandemien er over. (Dagens Næringsliv 2021)

5.3.5 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold handler om innovasjonen som påvirker bransjen samt også innovasjonen i den samlede økonomien. Disse forholdene omhandler blant annet internett, kunstig intelligens, nanoteknologi og andre typer nyutviklinger. Det som kjennetegner selskapene som lykkes i dagens digitale økonomi er at de spiller på lag med teknologien og tar i bruk brukerdata for å skape høyere kunde verdi (NHO, n.d.).

Det har skjedd mye i flybransjen bare de 20 siste årene. Flybransjen er som så mange andre bransjer blitt digitalisert. Dette betyr at de potensielle kundene kan sammenligne alle flyselskapers priser i løpet av få sekunder og som tidligere nevnt er pris den viktigste faktoren når kunder velger flyselskap. Dette har ført til at selskaper som Norwegian må tenke nytt og et eksempel på dette er hvordan Norwegian har begynt med selvbetjente innsjekkingsautomater og mobilapp. En konsekvens av dette er muligheten til å kutte personalkostnader og bruke den frigjorte kapitalen til å bli mer konkurransedyktig.

Utviklingen av drivstoffeffektive fly fører til kostandsbestalser og kan være med på å skape et konkurransefortrinn. Nye fly er mer enn 70 prosent drivstoffeffektive sammenlignet med for 40 år siden og hele 20 prosent mer enn for 10 år siden (IATA 2020). Drivstoff er en av de største kostnadene for et flyselskap, og i en gjennomført undersøkelse ICCT viser at Norwegian har konkurransefortrinn over konkurrentene når det kommer til “økoflyging” over Atlanteren (Lorentzen 2016).

Politiske forhold	Økonomiske forhold	Miljømessige forhold
<ul style="list-style-type: none"> • Bruken av utenlandsk arbeidskraft • Avgiftspolitikken • Covid-19 	<ul style="list-style-type: none"> • Oljeprisen • Valutakursen 	<ul style="list-style-type: none"> • Klimagassutslipp • Bærekraft fokus • Reguleringer
Sosiokulturelle forhold	Teknologiske forhold	Juridiske forhold
<ul style="list-style-type: none"> • Globalisering • Ferieturer • Jobbreiser • Terror frykt • Konsum 	<ul style="list-style-type: none"> • Prissammenligning • Gjør alt selv via mobilen • Mer teknologiske fly 	<ul style="list-style-type: none"> • Klimagassutslipp • Arbeidsforhold • Reguleringer mellom land • Handelsavtaler

5.4 Fremsynsanalyse

Nå som vi analysert den store usikkerheten for Norwegian og i bransjen skal vi bruke funnene for å gjennomføre en fremsynsanalyse med ulike scenarier for å se nærmere på Norwegians utsikter fremover. For å forberede seg på usikkerhet er det ifølge Roos et al. hensiktsmessig å besvare tre spørsmål; I hvilken grad er omgivelsene usikre, hva er årsaken til usikkerhet er og hvordan man skal håndtere den (Roos et al. 2014, 115). Vi har identifisert Covid-19 pandemien som et industrielt bruddpunkt i bransjen og det er dette som hovedsakelig er grunnen til usikkerhet i bransjen.

I vår analyse har vi valgt å bruke 3 ulike scenarier i henhold til McKinseys usikkerhetstypologi nivå 3, “En rekke fremtider” (Roos et al. 2014, 117). Ifølge Roos et al. innebærer dette at det må utpekes en rekke sett scenarier for ulike fremtidige utfall, og analysen bør rettes mot utløsende hendelser som indikerer at markedet er i ferd med å bevege seg over i det ene eller andre scenarier (Roos et al. 2014, 116). Scenarioanalysen vår bygger i hovedsak på PESTEL-analysen med megatrender med hovedforankring i Covid-19 pandemiens og bærekrafts fokusets innvirkning på økonomien til Norwegian. Scenario 1 og 3 er nevnt i punkter, og scenario 2 har både punkter og en liten beskrivelse.

5.4.1 Scenario 1 Pessimistisk

- Svært lav vekst i prognoseperioden
- Covid-19 restriksjoner fortsetter på i lang tid grunnet nye mutasjoner
- Norwegian får ikke kommet ordentlig i gang igjen etter restruktureringen
- Bærekraft fokuset gjør at den samlede etterspørselen faller
- Mål og visjon feiler pga nedgang og restriksjoner
- Fusjoner og overtakelser blir en utvei
- Kapitaltørke

5.4.2 Scenario 2 Realistisk

- Tilbake på 2019 tall rundt 2024, normal vekst etter dette
- Covid-19 restriksjoner forsvinner gradvis gjennom 2021
- Norwegian får kontroll på økonomien, og
- Lite endring i antall ruter, allerede nedkuttet
- Flyflåten går fra 50-70 i perioden
- Reisende kommer tilbake i perioden 2022-2024
- Mål og visjon treffer helt ok optimalt
- Lav, men noe kapitaltilgang

Scenario 2 er det vi finner mest realistisk med tanke på funn gjennom den strategiske analysen, det valgte scenarioet er også det som står til grunn for verdivurderingen. I dette scenarioet åpner Europa sakte, men sikkert opp igjen gjennom andre halvdel av 2021. Dette gjør at flybransjen kan starte opp igjen, og det forventes høy etterspørsel i forhold til 2020 (E24 2021). Flybransjen får et normalår i 2022 med det mener vi 12 måneders jevn omsetning, dette fører omsetningen nærmere 2019 nivået og etter 2023 er markeds kapasiteten tilnærmet lik 2019 nivået (Avinor 2020). Fokuset på bærekraft har vært betydelig i en periode nå, men reiselysten til folk er større en fokuset på bærekraft. Tidligere forskning har vist at etter en stor epidemi (SARS), har det vært veldig høy vekst i reiselivsnæringen (Menon Economics 2020, 50). Fra 2024 stabiliserer markedet og det forventes jevn vekst i perioden etter.

5.4.3 Scenario 3 Optimistisk

- Driftsinntektene øker betydelig, markant vekst
- Covid-19 restriksjoner oppheves over hele verden i 2021

- Vekst for Norwegian, gjør at de kan satse mer og kjøpe fly igjen
- Holdninger til bærekraft blir mindre aktuelt
- Flere ruter blir tilgjengelig
- Vekst i antall reisende etter pandemien, folk skal ta igjen det tapt
- Mål og visjon lykkes i stor grad og dette drar flere kunder
- Høy kapitaltilgang
- Oppgang leder til gode og flere investeringer
- Vaksineringen av befolkningen i Europa er ferdig
- Covid-19 “forsvinner”

5.5 Analyse av bransjestrukturen Porter

For å analysere faktorer som mer konkret og direkte påvirker Norwegian sine omgivelser vil vi anvende Porter sin femfaktormodell. Modellen hjelper til å analysere kundene og leverandørenes forhandlings situasjon, potensielle nye aktører i bransjen og trusselen de bringer, trusselen fra substitutter og rivaliseringen mellom de eksisterende konkurrentene i bransjen (Roos et al. 2014, 86-87). Ved å analysere de fem ulike konkurransekraftene kan man bedre forstå dynamikken i bransjen og det bør være avgjørende for hvordan Norwegian posisjonerer seg i forhold til konkurrentene (Roos et al. 2014, 86).

5.5.1 Konkurransenintensiteten blant dagens konkurrenter

Roos et al. definerer konkurrenter som de som dekker samme behov hos kunden som bedriften selv gjør (Roos et al. 2014, 92). Vi har definert bransjen som lufttransport med passasjerer og konkurrentene vil dermed i all hovedsak ligne veldig på Norwegian og det som skiller konkurrentene i markedet er pris, komfort og hvilke destinasjoner de forskjellige aktørene tilbyr. For innenlandsreiser er Norwegians tre største konkurrenter Wizz Air Hungary Ltd, Widerøe flyselskap AS og Scandinavian Airlines. Avinor sin nyeste rapport om reisevaner på fly fra 2019 fastslår at Norwegian står for 39 prosent av alle flyreiser i Norge. SAS står for 45 prosent, mens Widerøe på sin side står for 16 prosent av flyreisene. Det må hensyntas at denne statistikken ble publisert før lavprisselskapet Wizz air etablerte seg på det norske markedet i 2020. Samtidig kommer det klart frem at SAS er Norwegian største konkurrent (Avinor 2020, 7).

For utenlandsreiser fra Norge har Norwegians nye direkteruter vært det som har bidratt mest til vekst i markedet i de senere år. Dette fremkommer også av statistikken der Norwegian står for 37 prosent av alle flygningene, med hele 61 konkurrerende flyselskaper i markedet. Vi ser også her at SAS er største konkurrent med 26 prosent markedsandel (Avinor 2020, 11).

Oppsummert kan vi si at flybransjen er preget av sterk konkurranse der det er mange tilbydere som tilbyr et lite differensiert produkt og der det lille som skiller konkurrentene fra hverandre er merkevare, pris, komfort og destinasjoner. Samtidig har Norwegian høy markedsandel både for innenlands og utenlandsreiser og om de klarer å komme seg på beina etter endt pandemi har de grunnlag for å opprettholde sin posisjon.

5.5.2 Rivalisering fra Substitutter

“Å identifisere substitutter vil si å se etter andre produkter som kan dekke samme funksjon og behov som produktet til den aktuelle bransjen” (Roos et al. 2014, 92). Dermed vil ikke bare Norwegian konkurrere med aktører med samme verdiforslag som seg selv, men også med alle type selskaper som kan betjene samme formål og tilfredsstille kundebehovet på andre måter. Norwegian har tidligere måtte forholde seg til ordinære typer substitutter som Vy, Hurtigruten, personbiler etc. Disse truslene er Norwegian godt kjent med og at de fleste foretrekker flyreiser med tanke på komfort, pris og reisetid (Kalstad 2017). Dermed anses ikke disse substituttene som mer enn en moderat trussel.

Covid-19 pandemien har tvunget alle selskaper til å tenke nytt. For Norwegian har ikke bare stengte landegrensener og sosial distansering ført til massive kanselleringer, men vil også påvirke kundeatferden i utgangen av pandemien. Harvard Business School professor Clayton Christensen står bak den populære jobs-to-be-done teorien. Teorien baserer seg på at kunder ikke kjøper produkter for produktets skyld, men at det er underliggende behov for å få utført en spesifikk jobb i en bestemt situasjon (Wunker and Wattman 2016, 21). Og i enden av pandemien vil nok dette vise seg svært gjeldende for Norwegian og nye substitutter som var utenkelige før mars 2020 har kommet på banen. Prorektor Hilde Cathrine Christiane Bjørnland fastslår at “pandemien har åpnet øynene for at vi kan møtes og jobbe mer virtuelt” (BI 2020). Det er rimelige å anta at mange flere møter, eventer og konferanser kommer til å skje digitalt fremover og Norwegian kommer til å miste mange pendlere og reisende som får løst jobben gjennom substituttene Zoom, Teams og Skype. Trusselen fra disse selskapene bør av Norwegian vurderes som høy/ekstraordinær.

5.5.3 Leverandører

Når vi analyserer leverandørenes forhandlingsposisjon så har fokusert på de viktigste leverandørene. Det er hovedsakelig produsentene av fly, leasing leverandørene og flyplassene. Norwegian er svært avhengige av leverandørene når vi analyserer deres forretningsmodell. Hvis leverandørene sitter på mye makt, kan de være med på å presse ned overskuddet i en bransje (Roos et al. 2014, 93).

Fly-leverandørene består av to svært store selskaper, den franske leverandøren Airbus og den amerikanske leverandøren Boeing (Beers 2019). Det vil være rimelig å beskrive forholdet leverandørene har som et duopol. Dette tilsier at leverandørene med fly besitter relativt stor forhandlingsmakt, men situasjonen er preget av sterk konkurranse mellom aktørene som er med å flytte noe av forhandlingsmakten ned til flyselskapene (k7bulletin 2019).

Fly-leasing har vært en viktig del av forretningsmodellen til Norwegian, den vil i stor grad også prege fremtiden da det er bestemt at de skal omstrukturerer selskapet hvor de skal lease nesten hele flyflåten (Norwegian 2021, 14). Det finnes en god del leasingselskaper noe som gjør at leasingmarkedet har vært preget av sterk konkurranse (Finansavisen 2021). Norwegian leaser hovedsakelige sine fly fra AeroCap, som er et av verdens største fly leasingselskaper (Lorentzen 2020). Grunnet Covid-19 har posisjonen til leasing leverandørene falt kraftig, da de ikke har vært noe marked å operere i. Dette har ført til at forhandlingsmakten er flyttet mer over til flyselskapene, for Norwegian har det gitt muligheten til å forhandle prisen på den leasede flåten. Dette vil føre til en kostnadsreduksjon for Norwegian (Norwegian 2021).

I Norge drives og eies 44 flyplasser av det statseide firmaet Avinor (Store norske leksikon 2020). Dette gjør at flyplassene sitter med forhandlingsmakten. Noen flyselskap som Ryanair velger heller å fly fra flyplasser som ligger mindre attraktivt til. Flyplassene på disse stedene velger å ta en lavere avgift for flyselskapene. Dette gjør at flyselskapene som velger disse flyplassene kan ta en lavere pris på billetten. Kunder som er villig å reise lenger for å komme seg til disse flyplassene vil kunne spare penger.

Vi nevner også drivstoff leverandørene som en av de viktigste, når det kommer til forhandlingsmakten innenfor dette feltet så er den svært liten, dette fordi den er sterkt knyttet til oljeprisen og vi ser ikke at forhandlingsmakten vil endre seg.

5.5.4 Kunder

Kundene til Norwegian har en relativt sterk forhandlingsmakt. Kundene er ofte interessert i å presse prisene ned og oppnå høyere kvalitet eller bedre og mer service (Roos et al. 2014, 92). Kundene vil gå til den tilbyderen som leverer den ønskede tjenesten til best mulig pris. Norwegian har allerede vunnet mange priser for å være det beste lavprisselskapet, men for å ivareta sin posisjon må de kontinuerlig jobbe med å holde prisene konkurransedyktige (Norwegian 2020). Tilgjengelig informasjon er også en faktor som spiller stor rolle for forhandlingsmaktene til kundene, og internett gjør det veldig enkelt for kunder flest å kunne ta egne beslutninger for hvor de vil bruke pengene sine.

En annen faktor som er viktig for forhandlingsmakten er hvor viktig produktet/tjenesten Norwegian leverer er for kundegruppen. Vi anser tjenesten som Norwegian leverer som viktig siden befolkningen alltid vil ha behov for reiser, enten man har gjøremål, at man reiser i jobbsammenheng eller bare for ferieturer. Konkluderende kan man si at det alltid vil være etterspørsel for reiser og pris er den mest avgjørende faktoren om kundene velger Norwegian eller ikke.

Kundene til Norwegian velger vi å segmentere etter bedriftsmarkedet og privatmarkedet, deres forhandlingssituasjon betrakter vi som ulik. Bedriftskunder som bestiller store mengder med flybilletter, vil ha et helt annet utgangspunkt for forhandling enn den vanlige kunden fra privatmarkedet. Kundene fra bedriftsmarkedet har en sterk forhandlingsposisjon, for å møte denne sterke forhandlingsposisjonen har Norwegian opprettet rabattavtaler og bonusavtaler for bedriftskunder (Norwegian, n.d.). I privatmarkedet og for kundene der handler det mer om den ene reisen de skal bestille på et bestemt tidspunkt. Kunden vil se på sammenlignbare selskaper og mest sannsynlig bestille fra den billigste leverandøren, derfor mener vi at det er hovedsakelig konkurransen mellom de ulike flyselskapene som skaper kundenes forhandlingsposisjon, og den er sterk fordi det er mye konkurranse i markedet (Norwegian, n.d.).

5.5.5 Potensielle etablerere i bransjen

For å vurdere trusselen Norwegian møter mot nyetableringer i bransjen vil vi bruke de syv mest sentrale etableringshindre. Ifølge Roos et al. er de viktigste etableringshindre man skal bruke stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader

distribusjonskanaler, kostnadsulempere og regelverk (Roos et al. 2014, 88). Etter analyse av disse syv hindrene vil vi skape oss et bilde av hvordan de potensielle etablerere skaper konkurranse for Norwegian.

5.5.5.1 Stordriftsfordeler

Roos et al. definerer stordriftsfordeler som en tilstand hvor enhetskostnadene for et produkt eller tjeneste synker etter hvert som produksjonsvolumet stiger. Dersom slike fordeler er til stede, betyr det at nye aktører enten må starte stort eller avfinne seg kostnadsulempene som er forbundet med produksjon i liten skala (Roos et al. 2014, 88). Fordeler man kan oppnå med dette blant annet kvantumsrabatter og goder. Det er rimelig å anta at Norwegian drar nytte av stordriftsfordeler når man ser deres markedsandel for flyreiser i Norge. De har en bred destinasjons portefølje som det blir vanskelig for en ny aktør å konkurrere mot. Samtidig er det verdt å bemerke at en ny aktør i markedet ikke vil ha samme strukturell treghet som en godt etablert aktør og dermed kuttet kostnadene rundt dette og ha mulighet til å prise seg lavere. Til tross for at Norwegian er godt etablert, er det andre selskaper som har vært i bransjen mye lengre enn Norwegian og som dermed drar mer nytte av stordriftsfordelene enn selskapet. Dette fordi de har eksistert lengre og har dratt nytte av erfaringene, samtidig som de er bedre likt av forbrukerne (BI 2021). Dette vil dermed være en større fordel for f.eks. konkurrentene SAS og Lufthansa.

5.5.5.2 Produktdifferensiering

Etter mange år i bransjen har Norwegian etablert seg som en kjent merkevare og de aller fleste nordmenn har assosiasjoner til den røde nesen. Denne fordelingen vil det ta mange år for et nytt selskap å konkurrere med og fordrer store investeringer. Samtidig har mange av forbrukerne et turbulent forhold til Norwegian. Ifølge Aftenposten velger flere å fly med Norwegian parallelt med at de er det minst likte flyselskapet i markedet (Dahl 2018). Derfor vil det være essensielt for Norwegian å prøve og endre omdømme sitt i Norge, da dette kan øke kundemassen og skape lojale kunder som velger å fly med Norwegian, både på grunn av pris og kundetilfredshet. Samtidig ser vi at forbrukernes hovedfokus når de bestiller flyreiser er prisen (Statista, n.d.).

Differensiering betyr at kunden ser på produktet/tjenesten selskapet leverer som mer verdifullt enn hos konkurrentene (Roos et al. 2014, 196). Måten Norwegian differensierer seg på er via lavpris forretningsmodellen de har. Ved hjelp av modellen har de skapt et

lavprisflyselskap som skiller seg ut fra andre flyselskaper og som tilbyr bedre pris enn mange av konkurrentene. Flybransjen er preget av lojalitetsprogrammer som gjør at det er enklere for en kunde å velge de på nytt neste gang de skal fly. Samtidig er kundene prissensitive og vil som oftest velge det selskapet med best pris. Basert på dette ser vi at Norwegian slår mange av konkurrentene og skiller seg ut med sin lavpris forretningsmodell (Aftenposten 2018).

5.5.5.3 Kapitalbehov

Kapitalbehovet i denne bransjen anser vi som å være viktig. Norwegian må enten kunne være bedre på pris, service, komfort, destinasjoner, direkteruter eller ha bedre kundelojalitet, fordeler og bonusordninger. Fellesnevneren for alle disse faktorene er at det vil kreve mye kapital for å konkurrere med de etablerte selskapene. Det vil derfor være helt avgjørende for en nyetablering i bransjen, som ønsker å konkurrere med Norwegian å ha nok kapital til fly og gi kundene et tilfredsstillende tilbud. Norwegian har satset tungt på lavprisreiser og en nyetablering vil slite veldig med å konkurrere med Norwegian på pris og tilbud uten å måtte gå inn med enorme mengder kapital.

5.5.5.4 Byttekostnad

Den eneste komplikasjonen rundt byttekostnad er bedrifter som har avtaler om goder og bedre prising hos en av leverandørene. For privatkundene ser vi på byttekostnaden mellom selskaper i flybransjen som ikke eksisterende (Roos et al. 2014, 89).

En annen faktor som spiller inn på byttekostnad vil være forskjellige destinasjoner for flyselskapet. Kostnader rundt å bygge nye reise destinasjoner eller endre destinasjoner vil bekoste flyselskapet. Under dette kommer også rettigheter for bruk av flyplasser og andre ruter, tilgangen på flyplasser og ruter kan være et knapphetsgode. Det vil også være en kostnad for flyselskapene om de legger ned destinasjoner som Norwegian har erfart det siste året (Dfly 2021).

5.5.5.5 Adgang til distribusjonskanaler

Norwegians primære distribusjonskanal er internett og her vil alle nye aktører i bransjen også kunne etablere seg for lave etableringskostnader og uten nevneverdig innsats. Dermed er ikke selve distribusjonskanalen en fordel for Norwegian. Samtidig er det ikke en selvfølge at man har en god nettside som appellerer til folk, og for å nå ut til segmentene er det en rekke ting

man bør tenke på. Eksempelvis markedsføring, prisstrategi og digitalstrategi. For nyetableringer vil det da være viktig å ha fokus på dette og ha kompetente ansatte som kan dette, en god nettside vil være en god hjelp for de som vil opp i markedet.

5.5.5.6 Kostnadsulempes som er uavhengige av størrelsesfaktoren

For Norwegian vil kunnskapen og erfaringene de har tilegnet seg siden 2003 medføre at de har lært hvordan de kan kutte kostnadene for primæraktivitetene på en bedre måte sammenlignet med hva en nyoppstartet aktør kan (Roos et al. 2014, 90).

5.5.5.7 Myndighetenes politikk

Det finnes mange lover og regler for luftfart i Norge. Med hjelp av luftfartstilsynet har vi funnet 185 forskjellige regler som vil påvirke Norwegian og potensielle nye etablerere. Disse reglene inneholder regler for blant annet besetning til flyet, piloter, miljø, sikkerhet, lufthavner, luft trafikkstyring, støyforebygging osv (Lovdata. 2016). To eksempel på lover som kan være et stort hinder for nyetableringer følger;

§ 9-2.Fastsettelse av flygeveier m.v.

Departementet kan fastsette flygeveier som luftfartøyer skal følge innenfor norsk område, og gi særlige forskrifter for fartøyer som skal passere rikets grense, således om hvor grensen kan passeres og hvilke landingsplasser fartøyene skal bruke ved avgang eller ankomst.

(Lovdata 2016)

§ 9-8.Myndighetens undersøkelsesrett

Vedkommende myndighet har rett til å undersøke luftfartøyer og kontrollere fartøydokumentene og de dokumenter som de tjenestegjørende ombord skal være forsynt med.

(Lovdata 2016)

5.6 Ressursbasert internanalyse

En ressurs defineres som beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier (Lien, Knudsen, and Baardsen 2015, 150). Vi har valgt å ta i bruk en SVIMA-analyse for å kartlegge og evaluere ressursene til Norwegian. Her har vi valgt å begrense oss til de ressursene vi mener Norwegian innehar som er med på å skape konkurransefortrinn for bedriften.

5.6.1 SVIMA-analyse

En SVIMA-analyse er et analyseverktøy for å analysere hvorvidt et selskaps ressurser har potensial til å skape konkurransefortrinn. Det er viktig å presisere at det bare er snakk om potensial. Ettersom det bare er brukt ja/nei i tabellen, vil det være mer naturlig å ta i bruk en mer nyansert skala i praksis ettersom svaret på de enkelte spørsmålene ikke vil være et klart ja eller nei. Dermed brukes SVIMA-analyse for å gi innsikt i hva som driver en bedrifts prestasjoner (Lien, Knudsen, and Baardsen 2015, 160). SVIMA er en forkortelse for sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar (Lien, Knudsen, and Baardsen 2015, 153). Det er disse faktorene som blir vurdert når vi avgjør hvorvidt en ressurs har potensiale til å skape et konkurransefortrinn for bedriften.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Grad av fortrinn
Merkevarenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn
Flyflåte	Ja	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
AOC	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Kompetanse hos ansatte	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

5.6.1.1 Merkevareravn

Norwegian har etablert seg i de norske forbrukernes bevissthet og har etter hvert opparbeidet seg et sterkt og meget gjenkjennelig merkenavn. Merkevareravnet er sterkt siden de når ut til kundene sine med sin lavpris strategi og mange velger de basert på pris, effektivitet og direkte flyvninger (Norwegian 2021).

Norwegian sitt sterke merkenavn støttes også opp av at de helt siden 2012 har vunnet utenlandske priser hvert år. Dette kan tyde på at Norwegians omdømme i utlandet har en

sterkere posisjon enn i hjemlandet Norge. Omdømmet i Norge oppfattes noe svakere fordi Widerøe og SAS er sterke konkurrenter innenfor innlandstrafikken. Mange av prisene er fra “Passanger Choice Awards” og “Freddie Awards” hvor de har vunnet priser for blant annet best lavprisselskap, mest innovative flyselskap og for drivstoffeffektivitet (Norwegian 2020). SAS og Widerøe har noe sterkere omdømme i Norge, likevel vinner ofte Norwegian kundene basert på deres prisstrategi (Aftenposten 2017). Dette kommer også frem av kundebarmometeret der Norwegian scorer vesentlig høyere på lojalitet enn tilfredshet (BI 2021). Vår antagelse er at merkevaren er sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert, og appropriert og dermed har potensiale til å skape varig beholdt konkurransefortrinn.

5.6.1.2 Flyflåte

Flyflåten til Norwegian har blitt hardt rammet av Covid-19. Planen for Norwegian var å kjøpe fire Dreamliner langdistansefly og flere Boeing 737 kortdistansefly. Som følge av Covid-19 har planene endret seg drastisk og Norwegian måtte kutte planene på grunn av lav etterspørsel og restriksjoner. På bakgrunn av dette bruddpunktet har de måttet gjøre store endringer i planene for flyflåten og har lansert en redningsplan. De har beskrevet dette som å gå tilbake til røttene. Selskapet har laget en plan om å gå fra 147 fly før krisen til 52 fly etter denne redningsplanen. Planen videre for perioden 2022 til 2024 skal de skalere opp igjen til 70 fly i drift (Norwegian 2020).

Nedskaleringen har på sikt som mål å skape et lønnsomt selskap. Norwegian tjener penger på reiser som for tiden ikke har vært anbefalt, det har ført til at flyflåten generere svært lite (Regjeringen 2020). Nedskaleringen i flyflåten vil også bety lavere omsetning i fremtiden. Vi konkluderer derfor med paritet siden Covid-19 pandemien har gjort at Norwegian ikke får mobilisert hele flyflåten sin og er nødt til å selge unna fly som en nødløsning. Samtidig er flyflåten imiterbar for andre aktører med tilgang til kapital (E24 2020).

5.6.1.3 AOC

Norwegian har fem driftstillatelser (AOC/ Air Operator’s Certificates) som er nødvendig for å drive flytransport og kommersiell flyvning. AOC er en teknisk og operativ tillatelse som en operatør av et luftfartøy får fra landets luftfartsmyndighet i det landet de planlegger å fly i. Grunnen til at de har flere driftstillatelser er fordi virksomheten deres er stasjonert i forskjellige land, som utløser krav til individuelle driftstillatelser i hvert av disse landene.

Akkurat nå har Norwegian to i Norge, en i Sverige, en i Irland, og en i England (Norwegian, n.d.).

For å få driftstillatelse må flyene gjennomgå en streng sikkerhetskontroll, som Norwegian på sin hjemmeside omtaler slik; *“Flyene gjennomgår et strengt vedlikeholdsprogram som gjennomføres i overensstemmelse med produsentens vilkår og strenge regler fra internasjonale luftfartsmyndigheter (EASA)”* (Norwegian). Norwegian driver også med interne sikkerhetskontroller, som kvalitetsrevisjoner og kontinuerlig overvåkning av vedlikeholdsleverandører. Dette fordi sikkerhet har høyeste prioritering hos Norwegian. Driftstillatelse vil være lønnsomt siden dette tillater Norwegian å fly til flere lokasjoner. Gjennom årene har Norwegian søkt om AOC i mange forskjellige land, som for eksempel Argentina og USA. Dersom man øker antallet AOC vil dette vil styrke markedstilgang og trafikkrettigheter (Norwegian, n.d.). Vi konkluderer med at dette medfører et midlertidig fortrinn for Norwegian, siden ressursen er imiterbar, samtidig som det er usikkert i hvilken grad de vil kunne mobilisere AOC tillatelsene når samfunnet går tilbake til normalt.

5.6.1.4 Kompetanse hos ansatte

Den siste ressursen vi vil analysere er kompetansen hos Norwegians ansatte. Før Covid-19 pandemien var Norwegian arbeidsgiveren til over 10.000 ansatte. Det fremkommer ikke av tilgjengelig informasjon hvor mye nedskaleringene vil påvirke selskapets ansatte etter pandemien. Når det gjelder kompetansen hos de ansatte vil vi trekke frem digital markedsføring, pris og produkt optimering. Norwegians ansatte kombinerer egen innhentet data og kombinerer dette med Google Analytics, Google Ads og Google Display/Video 360 for å drive svært granulær markedsføring. Disse systemene gjør også at Norwegian kan utarbeide enda bedre brukerinnsett-analyser siden de har muligheten til å kombinere bruksmønster data fra web og app med de faktiske dataene fra interne kjernesystemer (Knowit, n.d.). For produkt og pris optimering har Norwegian satt sammen et eget team alt av kapasitet til å jobbe med dette (Norwegian 2021). Hensikten med teamet er å optimalisere profitt og tap for flyselskapet gjennom nettverk, prising og driftsplanlegging. Dette gjennomføres gjennom nettverksstrategien og tildeling av fly gjennom løpende rutestyring (Norwegian 2021).

Selskapet selv skildrer også med at de har en veldig kompetent og mangfoldig ledergruppe samtidig som de har en veldig sterk “Red nose Warrior people” kultur og plattform

(Norwegian 2021). Siden kompetansen Norwegian innehar rundt produkt- og pris optimering samt digital markedsføring også er å finne hos konkurrentene som for eksempel SAS (SAS, n.d.). På grunn av dette har vi konkludert med at ressursen ikke sjelden og at den er imiterbar, og dermed har ikke kompetansen hos de ansatte til Norwegian potensialet for å skape konkurransefortrinn for Norwegian.

5.7 Oppsummering av ressursbasert internanalyse

Etter å ha analysert de ressursene vi mener har største potensiale til å skape strategiske fordeler for Norwegian kom vi frem til at bare merkenavnet kan gi Norwegian et varig konkurransefortrinn. Videre ser vi at Covid-19 pandemien har satt en stopper for mobiliseringen av både AOC rettighetene og flyflåten, og salget av flyflåten vil gjøre at dette får ettervirkninger i etterkant av pandemien.

Oppsummert har Norwegian en strategisk fordel i forhold til resten av bransjen gjennom merkenavnet og et midlertidig konkurransefortrinn før pandemien i form av AOC-tillatelser og flyflåten. Det er viktig å understreke at det kan foreligge informasjon og underliggende forhold som gjør at alternative ressurser har muligheten for å skape konkurransefortrinn for Norwegian.

5.8 Oppsummering av strategisk analyse

I dette kapitlet vil vi oppsummere drøftelsene og funnene vi har gjennomført i den strategiske delen av oppgaven i en SWOT-analyse. SWOT-analysen brukes for å identifisere nøkkelfaktorene for en bedrift (Roos et al. 2014, 167). Gjennom drøftelser og vurderinger kom vi frem at merkenavnet og forretningsmodellen til Norwegian er deres største strategiske styrker, mens den dårlige økonomien til selskapet er den største svakheten. I den eksterne analysen identifiserte vi det fremvoksende bærekraft-fokuset og at etterspillet av pandemien knyttet til jobbreiser som de største truslene for Norwegian, mens de største mulighetene er knyttet til et sterkt og umettet reisebehov kombinert med mye oppsparte midler hos Norwegian kunder. Styrker og svakheter handler om de interne faktorene og muligheter og trusler handler om de eksterne faktorene.

Styrker	Svakheter
----------------	------------------

<ul style="list-style-type: none"> ● Merkenavn ● Lavprisselskap for det norske markedet ● Forretningsmodell ● Stordriftsfordeler ● Prisvinner hvert år siden 2012 ● Hjelp fra staten ● Fokus på bærekraft ● Flyflåte ● AOC rettigheter ● Kompetanse hos ansatte ● Leverandører 	<ul style="list-style-type: none"> ● Omdømme i Norge ● Forsinkelser ● Streik ● Dårlig økonomisk stilt (særlig etter Covid-19) ● Tap av ansatte grunnet permitteringer
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> ● Ledende i Norden ● Teknologitviking ● Økt vekst (reisebehov etter Covid-19) ● Rimeligere leasingavtaler 	<ul style="list-style-type: none"> ● Andre lavprisselskap ● Nye etablerere ● Miljø ● Oljepris er i endring ● Færre forretningsreiser ● Endret kundeferd som følge av Covid-19 nye lovverk ● Substitutter

6.0 Regnskapsanalyse

Formålet med denne regnskapsanalysen er å kartlegge hvilken økonomisk situasjon Norwegian befinner seg i og for å forstå helhetsbildet til selskapet. Vi vil i denne oppgaven ta for oss en ekstern regnskapsanalyse som er utarbeidet basert på offentlig utgitt informasjon. Denne informasjonen vil hovedsakelig bygge på regnskapstall fra konsernet og hentes fra ulike kilder som; proff.no, regnskapstall.no, investing.com, DN Investor og rapporter fra Norwegian. Fokusområdet i regnskapsanalysen vil være på nøkkeltallsanalyser av lønnsomhet, likviditet, og soliditet (Kristoffersen 2019, 439). Vi har valgt å se på regnskapstallene fra 2015 og frem til utgangen av 2020.

Avslutningsvis i regnskapsanalysen vil vi også sammenligne nøkkeltallene til Norwegian med SAS og Ryanair som er deres hovedkonkurrenter i det enten i de nordiske markedet eller i europeiske markedet.

6.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten til en bedrift styres av deres evne til å generere overskudd, dette betyr at inntektene må være større enn utgiftene. Målet på lønnsomhet er ofte viktig for investorer da dette forteller noe om bedriften leverer noe det er mulig å skape avkastning på eller om selskapet ikke evner å skape overskudd (Kristoffersen 2019, 448).

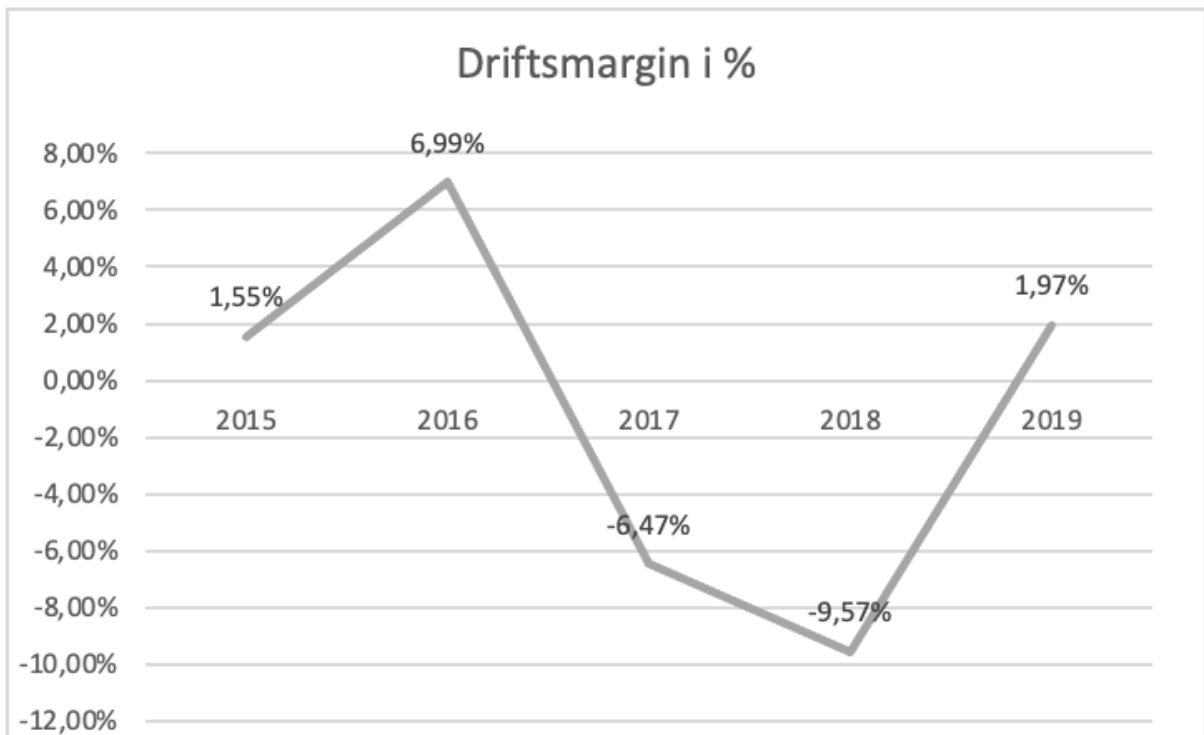
6.1.1 Driftsmargin

Ifølge Kristoffersen angir driftsmarginen hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader (Kristoffersen 2019, 450). Etter vi har regnet oss fram til de forskjellige driftsmarginene, ser vi at fra 2015 at de fire første årene varierer driftsmarginen mellom -10% og + 10% som følge av høye driftskostnader. I 2017 og 2018 ser vi for eksempel at varekostnadene utgjør ca 82% av salgsinntektene, samtidig kommer kostnader knyttet til avskrivninger, lønn og andre driftskostnader. Dermed blir kostnadene disse årene høyere enn inntektene og vi får en negativ driftsmargin. I årene 2015, 2016 og 2019 utgjorde var driftsresultatet positivt og dermed hadde selskapet positiv driftsmargin i disse årene.

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

(Kristoffersen 2019, 249)

I 2020 hadde Norwegian en driftsmargin på -261%, som betyr at de tapte 261% av hver krone de omsatte for før renter og skatt (Finansleksikon, n.d.). Ekstremverdien kommer av det industrielle bruddpunktet Covid-19, som har ført til at driftskostnadene deres var ekstremt mye høyere enn driftsinntektene. Vi har valgt å ikke ta med dette tallet i tabellen fordi da blir det umulig å illustrere de andre årene.

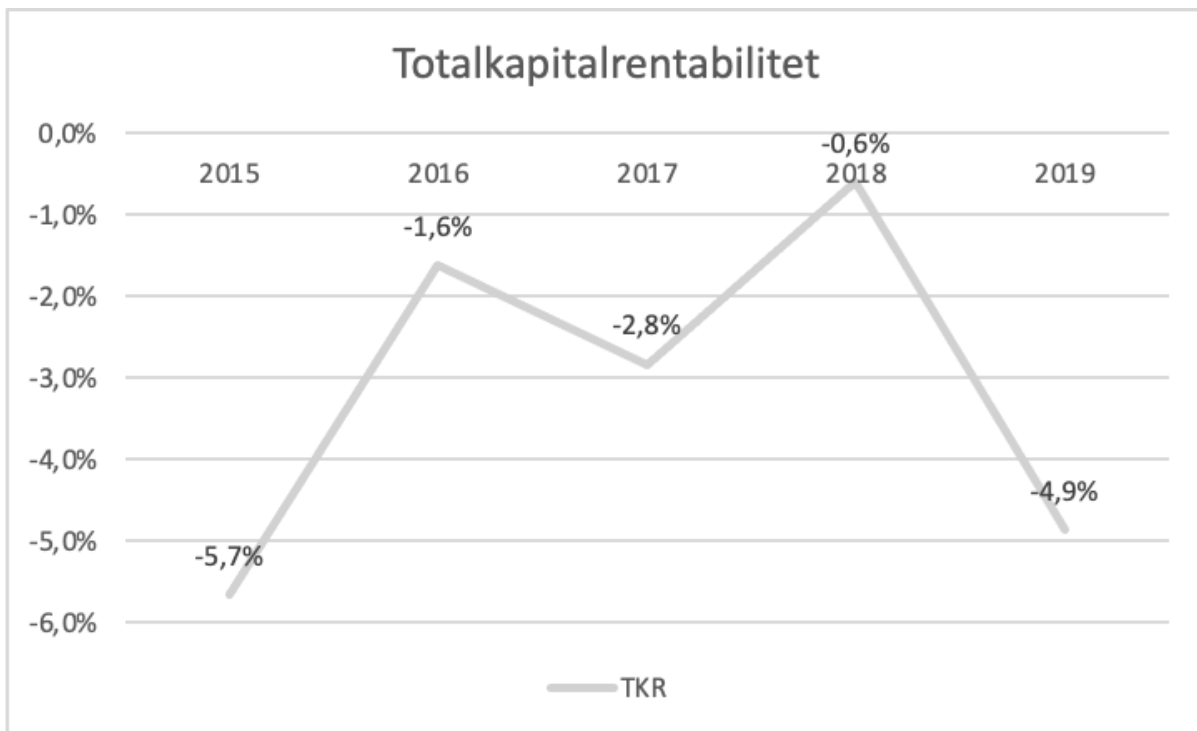


6.1.2 Totalkapitalrentabilitet

“Totalkapitalrentabilitet måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den viser hvor godt bedriften har vært drevet, og gir uttrykt for nivået på inntjeningen i perioden” (Kristoffersen 2019, 452). Ifølge Kristoffersen regnes en totalkapitalrentabilitet på 15 som meget god, en på 10 som god og under 1 regnes som dårlig (Kristoffersen 2019, 452).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finanskostnader}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

(Kristoffersen 2019, 452).



Våre analyser viser at Norwegians Totalkapitalrentabilitet har variert mye de fem siste årene og at den følger utviklingen i driftsmarginen. Gjennomgående for de fem siste årene kan man konkludere at total kapitalrentabilitet ikke har vært god i henhold til Kristoffersen definisjon av en god total kapitalrentabilitet. Tallene for 2020 viser en total kapitalrentabilitet på -21,9%, den er ikke lagt til modellen av samme årsak som i driftsmargin.

6.1.3 EBITDA-margin

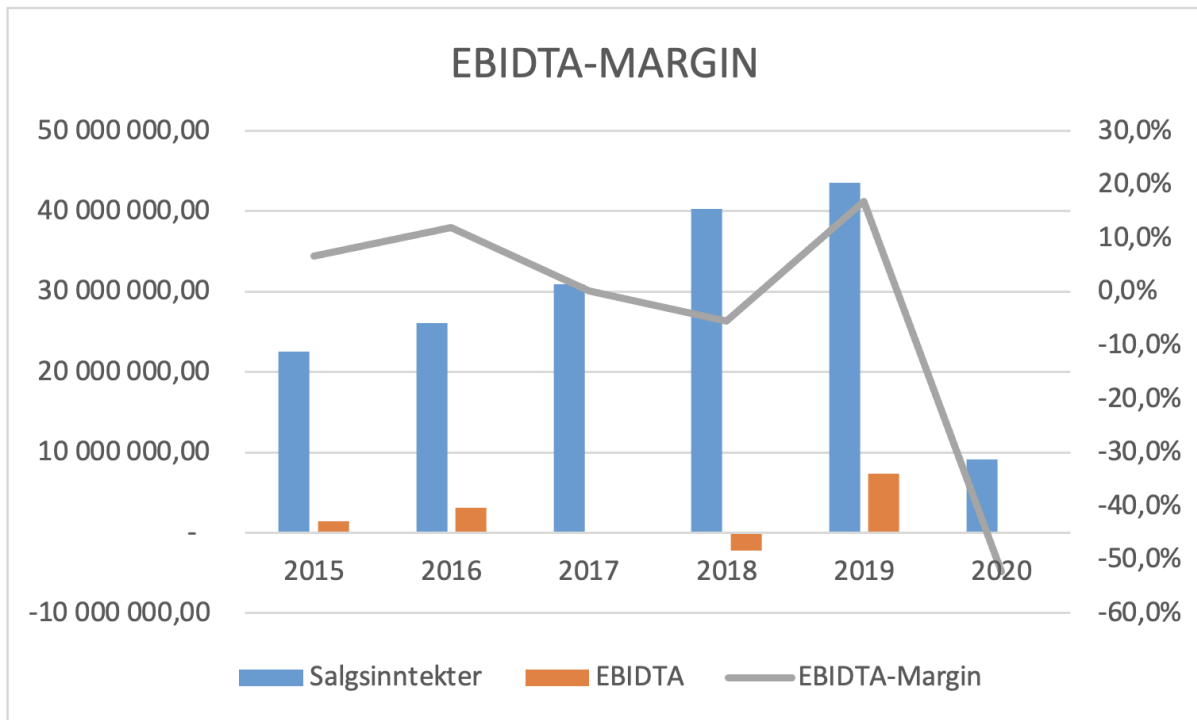
EBITDA er resultat før renter, skatter, avskrivninger og amortiseringer. Nøkkeltallet beregnes med utgangspunkt i driftsresultat og korrigeres for avskrivninger og eventuelle nedskrivninger som er resultatført i som driftskostnad (Kristoffersen 2019, 478).

EBITDA-margin er et nøkkeltall som viser hvor stor kontantstrøm som er skapt i forhold til hver solgt krone (Kristoffersen 2019, 477). Desto høyere EBITDA-margin, desto mindre er selskapets driftskostnader i forhold til de totale inntektene. Med andre ord, jo høyere EBITDA-margin jo bedre (Investopedia 2021).

$$EBITDA - margin = \frac{EBITDA * 100\%}{Driftsinntekter}$$

(Kristoffersen 2019, 477)

Tallene viser at EBITDA marginen har variert mye gjennom de fem årene, den er positiv i 2015, 2016, 2017 og 2019. I 2020 er den ekstremt lav. Det er verdt å merke seg at EBITDA-margin ikke er en like god finansiell pekepinn for selskaper med mye gjeld og selskaper som kontinuerlig har foretatt store investeringer (Investopedia 2019).



6.2 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse er en analyse av en bedrifts betalingsevne, og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall. I likviditetsgrad 2 ekskluderer man varelageret fra utregningen, men siden varelageret til Norwegian utgjør en så liten del av omløpsmidlene har vi valgt å benytte likviditetsgrad 1 i vår analyse.

6.2.1 Likviditetsgrad 1

Nøkkel-tallet viser virksomhetens evne til å betale kortsiktig gjeld, forutsatt at varebeholdningen kan bli solgt og brukt for å dekke kortsiktige forpliktelser (Visma, n.d.). Ifølge Kristoffersen burde likviditetsgrad 1 være større enn 2 (Kristoffersen 2019, 468).

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

(Kristoffersen 2019, 468).

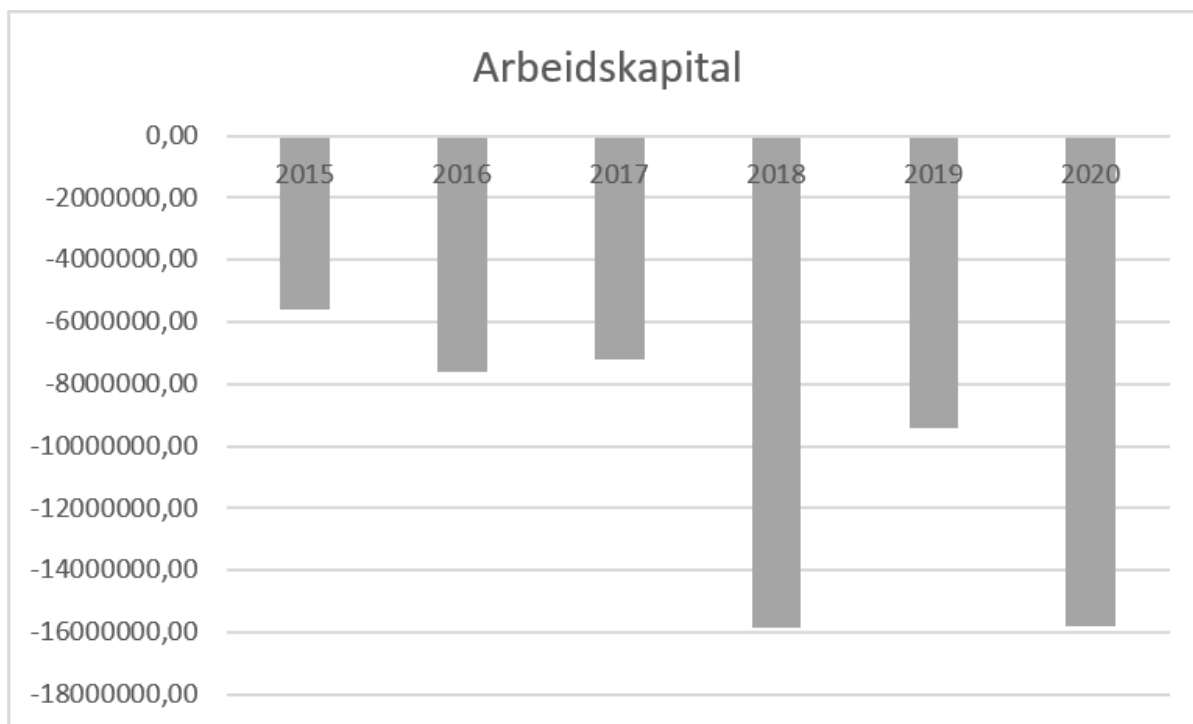


Fra analysene våre fremkommer det at likviditetsgrad 1 har variert fra ca 0,4 til 0,7 de siste fem årene. Alle disse punktene er langt under kravet for likviditetsgrad 1 og Norwegian kan dermed ikke anses som et veldig likvid selskap. Det som er litt overraskende er at de har økt likviditetsgrad 1 fra 2019 til 2020 til tross for Covid-19 pandemien. Hvordan de har klart dette kan vi lese av investor rapporten fra siste kvartal 2020. Noen av hovedgrunnene til at de forbedret likviditeten var at de permitterte 80 prosent av de ansatte, satt 95 prosent av flyene på bakken, og fokuserte driften utelukkende på innenlandsruter i Norge. Alle interkontinentale og europeiske flyvninger ble kansellert og bare de helt nødvendige arbeiderne fikk lønn (Norwegian 2021).

6.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen beregnes som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Kristoffersen 2019, 460). En god regel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke skal være finansiert av kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ. Er arbeidskapitalen negativ vil som regel også likviditeten være svak (Kristoffersen 2019, 238).

Arbeidskapital = Omløpsmidler – Kortsiktig gjeld
(Kristoffersen 2019, 460).



Gjennom våre analyser ser vi at arbeidskapitalen har vært negativ de siste fem årene, som i praksis betyr at selskapet har mer gjeld enn de har omløpsmidler og at de dermed har finansiert noe av anleggsmidlene med kortsiktig gjeld.

6.3 Soliditet

Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om bedriftens evne til å tåle tap.

Foretakets soliditet er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapital i forhold til samlet kapital i bedriften (Kristoffersen 2019, 463).

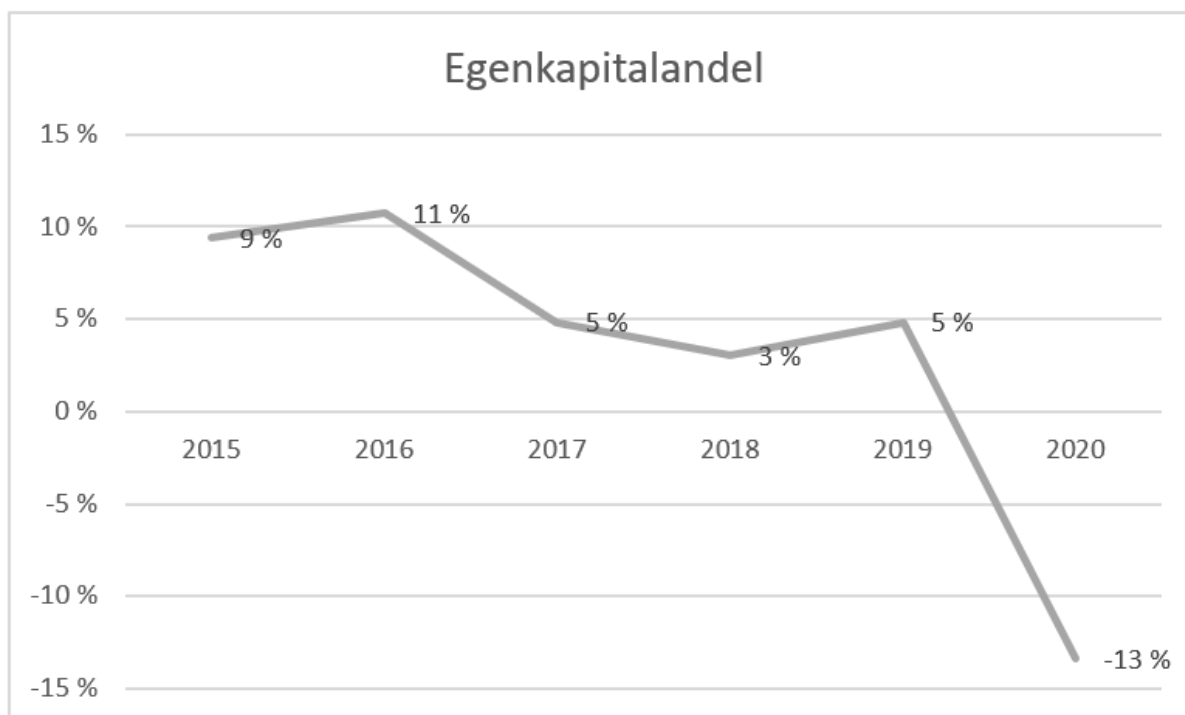
6.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er balansesummen og kan beregnes som summen av totalkapitalen.

(Kristoffersen 2019, 463). Ifølge Kristoffersen vil en egenkapitalandel 30-35 prosent være tilfredsstillende for de fleste virksomheter (Kristoffersen 2019, 464).

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

(Kristoffersen 2019, 463)



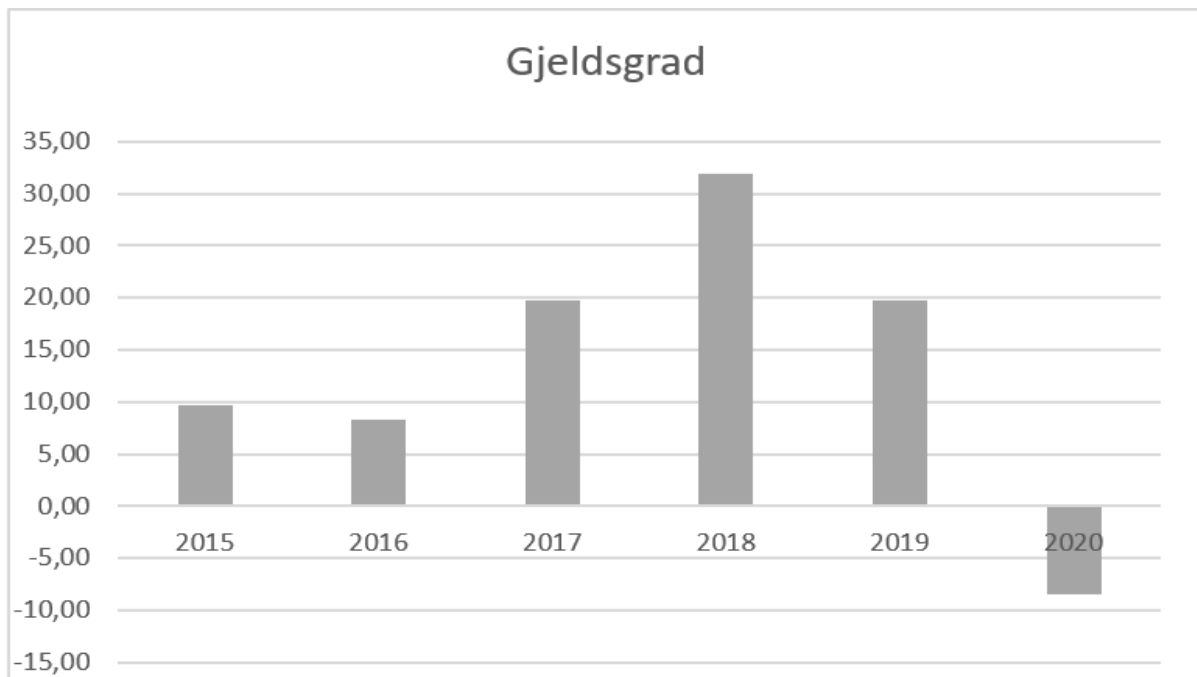
Våre analyser viser at egenkapitalandelen til Norwegian har et stabilt lavt nivå og langt unna Kristoffersen sitt mål på tilfredsstillende egenkapitalandel. Større forholdstall, desto bedre er soliditeten i bedriften. Med så lave egenkapitalandel betraktes soliditeten til Norwegian som svært dårlig. Den dårlige egenkapitalandelen skyldes hovedsakelig underskudd gjennom perioden. 2020 tallet er illustrert her, men gir ingen prediksjonskraft til modellen, den fremkommer slik fordi Norwegian har vært nødt i 2020 å sette egenkapitalandel negativ med ca. 6 milliarder.

6.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående, og kapital som er finansiert av eierne (Kristoffersen 2019, 463).

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

(Kristoffersen 2019, 463).



Analysen vår viser at gjeldsgraden har steget betraktelig i perioden fra 2015 til 2018. I 2018 lå gjeldsgraden på 32 dette vil si at Norwegian hadde 32 ganger så mye gjeld som egenkapital i 2018. I 2019 ser vi at selskapet har forbedret gjeldsgraden sin, dette kommer av salg av deler av flyflåten. I 2020 ser vi at gjeldsgraden går i minus, dette kommer av at selskapet selv satte egenkapitalen negativ og derfor gir ikke dette tallet noe visuelt uttrykk av situasjonen.

6.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

Norwegian møter ingen av de faglige målene i regnskapsanalysen. Driftsmarginen er positiv i tre av fem år, men marginen er lav. Totalkapitalrentabiliteten er negativ i hele perioden, alt under en i totalkapitalrentabilitet er ikke tilfredsstillende. EBITDA-marginen er økt i 2015, 2019, svak i 2017 og negativ i 2018 og 2020.

Likviditeten til Norwegian er langt under ønsket nivå på 2, men vi kan se en positiv trend i tallene. Arbeidskapitalen er negativ i hele perioden, dette betyr at de har finansiert noe av anleggsmidlene med kortsiktig gjeld dette er ikke en bærekraftig måte å finansiere anleggsmidler. Soliditeten samlet er svært dårlig, gjelden i bedriften er betydelig høyere enn egenkapitalen i hele perioden.

6.5 Nøkkeltall sammenligning

Vi har utelatt 2020 tall fra gjennomsnittet i driftsmargin og totalkapitalrentabilitet. Vi ser av perioden at Norwegian har klart dårligst driftsmargin med negativ -1,11% SAS har tilfredsstillende driftsmargin i perioden og Ryanair har svært god.

Likviditeten er dårligste hos Norwegian med et snitt på 0,53, men det er ingen av konkurrentene som når målet om en likviditetsgrad 1 lik 2. Norwegian er eneste som har negativ totalkapitalrentabilitet i perioden. Totalkapitalrentabiliteten er svak for SAS også, og en del sterkere for Ryanair selv om ingen av selskapene når Kristoffersen mål på god totalrentabilitet. Gjeldsgraden til Norwegian er betydelig høyere enn konkurrentene i perioden, den høye gjeldsgraden kan tyde på at Norwegian har vokst for raskt i perioden og det gir høyere risiko.

Samlet sett kan vi se at Ryanair har en sunn driftsmodell i perioden, SAS har en svak men godkjent drift og Norwegian har ikke en tilfredsstillende drift i noen av nøkkeltallene.

Selskap	Driftsmargin %						
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Norwegian	1,55 %	6,99 %	-6,47 %	-9,57 %	1,97 %	-261,31 %	-1,11 %
SAS	5,61 %	4,79 %	5,13 %	5,66 %	2,53 %	-46,55 %	4,74 %
Ryanair		23,07 %	23,32 %	13,21 %	13,27 %	-51,31 %	18,22 %

Selskap	Likviditetsgrad 1						
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Norwegian	0,48	0,43	0,56	0,43	0,61	0,70	0,53
SAS	0,84	0,78	0,86	0,88	0,78	0,66	0,80
Ryanair		1,56	1,23	0,91	0,82	0,98	1,10

Selskap	Totalkapitalensrentabilitet						
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Norwegian	-5,7%	-1,6%	-2,8%	-0,6%	-4,9%	-21,9%	-3,12 %
SAS	3,16 %	4,16 %	3,53 %	4,65 %	1,83 %	-16,15 %	3,47 %
Ryanair		11,73 %	11,77 %	6,64 %	1,45 %	-11,18 %	7,90 %

Selskap	Gjeldsgrad						
År	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Norwegian	9,67	8,33	19,74	31,86	19,69	-8,48	13,47
SAS	1,62	1,59	1,04	1,34	1,90	2,91	1,73
Ryanair		0,99	0,89	0,70	0,86	1,17	0,92030182

(Reuters, n.d.) (Sas 2017)

7.0 Budsjett

7.1 Driftsinntekter

Norwegian har fra 2019 til 2020 hatt en nedgang i salgsinntekter på nærmere 80 prosent. Dette skyldes i stor grad Covid-19 og de restriksjonene som ble innført. Med utgangspunkt i salgsinntektene i 2020 har vi predikert omsetningsveksten i årene fremover. Året 2020 var preget av ekstrem lav inntjening, og vi forventer en betydelig økning i salgsinntekter de neste årene som et resultat av at vi beveger oss et mer normalisert marked. Derfor vil omsetningsveksten være budsjettert med høye satser, men det må bemerkes at det er tatt utgangspunkt i året 2020 for det predikerte regnskapet, og at veksten ikke vil være tilbake på 2019 nivå før i 2024 som beskrevet i den strategiske analysen. Veksten i 2024 og 2025 budsjetterer seg av Avinor sine forventninger til vekst i det norske- og utenlandske markedet. Sammenlignet med tidligere år så er de budsjetterte salgsinntektene betydelige lavere, dette skjer hovedsakelig fordi flyflåten er nedskalert slik det fremkommer av den strategiske analysen.

Allerede fra 2021 forventes det en betydelig økning i flytrafikken, noe som gjør at vi forventer en økning på 30%, denne baserer seg på forventninger om at vaksineprogrammet har kommet langt og Europa åpner opp i andre halvdel (E24 2021). I 2022 vil veksten være på 30% av 2021 tall, dette begrunnes i et flytrafikken går tilbake til normalen og vi ser et år med jevn omsetning i alle 12 måneder. Veksten vil fortsette inn i 2023 der er den predikert til å ligge på 20%. I perioden 2022-2024 er det forventet at flyflåten vil gå fra 50 til 70 operative fly, dette er også tatt i betraktning når vi predikerer økningen i salgsinntekter og går i tråd med funn i den strategiske analysen. Det forventes at omsetningen vil være tilbake tilnærmet på 2019 nivået, og den totale økningen på 80% gjenspeiler nedgangen på -80% fra 2019 til 2020.

Fra 2014-2019 har det i gjennomsnitt vært en økning på 17,6%. Denne veksten finner vi urimelig høy og i 2024 og 2025 er det predikert henholdsvis 3% økning og 3,2% som er i samsvar med Avinor sine prediksjoner til langsiktig vekst (Avinor 20020). Under er økningen og driftsinntektene illustrert.

	2021	2022	2023	2024	2025
Økning I %	30,0 %	30,0 %	20,0 %	3,0 %	3,2 %
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48

7.2 Varekostnad

Den historiske varekostnaden til Norwegian basert på årene 2015-2019 har ligget på 71% av driftsinntektene. Vi har sjekket om dette tallet er unaturlig høyt sammenlignet mot deres nærmeste konkurrent SAS, vi kom der frem til at de hadde en varekostnad i samme periode i snitt på 69,4% (Thomson Reuters, n.d.). Vi velger i dette tilfellet å se bort fra 2020 tallene fordi de ikke er å anse som et normalår.

Historisk varekostnad NAS	2015	2016	2017	2018	2019	
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 000	43 522 000	
Varekost	15 839 048	18 024 344	24 021 594	32 964 000	25 387 000	Gjennomsnitt
Prosentvis av driftsinntekt	0,7042348	0,6917932	0,77618551	0,81867627	0,583314186	71,48 %

Varekostnad er sterkt tilknyttet driften, derfor velger vi å bruke en prosentsats av driftsinntekter som estimat på fremtiden. Vår antagelse er at det ikke er mulig å dra varekostnaden betraktelig ned i perioden som kommer, men med nye avtaler og en annen strukturering er det rimelig å anta at den kan falle noe. Som det fremkommer av den strategiske analysen har Norwegian gjennom den siste perioden klart å forhandle frem en lavere leasingkostnad, samtidig har restruktureringen ført til at drivstoffkostnadene i snitt øker noe, ved beregninger på dette har vi kommet frem til at varekostnaden 2021 vil ligge på historisk nivå, men i årene etter vil synke med ca 5% og vi vil bruke 65% av driftsinntekter som vårt estimat på varekostnad.

Varekost	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Varekost	8 277 360	9 991 956	11 990 347	12 350 058	12 745 259
	70 %	65 %	65 %	65 %	65 %

7.3 Lønnskostnad

Lønnskostnadene ligger i historisk gjennomsnitt på 15,9 prosent. Lønnskostnadene er sterkt tilknyttet driften, derfor velger vi å bruke en prosentsats av driftsinntekter som estimat på fremtiden. De historiske lønnskostnadene til Norwegian har i perioden 2015-2019 ligget på 15,9% av driftsinntektene. Vi velger også under lønnskostnader å se bort fra 2020 tall av samme årsak som varekostnaden.

Historisk lønnskostnad NAS	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 000	43 522 000
Lønnskost	3 433 703	3 971 412	5 316 253	6 665 000	6 817 000
Prosentvis av driftsinntekt	0,1526691	0,152427	0,17177871	0,165528375	0,156633427
					15,98 %

De fremtidige lønnskostnadene vil ligge noe lavere enn de historiske grunnet funn i den strategiske analysen. Der kommer det frem at Norwegian gjennom restruktureringen skildrer at de vil i snitt gå fra 46 personell tilknyttet hvert fly til mellom 41-37. Denne nedgangen representerer ca. 20% av de totale lønnskostnadene, vi vil derfor i perioden etter 2021 anta at lønnskostnaden vil ligge på 13,5%.

Lønnskostnader	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Lønnskostnader	1 773 720	2 075 252	2 490 303	2 565 012	2 647 092
	15 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %	13,50 %

7.4 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har i perioden 2015-2019 vært på 6,51%, den posten kan inkludere kostnader som reise, reklame, leie, elektrisitet og telefonbruk (Kristoffersen 2019, 94).

Historisk Andre Driftskost	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 000	43 522 000
Andre driftskostnader	1 737 335	942 558	1 551 549	2 820 000	4 004 000
Prosentvis av driftsinntek	0,08	0,04	0,05	0,07	0,09
					6,51 %

I prognoseperioden vil vi bruke den historiske prosenten for å predikere de fremtidige andre driftskostnadene.

Andre driftskostnader	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Andre driftskostnader	769 794	1 000 733	1 200 879	1 236 906	1 276 487
	6,51 %	6,51 %	6,51 %	6,51 %	6,51 %

7.5 Finansresultat

Finansresultatet til Norwegian i den historiske perioden viser -1,34%, denne posten tror vi ikke endrer seg og vi bruker derfor samme prosentstans i vår prognose.

Historisk finansresultat	2015	2016	2017	2018	2019	
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 000	43 522 000	
Finansinntekter	197 386	378 320	398 524	2 521 000	565 000	
Finanskostnad	470 123	690 373	958 614	1 160 000	3 109 000 Gjennomsnitt	
Finansresultat	-272 737	-312 053	-560 090	1 361 000	-2 544 000	
Prosentvis av driftsinntekt	-0,012126	-0,011977	-0,0180976	0,033801068	-0,058453196	-1,34 %

Finansresultat	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Finansresultat	-158 452	-205 988	-247 186	-254 601	-262 748
	-1,34 %	-1,34 %	-1,34 %	-1,34 %	-1,34 %

7.6 Skatt

Vi bruker skattesatsen for norske selskaper i denne verddivurderingen ved utgangen av 2020 var denne satsen på 22% (Finansdepartementet 2020).

7.7 Avskrivninger

Avskrivninger er en kalkulatorisk kostnad som ikke medfører noen utbetaling, og den er kun med å beregne skatten på EBIT. Avskrivningene er en fordeling av kostnadene på anleggsmidlene Norwegian besitter, fra 2019 til 2020 gikk den posten ned fra 70,73 milliarder til 11,86 milliarder grunnet nedskaleringen av selskapet (Bredesen 2019, 39) (Norwegian 2021). Vi tar utgangspunkt i at avskrivningene vil komme på anleggsmidlene og vil bruke avskrivningsstans for fly som ved utgangen av 2020 var 12% (Skatteetaten, n.d.).

	2021	2 022,00	2023	2 024,00	2025
Anleggsmidler	10 442 960,00	9 189 804,80	8 087 028,22	7 116 584,84	6 262 594,66
Avskrivninger	- 1 424 040,00 -	1 253 155,20 -	1 102 776,58 -	970 443,39 -	853 990,18

7.8 Investeringer

Investeringene til Norwegian vil i den eksplisitte perioden handle om vedlikeholdsinvesteringer og ikke kapasitetinvesteringer, derfor bruker vi posten sum investeringer fra konsernregnskapet for å finne den gjennomsnittlige investeringsraten.

Historisk Investering NAS	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	22 491 148	26 054 525	30 948 264	40 265 000	43 522 000
Investering	0	353 246	695 706	2 936 000	1 204 000
Prosentvis av driftsinntekt	0	0,013558	0,02247965	0,072916925	0,02766417
					2,73 %

Sum investeringer inkluderer ikke kjøp av fly i de tidligere årene og gir derfor et godt estimat på hvordan vi ser fremtiden, hensynet er også tatt på bakgrunn av den strategiske analysen. Denne metoden får støtte fra Kaldestad & møller som sier det ofte kan være lurt å prognostisere dette ved bruk av en prosentsats av omsetning (Kaldestad and Møller 2016, 116).

Investeringer	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Investering	323 098	420 027	504 032	519 153	535 766
	2,73 %	2,73 %	2,73 %	2,73 %	2,73 %

7.9 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er en viktig størrelse i regnskapet, og vi bruker den for å analysere finansieringen av regnskapet (Kristoffersen 2019, 238). For å beregne endringene i arbeidskapitalen som utgjør en del av kontantstrømmen bruker vi endringene i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld. Dette gjøres ved å trekke fra summen av leverandørgjeld fra kundefordringer og varelager (Bredesen 2019, 39-42).

7.9.1 Kundefordringer

En kundefordring er et krav tilknyttet et salg gjennomført av Norwegian, det vil f.eks. være flybilletter som er bestilt, men ikke ennå ikke betalt (Kristoffersen 2019, 57). De historiske kundefordringene viser et gjennomsnitt på 15%, i tallmaterialet under ligger også 2020 inne, men det utelatt fra beregningen. Vi bruker prosentsatsen for beregninger av nye kundefordringer, som blir vist i slutten av dette kapitlet. Kundefordringene er sterkt knyttet til salgsinntekter og er derfor estimert som et gjennomsnitt av disse.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj.snitt	
Kundefordringer	2 550 716	3 013 978	4 357 571	6 753 000	10 133 000	4 578 800	
I % av salgsinntekter	11 %	12 %	14 %	17 %	23 %	50 %	15 %

7.9.2 Varelager

Varelager kan være fysiske eiendeler eller som er anskaffet for videre salg (Kristoffersen 2019, 96). Denne posten har historisk vært svært lav og vi behandler denne på samme måte som kundefordringer. I tabellen under er også 2020 inkludert, men ikke brukt i beregningen av gjennomsnittet.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj.snitt	
Varelager	104 141	102 465	101 890	167 000	176 000	64 000	
I % av salgsinntekter	0,46 %	0,39 %	0,33 %	0,41 %	0,40 %	0,70 %	0,40 %

7.9.3 Leverandørgjeld

Leverandørgjeld er den viktigste bestanddelen av den kortsiktige gjelden, den oppstår når selskapet handler varer og tjenester frem til disse forpliktelsene er betalt (Kristoffersen 2019, 57). Leverandørgjelden har i snitt utgjort 25% i den historiske perioden, vi legger ved 2020 her også for å vise hvordan den ser ut, men det er ikke brukt.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj.snitt	
Leverandørgjeld	2 862 566	3 881 684	5 568 261	8 012 000	9 130 000	10 328 800	
I % av varekost	18 %	22 %	23 %	24 %	36 %	173 %	25 %

7.9.4 Endring Arbeidskapitalen

Under illustreres endringen i arbeidskapital i kundefordringer, varelager og leverandørgjeld.

Arbeidskapital beregninger							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Varelager	176 000	64 000	47 450,72	61 685,94	74 023,13	76 243,82	78 683,62
Endring		-112 000	-16 549	14 235	12 337	2 221	2 440
Leverandørgjeld	9 130 000	10 328 800	2 037 181,60	2 459 169,22	2 951 003,07	3 039 533,16	3 136 798,22
Endring		1 198 800	-8 291 618	421 988	491 834	88 530	97 265
Kundefordringer	10 133 000	4 578 800	1 822 035,84	2 368 646,59	2 842 375,91	2 927 647,18	3 021 331,89
Endring		-5 554 200	-2 756 764	546 611	473 729	85 271	93 685
Endring i AK		-6 865 000	5 518 305	138 858	-5 767	-1 038	-1 141

8.0 Finansiell analyse

Til verdsettelsen vil vi bruke to avkastningskrav som nevnt i teoridelen, de behandler henholdsvis avkastningskravet til egenkapitalen som beregnes ved bruk av CAPM og WACC som avkastningskrav til totalkapitalen. I kapittelet vil vi redegjøre for valgene våre rundt de ulike estimatene vi bruker vise hvordan de ser ut. Utrekningene vi kommer frem til vil brukes for å estimere den frie kontantstrømmen i den eksplisitte perioden samt terminalverdien for de evigvarende kontantstrømmene etter perioden. Ved å gjøre dette vil vi finne enterprise value, som igjen gjør at vi kan finne egenkapitalverdien og avslutningsvis en estimert kursverdi.

Kursverdien vil sammenlignes mot markedets verdi på Norwegian Air Shuttle som på tidspunktet **30.12.2020** som var satt til **40,61 kr** per aksje (DN Investor NAS).

8.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er et ledd i utregningen av egenkapitalkostnaden, som brukes i WACC for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Som nevnt i litteraturen finnes det fire alternative måter å beregne den risikofrie renten, vi har i vår oppgave valgt å bruke den tredje metoden. Denne bruker en 10-årig statsobligasjon som mål på hva den risikofrie avkastningen i markedet vil være. Vi beregner dette ved å ta gjennomsnittet av obligasjonsnoteringene i perioden 2020-2018 for å gi et mer realistisk bilde da rentebanen har vært svært spesiell i 2020, det er ventet at den vil øke inn i 2021. Gjennomsnittet har gitt oss en rente på **1,39** prosent (Norges Bank).

8.2 Aksjebeta

Vår beregning av beta startet med at vi lastet ned datasett fra Euronext, vi lastes henholdsvis ned OSEBX som markedsreferanse og Norwegian sin kursutvikling. OSEBX er en indeks som inneholder et representativt utvalg og per 1. august 2020 bestod den av 67 aksjer, Norwegian er også listet herunder (Oslo Børs EURONEXT 2020). Vi beregnet ulike betaer for tidsperioder mellom 2020 og 2015, for å se utviklingen til Norwegian sammenlignet med markedsreferansen, ingen av beregningene våre ga signifikante resultater, men henholdsvis svært lave betaverdier. For 2020 fikk vi en beta på 0,40, for perioden 2020-2016 fikk vi 0,18 og 2019-2016 fikk vi 0,002. Regresjonsberegningene vil ligge vedlagt. Siden ingen beta beregninger er signifikante og kursutviklingen til Norwegian mangler samvariasjon til

markedsreferansen har vi valgt å lete etter beta for Norwegian hos anerkjente analytiker firmaer. Her har vi valgt å se på beta som står oppført hos DN Investor som leveres av analysefirmaet FactSet og den er satt til å være 0,72 for et år (Dagens næringsliv). Videre for å skape bedre sikkerhet for at vi har funnet estimert beta som Aswath Damodaran publiserer hvert år for ulike bransjer. For flybransjen er den satt til å være 0,78 for perioden (NYU STERN and Damodaran 2021).

Vi har valgt å bruke et gjennomsnitt av disse to for beta i vår oppgave den ser slik ut: **0,75**.

8.3 Markedets risikopremie

Risikopremien i markedet kan beregnes på alle nevnte måter fra teorikapittelet, og i den sammenheng har vi valgt å bruke den tredje metoden som omhandler spørreundersøkelser. PWC gjennomfører årlige spørreundersøkelser i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening for å finne risikopremien i det norske markedet. Deres vektete snitt i perioden 2012-2020 gir markedet en risikopremie på 5 prosent, denne risikopremien er den vi velger å bruke i vår estimering (PWC). Denne risikopremien er allerede justert for den risikofrie renten (PWC). Valget begrunnes ved at ulempene ved de to andre metodene ofte er større enn fordelene, samt at risikopremien PWC utgir er anerkjent i det norske markedet.

8.4 Egenkapitalandel

For å måle markedsverdien på egenkapitalen har vi brukt antall aksjer i markedet per 30.12.2020 og multiplisert denne delen med kursen på samme tidspunkt, det er viktig å bruke markedsverdien og ikke den bokførte verdien for å komme frem til riktig resultat, ved utgangen av 2020 hadde Norwegian bokført negativ egenkapital med ca. 6 milliarder (Norwegian 2021). (Kaldestad and Møller 2016, 153).

Disse forutsetningene gir oss dermed en markedsverdi på egenkapitalen lik:

Aksjekurs utgangen av 2020: 40,61 kr

Aksjer i omløp utgangen av 2020: 42 309 168

Markedsverdi egenkapitalen: **1 718 175 312,48 kr**

(DN Investor NAS)

8.5 Markedsverdi rentebærende gjeld & Effektiv rente

Markedsverdien på den rentebærende gjelden finner vi i årsrapporten til Norwegian for 2020, den er skrevet til 40 222 000 000 kr, dette er en nedgang med rett over 30 prosent fra 2019 (Norwegian 2021, 11). Den effektive renten er også oppgitt i årsrapporten under note 8 og er beskrevet til 9,3 prosent (Norwegian 2021, 59). Disse tallene bruker vi til WACC for å ta hensyn til gjeldsleddet.

8.6 Kapitalverdimodellen CAPM

Kapitalverdimodellen har som nevnt i teorikapittelet denne formelen:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

der

R_f =risikofri rente

R_m = avkastning på markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

β =selskapets egenkapitalbeta; et mål på hvordan selskapet blir påvirket av generell markedsrisiko (systematisk risiko)

(Kaldestad and Møller 2016, 156)

Egenkapitalkostnaden brukes i WACC for å finne total kapitalens avkastningskrav.

Med våre estimater ser modellen slik ut:

$$R_e = 1,39 + 0,75 * (5) = 5,14\%$$

8.7 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad WACC

Det vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden er forklart i teorikapittelet med denne formelen:

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d(1 - t) \frac{D}{E+D}$$

Der:

E = markedsverdi av egenkapital

D = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

(Kaldestad and Møller 2016, 153)

I WACC er E+D beregnet ved å legge sammen markedsverdien på den rentebærende gjelden og markedsverdien på egenkapitalen. WACC brukes i kontantstrømmen både for å finne diskonteringsrenten og for å sette terminalverdien ved bruk av Gordons vekstformel. Skattesatsen vi bruker er 22%, den er satt av finansdepartementet (Finansdepartementet 2020).

Med våre estimater ser modellen slik ut:

$$WACC = 5,54\% * \frac{1,7 \text{ milliarder}}{41,9 \text{ milliarder}} + 9,30\% * (1 - 0,22) \frac{40,2 \text{ milliarder}}{41,9 \text{ milliarder}} = 7,17\%$$

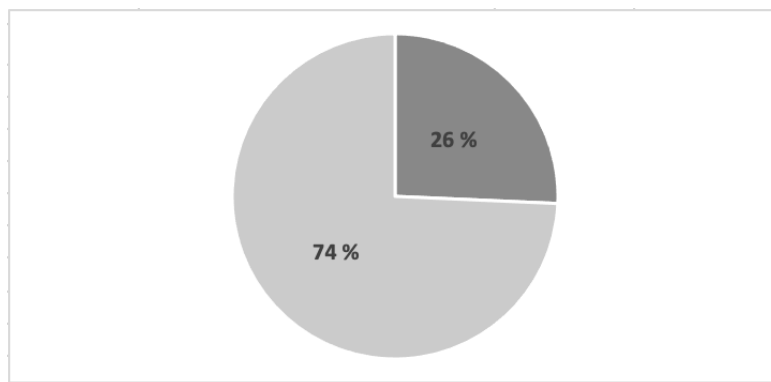
8.8 Terminalverdi

Formelen på terminalverdien basert på Gordons vekstformel ser slik ut:

$$Verdi = \frac{\text{Kontantstrøm FCF}}{\text{Avkastningskrav WACC} - \text{vekstfaktor } g}$$

(Kaldestad and Møller 2016, 30)

Terminalverdien brukes for de evigvarende kontantstrømmene som kommer etter den prognostiserte perioden og utgjør ofte en stor del av verdien ved bruk av diskontert kontantstrøm metode i vår modell utgjør terminalverdien 74%. Derfor er det viktig å understreke at denne modellen gir usikre tall fordi det er vanskelig å fastslå en presis diskonteringsrente og den langsiktige veksten. Under er prognoseperioden illustrert med 26% og terminalleddet med de resterende 74%.



For å fastslå vår valgte langsiktige vekstfaktor har vi brukt tid på å sette oss inn i hvordan de som kjenner bransjen estimerer den langsiktige veksten. Det er viktig når man setter den langsiktige veksten at den som nevnt i teorikapittelet ikke overstiger den samlede summen av vekst i BNP og inflasjon, som i snitt har ligget i intervallet 2-4 prosent (Kaldestad and Møller 2016, 122). Den langsiktige veksten vil ifølge Avinor ligge innenlands på 0,7 prosent og samlet på 2,5 prosent frem mot 2050 (Avinor 20020). Ifølge Kaldestad and møller er nesten alltid estimatene til vekst for høye og det er viktig å sette en langsiktig realistisk vekstrate. På svært lang sikt bør den ikke ligge langt over den gjennomsnittlige inflasjonen (Kaldestad and Møller 2016, 123). Vi velger derfor å ta utgangspunkt i veksten beskrevet av Avinor, men justere den 0,4 prosentpoeng til en mer moderat vekstrate. Derfor vil vi bruke **2,1** prosent som langsiktig vekstrate i vår verdsettelse.

8.9 Diskontert Kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen vår viser den prognostiserte eksplisitte perioden, alle tall i modellen vises i millioner uten om aksjene som vises i tusentall. Tallmaterialet i modellen er beskrevet tidligere, nytt av modellen er at vi kan vi se vår estimerte frie kontantstrøm for de ulike årene. DCF modellen under ser vi et avkastningskrav WACC til 7,13% en langsiktig vekstrate satt til 2,1%. Ved å bruke disse har vi predikert terminalleddet og diskontert det til en sum av 30,57 milliarder, ved å legge denne summen sammen med summen av den frie kontantstrømmen for perioden har vi funnet Enterprise Value som er 41,15 milliarder. Når vi trekker den rentebærende gjelden fra Enterprise Value finner vi verdien på egenkapitalen som er 935 millioner, denne deler vi så på antall aksjer i markedet per 30.12.2020 som var 42,309 millioner og kommer frem til en estimert aksjekurs på **22,11 kr** per 30.12.2020.

KONTANTSTRØMOPPSTILLING					
	2021	2022	2023	2024	2025
Salgsinntekter	11 824 800,00	15 372 240,00	18 446 688,00	19 000 088,64	19 608 091,48
Kostnader	- 10 820 874,48	- 13 067 941,22	- 15 681 529,47	- 16 151 975,35	- 16 668 838,56
EBITDA	1 003 925,52	2 304 298,78	2 765 158,53	2 848 113,29	2 939 252,91
Avskrivninger	- 1 424 040,00	- 1 253 155,20	- 1 102 776,58	- 970 443,39	- 853 990,18
EBIT	- 420 114,48	1 051 143,58	1 662 381,96	1 877 669,90	2 085 262,73
Skatt på EBIT	127 284,70	185 934,22	311 343,19	357 075,12	400 953,15
NOPLAT	- 292 829,78	865 209,35	1 351 038,76	1 520 594,78	1 684 309,58
Avskrivninger	1 424 040,00	1 253 155,20	1 102 776,58	970 443,39	853 990,18
CAPEX/Investeringer	- 322 817,04	- 419 662,15	- 503 594,58	- 518 702,42	- 535 300,90
Endring i Arbeidskapital	5 518 304,96	138 858,35	-5 767,34	-1 038,12	-1 140,55
Fri kontantstrøm (FCF)	6 326 698,13	1 837 560,75	1 944 453,42	1 971 297,63	2 001 858,32

Norwegian Air Shuttle ASA - DCF modell					
	2021	2022	2023	2024	2025
FCFF	6 326 698,13	1 837 560,75	1 944 453,42	1 971 297,63	2 001 858,32
WACC	7,17 %	7,17 %	7,17 %	7,17 %	7,17 %
Diskonteringsfaktor	0,9331	0,8707	0,8125	0,7581	
g (vekst)	2,10 %				
PV FCFF	5 903 570,02	1 599 988,71	1 579 830,01	1 494 523,06	
PV FCFF budsjettperiode	10 577 911,81	26 %			
Terminalverdi	40 334 830,31				
PV Terminalverdi	30 579 519,45	74 %			
EV (Enterprise value)	41 157 431,25	100 %			
Netto rentebærende gjeld	40 222 000,00				
Egenkapital verdi	935 431,25				
Antall aksjer (I 1000)	42 309				
Pris pr. Aksje	22,11				

Kritikk til egen oppgave

Da vi valgte Norwegian som case visste vi at de var i en utfordrende situasjon, det vi derimot ikke visste var hvor dårlig det stod til med drift og spesielt økonomi. Dette har gjort at noen historiske antagelser er vanskelig å bruke for vårt case, vi tenker da særlig på prediksjonen av driftsinntekter. Ettersom driftsinntektene har mye å si for verdivurderingen da de legger grunnlag for mange av beregningene. Den generelle volatiliteten i bransjen har også bidratt til å gjøre det vanskelig å estimere helt presise prognoser. Vi har prøvd å møte denne utfordringen ved å hente inn god informasjon fra anerkjente kilder med god kjennskap til bransjen og teori.

Selv etter nøyaktige strategiske analyser vil det være en overveiende sannsynlighet for det finnes elementer og faktorer vi kan ha oversett.

I oppgaven har vi også beregnet to avkastningskrav WACC og CAPM, begge disse består av flere komponenter. Vi har sett oss nødt til å hente noen av disse komponentene fra anerkjente kilder på nett, det kan være med på å skape belegg for å diskutere om noen av disse kan inneholde feil. Vi tenker da særlig på betaverdien. Ved gjennomføringen av en diskontert kontantstrøm finnes det flere usikkerhetsmomenter som nevnt i teorikapittelet, her vil vi først og fremst trekke frem usikkerheten rundt terminalleddet som utgjør 74% av modellen vår. Det er vanskelig å si noe helt sikkert når ca. $\frac{3}{4}$ av verdien i kontantstrømmen skjer i tiden etter den eksplisitte perioden. Spesielt leddet med den langsiktige veksten har mye å si for kursen hvis den langsiktige veksten endres med 0,1% i begge retninger vil kursen bevege innenfor intervallet [7,34 kr til 37,38 kr].

Vi vurderte å gjennomføre en multippel analysen som en komparativ sammenligning, enten ved bruk av P/E ratio eller P/S eller EBITDA-multippel, men grunnet negativt årsresultat og negativ EBITDA vil det ikke fungere. Multippelen tar ikke hensyn til terminalverdien og fremtiden, men ser på hvor man er på et gitt tidspunkt. Derfor vil en sammenligning av DCF vår og multippel ikke gi noe belegg for å konkludere og var derfor ikke hensiktsmessig å gjennomføre.

Konklusjon

Ambisjonen med bacheloroppgaven har vært å verdsette Norwegian Air Shuttle ASA og finne et estimat for kursen per 30.12.2020.

Vi har gjort et dypdykk inn i regnskapene til Norwegian og undersøkt de historiske tallene nøye, dette viser vi gjennom regnskapsanalysen som har fokusert på årene 2015-2020.

Funnene i regnskapsanalysen blir beskrevet som svært svake for Norwegian, de har dårligere regnskapstall enn konkurrenter på alle estimater. Norwegian har svake driftsmarginer, lav total kapitalrentabilitet, svak likviditet, negativ arbeidskapital og dårlig soliditet.

Regnskapsanalysen ga oss et godt bilde av hvordan den økonomiske situasjonen historisk har vært for Norwegian.

Vi har valgt å bruke diskontert kontantstrømmetode. For estimering av de ulike delene til metoden har vi gjennomført en grundig strategisk analyse som tar for seg både de eksterne omgivelsene og de interne omgivelsene. De eksterne har hatt fokus på bransje, PESTEL, Porter femfaktormodell og en fremsynsanalyse. De interne omgivelsene har vi analysert ved hjelp av intern ressursanalyse, hvor vi bruker rammeverket SVIMA. De ulike analysene har lagt grunnlaget for materialet vi har brukt til prognoseperioden 2021-2025. Etter fastsettelse av de ulike verdidriverne i selskapet har vi prognostisert den frie kontantstrømmen for den eksplisitte perioden.

Den reelle kursverdien den 30.12.2020 var **40,61 kr**. Vi har estimert en verdi på Norwegian sin egenkapital til **935.431.250 MNOK**, og en aksjekurs på **22,11 kr**. Vår konklusjon er da at aksjekursen til Norwegian Air Shuttle ASA var per 30.12.2020 overpriset.

Kilder

Bibliography

Aftenposten. 2016. "LO varsler rettssak mot staten for Norwegianers bruk av thai-mannskap."

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/yRILe/LO-varsler-rettssak-mot-staten-for-Norwegianers-bruk-av-thai-mannskap?code=GRcA8nI2xEAfUEbyiwOMVyVdgV6zmxg60bBmhuwWSwTfl1gl4aoYTw1oHh9ZbpjQ>.

Aftenposten. 2017. "Kundene opplever Norwegian som det minst attraktive flyselskapet i Norge."

<https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/JaLQb/kundene-opplever-norwegian-som-det-minst-attraktive-flyselskapet-i-nor>.

<https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/JaLQb/kundene-opplever-norwegian-som-det-minst-attraktive-flyselskapet-i-nor>.

Aftenposten. 2018. "Norwegian er større enn SAS, men samtidig minst likt." aftenposten.no.

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/WLqj2j/norwegian-er-stoerre-enn-sas-men-samtidig-minst-liket>.

Aktiespararna. n.d. "SAS - Nyckeltal." Accessed 05 20, 2021.

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/Hitta-Bolag/travel-and-leisure/sas/nyckelta1?fbclid=IwAR0Ub7pyVICNgDlzJC7-XwG551oWsk5ufGKNzbMBGneeHPrImbKIF7iTAB8>.

Avinor. 2020. "Bærekrafti og samfunnsnyttig luftfart." Avinor.

https://avinor.no/globalassets/_konsern/om-oss/rapporter/avinor_baerekraftsrapport_2020.pdf?fbclid=IwAR3GhVAqafUW2TUxITCJc3YiYJsaU105PurfwxVNJx5Gewn1mGla_ujEC7U.

Avinor. 2020. "Reisevaner fly 2019." *Reisevaner fly 2019*, no. 2019 (09).

- Beers, Brian. 2019. "Who are the major airplane manufacturing companies?" Investopedia.
<https://www.investopedia.com/ask/answers/050415/what-companies-are-major-players-airline-supply-business.asp>.
- BI. 2020. "Arbeid etter pandemien."
<https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2020/07/arbeid-etter-pandemien/>
.
<https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2020/07/arbeid-etter-pandemien/>
.
- BI. 2021. "Norsk kundebarometer 2020."
<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/tidligere-resultater/resultater-2020/>
/
<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/tidligere-resultater/resultater-2020/>
/.
- Bredesen, Ivar. 2019. *Investering og Finansiering*. 6th ed. Oslo, Norge: Gyldendal.
- Brønnøysundregistrene. n.d. "Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret." Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret. Accessed 04 17, 2021.
<https://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=965920358>.
- Bryant, Sean. 2020. "How Airlines Feel the Effect of Terrorism." Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/markets/051316/airlines-begin-feel-effects-terrorism-ryaay-dal.asp>.
- Dagens Næringsliv. 2019. "Dette er verdens mest punktlig flyselskap."
<https://www.dn.no/luftfart/norwegian/sas/copa-airline/dette-er-verdens-mest-punktlig-flyselskap/2-1-512263>.
- Dagens Næringsliv. 2020. "Norwegian har oppfylt statens vilkår for å få krisepakke – aksjen stuper."

<https://www.dn.no/bors/norwegian-har-oppfylt-statens-vilkar-for-a-fa-krisepakke-aksjen-stuper/2-1-811934>.

<https://www.dn.no/bors/norwegian-har-oppfylt-statens-vilkar-for-a-fa-krisepakke-aksjen-stuper/2-1-811934>.

Dagens Næringsliv. 2021. “Elleve måneder med koronakrise for Norwegian: 96 prosent nedgang i januar.” 02 04, 2021.

<https://www.dn.no/luftfart/norwegian/sas/koronaviruset/elleve-maneder-med-koronakrise-for-norwegian-96-prosent-nedgang-i-januar/2-1-956762>.

Dagens næringsliv. n.d. “DN Investor NAS.” Dagens Næringsliv. Accessed 05 2, 2021.

<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S132/NAS/NORWEGIANAIRSHUTTLE>.

Dahl, Carl A. 2018. “Norwegian er større enn SAS, men samtidig minst likt.” Norwegian er større enn SAS, men samtidig minst likt.

<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/WLqj2j/norwegian-er-stoerre-enn-sas-men-samtidig-minst-liket>.

Datatilsynet. 2018. “Hva er nytt med personvernforordningen?” Lover og Regler.

<https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-verktoy/lover-og-regler/hva-er-nytt/>.

Dfly. 2021. “Legger ned langdistanserutene.” dfly.no.

<https://www.dfly.no/norwegian-kutter-langdistanserutene/>.

E24. 2018. “British Airways-eier bekrefter: Vurderer å legge inn bud på hele Norwegian.” e24.no.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/21akov/british-airways-eier-bekrefter-vurderer-aa-legge-inn-bud-paa-hele-norwegian>.

E24. 2018. “Meglerhus ikke i tvil: – Norwegian blir kjøpt opp.” e24.no.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/L0zG64/meglerhus-ikke-i-tvil-norwegian-blir-kjoept-opp>.

- E24. 2019. “2018 endte med et milliardsluk for Norwegian: Nå tror Kjos det snur.”
Norwegian.no.
<https://e24.no/boers-og-finans/i/kanMJv/2018-endte-med-et-milliardsluk-for-norwegian-naa-tror-kjos-det-snur>.
- E24. 2019. “Om noen uker kan IAG igjen by på Norwegian, hvis de vil: – Jeg tror IAG gjerne vil ha Norwegian.” e24.no.
<https://e24.no/boers-og-finans/i/8mx0eE/om-noen-uker-kan-iag-igjen-by-paa-norwegian-an-hvis-de-vil-jeg-tror-iag-gjerne-vil-ha-norwegian>.
- E24. 2019. “Flyskam redder ikke kloden. Men du kan gjøre det ved å fly mindre.” E24.
<https://e24.no/naeringsliv/i/50yqQ1/flyskam-redder-ikke-kloden-men-du-kan-gjoere-det-ved-aa-fly-mindre>.
- E24. 2020. “Nå forsvinner de første flyene fra Norwegian etter coronakrisen.” E24.
<https://e24.no/naeringsliv/i/4qP9La/naa-forsvinner-de-foerste-flyene-fra-norwegian-etter-coronakrisen>.
- E24. 2020. “Norwegian søker konkursbeskyttelse også i Norge.” e24.no.
<https://e24.no/naeringsliv/i/JJnlj8/norwegian-soeker-konkursbeskyttelse-ogsaa-i-norge>.
- E24. 2021. *EU enige om å gjenåpne grensene for fullvaksinerte*. N.p.: Verdens gang.
<https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/41M1Vg/afp-eu-enige-om-aa-gjenaapne-grensene-for-fullvaksinerte>.
- Estudie. 2019. “Deskriptivt design.” Deskriptivt design. <https://estudie.no/deskriptivt-design/>.
- European Commission. 2017. “Annual Analyses of the EU Air Transport Market 2016.”
Final report.
https://ec.europa.eu/transport/sites/transport/files/2016_eu_air_transport_industry_analysis_report.pdf.

- Finansavisen. 2021. “– Vi må leve med coronaviruset for alltid.” – *Vi må leve med coronaviruset for alltid*, januar 14, 2021.
<https://finansavisen.no/nyheter/helse/2021/01/14/7608400/moderna-sjefen-mener-vi-aldri-vil-bli-kvitt-coronaviruset>.
- Finansavisen. 2021. “Rennes ned av leasingselskaper.” 12 04, 2021.
<https://finansavisen.no/nyheter/luftfart/2020/12/04/7595373/flyr-rennes-ned-av-leasingselskaper>.
- Finansdepartementet. 2020. “Skattesatser.” Regjeringen.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>.
- Finansleksikon. n.d. “Diskonteringsfaktor.” Diskonteringsfaktor. Accessed 05 10, 2021.
<https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/D/Diskonteringsfaktor.html>.
- Finansleksikon. n.d. “Driftsmargin i %.”
https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/D/Driftsmargin_prosent.html.
Accessed 05 10, 2021.
https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/D/Driftsmargin_prosent.html.
- Finansleksikon. n.d. “EBITDA-margin.”
https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/EBITDA_margin.html. Accessed 05 10, 2021. https://www.finansleksikon.no/Formelsamling/E/EBITDA_margin.html.
- Finanssans. 2018. “Oljeprisfallets innvirkning på drivstoff- og flybillettpriser.”
https://finanssans.no/oljeprisfallets-innvirkninger-pa-drivstoff-og-flybilletter?fbclid=IwAR2co1GakyPi6JGR0y5BMEkpkwIYUvsbuBYbIkvaMYfis8NcWY_PxGSsLqM.
- Flysmart24. 2021. “Fest setebeltene – flytilbudet vil vokse kraftig fremover.” flysmart24.no.
<https://flysmart24.no/2021/04/20/flytilbudet-vil-vokse-kraftig-de-neste-manedene/>.

Forskning.no. 2018. "Europas befolkning endres drastisk."

<https://forskning.no/ny-samfunnsgeografi-samfunnskunnskap/europas-befolkning-endres-dramatisk/268087>.

<https://forskning.no/ny-samfunnsgeografi-samfunnskunnskap/europas-befolkning-endres-dramatisk/268087>.

Forskning.no. 2020. "Klar nedgang i CO2-utslipp etter korona-tiltak." Forskning.no.

<https://forskning.no/epidemier-klima/klar-nedgang-i-co2-utslipp-etter-korona-tiltak/1685931>.

Gripsrud, Geir, Ulf H. Olsson, and Ranghild Silkoset. 2016. *Metode og dataanalyse*. 3rd ed.

Oslo, Norway: CAPPELEN DAMM AKADEMISK.

IATA. 2020. "Fuel Efficiency." Fuel Efficiency.

<https://www.iata.org/en/programs/ops-infra/fuel/fuel-efficiency/>.

Investopedia. 2019. "What Does the EBITDA Margin Infer About a Company's Financial Health?"

<https://www.investopedia.com/ask/answers/032715/why-ebitda-margin-considered-be-good-indicator-companys-financial-health.asp>.

<https://www.investopedia.com/ask/answers/032715/why-ebitda-margin-considered-be-good-indicator-companys-financial-health.asp>.

Investopedia. 2021. "Currency Forward Definition." Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/c/currencyforward.asp>.

Investopedia. 2021. "EBITDA margin."

<https://www.investopedia.com/terms/e/ebitda-margin.asp>.

<https://www.investopedia.com/terms/e/ebitda-margin.asp>.

Johannessen, Asbjørn, Line Kristoffersen, and Per Arne Tufte. 2011. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative tag*. 3rd ed. N.p.: Abstrakt forlag.

- Johnson, Gerry, Richard Whittington, Kevan Scholes, Duncan Angwin, and Patrick Regnér. 2019. *Exploring Strategy*. 12th ed. N.p.: Pearson Education Limited.
- k7bulletin. 2019. “Boeing og Airbus – et duopol i overskuelig fremtid?”
<https://k7bulletin.no/boeing-og-airbus-et-duopol-i-overskuelig-fremtid/>.
- Kaldestad, Yngve, and Bjarne Møller. 2016. *Verdi-vurdering Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2nd ed. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kalstad, Lise M. 2017. “– Nå skjønner jeg hvorfor folk velger fly.”
https://www.nrk.no/rogaland/_na-skjonner-jeg-hvorfor-folk-velger-fly-1.13644710.
https://www.nrk.no/rogaland/_na-skjonner-jeg-hvorfor-folk-velger-fly-1.13644710.
- Kantox. n.d. “Flexible Forward.” Kantox. Accessed april 17, 2021.
<https://www.kantox.com/en/glossary/flexible-forward/>.
- Kaplan, David s., and Robert P. Norton. 2008. “Developing the Strategy: Vision, Value Gaps and Analysis.” *Balanced Scorecard* 10, no. 1 (01-02): 16.
http://www.ssu.ac.ir/fileadmin/templates/fa/Marakeze_Tahghighati/syasatsalamat/maghalat/comperhencive.pdf.
- Knowit. n.d. “Norwegian Air Shuttle – Cloud for Marketing.”
<https://www.knowit.no/kunder/handel-og-tjenester/norwegian/norwegian-air-shuttle/>.
Accessed 05 10, 2021.
<https://www.knowit.no/kunder/handel-og-tjenester/norwegian/norwegian-air-shuttle/>.
- Kristoffersen, Trond. 2019. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 6th ed. Bergen, Norge: Fagbokforlaget.
- Lien, Lasse B., Eirik s. Knudsen, and Tor Ø. Baardsen. 2015. *Strategiboken*. N.p.: Fagbokforlaget.
- Lorentzen, Marius. 2016. “Ny undersøkelse om drivstofforbruket over Atlanteren: Norwegian best, SAS nest vers.” Ny undersøkelse om drivstofforbruket over Atlanteren:

Norwegian best, SAS nest vers.

<https://e24.no/naeringsliv/i/gP2eea/ny-undersokelse-om-drivstofforbruket-over-atlant-eren-norwegian-best-sas-nest-verst>.

Lorentzen, Marius. 2020. "Norwegian kvitter seg med Dreamliner-fly for første gang."

<https://e24.no/boers-og-finans/i/Qmo3nW/norwegian-kvitter-seg-med-dreamliner-fly-for-foerste-gang>.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/Qmo3nW/norwegian-kvitter-seg-med-dreamliner-fly-for-foerste-gang>.

Lorentzen, Marius. 2020. "Norwegian permitterer 1.600 til etter regjeringens avslag."

Norwegian permitterer 1.600 til etter regjeringens avslag.

<https://e24.no/naeringsliv/i/VqqAyV/norwegian-permitterer-1600-til-etter-regjeringens-avslag>.

Lorentzen, Marius. 2020. "Leasingkjempe vil videreutleie alle flyene de har leid til Norwegian." November 16, 2020.

<https://e24.no/boers-og-finans/i/GaQQql/leasingkjempe-vil-videreutleie-alle-flyene-de-har-leid-til-norwegian>.

Lovdata. 2016. *Lov om luftfart (luftfartsloven)*. N.p.: Lovdata.

https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1993-06-11-101/KAPITTEL_2-8#%C2%A79-1.

Luftfartstilsynet. 2021. *Lover og regler*. N.p.: Luftfartstilsynet.

<https://luftfartstilsynet.no/lover-og-regler/?p=3>.

Magma. 2017. "Typiske fallgruver i verdsettelse." magma.no.

<https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>.

Menon Economics. 2020. "COVID-19-SITUASJONENS KONSEKVENSER FOR INDUSTRIBEDRIFTER, VAREHANDELEN OG REISELIVSNÆRINGEN."

MENON-PUBLIKASJON 61/2020 (05): 63.

<https://www.menon.no/wp-content/uploads/2020-61-Covid19-situasjonens-konsekvenser-for-industri-varehandel-og-reiseliv-1.pdf>.

Miljødirektoratet. 2020. "Klimagassutslipp fra transport." Miljøstatus.

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/klimagassutslipp-fra-transport/>.

Nettavisen. 2020. "Norwegian ber om konkursprosess - kommer med garanti til kundene."

Norwegian ber om konkursprosess - kommer med garanti til kundene.

<https://www.nettavisen.no/okonomi/norwegian-ber-om-konkursprosess-kommer-med-garanti-til-kundene/s/12-95-3424048746>.

Nettavisen. 2021. "Seks av ti er i gang med ferieplanleggingen." januar 4, 2021.

<https://www.nettavisen.no/nyheter/seks-av-ti-er-i-gang-med-ferieplanleggingen/s/12-95-3424069476>.

NHO. n.d. "Digitalisering."

<https://www.nho.no/publikasjoner/p/naringslivets-perspektivmelding/digitalisering/>.

Accessed 03 9, 2021.

<https://www.nho.no/publikasjoner/p/naringslivets-perspektivmelding/digitalisering/>.

Nordnet. 2021. "Hvordan verdsette et selskap." Aksjetips og Analyser. Hvordan verdsette et selskap.

Norges Bank. n.d. "Rentestatistikk." Statsobligasjoner daglige noteringer. Accessed 05 3, 2021.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>.

Norges Bank. n.d. "Styringsrenten."

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>. Accessed 03 4, 2021. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>.

Norwegian. 2003. "Prospekt Norwegian." *Prospekt* 1, no. 1 (12): 94.

Norwegian. 2019. "Annual Report 2019." Annual Report 2019.

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2019.pdf>.

Norwegian. 2019. "Moderne fly er best for miljøet." Norwegian.no.

<https://www.norwegian.no/om-oss/opplev-oss/barekraftig-luftfart/moderne-fly/>.

Norwegian. 2020. "Annual report 2019." Annual report 2019.

<https://www.norwegian.com/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2019.pdf>.

Norwegian. 2020. "Awards & Recognitions." Norwegian.no.

<https://www.norwegian.com/uk/about/our-story/awards-and-recognitions/>.

Norwegian. 2020.

["https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kansellerer-rundt-3000-flygninger-og-varslar-permitteringer-grunnet-covid-19-2980481."](https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kansellerer-rundt-3000-flygninger-og-varslar-permitteringer-grunnet-covid-19-2980481)

<https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kansellerer-mer-enn-4000-flygninger-og-permitterer-ansatte-2981543>.

<https://media.no.norwegian.com/pressreleases/norwegian-kansellerer-mer-enn-4000-flygninger-og-permitterer-ansatte-2981543>.

Norwegian. 2021. "Annual report Norwegian 2020."

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2020.pdf>.

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/annual-reports/annual-report-norwegian-2020.pdf>.

Norwegian. 2021. "Vår historie." <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>.

<https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/>.

Norwegian. 2021. *visjon og verdier*. N.p.: Norwegian.

Norwegian. 2021. "Investor presentation - April - 2021."

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/16042021---nas-company-presentation.pdf>.

Norwegian. 2021. "Company presentation."

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/16042021---nas-company-presentation.pdf>.

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/16042021---nas-company-presentation.pdf>.

Norwegian. 2021. "Norwegian Air Shuttle ASA – investor presentation."

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/16042021---nas-company-presentation.pdf>.

<https://www.norwegian.no/globalassets/ip/documents/about-us/company/investor-relations/reports-and-presentations/investor-presentations/16042021---nas-company-presentation.pdf>.

Norwegian. n.d. "År for År." <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/>.

Accessed 03 22, 21. <https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/>.

Norwegian. n.d. "Bedriftsavtale." [norwegian.no](https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/). Accessed mai 26, 2021.

[https://www.norwegian.no/bedrift/bedriftsavtale/](https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/ar-for-ar/).

Norwegian. n.d. "Flydrift." Flydrift. Accessed 05 1, 2021.

<https://www.norwegian.no/om-oss/var-historie/drift/>.

Norwegian. n.d. “45% mindre CO2 innen 2030? Det er et Norwegian-løfte.”

<https://www.norwegian.no/om-oss/opplev-oss/barekraftig-luftfart/>. Accessed 05 15, 2021. <https://www.norwegian.no/om-oss/opplev-oss/barekraftig-luftfart/>.

Norwegian. n.d. “UNICEF & Norwegian.”

<https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/unicef/>. Accessed 05 14, 2021. <https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/unicef/>.

Norwegian. n.d. “Verdiskaping og humanitært engasjement.” Verdiskaping og humanitært engasjement. Accessed mai 20, 2021.

<https://www.norwegian.no/om-oss/selskapet/samfunnsansvar/verdiskaping/>.

NRK. 2021. “Så få flyvninger har ikke Europa sett siden 80-tallet.” Så få flyvninger har ikke Europa sett siden 80-tallet.

https://www.nrk.no/nordland/korona-pavirker-flyvninger-til-flyselskaper_-sa-fa-flyinger-har-ikke-europa-sett-siden-80-tallet-1.15313713.

NYU STERN and Aswath Damodaran. 2021. *Beta by sector*. USA: NYU STERN.

Oslo Børs EURONEXT. 2020. *Hovedindeksen*. N.p.: Oslo Børs. <https://archive.is/oeAvZ>.

PWC. n.d. “Risikopremien 2020.” Risikopremien i det norske markedet. Accessed 5 15, 2021. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>.

Regjeringen. 2012. “Kort om OECD.” Regjeringen.no.

https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/ud_innsikt/om_oecd/id707180/

Regjeringen. 2020. “UDs reiseinformasjon.”

<https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/reiseinformasjon/id2413163/>.

<https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/reiseinformasjon/id2413163/>.

Regjeringen. n.d. "NOU 2012: 2."

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2012-2/id669368/?ch=6>. Accessed 05 4, 2021. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2012-2/id669368/?ch=6>.

Reuters. n.d. "Ryan Air Holdings plc." reuters.com. Accessed Mai 27, 2021.

https://www.reuters.com/companies/RYA.I/financials/income-statement-annual?fbclid=IwAR2_LIXKz2cK_lzEUhghNdBSenQEQLSp08VZJIACef1s_67DcqmNi4z6PPE.

Roos, Göran, Georg V. Krogh, Johan Roos, and Lisa B. Christmas. 2014. *Strategi- en inføring*. Bergen: Fagbokforlaget.

Sas. 2017. "SAS Annual Report November 2015-October 2016." sasgroup.net.

<https://www.sasgroup.net/investor-relations/financial-reports/annual-reports/sas-arsre dovvisning-20152016/>.

SAS. n.d. "Regular Price Optimization."

https://www.sas.com/content/dam/SAS/en_us/doc/productbrief/sas-regular-price-optimization-105917.pdf. Accessed 05 15, 2021.

https://www.sas.com/content/dam/SAS/en_us/doc/productbrief/sas-regular-price-optimization-105917.pdf.

Skatteetaten. n.d. "Avskrivningssatser."

<https://www.skatteetaten.no/satser/avskrivningssatser/?year=2020#rateShowYear>. Accessed 05 20, 2021.

<https://www.skatteetaten.no/satser/avskrivningssatser/?year=2020#rateShowYear>.

Statista. n.d. "Average annual OPEC crude oil price from 1960 to 2021." Average annual

OPEC crude oil price from 1960 to 2021. Accessed 05 27, 2021.

<https://www.statista.com/statistics/262858/change-in-opec-crude-oil-prices-since-1960/>.

Statista. n.d. "Most important factors for choosing flights among air travelers in the U.S.

2015 Published by Statista Research Department, Apr 28, 2015 This statistic shows most important factors for choosing flights."

<https://www.statista.com/statistics/428703/most-important-factors-for-choosing-flights-among-air-travelers-us/>. Accessed 03 30, 2021.

<https://www.statista.com/statistics/428703/most-important-factors-for-choosing-flights-among-air-travelers-us/>.

Statistisk sentralbyrå, Achraf Bougroug, Øyvind K. Kjos, and Pål Sletten. 2021. "Økonomisk utvikling gjennom Covid-19." (mars).

<https://www.regjeringen.no/contentassets/5d388acc92064389b2a4e1a449c5865e/no/sved/17bougroug.pdf>.

Store Norske Leksikon. 2020. *Norwegian*. N.p.: Store Norske Leksikon.

<https://snl.no/Norwegian>.

Store norske leksikon. 2020. "Avinor." Store norske leksikon. <https://snl.no/Avinor>.

Store Norske Leksikon. 2020. "Kvalitativ metode." Store Norske leksikon.

https://snl.no/kvalitativ_metode.

Store Norske leksikon. 2021. "Validitet." Store norske leksikon. <https://snl.no/validitet>.

Store norske leksikon. n.d. "Duopol." Accessed mai 21, 2021. <https://snl.no/duopol>.

Thomson Reuters. n.d. "Thomson Reuters." SAS AB. Accessed 5 25, 2021.

<https://www.reuters.com/companies/SAS.ST/financials/income-statement-annual>.

Trumpy, Jacob, and Christopher H. Magnus. 2021. "Elleve måneder med koronakrise for Norwegian: 96 prosent nedgang i januar." februar 4, 2021.

<https://www.dn.no/luftfart/norwegian/sas/koronaviruset/elleve-maneder-med-koronakrise-for-norwegian-96-prosent-nedgang-i-januar/2-1-956762>.

TV2. 2020. "Norwegian må permittere ytterligere 1.600 ansatte."

<https://www.tv2.no/a/11766597/>. <https://www.tv2.no/a/11766597/>.

Visma. n.d. "Likviditetsgrad 1."

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm. Accessed 05 15, 2021.

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm.

Wæhle, Espen, Sirianne Dahlum, and Sigmund Grønmo. 2020. "Store Norske Leksikon."

Case-studie. <https://snl.no/case-studie>.

Wunker, Stephen, and Jessica Wattman. 2016. *Jobs to be done*. Hertogenbosch: Amacom.