

Samferdselsdepartementet

Verdivurdering av Avinor AS

7. juni 2016





Torbjörn Gärdehall
Partner
T: +47 95 26 03 37
torbjorn.gardehall@pwc.com

PricewaterhouseCoopers AS
Pb 748 Sentrum
T: +47 02316

Samferdselsdepartementet
v/Øyvind Ek
Postboks 8010 Dep
0030 Oslo

7. juni 2016

Denne rapporten er utarbeidet av PricewaterhouseCoopers AS («PwC») for Samferdselsdepartementet («Oppdragsgiver») og dokumenterer vår verdivurdering av Avinor AS («Avinor», «Konsernet»).

Verdivurderingen har blitt utarbeidet i samsvar med Oppdragsavtalen mellom PwC og Samferdselsdepartementet datert 1. februar 2016.

Formålet med oppdraget er å estimere markedsverdien av Avinor og dets datterselskaper i forbindelse med at Samferdselsdepartementet skal legge frem en ny stortingsmelding om Avinors virksomhet. Videre inkluderer oppdraget å vurdere selskapets kapitalstruktur opp mot vedtektsfestede krav til egenkapitalkrav og vurdere avkastningsmålene som staten har fastsatt for Avinor. PwC påtar seg ikke noe ansvar i forhold til en tredjepart, og fraskriver seg ansvaret for følgene av at en tredjepart handler på bakgrunn av rapporten.

Vi vil takke for muligheten til å bistå dere med dette oppdraget og håper å kunne bistå dere ved senere anledninger.

Med vennlig hilsen

Torbjörn Gärdehall
Partner

PricewaterhouseCoopers AS

Innhold

Et overblikk	4
Strategisk posisjon	8
1 Om Avinor	9
2 Flyplassmarkedet i Norge	16
3 Avinors strategiske posisjon	20
Verdivurdering	22
4 Forutsetninger og begrensninger	23
5 Metodikk	25
6 Kontantstrømsanalyse	26
7 Multippelanalyse	42
Avkastningsmål	44
8 Avkastningsmål for Avinor	45
9 Historisk avkastning	49
10 Forventet avkastning	52
Kapitalstruktur	53
11 Likviditetsanalyse	54
12 Egenkapitalandel	56
13 Utbyttegrad	57
14 Følsomhetsanalyser	58
Vedlegg	59

Et overblikk - oppdraget

PwC har bistått Samferdselsdepartementet med verdivurdering av Avinor, samt vurderinger av kapitalstruktur og avkastningsmål.

Oppdragets omfang

I forbindelse med at Samferdselsdepartementet skal legge frem en ny stortingsmelding om Avinors virksomhet, er PwC er engasjert for å gjøre en ekstern verdivurdering av Avinor.

Verdivurderingen gir et anslag på markedsverdi av selskapet inkludert datterselskaper, og følgende vil danne grunnlag for verdivurderingen:

- Vurderinger av selskapets resultater – analyse av historiske resultater, inkludert inntekter og marginer
- Selskapets konkurransesituasjon og framtidsutsikter – analyser av markedet Avinor opererer i, faktorer som påvirker markedsbildet og en vurdering av selskapets konkurranseposisjon
- Avinors egne planer og strategier for virksomheten utarbeidet i henhold til §10 i Avinors vedtekter herunder Finansiell virksomhetsplan 2017 til 2031

Verdivurderingen vil inkludere følsomhetsanalyser på vesentlige forutsetninger som legges til grunn; antall passasjerer, inntektsvekst, marginer og fremtidig investeringsnivå.

Oppdraget inkluderer i tillegg å vurdere Avinors kapitalstruktur sett i sammenheng med vedtektsfestede krav til egenkapital samt å vurdere avkastningsmålet som Staten har fastsatt for Avinor.

Metode og definisjon

Hovedmetoden for verdivurderingen er kontantstrøms-/inntjeningsbasert. Basert på Konsernets budsjetter og prognoser har vi utarbeidet estimer for fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen. Kontantstrømmen er neddiskontert med avkastningskrav basert på Weighted Average Cost of Capital («WACC»). Estimat på markedsverdi som fremkommer av kontantstrømmetoden sammenlignes med estimert verdi av Selskapet basert på analyser av prising av noterte, sammenlignbare selskaper.

Vi definerer markedsverdi som det beløpet et selskap eller en eiendel kan omsettes for, eller en forpliktelse gjøres opp med, i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter. Verdivurderinger kan ikke anses som en eksakt vitenskap og konklusjonene vil i mange tilfeller være avhengig av individuelle vurderinger.

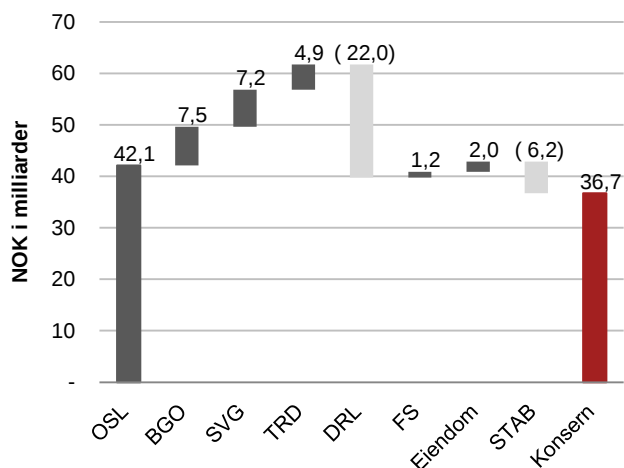
Kilder

Informasjonen benyttet i utarbeidelsen av denne rapporten er hentet fra ulike kilder henvist til i rapporten og i vedlegg 8. Vårt arbeid har involvert diskusjoner med ledelsen i Selskapet, analyse av selskapsinformasjon, historiske data, samt budsjetter og prognoser for Selskapet. Vi har ikke utført noen form for revisjon, avtalte kontrollhandlinger eller finansiell due diligence av virksomheten som verdivurderes. Vi påtar oss ikke ansvaret knyttet til nøyaktighet eller fullstendighet av informasjonen vi har mottatt.

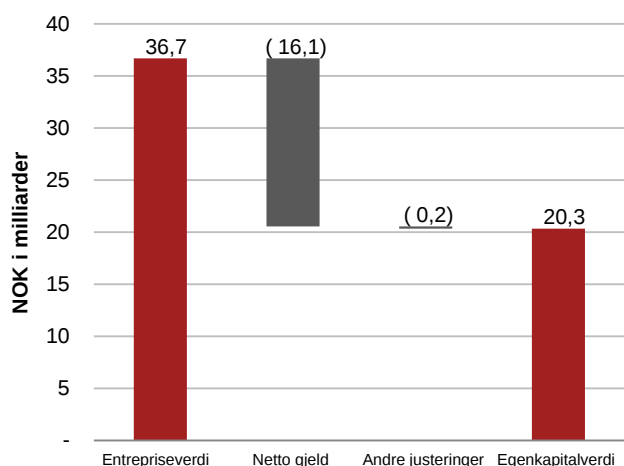
Et overblikk – våre konklusjoner

Verdivurderingen av Avinor er basert på diskonterte kontantstrømmer. Per 31. desember 2015 er entrepriser verdien estimert til NOK 42,1mrd. Justert for Avinors netto gjeldsposisjon på NOK 16,1mrd og andre justeringer på NOK -0,2mrd er egenkapitalverdien beregnet til NOK 20,3mrd.

Entrepriser verdi Avinor



Egenkapitalverdi Avinor



Verdivurdering av Avinor – Kontantstrømsmetoden

Verdivurderingen er gjort på divisjonsnivå hvor følgende divisjoner er definert: Oslo Lufthavn («OSL»), Bergen Lufthavn («BGO»), Stavanger Lufthavn («SVG»), Trondheim Lufthavn («TRD»), Regionale Lufthavner («DRL»), Flysikring («FS»), Eiendom og Stabsdivisjonen («STAB»).

Avinors inntekter består hovedsakelig av kommersielle inntekter og regulerte trafikkinntekter. Inntektsveksten i prognoseperioden er drevet av de kommersielle inntektene. Dette er primært en konsekvens av de planlagte utvidelsene av det kommersielle arealet til Avinor som er ventet å gi en økning i inntekt per passasjer, samt at antall passasjerer øker i perioden. Den største veksten i de kommersielle inntektene er forventet å komme fra duty free, butikker og servering. Veksten i inntekt per passasjer er basert på Avinors estimer. Passasjerveksten er basert på prognoser fra TØI og Avinors egne estimer for passasjervekst.

Driftskostnader i prosent av inntekt er fallende i prognoseperioden. Dette er en konsekvens av 1) at kostnadsbasen er relativt fast på kort sikt og økningen i kommersielle inntekter ikke er ventet å medføre tilsvarende økning i kostnadene, 2) at lønn og andre driftskostnader er forventet å bli redusert som følge av at flere store utbyggingsprosjekter (primært ved Oslo og Bergen Lufthavn) ferdigstilles de nærmeste årene og 3) at Avinor har igangsatt et moderniseringsprogram som det er forutsatt at vil få effekter på kostnadsbasen gjennom prognoseperioden. Som en konsekvens av dette er EBITDA-marginen stigende i prognoseperioden.

Det er videre lagt opp til store investeringer i prognoseperioden. Blant annet skal de nye terminalene på Oslo og Bergen Lufthavn ferdigstilles i 2017. I tillegg er det planlagt terminalutvidelser på flere andre flyplasser samt at det er skal gjøres betydelige investeringer i flysikringsdivisjonen.

Verdivurderingen av Avinor er gjort per 31. desember 2015 og er basert på diskonterte kontantstrømmer i prognoseperioden som løper fra 2016 til 2031. Terminalverdien er beregnet basert på at den langsiktige avkastningen på investert kapital skal være lik avkastningsmålet.

Entrepriser verdien av Avinor per 31. desember er estimert til NOK 36,7mrd. Justert for Konsernets netto gjeldsposisjon på NOK 16,1mrd samt andre justeringer på NOK -0,2mrd er egenkapitalverdien av Avinor estimert til NOK 20,3mrd.

Et overblikk – våre konklusjoner

Markedsmetoden er benyttet som en kryssjekk for kontantstrømsanalysen. De implisitte multiplene for Avinor ligger noe lavere enn multiplene for sammenlignbare selskaper. At Avinor prises noe lavere enn sammenlignbare selskaper kan forklares ved at Avinor har flere formål enn kun bedriftsøkonomiske, blant annet gjennom finansiering av regionale flyplasser.

Multippelanalyse

NOK i millioner	2015	2015
Median multipler	13,6x	2,8x
EBITDA, bokført egenkapital	3 425 ¹	14 832
Entrepriseverdi	46 639	42 064
Implisitte multipler	2015	2015
Avinor	10,7x	1,4x
Oslo Lufthavn	17,9x	n.a
Bergen Lufthavn	12,2x	n.a
Stavanger Lufthavn	13,6x	n.a
Trondheim Lufthavn	13,6x	n.a

¹EBITDA er justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen

Verdivurdering av Avinor – Markedsmetoden

Entrepriseverdi av Avinor er estimert til NOK 46,7mrd og NOK 42,1mrd basert på median av EV/EBITDA og Pris/Bok fra sammenlignbare selskaper. Dette er noe høyere enn entrepriseverdien av Avinor basert på kontantstrømanalysen på NOK 36,7mrd. De implisitte multiplene for Avinor ligger noe lavere enn multiplene til de sammenlignbare selskapene. Dette er ikke unaturlig i og med at Avinor også drifter ulønnsomme flyplasser som en del av sin samfunnsoppgave, samt at de gjør en rekke myndighetspålagte investeringer.

De implisitte multiplene for Oslo Lufthavn er noe høyere enn de implisitte multiplene for Konsernet. Dette har sammenheng med at Oslo drives basert på bedriftsøkonomiske hensyn og multiplene reflekterer den forventede veksten som er lagt til grunn i prognoseperioden.

Verdivurdering Avinor – Konklusjon

Basert på kontantstrømsmetoden er Avinors egenkapitalverdi estimert til NOK 20,3mrd. I verdivurderingen er det benyttet en prognoseperiode på 15 år. En lang prognoseperiode innebærer at det er betydelig usikkerhet knyttet til de langsiktige forutsetningene og antakelsene som er benyttet i verdivurderingen. Parameterne det er knyttet størst usikkerhet til er følgende:

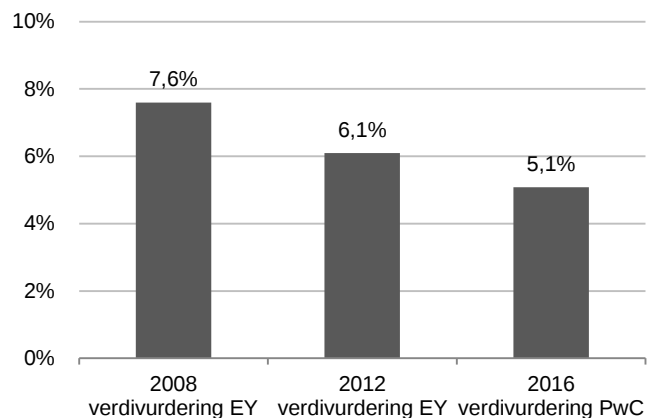
- Det er i prognoseperioden lagt opp til en vekst i antall passasjerer. Veksten er basert på TØI og Avinors estimer. Små svingninger i vekstestimatene vil kunne få en stor effekt på verdien av Avinor.
- Det er i prognoseperioden forutsatt en kraftig vekst i inntekt per passasjer som følge av terminalutvidelser, kontraktsforhandlinger ol. Det er stor usikkerhet knyttet til disse vekstestimatene da det er utfordrende å estimere hvordan inntekt per passasjer vil utvikle seg som følge av økte servicetilbud, makroøkonomisk utvikling samt reguleringer.
- Det er forventet en reduksjon i kostnadene som følge av moderniseringsprogrammet som Avinor har igangsatt. Effektene av programmet er foreløpig ukjente og derfor er det usikkerhet knyttet til hvilken fremtidig effekt programmet vil ha.
- Hvorvidt de planlagte investeringene vil gi den avkastningen som forventes er usikkert. I tillegg er det også en risiko for kostnadsoverskridelser.

Et overblikk – våre konklusjoner

Basert på PwCs vurdering av avkastningsmålet som Staten har fastsatt for Avinor, kan avkastningsmålet nedjusteres fra 6,1% til 5,1%.

Kravet om 40% egenkapitalandel vil ikke overholdes fra 2019 til 2020 basert på de antagelser som ligger i kontantstrømsprognosene.

Utvikling i avkastningsmål



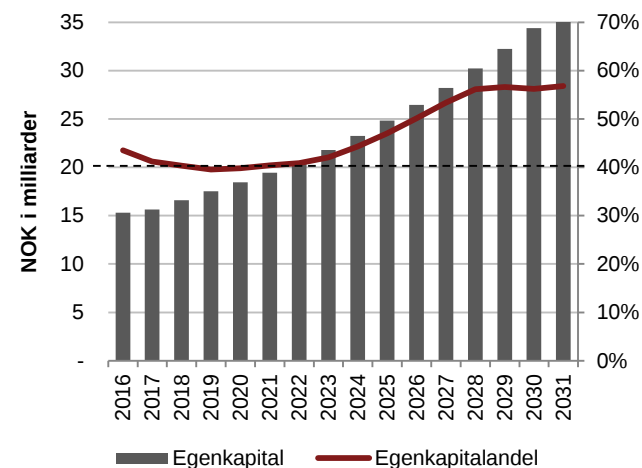
Avkastning og avkastningsmål for Avinor

Avkastningsmålet for Avinor er estimert til 5,1%. PwCs vurdering er derfor at avkastningsmålet som Staten satte for Avinor i 2012 kan nedjusteres fra 6,1% til 5,1%. Reduksjonen på ett prosentpoeng, sammenlignet med verdivurderingen som ble gjort i 2012, skyldes i hovedsak nedgang i rentenivåer.

Avkastningsmålene er beregnet basert på vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC), med en egenkapitalkostnad på 9,0% og en gjeldskostnad på 2,5%. Egenkapitalkostnaden er beregnet basert på CAPM og det er benyttet en eiendelsbeta beregnet til 0,5 basert på median fra sammenlignbare noterte selskaper. Gjeldskostnaden er beregnet etter skatt basert på selskapets lånekostnad per verdivurderingsdatoen.

I perioden 2011 til 2015, har avkastningen på investert kapital i snitt vært 5,2%. Fra 2016 til 2023, er det imidlertid ventet at avkastningen på investert kapital vil være under det gjeldende avkastningsmålet på 6,1%. Etter 2023 er det forventet at avkastningen vil øke, som et resultat av et lavere investeringsnivå og resultatvekst. Gjennomsnittlig avkastning i prognoseperioden er beregnet til 5,9%.

Utvikling i egenkapitalandel



Egenkapitalutvikling i Avinor

Avinors gjeldsfinansiering er begrenset av Selskapets vedtekter fastsatt av Samferdselsdepartementet, som i §11 fastslår at egenkapitalandelen ikke kan underskride 40%. Gitt forutsetningene som er benyttet i kontantstrømsanalysen samt en utbyttegrad på 50%, vil ikke Avinor klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med egenkapitalkravet på 40%. Egenkapitalandelen faller under 40% i 2019, da den er på det laveste nivået i prognoseperioden (39,6%), primært som en konsekvens av høye investeringer i perioden 2016 til 2019.

For å unngå å være i brudd med kravet om 40% egenkapitalandel må Avinor få tilført egenkapital, redusere utbyttegraden eller utsette enkelte investeringer.

Fra 2021 til 2029 er egenkapitalandelen over 40% og stigende i hele perioden. Gitt forutsetningene i kontantstrømmen har Avinor i denne perioden mulighet til å øke utbyttegraden ut over 50% uten å være i brudd med kravet om 40% egenkapitalandel. Imidlertid er det økt usikkerhet i kontantstrømmen så langt frem i tid.

Strategisk posisjon

	Strategisk posisjon	8
1	Om Avinor	9
2	Flyplassmarkedet i Norge	16
3	Avinors strategiske posisjon	20

Avinor eier, driver og utvikler 46 statlig eide lufthavner samt flysikringstjenesten for sivil og militær luftfart i Norge

Avinors samfunnsoppdrag og eierskap

Avinor har et samfunnsoppdrag som innebærer å sikre hele Norge gode luftfartstjenester. Avinor eier, driver og utvikler et landsomfattende nett av flyplasser for sivil sektor, samt en samlet flysikringstjeneste for sivil og militær sektor.

Grunnlaget for Avinors virksomhet er omfattende nasjonale og internasjonale regelverk, samt en rekke internasjonale samarbeidsavtaler. Rammeverket er kontinuerlig i endring og medfører stadig krav til effektivisering og behov for nye løsninger.

Avinor er 100% eid av Samferdselsdepartementet, som forvalter statens eierstyring og fastsetter Avinors finansielle rammevilkår. Videre regulerer Samferdselsdepartementet Avinors inntekter gjennom trafikkavgifter, og er ansvarlig for å sette ytelsesmål for flysikringstjenester.

Samferdselsdepartementet pålegger også Avinor en rekke samfunnsmessige oppgaver. Dette er oppgaver som inkluderer blant annet Avinors beredskap for ambulansetrafikk, utdanning av flygeledere, bistand til redningstjenesten, tilrettelegging for allmennflyging og lufttransport, samt medvirkning i det nasjonale arbeidet med samfunnsmessig sikkerhet og beredskap.

Samferdselsdepartementet er også overordnet myndighet for norsk luftfart, og fastsetter Luftfartstilsynets regelverk som har konsekvenser for Avinors drift.

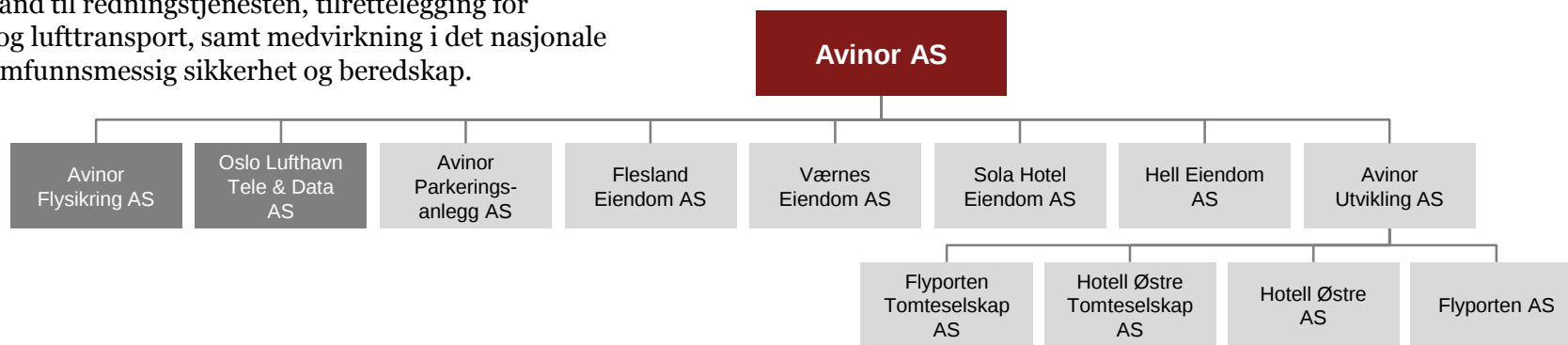
Organisasjonsstruktur

Avinor AS eier og drifter 46 flyplasser, hvorav ni lufthavner drives i samarbeid med Forsvaret og tre drives av Forsvaret. De største lufthavnene er Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. Se neste side for komplett oversikt over lufthavnene.

Avinor Flysikring AS leverer tårntjeneste på Avinors flyplasser, flykontrolltjeneste for trafikken i norsk luftrom samt store deler av Nord-Atlanteren og teknisk infrastruktur for flynavigasjon.

Oslo Lufthavn Tele & Data AS er et nylig etablert selskap, per i dag uten drift.

Eiendomsselskapene (markert i lys grå) er selskaper etablert med formål å eie og finansiere eiendom, uten ytterligere drift.



Kilde: Avinor

Avinors lufthavner er spredt over hele Norge. De største lufthavnene er Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim

Store lufthavner	Regionale lufthavner		
Oslo Lufthavn	Ålesund Lufthavn	Haugesund Lufthavn	Rørvik Lufthavn
Bergen Lufthavn	Alta Lufthavn	Honningsvåg Lufthavn	Røst Lufthavn
Stavanger Lufthavn	Andøya Lufthavn*	Kirkenes Lufthavn	Sandane Lufthavn
Trondheim Lufthavn	Bardufoss Lufthavn*	Kristiansand Lufthavn	Sandnessjøen Lufthavn
	Berlevåg Lufthavn	Kristiansund Lufthavn	Sogndal Lufthavn
	Bodø Lufthavn*	Lakselv Lufthavn	Stokmarknes Lufthavn
	Brønnøysund Lufthavn	Leknes Lufthavn	Svalbard Lufthavn
	Båtsfjord Lufthavn	Mehamn Lufthavn	Svolvær Lufthavn
	Fagernes Lufthavn	Mo i Rana Lufthavn	Sørkjosen Lufthavn
	Florø Lufthavn	Molde Lufthavn	Tromsø Lufthavn
	Førde Lufthavn	Mosjøen Lufthavn	Vadsø Lufthavn
	Hammerfest Lufthavn	Namsos Lufthavn	Vardø Lufthavn
	Harstad/Narvik Lufthavn	Narvik Lufthavn	Værøy Helikopterhavn
	Hasvik Lufthavn	Røros Lufthavn	Ørsta-Volda Lufthavn

* Lufthavner drevet av forsvaret

Kilde: Avinor

Avinor drives som én enhet hvor lufthavner med overskudd finansierer lufthavner med underskudd

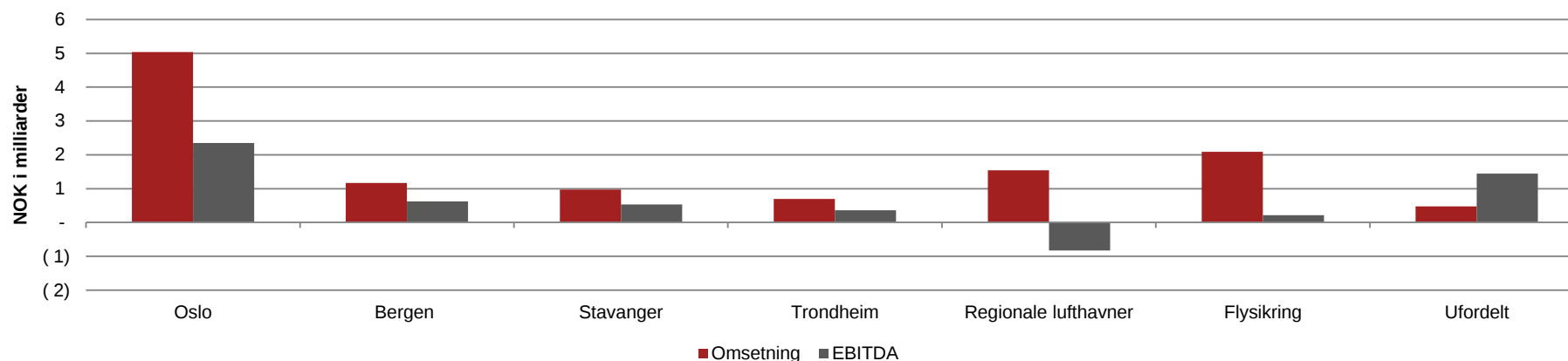
Forretningsmodell

I følge vedtektene for Avinor, datert 23. juni 2010, skal selskapet i størst mulig grad være selvfinansiert gjennom inntekter fra kjernevirksomhet og kommersiell virksomhet ved lufthavnene. Lufthavnvirksomheten skal drives som én enhet hvor lufthavner med overskudd finansierer lufthavner med underskudd. Systemet med samfinansiering bidrar til å opprettholde et godt nettverk av lufthavner over hele landet. Soria Moria II-erklæringen slår fast at både kortbanenettet og stamrutenettet er en viktig del av infrastrukturen i Norge, og i følge Stortingsmelding nr. 38 (2012-2013) skal ordningen med samfinansiering mellom bedriftsøkonomisk ulønnsomme og lønnsomme lufthavner videreføres. I følge den sittende regjeringens «Politisk plattform» datert 7. oktober 2013, vil regjeringen imidlertid føre en konkurranseorientert luftfartspolitikk. Regjeringen vil bidra til færre, større og mer konkurransedyktige lufthavner. Som en konsekvens av dette vil kravet til effektiv drift og kostnadsminimering være sentralt for Avinor fremover.

Samfinansiering

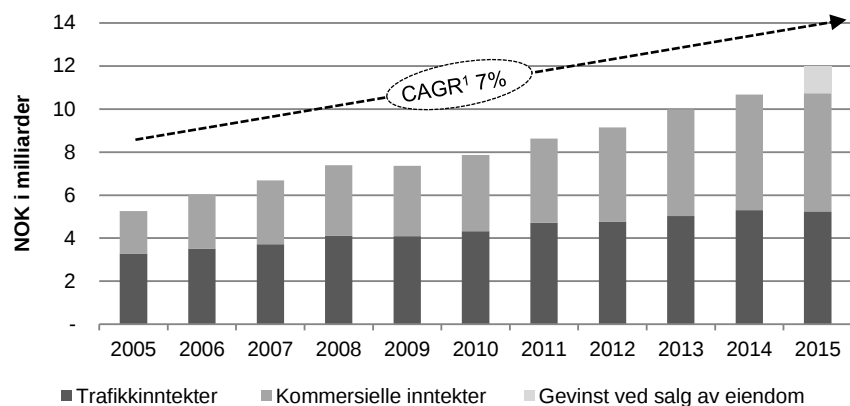
Avinor hadde i 2015 en omsetning på NOK 12,0mrd, og en EBITDA på NOK 4,7mrd. Figuren under viser omsetning og EBITDA for 2015 fordelt på segmenter. De største lufthavnene; Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim går med bedriftsøkonomisk overskudd. Samlet sett har divisjon Regionale lufthavner «DRL» gått med historisk underskudd.

Omsetning og EBITDA i 2015 fordelt på segmenter

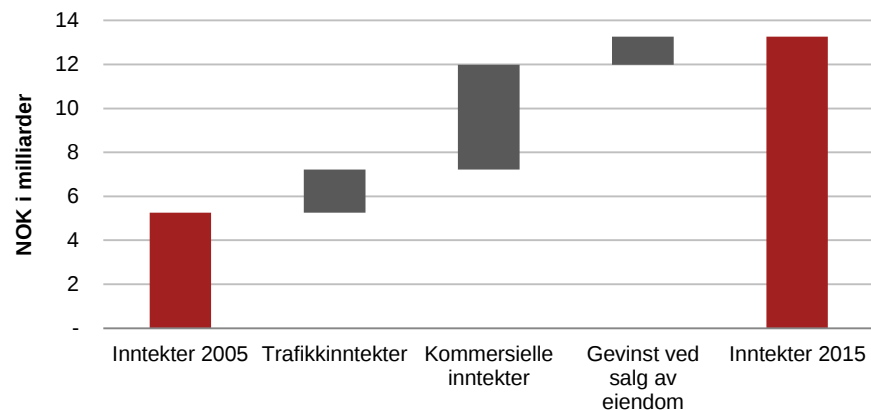


Vekst i inntekter har historisk vært drevet av kommersielle inntekter

Utvikling i inntekter



Inntektsvekst 2005-2015



¹ CAGR er justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen

Historisk inntektsutvikling

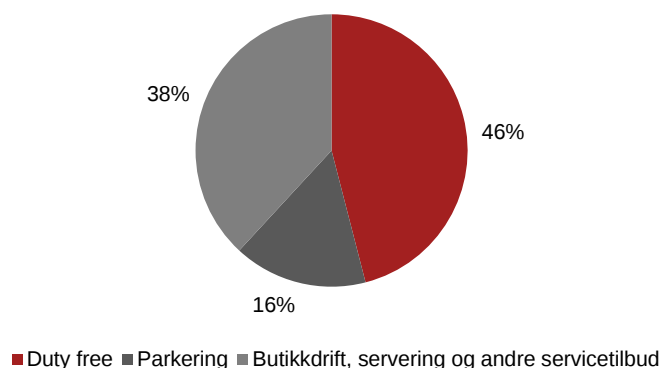
Avinors inntektskilder er trafikkinntekter og kommersielle inntekter. Trafikkinntekter består av avgifter fra flyselskaper og «security» for bruk av lufthavnene og luftrommet. Kommersielle inntekter omfatter utleie av arealer til servicetilbud til passasjerene, som for eksempel duty free, parkering og utleie av arealer til butikkdrift og servering.

Fra 2005 til 2015 har omsetningen økt fra NOK 5,3mrd til NOK 12,0mrd, hovedsakelig drevet av vekst i kommersielle inntekter. Kommersielle inntekter og trafikkinntekter utgjorde henholdsvis 51% og 49% av inntektene i 2015, ekskludert gevinst ved salg av Radisson Blue hotellet på Gardermoen på NOK 1,3mrd. Til sammenligning bestod inntektene av 37% kommersielle inntekter og 63% trafikkinntekter i 2005.

I perioden fra 2005 til 2015 har kommersielle inntekter hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 11%, mens gjennomsnittlig årlig vekst i trafikkinntekter var 5% i samme periode. Vekst i kommersielle inntekter drives av trafikkvolum og antall kroner hver enkelt passasjer legger igjen på lufthavnen. I tillegg til trafikkvolum og økte krav til sikkerhet er utvikling i trafikkinntekter avhengig av avgiftsnivåene som følger av årlige vedtak fra nasjonale og internasjonale myndigheter.

Duty free utgjør den største andelen av kommersielle inntekter, mens lufthavnavgifter utgjør den største delen av trafikkinntekter

Fordeling av kommersielle inntekter i 2015



Kommersielle inntekter

Kommersielle inntekter består av duty free, parkering og butikkdrift, servering og andre servicetilbud. Duty free har historisk utgjort den største andelen av kommersielle inntekter og sto for 46% av de kommersielle inntektene i 2015.

- *Duty free*: Leieinntekter fra utleie av areal til tax free basert på areal og omsetning
- *Parkering*: Utleie av arealer til parkering
- *Butikkdrift, servering og andre servicetilbud*: Inntekter fra utleie av areal til butikkdrift, servering og andre servicetilbud til passasjerer, samt utleie av areal til lufthavshoteller

Trafikkinntekter

Trafikkinntektene kan deles inn i to hovedkategorier; lufthavnavgifter og flysikringsavgifter.

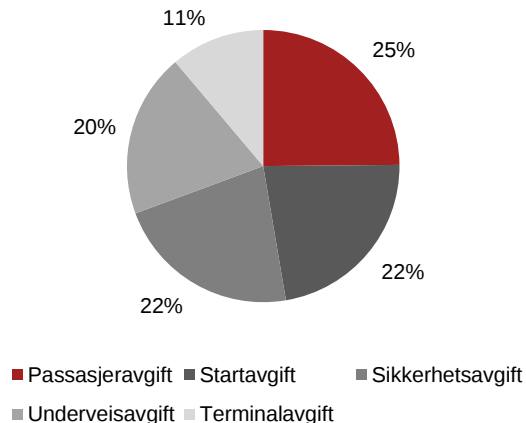
Lufthavnavgifter

- *Passasjeravgift*: Avgift per passasjer som reiser med fly. Avgiften fastsettes av Samferdselsdepartementet
- *Startavgift*: Avgift for hver enkelt flyavgang basert på antall tonn startvekt (MTOW). Avgiften fastsettes av Samferdselsdepartementet
- *Sikkerhetsavgift*: Avgift per passasjer tilsvarende kostnadene Avinor har ved å gjennomføre sikkerhetstiltak ved lufthavnene. Avgiften fastsettes av Samferdselsdepartementet

Flysikringsavgifter

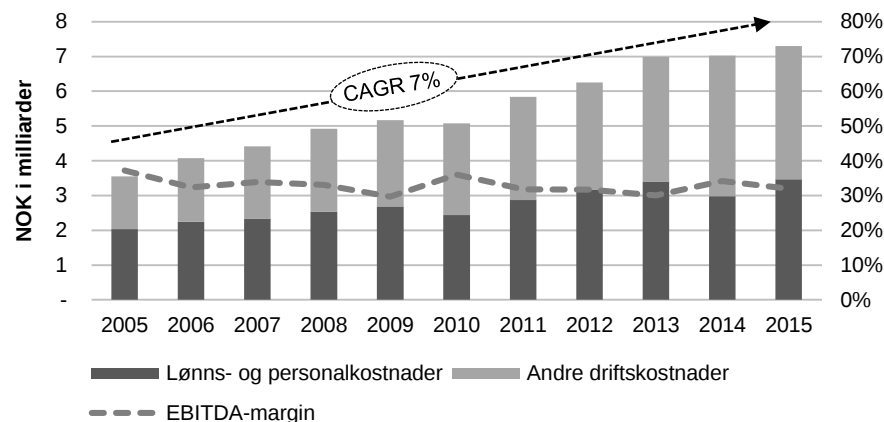
- *Underveisavgift*: Avgift knyttet til flysikringstjenester i norsk luftrom for både nasjonale og internasjonale aktører. Avgiften er fastsettes i samarbeid mellom Avinor, Eurocontrol og Luftfartstilsynet
- *Terminalavgift (TNC)*: Avgift knyttet til flysikring for tårntjenester ved Avinors flyplasser. Avgiften ble innført i 2011 og dekker inn den delen av startavgiften som falt bort. Avgiften fastsettes internasjonalt gjennom Eurocontrol

Fordeling av trafikkinntekter i 2015



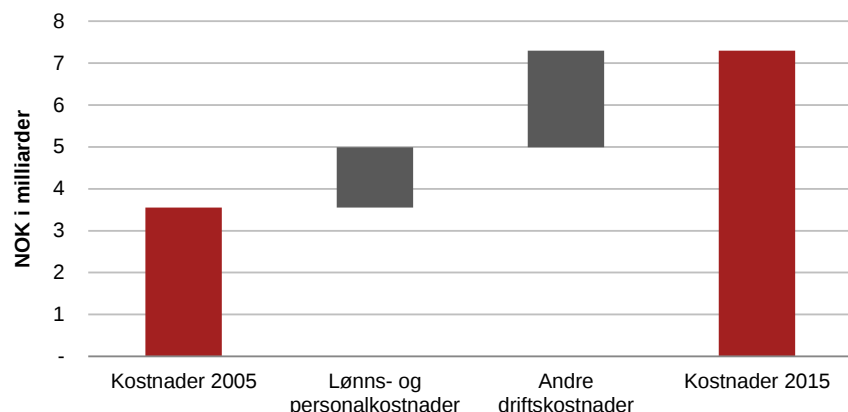
En relativt fast kostnadsbase i kombinasjon med vekst i inntekter har resultert i en økning i EBITDA-marginen fra 2013 til 2015

Driftskostnader og EBITDA-marginal¹ 2005-2015



¹EBITDA-marginal er justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen

Kostnadsvekst 2005-2015



Driftskostnader

Avinors kostnader består i hovedsak av lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader. I perioden 2005 til 2015 har det vært en årlig gjennomsnittlig vekst på 7% i driftskostnader. EBITDA-marginen har i perioden ligget mellom 30% og 35%. Nivået på EBITDA-marginen var i 2015 og 2015 på henholdsvis 34% og 32%, der 2015-marginen er justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen.

► Lønns- og personalkostnader

- Omkring 50% av Avinors kostnadsbase knytter seg til lønns- og personalkostnader, som er antatt å være relativt fast på kort sikt. I 2015 beløp personalkostnadene seg til NOK 3,5mrd, tilsvarende 32% av selskapets inntekter (justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen).

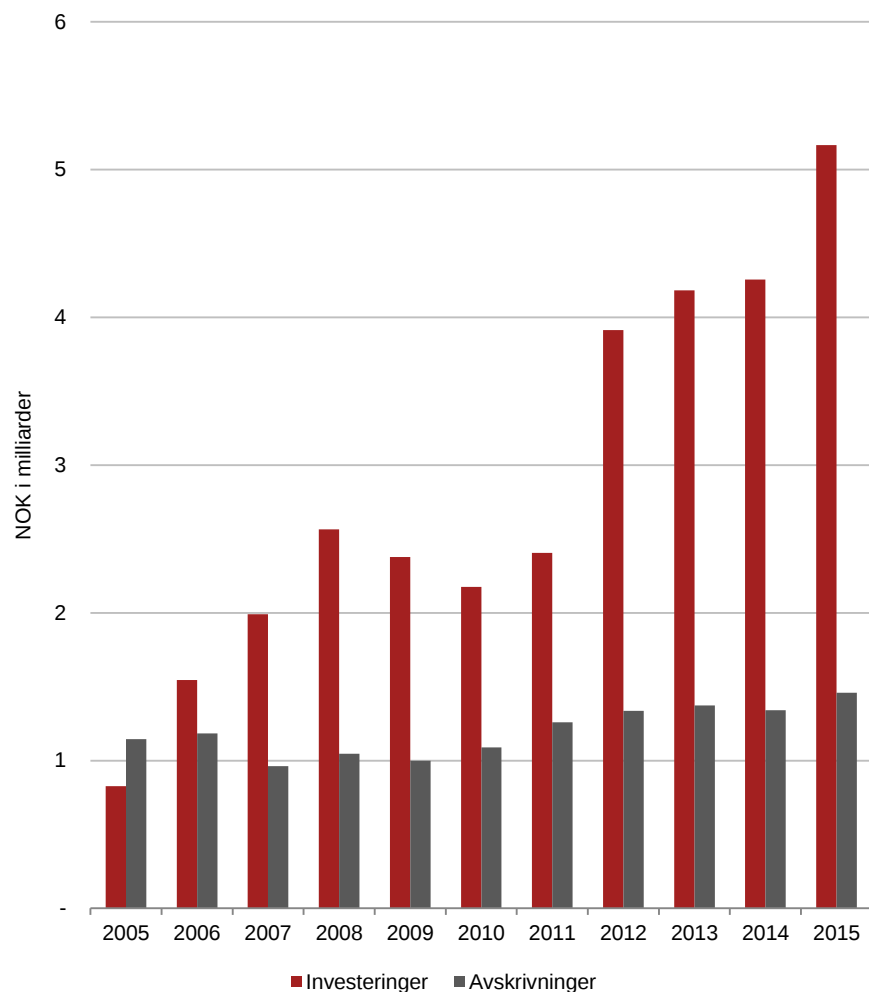
► Andre driftskostnader

- Andre driftskostnader inkluderer blant annet lønns- og personalkostnader til innleide arbeidere, sikkerhetspersonell, drift, vedlikehold samt andre eksterne tjenester.

Utvikling i kostnader fra 2005 til 2015 viser at andre driftskostnader har økt relativt mer enn lønns- og personalkostnader. Dette er primært drevet av vekst i antall passasjerer, da andre driftskostnader i større grad er drevet av passasjervekst enn lønns- og personalkostnader. Fra 2010 til 2015 var gjennomsnittlig årlig vekst i andre driftskostnader på 8%, hovedsakelig som følge av utbyggingen på Oslo Lufthavn som startet våren 2011.

De siste fire årene har Avinor gjennomført vesentlige investeringer, hovedsakelig knyttet til terminalutvidelser på store lufthavner

Historisk investeringsprofil



Investeringer

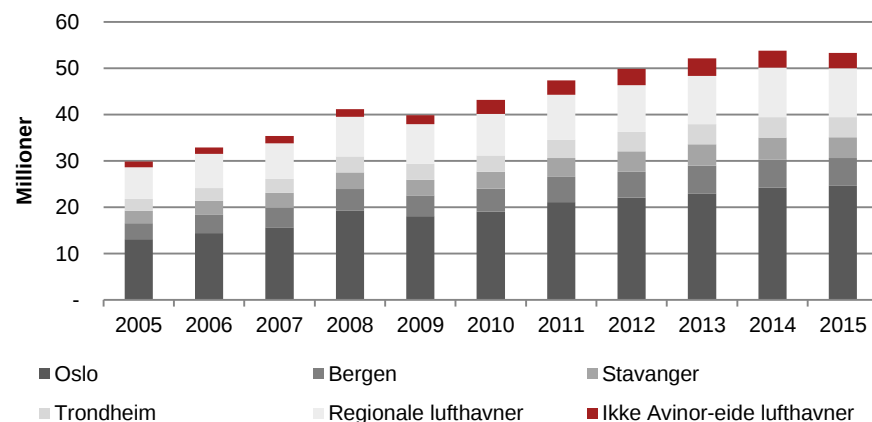
Avinor har de siste årene prioritert kapasitetsutvidelser i lufthavnnettet. Historisk investeringsprofil viser betydelige investeringer i de fire siste årene. Investeringene er hovedsakelig knyttet til terminalutvidelser ved Oslo Lufthavn og også på de andre store lufthavnene. I tillegg til slike strategiske investeringer gjør Avinor investeringer i basisprosjekter for å dekke løpende vedlikehold og myndighetspålagte prosjekter. Sistnevnte gjelder regulatoriske investeringer som ikke lar seg forsvare fra et bedriftsøkonomisk standpunkt. I følge Stortingsmelding nr. 38 (2012-2013) legger Avinor følgende hovedprinsipper til grunn for investeringsplanleggingen:

- Investeringsporteføljen skal ha en positiv nåverdi.
- For lufthavner som er bedriftsøkonomisk lønnsomme prioriteres investeringer som sikrer tilstrekkelig kapasitet på fly- og landside, og investeringer med formål å øke kommersielle inntekter.
- For regionale lufthavner prioriteres investeringer for å holde lufthavnnettet på et tilfredsstillende og differensiert tjenestenivå for å sikre kostnadseffektiv drift.
- For Flysikringsdivisjonen prioriterer Avinor investeringer for å tilpasse virksomheten til et felles europeisk luftrom, harmoniserte tekniske og operative krav. Videre prioriterer Avinor på dette området ny teknologi og tiltak for å oppnå resultatforbedring.

§11 i Avinors vedtekter begrenser Avinors mulighet til å ta opp lån til investeringer: «Langsiktige lån til finansiering av anleggsmidler kan bare tas opp innenfor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke underskrides 40% av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital.»

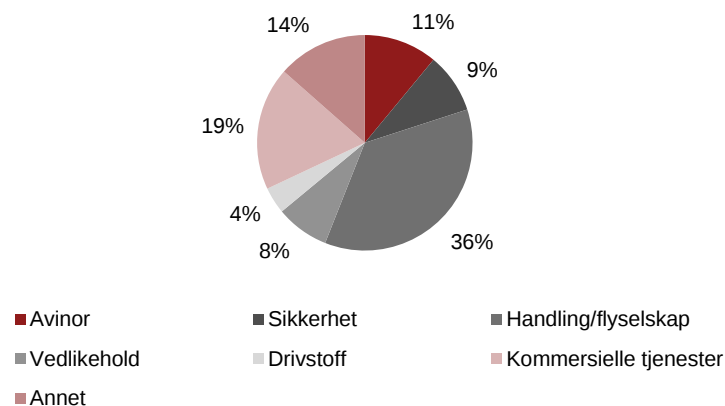
Avinor har tilnærmet monopol på lufthavnvirksomhet i Norge, men har outsourcet store deler av driften til andre aktører

Passasjerer per lufthavn, inkl. ikke Avinor-eide lufthavner



Kilde: TØI, Avinor

Syssetning på Avinors lufthavner ved årsskiftet 2013/2014



Kilde: Avinor

Avinors markedsposisjon

I dag driver Avinor 46 av 52 norske lufthavner. Moss lufthavn, Rygge og Sandefjord lufthavn, Torp er de to største innenlandske lufthavnene med andre eiere enn Avinor. Avinor hadde i 2015 en markedsandel på 94% basert på antall passasjerer.

Avinor har satt ut store deler av virksomheten på lufthavnene, og som en konsekvens av dette utgjør Avinor-ansatte kun 11% av den samlede sysselsettingen på Avinors lufthavner. Resterende sysselsatte er ansatte i flyselskaper, flyfrakt, sikkerhetskontroll, flyvedlikehold, drivstoff, kommersielle tjenester og andre tjenester som renhold, toll og politi og tilbringertransport.

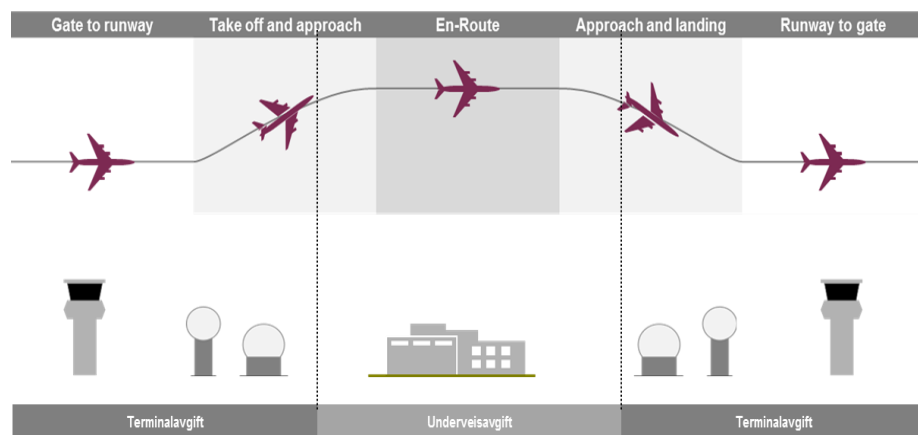
Avinors største kunder i innenlandsmarkedet har vært SAS, Norwegian og Widerøe, mens det i utenlandsmarkedet har vært SAS, Norwegian, KLM og Lufthansa. Dette gjenspeiles av siste tilgjengelige markedsdata fra TØI fra 2013, som viser at SAS hadde 46% markedsandel i innenlandsmarkedet, og 30% i utenlandsmarkedet, mens Norwegian hadde markedsandeler på henholdsvis 37% og 33% i innenlands- og utenlandsmarkedet. Widerøe hadde 17% markedsandel i innenlandsmarkedet, og betjener hovedsakelig flyvninger til og fra regionale lufthavner.

Markedet for flysikringstjenester går i retning deregulering og konkurranseutsettelse

Flysikringstjenester

Figuren under gir en oversikt over flysikringstjenestene. Flytårnet styrer trafikken fra flyterminalen, til flyene tar av og klatrer til underveisfasen. Kontrollsentralene styrer trafikken i underveisfasen (en-route). Før landing tar innflygingskontrollen over, foretar prioriteringer og setter flyene i rekkefølge med rett avstand før kontrolltårnet igjen tar over. Kontrolltårnet gir pilotene landings-tillatelse og veileder flyene til flyterminalen.

Flysikringssystemer og utstyr på og i nærheten av lufthavnene eies primært av lufthavnene, mens det landsdekkende nettverket av kommunikasjon mellom fly og bakke, samt overvåkning (radarer) er eid av flysikringsvirksomheten ved underveistjenesten.



Kilde: Avinor

Avinor Flysikring

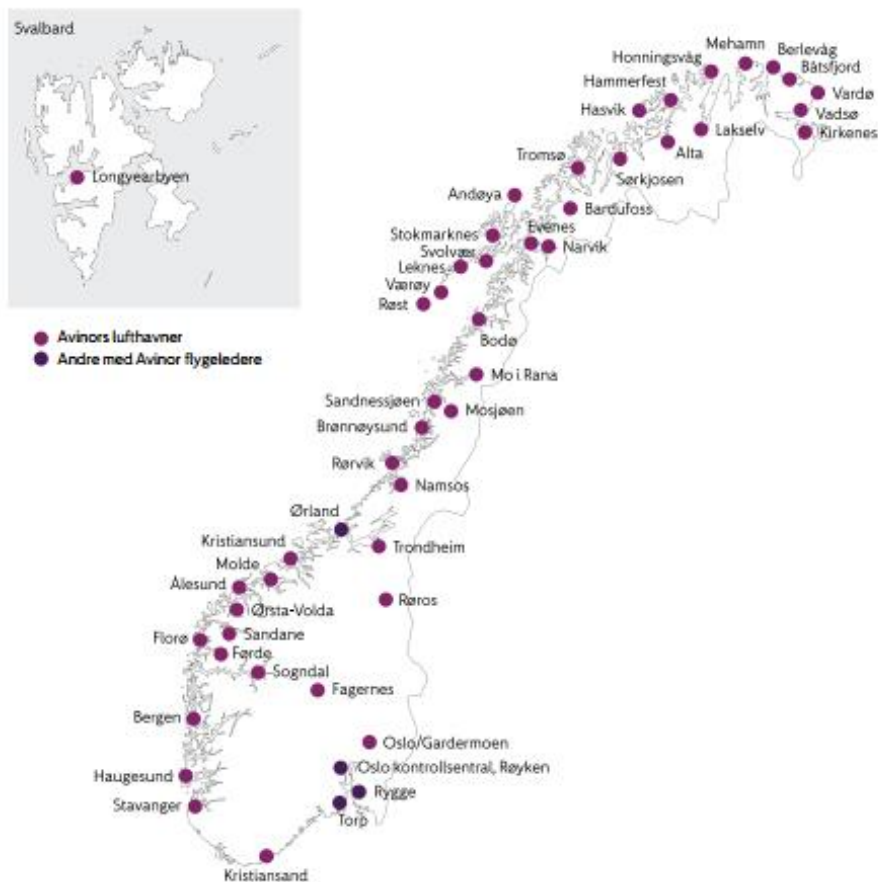
Avinor Flysikring leverer flykontrolltjenester for norsk luftrom og for store deler av Nord-Atlanteren. Selskapet drifter teknisk utstyr for flynavigasjon og overvåking av luftrom, i tillegg til å levere flykontroll-, informasjons- og alarmtjeneste ved 20 kontrolltårn. Avinors flysikringstjenester leveres til både norske og internasjonale flyselskap, lufthavner i Norge, Forsvaret, oljeselskaper og andre flysikringsselskap i Norden. Sterkere konkurranse og krav til økt effektivitet krever nye løsninger, og Avinor Flysikring har inngått et samarbeid med Kongsberg Gruppen og Indra om å utvikle fjernstyrte tårntjenester.

Utvikling i markedet for flysikringstjenester

Både det norske og det europeiske regelverket går i retning deregulering og konkurranseutsettelse av flysikringstjenester, noe som er gjenspeilet i regjeringens «Politisk plattform» datert 7. oktober 2013. Terminaltjenester, herunder tårn- og innflygingskontroll, har vært konkurranseutsatt siden 2012. Samferdselsdepartementet har utpekt Avinor Flysikring som leverandør for Avinors lufthavner ut 2017. Underveistjenester er derimot definert som samfunnskritisk infrastruktur og er så langt ikke vurdert som egnet for konkurranse. Avinor Flysikring er utpekt til å levere tjenesten frem til 2024.

Etter hvert som det europeiske markedet for flysikringstjenester blir mer etablert vil Avinor Flysikrings muligheter for å konkurrere internasjonalt øke. Flere europeiske statseide flysikringsaktører har allerede bygget konkurransekraft nasjonalt og konkurrerer internasjonalt; herunder aktører fra Tyskland, Storbritannia, Sveits og Sverige. I Europa er det nå kun Finland, Island og Norge som har en integrert modell der lufthavndrift og flysikringsvirksomhet er samlet i samme selskap.

Luftfarten binder Norge sammen, og knytter oss til resten av verden



Luftfartens betydning i Norge

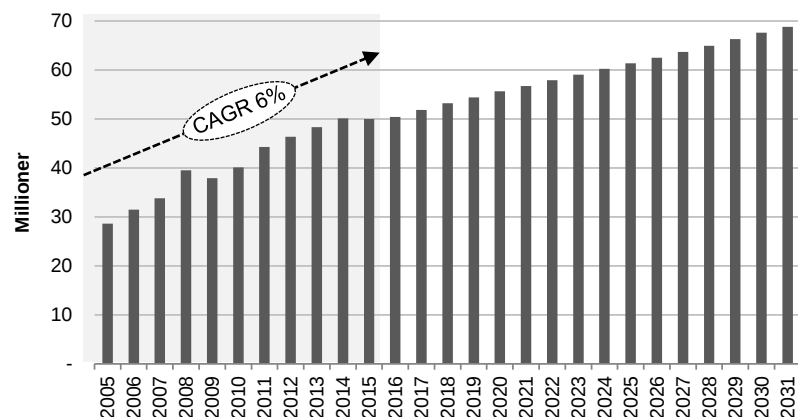
Norge er et langstrakt land i utkanten av Europa, med krevende topografi og spredt bosetting. Store avstander gjør at flytransport er nødvendig hvis man skal kunne opprettholde bosetting og næringsliv i hele landet. Luftfarten er avgjørende for landets og regionenes konkurransekraft, verdiskaping og sysselsetting. Lufttrafikken er også sentral for turisme i Norge, og en forutsetning for landsomfattende kultur- og sportsaktiviteter, kritisk for høy beredskap i helsesektoren og nødvendig for frakt av ferskvarer, som for eksempel sjømat.

Fra 2005 til 2015 har flytrafikken i Norge hatt i gjennomsnitt 41 millioner passasjerer årlig. Flytrafikk per innbygger i Norge er fem ganger høyere enn gjennomsnittet i Europa, og flyrutene mellom Oslo og Trondheim, Bergen og Stavanger er blant de travleste i Europa. Luftfartens betydning i Nord-Norge understrekes ved at bosatte i landets tre nordligste fylker har klart høyest reisefrekvens med fly.

Flyselskapenes tilbud er i utgangspunktet styrt av markedet, men for å sikre et tilbud også på de flyrutene som ikke kan drives bedriftsøkonomisk lønnsomt, reduserer Samferdselsdepartementet avgiftene for regionale lufthavner og kjøper flyruter etter anbudskonkurranse blant flyselskapene. Et nytt regelverk åpner for lengre anbudskontrakter, i tillegg til at regjeringen har fått gjennomslag i EU for kontrakter på opptil fem år i de fire nordligste fylkene, noe som vil gi større forutsigbarhet og legge til rette for konkurranse om flyrutene.

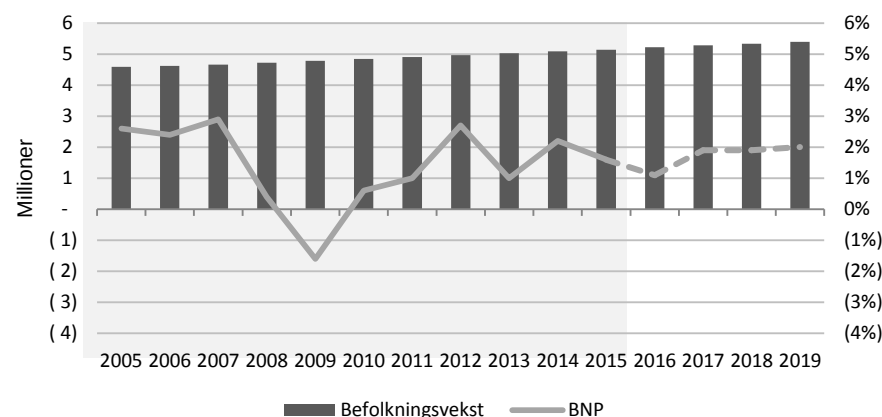
Forventet vekst i antall passasjerer vil kreve ytterlige kapasitetsutvidelser på norske lufthavner

Antall passasjerer på Avinors lufthavner 2005 - 2031



Kilde: TØI, Avinor

Befolkningsvekst og BNP



Kilde: SSB

Drivere for vekst i trafikkvolum

Avinors finansielle utvikling er tett knyttet til utviklingen i flytrafikken. De siste ti årene har antall passasjerer årlig vokst med en gjennomsnittlig vekstrate på 6%, og i følge prognoser fra TØI og Avinor er det ventet videre vekst fremover.

Økonomisk utvikling og befolkningsvekst er sentrale drivere for trafikkutviklingen. Befolkningsveksten i Norge er ventet å stige jevnt fremover, mens den økonomiske utviklingen er preget av vesentlig mer usikkerhet. Norsk økonomi har i den siste tiden vært preget av en fallende oljepris, noe som påvirker flytrafikken både gjennom reduksjon i offshore-relatert flytrafikk og gjennom generelle ringvirkninger i økonomien. Utviklingen i flytrafikken vil i tillegg påvirkes av konkurranse i flynæringen både nasjonalt og internasjonalt, samt av eksterne trusler som terror. Et økende fokus på klima og miljø stiller strenge krav til bærekraftig vekst, og en økning i flytrafikken vil kreve ny teknologi som kan redusere utslippsveksten.

Dagens kapasitet

Den ventede trafikkveksten vil legge et press på kapasiteten ved lufthavnene. Når Oslo Lufthavn ferdigstiller terminal 2 vil lufthavnen ha en kapasitet på omtrent 37 til 38 millioner passasjerer per år. I takt med trafikkutviklingen vil det bli nødvendig å bygge både en terminal 3 og en rullebane 3, samt øvrig infrastruktur både på flyside og landside. Ved lufthavnene i Stavanger, Bergen og Trondheim vil det bli gjennomført en videreutvikling av terminalbygg, fly- og landside i takt med behovet. De regionale lufthavnene vil hovedsakelig ha behov for nødvendige reinvesteringer for å ivareta eksisterende infrastruktur. Videre vil de fleste terminalene og driftsbyggene måtte skiftes ut før 2050, og enkelte baneforlengelser og utvidelser kan også bli aktuelt.

Avinors er påvirket av en rekke interne og eksterne faktorer som vil kunne ha innvirkning på Konsernets fremtidige virksomhet



Luftfartsmarkedet

- Forventet vekst i flytrafikken
- Befolkningsvekst
- Økt konkurranse blant flyselskaper
- Lav kronekurs gjør Norgesferie relativt billigere for turister
- Nedgangskonjunktur
- Lav kronekurs gjør utenlandsreiser dyrere
- Terrortrusler
- Fokus på klima og miljø
- Naturkatastrofer



Konkurransesbilde

- Nær monopol på lufthavnvirksomhet
- Utfordrende topografi gir lav konkurranse fra substitutter
- Globalisering skaper nye transportbehov
- Tvinger fram nye og mer effektive løsninger
- Deregulering og konkurranseutsetting
- Tårntjeneste skal ut på anbud i 2017
- Fremvekst av lavprisselskaper som benytter private lufthavner
- Bedre infrastruktur reduserer behovet for små lufthavner
- Ny teknologi reduserer behovet for å reise i jobb (videokonferanse)



Kapasitet

- Store flyplasser bygges ut – nye terminalbygg ved OSL og BGO i 2017
- Parkeringsanlegg bygges ut
- Større kapasitet kan gi mer konkurransedyktige flyplasser
- Økende trafikkvekst krever større kapasitet
- Utfordrende kapasitetshåndtering under utbygging
- Sentralisering/urbanisering øker kapasitetsbehov i store byer
- Stiller krav til bedre infrastruktur inn mot lufthavnene



Rammebetingelser

- Samfinansiering muliggjør drift av regionale lufthavner
- Støtte fra Staten i form av reduksjon i avgifter og subsidiering av billetter
- Nasjonalt og internasjonalt samarbeid om utvikling av flysikkerhetstjenester
- Samfinansiering reduserer profitt på konsernnivå
- Myndighetspålagte investeringer er ikke bedriftsøkonomisk lønnsomme
- Strengere tekniske og operative krav
- Økende påvirkning fra EU og internasjonale lovgivere

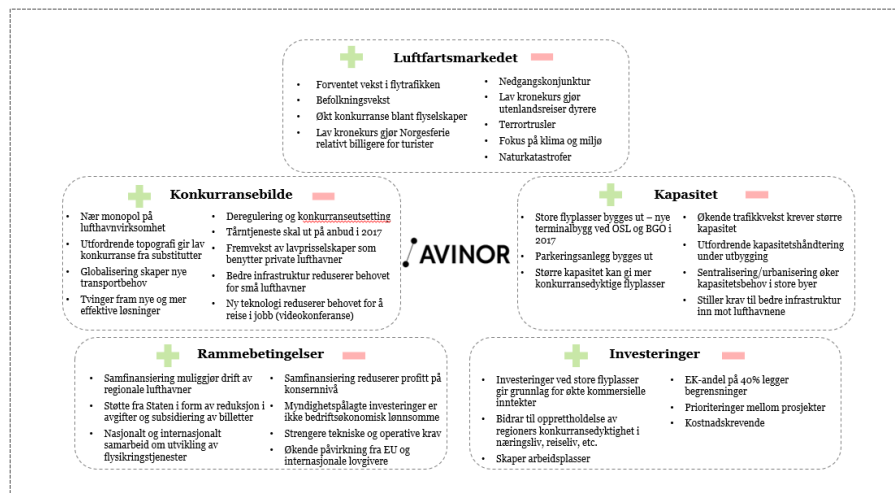


Investeringer

- Investeringer ved store flyplasser gir grunnlag for økte kommersielle inntekter
- Bidrar til opprettholdelse av regioners konkurransedyktighet i næringsliv, reiseliv, etc.
- Skaper arbeidsplasser
- EK-andel på 40% legger begrensninger
- Prioriteringer mellom prosjekter
- Kostnadskrevende

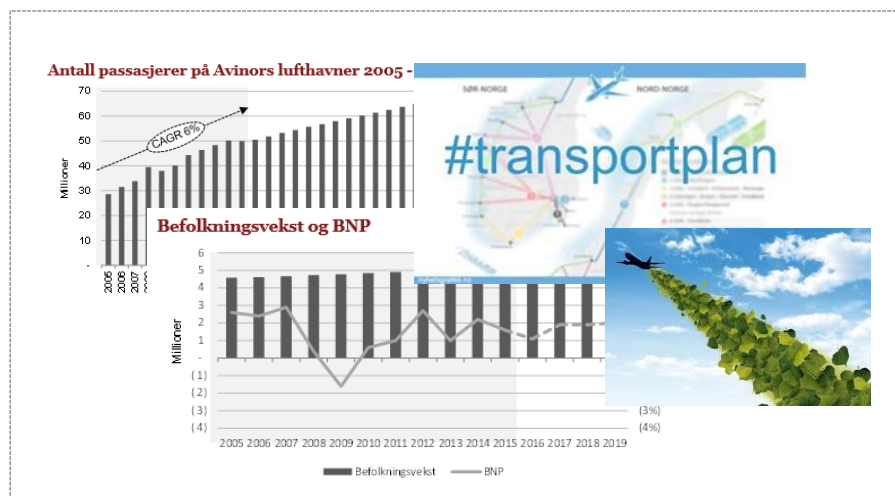
Avinor har en sterk strategisk posisjon, men vil kunne oppleve utfordringer knyttet til blant annet makroøkonomiske konjunkturer, endringer i konkurransebildet og regulatoriske krav

AVINORS STRATEGISKE POSISJON



- ▶ Luftfart i Norge vil fortsatt være viktig for å opprettholde desentralisert nærings- og bosettingsstruktur
- ▶ Avkastning på investeringer vil kreve vekst i kommersielle inntekter
- ▶ Behov for betydelige investeringer i framtiden for å møte estimert kapasitetsbehov
- ▶ Endringer i regulatoriske krav og rammebetingelser vil medføre økt investeringsbehov, press på teknologiutvikling og kontinuerlig omstilling
- ▶ Norsk økonomi er preget av en nedgangskonjunktur, som vil påvirke luftfartsvirksomheten både direkte og indirekte

MAKREDSUTSIKTER



Verdivurdering

Verdivurdering		22
4	Forutsetninger og begrensninger	23
5	Metodikk	25
6	Kontantstrømsanalyse	26
7	Multippelanalyse	42

Forutsetninger og begrensninger for verdivurderingen av Avinor

Generelle forutsetninger for verdivurderingen

Verdivurderingen bygger på den finansielle virksomhetsplanen til Avinor for perioden 2017 til 2031, men det er gjort justeringer knyttet til spesifikke parametere:

- *Utvikling i antall passasjerer:* Basert på TØI sine prognoser for Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim. For de regionale lufthavnene er Avinors egne prognoser benyttet da det ikke er tilgjengelige prognoser fra TØI. Til informasjon ligger prognosene til TØI noe under Avinors
- *Vekst i kommersielle inntekter per passasjer:* Basert på Avinors egne prognoser i perioden 2016 til 2020. Deretter er det generelt antatt 1,5% vekst, men veksten er justert i perioder hvor det foreligger hendelser som kan påvirke kr/PAX i positiv eller negativ retning
- *Vekst i trafikkavgifter:* Basert på Avinors egne prognoser for perioden
- *Driftskostnader:* Basert på Avinors prognoser, men kostnadene er justert i starten av prognoseperioden slik at disse skal være mer i tråd med det historiske kostnadsnivået
- *Avskrivninger og investeringer:* Basert på Avinors prognoser

Begrensninger knyttet til verdivurderingen

Konkurranseutsetting av terminaltjenester

Terminaltjenester, herunder tårn- og innflygingskontroll, har siden 2012 vært gjenstand for konkurranseutsettelse.

Samferdselsdepartementet har utpekt Avinor Flysikring som leverandør av terminaltjenester ved Avinors lufthavner ut 2017

- I verdivurderingen er det ikke gjort vurderinger av hvordan et eventuelt bortfall av inntektsstrømmene fra terminaltjenestene vil påvirke verdien av Flysikring
- Det er forutsatt at driften av Flysikring vil fortsette som i dag og at Avinor Flysikring blir videreført som leverandør av terminaltjenestene

Usikker forpliktelse knyttet til samarbeidsavtale mellom Forsvaret og Avinor

- Regjeringsadvokaten har i brev av 11. mars 2009 konkludert med at Avinor skal betale Forsvaret et vederlag for bruksretten til grunnarealer på Trondheim Lufthavn og Bergen Lufthavn
- Vederlaget for Trondheim Lufthavn er kjent (NOK 0,3mrd) og inkludert i verdivurderingen av divisjonen gjennom Avinors investeringsprognoser
- Vederlaget for Bergen Lufthavn er fortsatt ukjent og derfor estimert i Avinors virksomhetsplan til NOK 0,4mrd. Dette er inkludert i verdivurderingen av Bergen Lufthavn

Forutsetninger og begrensninger for verdivurderingen av Avinor (forts.)

Begrensninger knyttet til verdivurderingen

Innføring av flyseteavgift

- I revidert nasjonalbudsjett for 2016 er det vedtatt at det skal innføres en flyseteavgift, kalt passasjeravgift, på NOK 88 inklusive mva. Avgiften er gjeldende fra 1. juni 2016
- I verdsettelsen er det ikke gjort noen vurderinger knyttet til hvordan en slik avgift vil påvirke Avinors finansielle posisjon

Endringer i duty free-ordningen

- Travel Retail Norge («TRN») driver i dag, gjennom avtale med Avinor, duty-free virksomheten på Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim og Kristiansand Lufthavn
- Avtalen mellom Avinor og TRN utløper i 2023
- Det ble i 2014 vedtatt at det skulles foretas en utredning av duty free-ordningen hvor man blant annet ønsket å se på muligheten for at Vinmonopolet overtar ansvaret for duty free-salget på norske flyplasser
- I verdivurderingen er det ikke gjort noen vurderinger rundt hva som vil skje når avtalen mellom Avinor og TRN utløper, eller hvorvidt Vinmonopolet eller andre aktører vil overta driften
- Det er forutsatt at duty free-ordningen videreføres som i dag og at Avinor beholder ansvaret for ordningen

Kontantstrømsmetoden er benyttet som hovedmetode i verdivurderingen og verdien er sammenlignet med estimert verdi basert på markedsmultipler

Verdivurderingsmetoder

Vi har benyttet analyse av diskonterte kontantstrømmer («DCF») til totalkapitalen som hovedmetode ved verdivurderingen. Verdien som fremkommer fra DCF-analysen er sammenlignet med estimert verdi basert på prising av markedsmultipler.

Se vedlegg 2 for ytterligere informasjon om verdivurderingsmetodikk.

Hovedforutsetninger for inntektsmetoden

Inntektsmetoden bygger på Avinors resultatprognoser for perioden 2016 til 2031. Prognosene er sammenlignet med analyser av historiske nøkkeltall, inkludert inntektsvekst, volum og priser, kostnadsnivåer og marginer samt analytikernes forventninger til bransjen.

Kontantstrømmen antas å være jevnt fordelt gjennom året og ved neddiskontering er kontantstrømmen lagt til midten av hvert år i prognoseperioden.

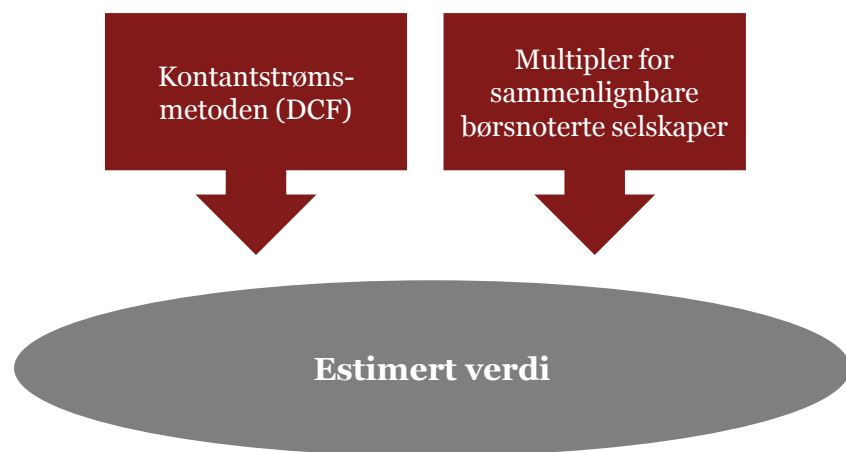
Prognoseperioden strekker seg fra 2016 til 2031. I terminalperioden er det antatt at avkastning på investert kapital er lik avkastningsmålet, som PwC har estimert til 5,1%.

I våre analyser har vi benyttet et avkastningskrav på 4,7% for flysikringstjenester og 5,1% for øvrige lufthavntjenester. Dette gir til sammen en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad på 5,1% for konsernet.

Gjeldende avkastningsmål for Avinor, satt av Staten, er på 6,1%, jfr. St. 38 2012-2013. Basert på våre analyser bør avkastningsmålet reduseres fra 6,1% til 5,1%. Se seksjon 8 og vedlegg 2 for ytterligere detaljer.

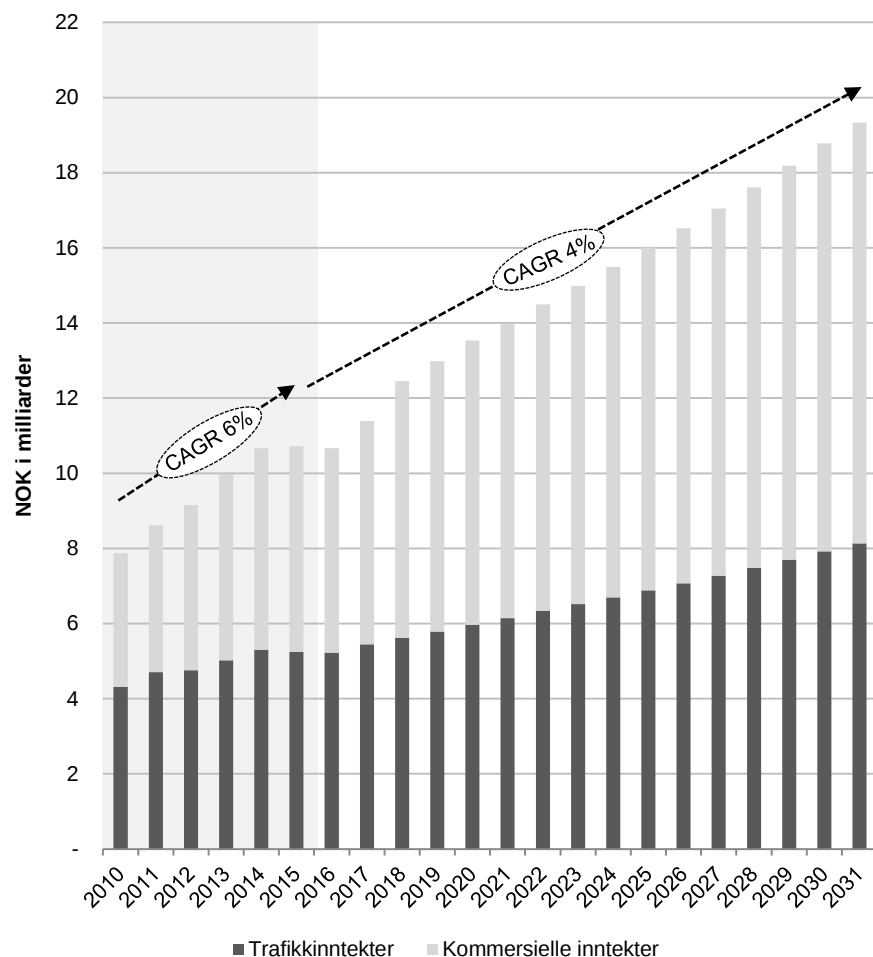
Hovedforutsetninger for markedsmetoden

Verdien av Selskapet ved bruk av markedsmetoden er estimert basert på sammenlignbare noterte selskaper. Prisingsmultipler basert på EV/EBITDA og Pris/Bok] er analysert. Selskapets verdi er beregnet basert på median av observerte multipler samt EBITDA og bokført egenkapital i 2015.



Inntektsveksten i prognoseperioden er drevet av de kommersielle inntektene, med størst vekst innen duty free, butikker og servering

Inntekter 2010-2031



Merk: Inntekten i 2015 er justert for gevinsten fra salg av hotell på Gardermoen (1,3mrd)

Inntektsutvikling

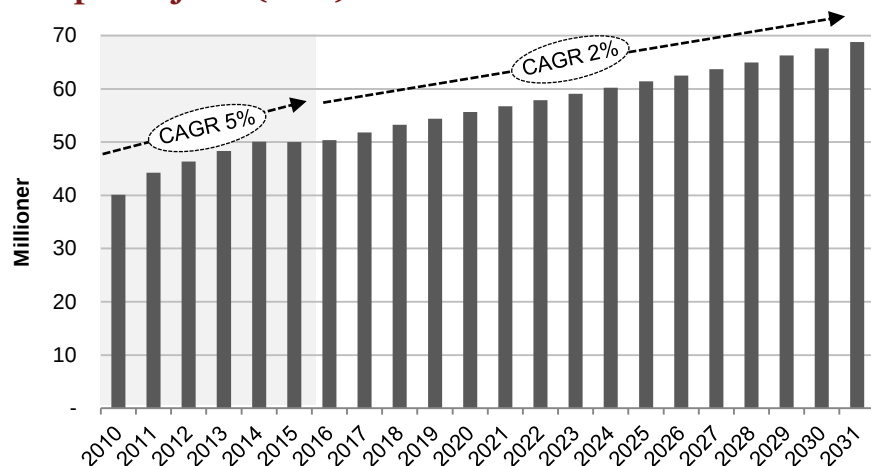
I perioden 2010 til 2015 var den årlige gjennomsnittlige inntektsveksten 6%. Denne veksten var primært drevet av vekst i kommersielle inntekter. Fremover er det forventet at denne trenden vil vedvare, drevet av både volumvekst (vekst i antall passasjerer) og prisvekst (inntekt per passasjer). Årlig gjennomsnittlig inntektsvekst i perioden 2016 til 2031 er estimert til 4%. Inntektene er forventet å vokse mest i perioden 2017 til 2020, fra 2021 er det antatt prisvekst på 1,5% i tillegg til volumvekst. Gjennomsnittlig årlig vekst i perioden 2016 til 2020 er estimert til 6%.

Fremover er det estimert at trafikkinntektene gjennomsnittlig vil vokse med 3% årlig. Trafikkinntektene er primært drevet av veksten i antall passasjerer, flyavganger etc., da det er forutsatt relativt lite prisvekst i prognoseperioden.

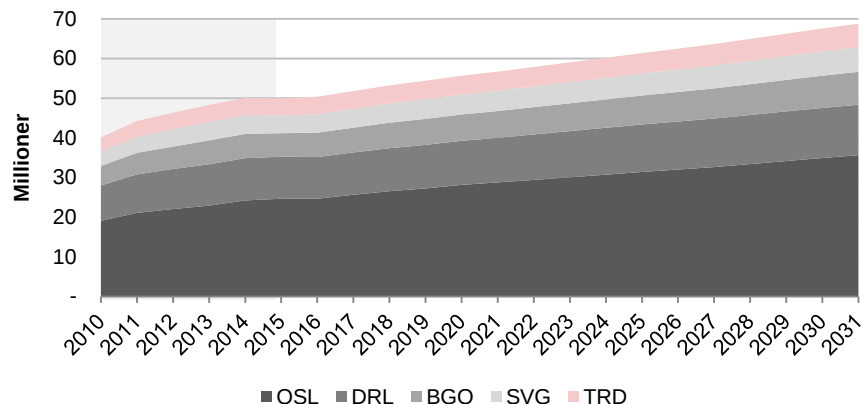
Den årlige gjennomsnittsvæksten i de kommersielle inntektene er estimert å være 5%, drevet av både volum- og prisvekst. Inntekter fra duty free har historisk vært den største kommersielle inntektskilden og dette er også forventningen fremover. Imidlertid er det antatt at veksten i kommersielle inntekter også vil være sterkt drevet av vekst i inntekter fra butikker og servering. Dette henger i stor grad sammen med de nært forestående utvidelsene på Oslo og Bergen Lufthavn hvor det kommersielle arealet blir større, samt utvidelser på Trondheim og mindre regionale lufthavner.

Antall passasjerer er en sentral inntektsdriver for Avinor. Den forventede veksten i antall passasjerer er forventet på samtlige lufthavner, men med noe høyere vekst på Oslo Lufthavn

Antall passasjerer (PAX)



Antall passasjerer fordelt på lufthavn



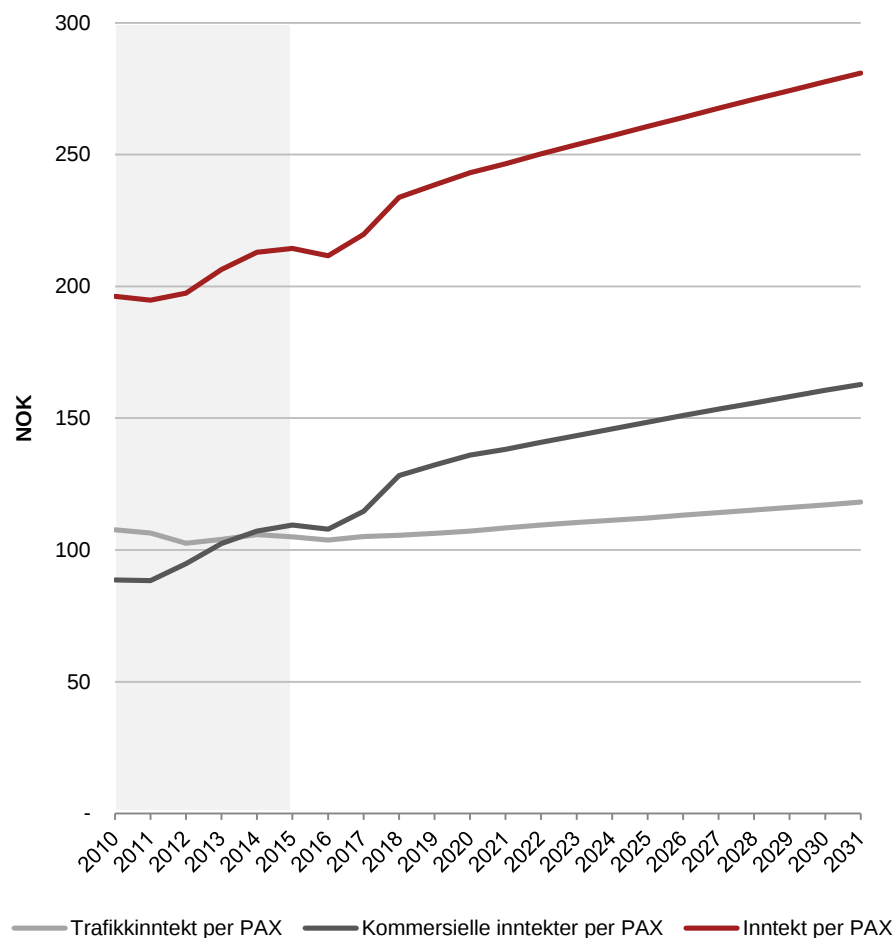
Antall passasjerer

Gjennomsnittlig årlig vekst i antall passasjerer i perioden 2010 til 2015 var 5%. Konjunkturutviklingen innenfor olje- og gassektoren resulterte imidlertid i at passasjerveksten fra 2014 til 2015 ble null. Avinor gjør for tiden betydelige utvidelser og oppgraderinger på flere av lufthavnene som vil gjøre dem i stand til å betjene ytterligere passasjervekst fremover. Basert på Transportøkonomisk Institutt («TØI») og Avinors egne prognoser er det estimert en gjennomsnittlig årlig passasjervekst på 2% i perioden 2016 til 2031. Passasjerveksten er høyest fra 2016 til 2017 (2,9%) før den deretter avtar mot rundt 2% årlig fra 2022.

Veksten i antall passasjerer i prognoseperioden er drevet av samtlige lufthavner, men med noe høyere vekstforventninger knyttet til Oslo Lufthavn hvor det er ventet en gjennomsnittlig årlig vekst på 2,5% i perioden. Det er forventet noe lavere passasjervekst hos de regionale lufthavnene (gjennomsnittlig årlig vekst på 1,3%).

Vekst i inntekt per passasjer er forventet å være drevet av kommersielle inntekter, primært som et resultat av terminalutvidelsene på Oslo og Bergen Lufthavn i 2017

Inntekt per passasjer (kr/PAX)



Inntekt per passasjer

Trafikkinntekt per passasjer har historisk ligget relativt stabilt rundt NOK 105. Kommersielle inntekter per passasjer har i perioden 2010 til 2015 vært økende og i 2014 var de kommersielle inntektene (både absolutt og per passasjer) høyere enn trafikkinntektene.

Veksten i inntekt per passasjer har i perioden 2010 til 2015 vært drevet av veksten i de kommersielle inntektene og dette er også forventningen fremover. I 2016 er de kommersielle inntektene per passasjer ventet å være på nivå med 2015, mens det er ventet en vekst på 6,2% i 2017 og 11,9% i 2018. Bakgrunnen for denne veksten er primært bygging av nye terminaler på Oslo og Bergen Lufthavn som er planlagt ferdigstilt i løpet av 2017, hvor det er ventet at særlig butikk- og serveringstilbudet vil bli vesentlige utvidet.

Lufthavnavgiftene og terminalavgiften er ventet å vokse med ca. 1,5% i prognoseperioden, mens underveisavgiften er antatt å være stabile fra 2019

Trafikkavgifter

De fastsatte avgiftene for 2016 benyttes i kontantstrømsanalysen. Etter 2016 legges Avinors vekstestimat til grunn.

Lufthavnavgifter

Samtlige lufthavnavgifter er ventet å være uendret i 2017, for å så vokse med 1,6% i 2018. Fra 2018 er lufthavnavgiftene ventet å vokse med 1,5%.

Den langsiktige veksten i lufthavnavgiftene er i tråd med de politiske føringene for avgiftene som tilsier at de totale avgiftsendringene, som hovedregel, ikke skal overstige den generelle prisstigningen i samfunnet.

► Startavgift

- Avgiften er progressiv, men for fly med vekt under 75 tonn er denne fastsatt til NOK 64 per tonn i 2016. Ved flere av de regionale lufthavner gis det en rabatt på 30% på avgiften

► Passasjeravgift

- Beregnes på grunnlag av antall passasjerer og er i 2012 fastsatt til NOK 54 per passasjer

► Sikkerhetsavgift

- Beregnes på grunnlag av antall passasjerer. For 2016 er denne fastsatt til NOK 56 per passasjer

Flysikringsavgifter

► Underveisavgift

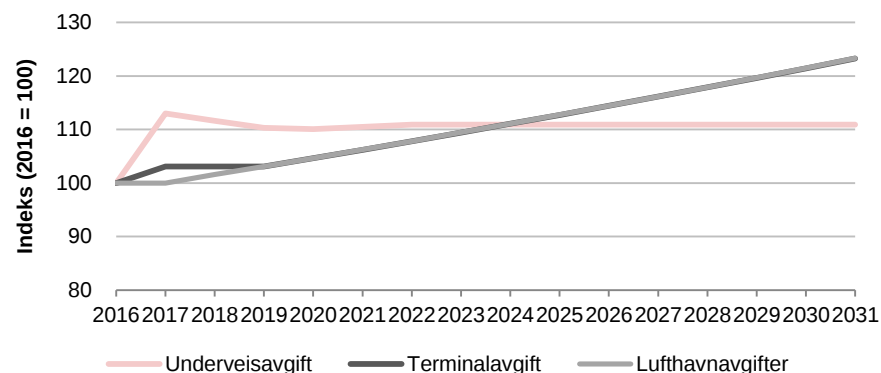
- Beregnes med utgangspunkt i flyets vekt kombinert med fløyet distanse. I 2016 er denne fastsatt til NOK 381 per serviceenhet. I 2017 er det budsjettert med 13% vekst i avgiften da avgiften i 2016 er satt unormalt lavt for å korrigere for overdekning tidligere år. I perioden fra 2017 til 2022 er avgiften ventet å falle ned mot NOK 423 for å deretter være konstant

► Terminalavgift (TNC)

- Fastsatt til NOK 1 787 per serviceenhet i 2016. For perioden 2017 til 2019 er denne fastsatt til NOK 1 843. Fra 2020 er det ventet en årlig vekst på 1,5%

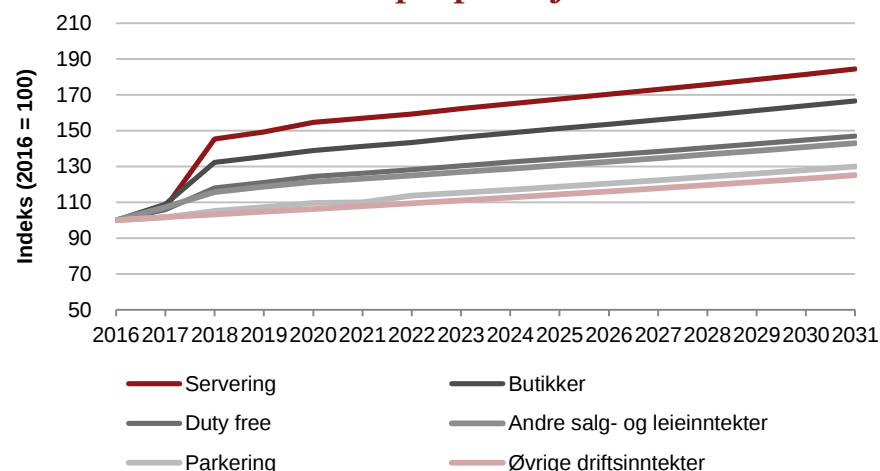
Figuren under viser forventet utvikling i trafikkavgifter (volumvekst er ikke inkludert i figuren)

Forventet utvikling i trafikkavgifter

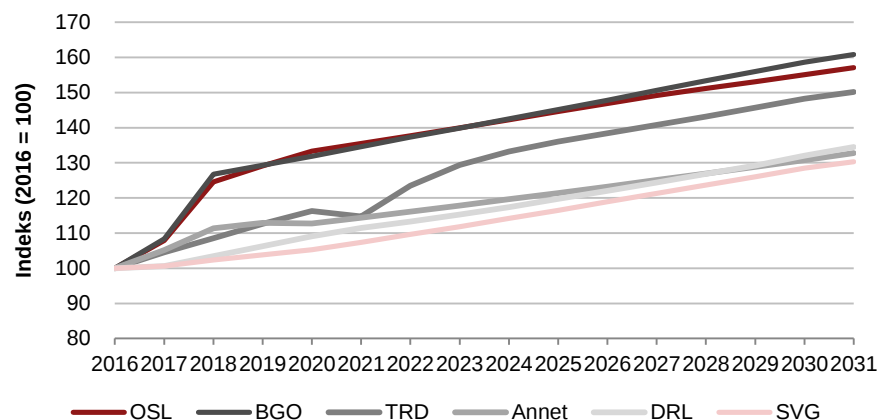


Det er ventet en kraftig vekst i inntekt per passasjer for de kommersielle produktene i perioden 2017 til 2018, primært drevet av vekst innen servering og butikk som følge av terminalutvidelser

Vekst i kommersiell inntekt per passasjer



Vekst i kommersiell inntekt per passasjer fordelt på divisjon



Kommersiell inntekter

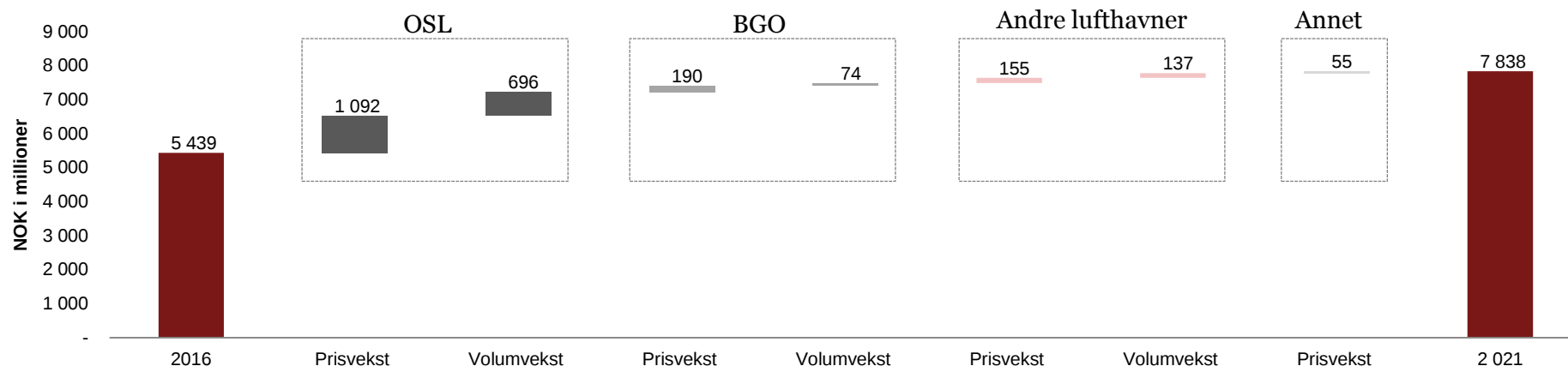
I kontantstrømsanalysen er de kommersielle inntektene beregnet basert på antall passasjerer og det kronebeløp det er ventet at passasjerene i snitt legger igjen på flyplassen. I perioden 2016 til 2020 er Avinors egne forutsetninger for inntekt per passasjer lagt til grunn. Fra 2021 til 2031 er det lagt til grunn en vekst i inntekt per passasjer («prisvekst») på 1,5% årlig, men veksten er justert i perioder hvor det antas at denne vil være høyere eller lavere enn 1,5%. Disse justeringen skyldes faktorer som kapasitetsutbedringer og større servicetilbud som restauranter og butikker, noe som gir grunnlag for endring i inntekt per passasjer.

Figuren øverst til venstre viser forventet utviklingen i kommersielle inntekter per passasjer. Som figuren viser er det fra 2017 til 2018 der er forventet høy vekst, særlig innenfor servering og butikker. Denne utviklingen relaterer seg i stor grad til Oslo og Bergen Lufthavn, se figur nede til venstre, som følge av terminalutvidelsene hvor det er ventet at det økte butikk- og serveringstilbudet samt utvidelse av duty free vil medføre økt inntekt per passasjer.

Ved Trondheim Lufthavn er det lagt til grunn en høy vekst i kommersiell inntekt per passasjer i 2019 knyttet til butikker og servering som følge av kontraktsforhandlinger. Det er også planlagt en utvidelse av parkeringsmulighetene ved lufthavnen i 2021. I forbindelse med denne ombyggingen er det antatt en nedgang i parkeringsinntekten per passasjer i 2021 på 13%. I 2021 er parkeringsinntektene per passasjer ventet å øke med 27% sammenlignet med 2020. Veksten i 2020 og 2021 er i tråd med Avinors egne forventninger. I tillegg er det lagt til grunn ytterligere vekst i inntekt per passasjer i 2023 som følge av utvidelse av kommersielt areal i forbindelse med den planlagte terminalutvidelsen.

Med unntak av Stavanger er veksten i inntekt per passasjer ventet å være den største kommersielle inntektsdriveren for samtlige divisjoner – denne veksten er særlig drevet av økte inntekter fra butikk og servering

Kommersiell inntekstvekst fordelt på vekst i inntekt per passasjer («prisvekst») og passasjervekst («volumvekst»)



Vekst i kommersielle inntekter

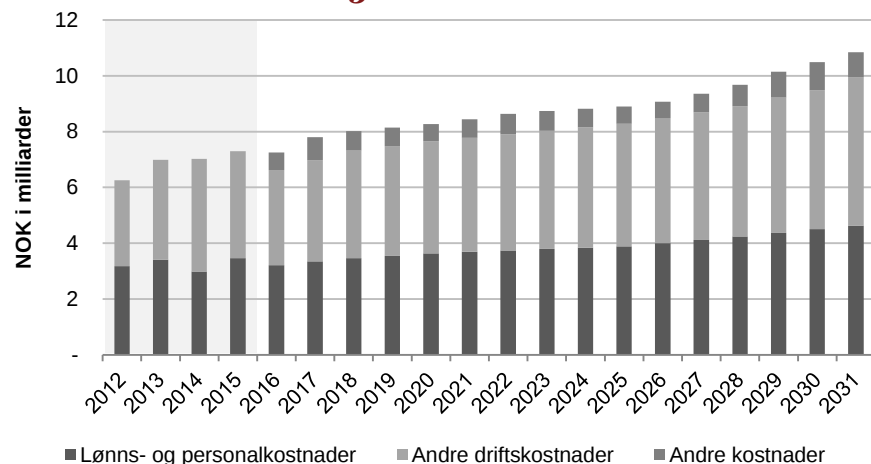
Figuren over viser hvordan inntektene utvikler seg i perioden 2016 til 2021, fordelt på de ulike divisjonene i Avinor. For Oslo og Bergen er det antatt at prisveksten (inntekt per passasjer) vil være den største inntektsdriveren i perioden. Dette har sammenheng med terminalutvidelsen som gjøres på de to flyplassene og som er ventet å gi betydelig vekst i kommersielle inntekter fremover, særlig knyttet til servering og butikker.

For Stavanger, Trondheim og de regionale lufthavnene vil også volumvekst være en viktig inntektsdriver i perioden frem mot 2021. På Stavanger lufthavn er det ventet at volumveksten vil være en større inntektsdriver enn pris, mens det for Trondheim og de regionale lufthavnene er prisveksten som er den største inntektsdriveren. Både på Trondheim Lufthavn og flere av de regionale lufthavnene er det gjort og planlagt å gjøre terminalutvidelser som er forventet å særlig ha en effekt på inntektene fra servering og butikker – i likhet med Oslo og Bergen Lufthavn.

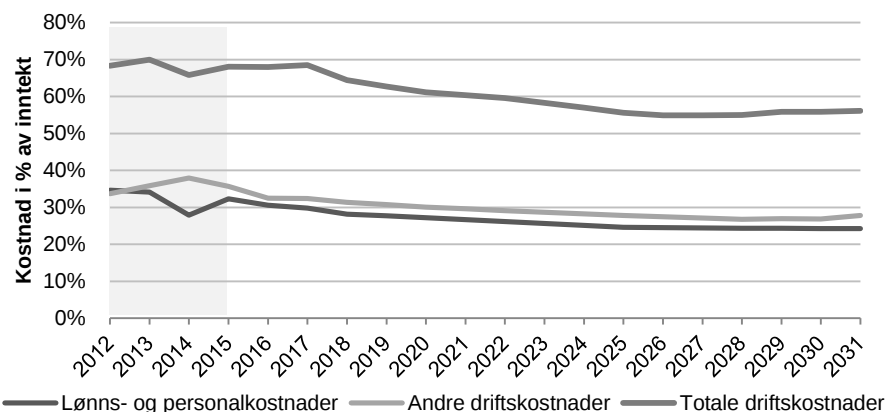
«Annet» inkluderer både flysikring, eiendom og stabsfunksjonene. Disse divisjonene er ikke påvirket av antall passasjerer og all vekst i inntekt kommer fra økninger i pris.

Driftskostnader i prosent av inntekt reduseres i prognoseperioden blant annet som følge av reduserte kostnader knyttet til utbygging samt positive effekter av Avinors moderniseringsprogram

Driftskostnader 2012-2031



Driftskostnader i prosent av inntekt 2012-2031



Merk: Lønnskostnadene i 2014 var påvirket av en endring i pensjonsordningen (NOK 0,4mrd).
Inntekten i 2015 er justert for gevinsten fra salg av hotellet på Gardermoen (NOK 1,3mrd)

Lønns- og personalkostnader

I 2016 er det ventet at lønns- og personalkostnadene vil bli noe redusert som følge av at kostnadene i 2015 var preget av store pågående prosjekter på Oslo og Bergen Lufthavn. Dette har medført en økning i kostnadsbasen som man ikke forventer at vil vedvare over tid. Videre er det lagt til grunn en vekst under SSBs forventede lønnsvekst i 2017 da man antar at noen ansatte knyttet til pågående prosjekter vil bli faset ut når utbyggingen på Oslo og Bergen Lufthavn er ferdigstilt.

I perioden 2016 til 2031 er det antatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 2,5%. Gitt at en stor del av veksten i inntekter er drevet av vekst i kommersielle inntekter som ikke vil medføre en tilsvarende økning i lønnskostnader er det forutsatt at lønnskostnadene i prosent av inntekt vil falle i prognoseperioden.

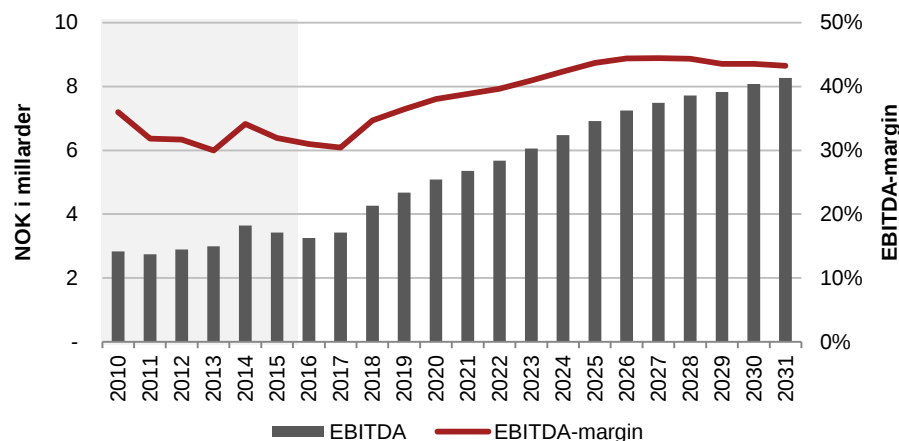
Andre driftskostnader

I prognoseperioden øker andre driftskostnader årlig med 3,0% i gjennomsnitt. I 2016 er det ventet en reduksjon i andre driftskostnader som følge av unormalt høye kostnader tidligere år, relatert til pågående prosjekter på Oslo og Bergen Lufthavn primært. I forbindelse med åpningen av de nye terminalene på Oslo og Bergen Lufthavn er det lagt til grunn en samlet økning i andre driftskostnader på 13% i 2017 og 12% i 2018. Imidlertid er det antatt at disse kostnadene vil vokse mindre enn den tilhørende inntekten som følge av at kostnadsbasen ligger relativt fast, noe som resulterer i at kostnaden i prosent av inntekt er ventet å falle. I 2031 øker kostnaden i prosent av inntekt som følge av bygging av rullebane 3.

Videre har Avinor igangsatt et moderniseringsprogram med fokus på å redusere kostnader som er forventet å få effekt i prognoseperioden.

EBITDA-marginen i prognoseperioden er antatt å øke som følge av vekst i inntekter samtidig som kostnadsbasen er relativt fast

EBITDA og EBITDA-margin 2010-2031



EBITDA og EBITDA-margin

EBITDA-marginen er økende i perioden 2017 til 2027. Dette er drevet av den forventede veksten i kommersielle inntekter, uten en tilsvarende økning i kostnadsbasen som følge av at Avinor har outsourcet store deler av den kommersielle virksomheten til andre aktører. Dette innebærer at inntektene til Avinor enten er leieinntekter eller en prosentsats av omsetning fra butikker, restauranter ol. I tillegg er det ventet at Avinors igangsatte moderniseringsprogram vil ha en effekt på kostnadsbasen gjennom prognoseperioden.

EBITDA-marginen på lufthavnene er ventet å øke fra 35% i 2016 til 47% i 2031. Dette er som nevnt en konsekvens av vekst i kommersielle inntekter, hovedsakelig på Oslo og Bergen Lufthavn, samt kostnadseffektiviseringer som følge av moderniseringsprogrammet.

Flysikring er ventet å ha en økende EBITDA-margin i perioden 2016 til 2025. Dette er blant annet drevet av kostnadsforbedringer knyttet til lønn som henger sammen med forventningen om at fjernstyrte kontrolltårn vil gjøre behovet for operativt personell ved lufthavnene mindre. Det er også ventet noe effektivisering av andre driftskostnader.

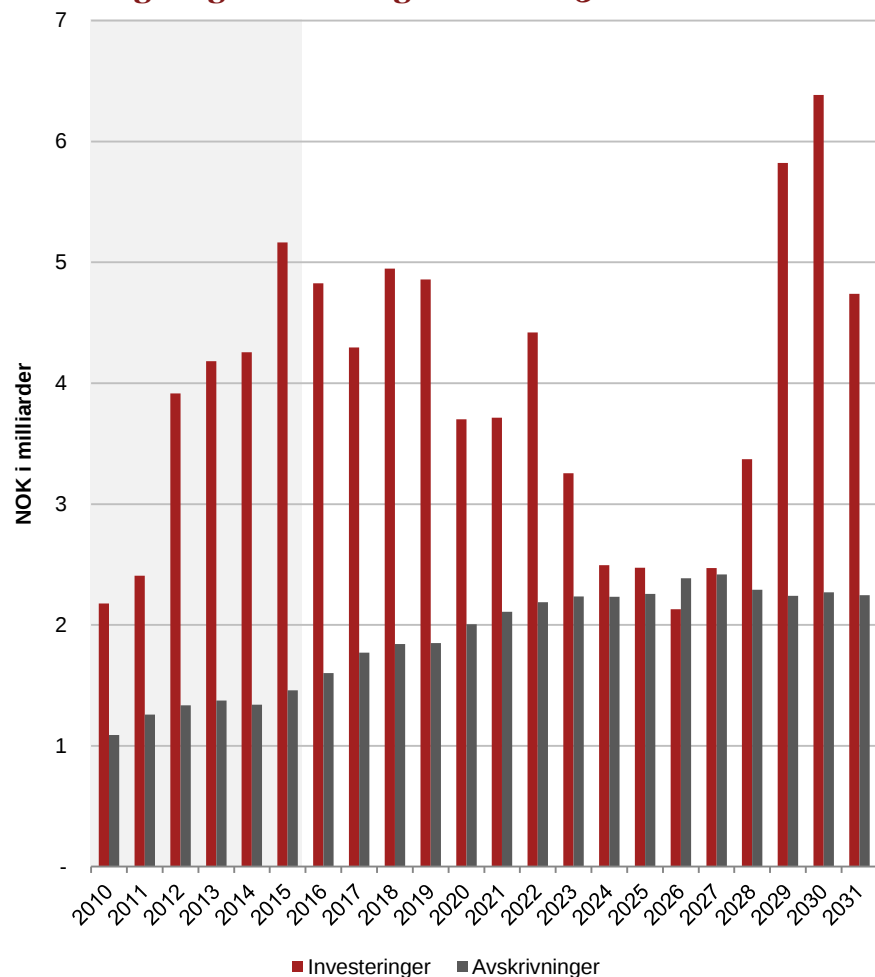
Økningen i EBITDA-margin er basert på Avinors egne vurderinger, men det er gjort en justering av kostnadene i begynnelsen av prognoseperioden for at denne skal være mer i tråd med det historiske nivået. Det er likevel en viss usikkerhet rundt marginveksten i prognoseperioden. Usikkerheten er primært knyttet til veksten i inntekt per passasjer og effektene av moderniseringsprogrammet til Avinor. Dersom Avinor ikke lykkes med å øke inntektene per passasjer og kostnadsforbedringsprogrammet vil marginen bli betydelig lavere.

Mot slutten av prognoseperioden stabiliserer EBITDA-marginen for Konsern seg rundt 43%, noe som medfører at avkastning på investert kapital vil ligge over avkastningsmålet (se side 54 for mer informasjon). Gitt Statens avkastningsmål for Avinor er det ikke rimelig å anta at marginnivået vil vedvare over tid, da dette medfører at avkastningen på investert kapital vil være høyere enn avkastningsmålet. I beregningen av terminalverdien er det forutsatt at avkastningen på investert kapital vil være lik avkastningsmålet. Følgelig justeres Avinors EBITDA i terminalåret slik at avkastningen på investert kapital på lang sikt vil være lik avkastningsmålet.

Merk: EBITDA i 2014 var påvirket av en planendring i pensjonsordningen til Avinor (NOK 0,4mrd før skatt). EBITDA i 2015 er justert for gevinsten fra salg av hotell på Gardermoen (1,3mrd)

Det er planlagt store investeringer i prognoseperioden. Totale investeringer beløper seg til NOK 63,9mrd

Investeringer og avskrivninger 2010-2031



Investeringer

Investeringene i kontantstrømsanalysen er basert på Avinors egne investeringsprognoser i perioden 2016 til 2031. I perioden 2016 til 2021 er det planlagt investeringer for NOK 26,3mrd, og totalt i prognoseperioden er det planlagt investeringer for NOK 63,9mrd. Avskrivningene i prognoseperioden er ventet å øke i takt med økte investeringer, men i tråd med historisk utvikling ligger avskrivningene betydelig lavere enn investeringsnivået grunnet lang avskrivningstid på en stor andel av investeringene.

Fra et verdivurderingsperspektiv kan det diskuteres om investeringer langt frem i tid skal inkluderes i kontantstrømmen. Både investeringsestimaterne og forventet avkastning er svært usikre, noe som medfører at en investor lite trolig ville tillagt dette stor verdi. Imidlertid brukes kontantstrømmene også til å illustrere egenkapitalutvikling og fremtidig utbytte. For å bedre kunne belyse disse temaene på lang sikt har vi valgt å inkludere samtlige investeringer i hele prognoseperioden.

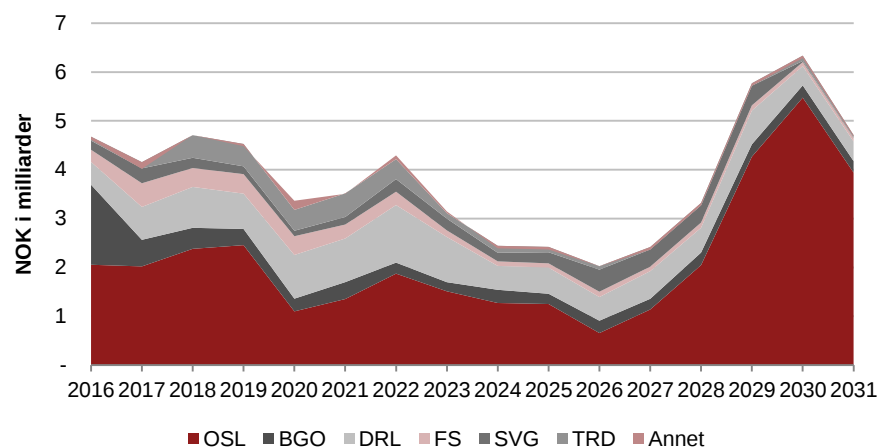
På neste side følger en kort oppsummering av de planlagte investeringene på de ulike lufthavnene.

Avinors investeringer i prognoseperioden er særlig drevet av terminalutvidelser på Oslo og Bergen Lufthavn samt betydelige investeringer på en rekke andre lufthavner

Oslo Lufthavn

I overkant av 50% av investeringene i perioden er relatert til Oslo Lufthavn og majoriteten av investeringene er av strategisk karakter. Dette inkluderer blant annet utvidet terminal og ny pir (T2) som skal stå klar våren 2017, som vil øke kapasiteten på lufthavnen betydelig. Videre er det planlagt store investeringer i T2 fase to (estimert til NOK 5,5mrd) som vil gi ytterligere kapasitetsøkninger. Imidlertid forutsetter kapasitetsutvidelsen at det bygges en ny rullebane. Denne investeringen (ca. NOK 9,2mrd) er lagt inn i prognoseperioden med oppstart fra 2028. Videre er det også planlagt betydelige investeringer i Non-Schengen området, inkludert flyoppstillingsplasser og ny flyside. Estimert investeringskostnad er NOK 4,7mrd.

Investeringer i prognoseperioden



Bergen Lufthavn

Ny terminal er planlagt ferdigstilt høsten 2017 og dette vil doble kapasiteten på lufthavnen. I tillegg er det planlagt ytterligere oppgraderinger og ombygging av eksisterende terminal med en estimert kostnadsramme på NOK 0,7mrd.

Stavanger Lufthavn

Kapasiteten er ventet å øke som følge av pågående utvidelse av terminal som er estimert ferdigstilt i 2019. I tillegg planlegges det ytterligere utvidelser av den nordlige piren i perioden 2026 til 2029 med en investeringsramme på NOK 1,4mrd.

Trondheim Lufthavn

Oppstart av arbeid med utvidelse av utenlandsterminal er planlagt i løpet av 2017. I tillegg er det planlagt en fase to som legger opp til ny fullverdig terminalløsning som planlegges ferdigstilt i 2023. Total investeringsramme for Trondheim er estimert til NOK 3,2mrd.

Andre regionale lufthavner

Majoriteten av investeringene i perioden 2016 til 2021 er relatert til basisprosjekter. I tillegg planlegges det en rekke investeringer knyttet til utbygging, terminalutvidelse og rullebaneforlengelse på blant annet Tromsø, Kristiansund, Førde, Kirkenes og Stokmarknes Lufthavn.

Flysikring

Det er planlagt en rekke investeringer knyttet til flysikringsdivisjonen i løpet av prognoseperioden. Blant annet er det planlagt et nytt ATM-system for underveistjenesten som ferdigstilles i 2022 med en total kostnadsramme på NOK 0,8mrd. I tillegg er det lagt opp til betydelige investeringer i radaranlegget som skal være klart i 2019 med en total investeringsramme på NOK 0,7mrd.

Kontantstrømmen til Konsernet går fra å være negativ til positiv i løpet av prognoseperioden primært som et resultat av høy inntektsvekst

Kontantstrøm Avinor

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Trafikkinntekter	5 228	5 447	5 620	5 785	5 964	6 145	6 341	6 518	6 702	6 888	7 076	7 272	7 483	7 702	7 920	8 133
Salgs- og leieinntekter	5 439	5 942	6 831	7 196	7 573	7 838	8 154	8 470	8 790	9 119	9 440	9 773	10 122	10 486	10 857	11 202
Brutto driftsinntekter	10 668	11 389	12 451	12 982	13 536	13 983	14 494	14 988	15 492	16 007	16 516	17 046	17 605	18 188	18 777	19 335
Vekst i bruttoinntekt		7 %	9 %	4 %	4 %	3 %	4 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Refunderbare kostnader	(160)	(164)	(167)	(171)	(174)	(179)	(182)	(185)	(188)	(191)	(194)	(197)	(200)	(203)	(206)	(209)
Netto driftsinntekter	10 508	11 225	12 284	12 811	13 363	13 804	14 313	14 803	15 304	15 816	16 322	16 849	17 405	17 985	18 571	19 126
Vekst i nettoinntekter		7 %	9 %	4 %	4 %	3 %	4 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Lønns- og personalkostnader	(3 213)	(3 346)	(3 462)	(3 549)	(3 631)	(3 688)	(3 740)	(3 793)	(3 838)	(3 888)	(4 003)	(4 120)	(4 244)	(4 371)	(4 502)	(4 635)
Andre driftskostnader	(3 410)	(3 636)	(3 856)	(3 938)	(4 017)	(4 088)	(4 162)	(4 243)	(4 318)	(4 393)	(4 481)	(4 570)	(4 666)	(4 850)	(4 986)	(5 315)
Totale driftskostnader	(6 623)	(6 982)	(7 318)	(7 487)	(7 648)	(7 776)	(7 903)	(8 036)	(8 156)	(8 281)	(8 484)	(8 690)	(8 909)	(9 221)	(9 488)	(9 950)
Prosjektkostnader	(554)	(558)	(397)	(342)	(312)	(348)	(410)	(375)	(334)	(278)	(244)	(320)	(419)	(574)	(636)	(534)
Buffer	(75)	(266)	(308)	(312)	(316)	(320)	(325)	(330)	(335)	(340)	(344)	(349)	(353)	(358)	(363)	(368)
EBITDA	3 256	3 419	4 261	4 671	5 087	5 360	5 675	6 062	6 479	6 916	7 250	7 489	7 723	7 832	8 084	8 274
EBITDA-margin	31 %	30 %	35 %	36 %	38 %	39 %	40 %	41 %	42 %	44 %	44 %	44 %	44 %	44 %	44 %	43 %
Avskrivninger	(1 602)	(1 770)	(1 841)	(1 851)	(2 007)	(2 110)	(2 187)	(2 234)	(2 232)	(2 257)	(2 386)	(2 418)	(2 290)	(2 240)	(2 269)	(2 245)
EBIT	1 654	1 649	2 420	2 820	3 080	3 250	3 488	3 827	4 247	4 659	4 864	5 071	5 433	5 591	5 815	6 029
EBIT-margin	16 %	15 %	20 %	22 %	23 %	24 %	24 %	26 %	28 %	29 %	30 %	30 %	31 %	31 %	31 %	32 %
Skatt	(413)	(412)	(605)	(705)	(770)	(812)	(872)	(957)	(1 062)	(1 165)	(1 216)	(1 268)	(1 358)	(1 398)	(1 454)	(1 507)
NOPAT	1 240	1 237	1 815	2 115	2 310	2 437	2 616	2 871	3 186	3 494	3 648	3 803	4 075	4 193	4 361	4 522
Endring arbeidskapital	14	(144)	66	(69)	(344)	(16)	161	(346)	(248)	(59)	(117)	88	238	677	150	(413)
Avskrivninger	1 602	1 770	1 841	1 851	2 007	2 110	2 187	2 234	2 232	2 257	2 386	2 418	2 290	2 240	2 269	2 245
Investeringer per enhet	(4 827)	(4 297)	(4 950)	(4 858)	(3 701)	(3 715)	(4 419)	(3 255)	(2 494)	(2 473)	(2 128)	(2 471)	(3 370)	(5 823)	(6 387)	(4 739)
Kontantstrøm	(1 970)	(1 435)	(1 228)	(961)	272	816	544	1 503	2 675	3 219	3 788	3 839	3 233	1 288	393	1 615

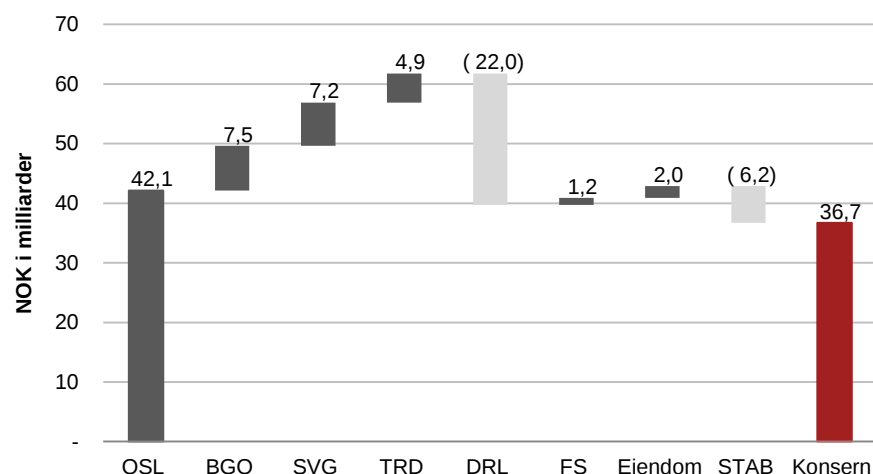
Basert på diskonterte kontantstrømmer er entrepriser verdien av Avinor estimert til NOK 36,7mrd

Verdivurdering Avinor

Basert på kontantstrømsanalysen presentert på side 35 er entrepriser verdien av Avinor estimert å være NOK 36,7mrd. For lufthavnene samt eiendoms- og stabsdivisjonen er det antatt et avkastningskrav på 5,1%. For flysikring er det antatt et avkastningskrav på 4,7%. For ytterligere informasjon om avkastningskravet som er benyttet, vennligst referer til seksjon 8.

Entrepriser verdien er beregnet basert på de ulike divisjonene i konsernet og som figuren til venstre viser er det de store flyplassene som driver verdien.

Entrepriser verdi Avinor



Verdi av divisjonene

Oslo Lufthavn er den største verdidriveren i Konsernet. Verdien er i stor grad drevet av den forventede inntektsveksten, som er et resultat av kapasitetsutvidelsene som er planlagt i prognoseperioden. Veksten er et resultat av betydelig passasjervekst samt en generell vekst i inntekt per passasjer, særlig fra butikker, servering og duty free.

Bergen, Stavanger og Trondheim Lufthavn utgjør ca. 53% av den samlede verdien av Konsernet. Også her er det ventet vekst i inntekter i prognoseperioden som følge av kapasitetsutvidelser samt vekst i inntekt per passasjer som følge av et større kommersielt tilbud. I tillegg til at kostnadsbasen er relativt uavhengig av passasjerveksten er det også forventet en effektivisering på kostnadssiden som et resultat av moderniseringsprogrammet som er iverksatt.

De regionale lufthavnene har en negativ kontantstrøm gjennom hele prognoseperioden. Det er imidlertid antatt at kostnadene i prosent av inntekt vil falle gjennom prognoseperioden som et resultat av inntektsvekst samt generelle kostnadsforbedringer.

Flysikringsdivisjonen har en svakt positiv verdi. Kontantstrømmen i prognoseperioden går fra å være negativ til positiv, primært som følge av et avtakende investeringsnivå, men også som følge av kostnadsforbedringer i divisjonen.

I Eiendomsdivisjonen er det ventet marginer på linje med historisk nivå, samt fallende investeringer i perioden. Verdien drives av kommersielle inntekter (salgs- og leieinntekter) samt lave kostnader.

Stabsdivisjonen er en støttefunksjon og vil naturlig nok bidra med en negativ verdi til Konsernet.

Netto rentebærende gjeld hensyntatt andre eiendeler og forpliktelser er per 31. desember 2015 estimert til NOK 16,4mrd

Balanseoppstilling Avinor

NOK i millioner	31.12.2015 Revidert
Immaterielle eiendeler	1 626
Varige driftsmidler	33 122
Finansielle anleggsmidler	942
Sum anleggsmidler	35 691
Varer	24
Fordringer	1 378
Derivater	25
Bankinnskudd, kontanter og lignende	1 667
Sum omløpsmidler	3 094
Sum eiendeler	38 785
Sum egenkapital	14 832
Pensjonsforpliktelser	1 947
Annen forpliktelse	181
Lån fra Staten	2 972
Derivater	88
Annen langsiktig gjeld	14 124
Sum annen langsiktig gjeld	19 312
Sertifikatgjeld	400
Leverandørgjeld	441
Betalbar skatt	336
Skyldige offentlige avgifter	247
Derivater	50
Første års avdrag langsiktig gjeld	994
Annen kortsiktig gjeld	2 173
Sum kortsiktig gjeld	4 641
Sum gjeld	23 953
Sum gjeld og egenkapital	38 785

Netto rentebærende gjeld

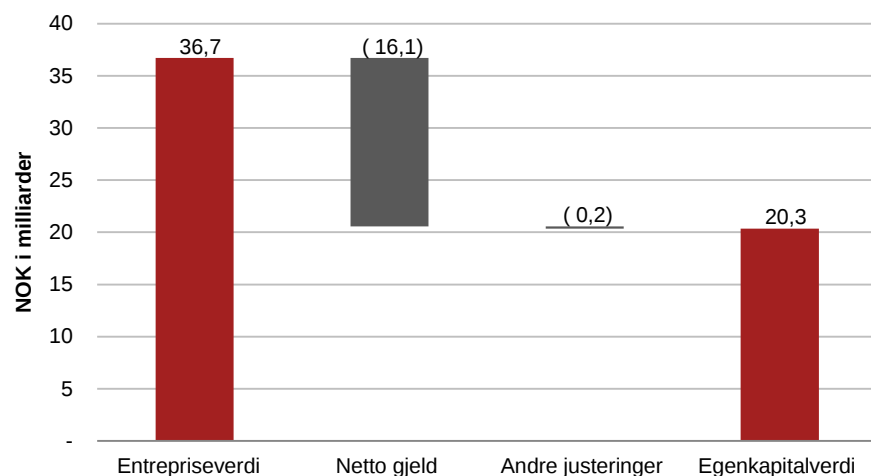
Tabellen til venstre presenterer balansen per 31. desember 2015. Selskapets rentebærende gjeld består av statslån på NOK 3,0mrd, banklån på NOK 5,0mrd, sertifikatlån på NOK 0,4mrd og første års avdrag på langsiktig gjeld NOK 1,0mrd og annen rentebærende gjeld NOK 0,3mrd. I tillegg har Avinor obligasjonslån på NOK 8,9mrd. Lånet er i euro, men er valutasikret. Virkelig verdi av obligasjonslånet per 31. desember 2015 var NOK 8,2mrd. Total rentebærende gjeld beløper seg til NOK 17,8mrd. Fratrullet selskapets kontantbeholdning per 31. desember på NOK 1,7mrd er netto rentebærende gjeld før justering for andre eiendeler/forpliktelser beregnet til NOK 16,1mrd.

Andre eiendeler inkluderer i hovedsak andre langsiktige fordringer, mens andre forpliktelser består av langsiktige forpliktelser samt differansen mellom virkelig og bokført verdi av derivater.

NOK i millioner	31.12.2015
Statslån	2 972
Obligasjonslån	8 856
Banklån	4 990
Annet	278
Sertifikatlån	400
1. års avdrag langsiktig gjeld	994
Virkelig verdi-justering obligasjonslån	(686)
Rentebærende gjeld	17 803
Bankinnskudd, kontanter og lignende	(1 667)
Netto rentebærende gjeld før andre eiendeler/forpliktelser	16 137
Andre eiendeler	(127)
Andre forpliktelser	345
Netto rentebærende gjeld	16 355

Justert for netto rentebærende gjeld, beregnet til NOK 16,4mrd, er verdien av egenkapitalen til Avinor estimert til NOK 20,3mrd per 31. desember 2015

Egenkapitalverdi Avinor



Verdi av egenkapitalen

Entrepriseverdien til Avinor er estimert til NOK 36,7mrd. Justert for netto gjeldsposisjon per 31. desember 2015 på NOK 16,4mrd er egenkapitalverdien til Avinor beregnet til NOK 20,3mrd.

I verdivurderingen er det benyttet en prognoseperiode på 15 år. En lang prognoseperiode innebærer usikkerhet knyttet til forutsetningene og antakelsene som er benyttet i verdivurderingen. Dette gjelder primært følgende parametere:

- Det er i prognoseperioden lagt opp til at antall passasjerer vil vokse ytterligere og veksten er basert på TØI og Avinors estimater. Små endringer i vekstestimatene vil kunne få en stor effekt på verdien av Avinor.

- Det er forutsatt en betydelig vekst i inntekt per passasjer som følge av terminalutvidelser, kontraktsforhandlinger ol. Det er stor usikkerhet rundt disse vekstestimatene da det er utfordrende å estimere hvordan inntekt per passasjer vil utvikle seg som følge av økte servicetilbud, makroøkonomiske utsikter samt reguleringer som kan påvirke de kommersielle inntektene.
- Det er forventet en lavere kostnadsvekst i prognoseperioden som følge av moderniseringsprogrammet som Avinor har igangsatt samt ferdigstillelse av pågående utbyggingsprosjekter. Hvorvidt Avinor oppnår disse kostnadsbesparelsene er det knyttet usikkerhet til.
- Hvilken type investeringer som gjøres i prognoseperioden varierer mellom strategiske, myndighetspålagte og basisinvesteringer. Forventet avkastning på investeringen vil avhenge av type investering. Investeringene er estimert langt frem i tid og hvorvidt disse vil resultere i den forventede avkastningen er usikkert. I tillegg er det også en ikke ubetydelig risiko for at investeringskostnaden vil avvike fra estimatene som er benyttet i kontantstrømsanalysen.

I terminalåret er det antatt at avkastning på investert kapital vil være lik avkastningsmålet. Gitt forutsetningene i kontantstrømmen vil dette gi en reduksjon i EBITDA i terminalåret. Dette vil bidra til å redusere effekten av antatt inntektsvekst og estimerte kostnadsforbedringer i verdivurderingen.

Avinors entrepriseverdi er følsom for endringer i sentrale parametere som avkastningskrav, EBITDA, inntektsvekst og investeringer

Følsomhet i entrepriseverdi Konsern

		EBITDA				
WACC		(4%)	(2%)	0%	2%	4%
	2%	32 781	33 602	34 422	35 242	36 062
	1%	33 727	34 611	35 494	36 378	37 262
	0%	34 792	35 746	36 701	37 655	38 609
	(1%)	35 992	37 026	38 059	39 092	40 126
	(2%)	37 346	38 468	39 590	40 712	41 833

		Investeringer				
WACC		4%	2%	0%	(2%)	(4%)
	2%	34 032	34 227	34 422	34 617	34 812
	1%	35 007	35 251	35 494	35 738	35 982
	0%	36 105	36 403	36 701	36 998	37 296
	(1%)	37 343	37 701	38 059	38 417	38 774
	(2%)	38 741	39 165	39 590	40 015	40 439

		Vekst i PAX				
Vekst i kr/PAX		(0,5%)	(0,3%)	0,0%	0,3%	0,5%
	(1,0%)	29 101	30 585	32 105	33 661	35 255
	(0,5%)	31 251	32 783	34 352	35 959	37 604
	0,0%	33 497	35 080	36 701	38 361	40 062
	0,5%	35 846	37 482	39 157	40 874	42 632
	1,0%	38 302	39 993	41 726	43 502	45 321

Følsomhetsanalyse Konsern

Tabellene til venstre viser hvordan entrepriseverdien av Avinor-konsernet påvirkes av endringer i ulike parametere som inngår i kontantstrømsanalysen. Tallet som er markert i rødt er entrepriseverdien som beregnes gitt kontantstrømforutsetningene som er presentert på de foregående sidene.

Følsomhetsanalysene er basert på nøkkelrisiki som er identifisert i forbindelse med verdivurderingen. Disse er følgende:

EBITDA: Konsernets EBITDA er ventet å vokse i perioden, men relativt små endringer i EBITDA vil potensielt ha stor innvirkning på verdien av Konsernet. Eksempelvis hvis Avinors EBITDA blir 2% høyere gjennom hele prognoseperioden, alt annet likt, vil entrepriseverdien bli NOK 37,7mrd.

WACC: I verdivurderingen legges det til grunn et avkastningskrav på henholdsvis 4,7% og 5,1% for Flysikringsdivisjonen og øvrige divisjoner. Endringer i avkastningskravet, som følge av endringer i avkastningsmålet eller som et resultat av andre faktorer, vil påvirke verdien av Avinor. Eksempelvis hvis avkastningskravet blir 1 prosentpoeng lavere, alt annet likt, blir entrepriseverdien NOK 38,1mrd.

Investeringer: Det er planlagt store investeringer i Avinor i prognoseperioden. Tabellen viser hvordan en endring i investeringer vil påvirke entrepriseverdien av Avinor. Eksempelvis hvis investeringene blir 2% lavere gjennom hele prognoseperioden, alt annet likt, blir entrepriseverdien NOK 37,0mrd.

Avinors entrepriseverdi er sensitiv for endringer i sentrale parametere som avkastningskrav, EBITDA, inntektsvekst og investeringer

Følsomhet i entrepriseverdi Konsern

		EBITDA				
WACC		(4%)	(2%)	0%	2%	4%
	2%	32 781	33 602	34 422	35 242	36 062
	1%	33 727	34 611	35 494	36 378	37 262
	0%	34 792	35 746	36 701	37 655	38 609
	(1%)	35 992	37 026	38 059	39 092	40 126
	(2%)	37 346	38 468	39 590	40 712	41 833

		Investeringer				
WACC		4%	2%	0%	(2%)	(4%)
	2%	34 032	34 227	34 422	34 617	34 812
	1%	35 007	35 251	35 494	35 738	35 982
	0%	36 105	36 403	36 701	36 998	37 296
	(1%)	37 343	37 701	38 059	38 417	38 774
	(2%)	38 741	39 165	39 590	40 015	40 439

		Vekst i PAX				
Vekst i kr/PAX		(0,5%)	(0,3%)	0,0%	0,3%	0,5%
	(1,0%)	29 101	30 585	32 105	33 661	35 255
	(0,5%)	31 251	32 783	34 352	35 959	37 604
	0,0%	33 497	35 080	36 701	38 361	40 062
	0,5%	35 846	37 482	39 157	40 874	42 632
	1,0%	38 302	39 993	41 726	43 502	45 321

Vekst i antall passasjerer («PAX») og vekst i kommersiell inntekt per passasjer («kr/PAX»): I verdivurderingen er det tatt utgangspunkt i TØI og Avinor sine estimater for passasjervekst. Prognoseperioden strekker seg langt frem i tid og det er følgelig usikkerhet knyttet til estimatene. I tillegg er det ventet en forholdsvis kraftig vekst i inntekt per passasjer primært som følge av utvidelser av kommersielt areal på flere lufthavner.

Endringer i én eller begge vekstforutsetningene påvirker Avinors verdi. Tabellen nederst til venstre illustrerer effekten av endringer i passasjervekst og vekst i kr/PAX. Eksempelvis, hvis den årlige passasjerveksten blir 0,3 prosentpoeng høyere enn det som er forutsatt i prognoseperioden blir entreprisverdien NOK 38,4mrd. På samme måte vil en 0,5 prosentpoengs økning i vekst i kr/PAX gi en entrepriseverdi på NOK 39,2mrd.

Markedsmetoden benytter sammenlignbare selskaper og multiplene som benyttes er EV/EBITDA og Pris/Bok

Bruk av multipler

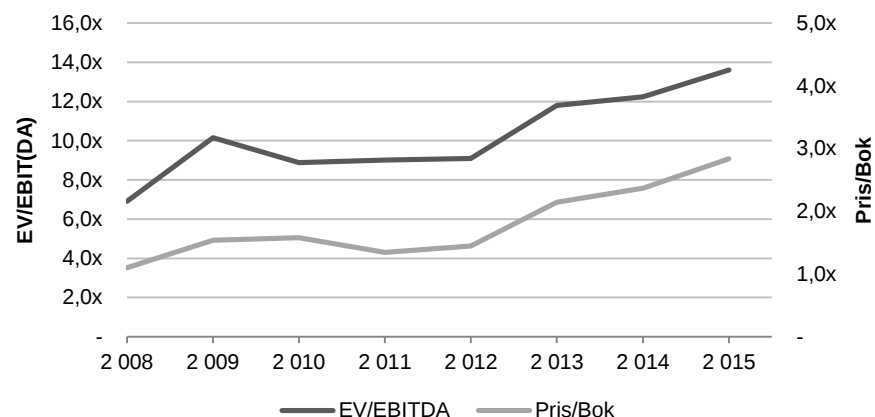
Markedsmetoden er benyttet som en kryssjekk for verdien som er beregnet på bakgrunn av inntektsmetoden. Vi har valgt å benytte EV/EBITDA og Pris/Bok:

- EV/EBITDA: Entrepriseverdi over resultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Multiplene sammenligner underliggende drift i selskapene, men ekskluderer effekter av avskrivningsprofil og goodwill, samt finansinntekter.
- Pris/Bok: Entrepriseverdi over bokført verdi av egenkapitalen. Multiplene gir en indikasjon på selskapets verdiskapning, da en Pris/Bok-multiplene over 1 tilsier at Selskapet skaper merverdier på selskapets eiendeler utover avkastningskravet.

De sammenlignbare selskapene som er benyttet i multipleneanalysen tilsvarer selskapene som er benyttet i beregningen av avkastningskravet for lufthavnene. Disse anses som de mest sammenlignbare med Konsernet som helhet.

De implisitte multiplene for Avinor ligger noe lavere enn for sammenlignbare selskaper

Historiske multipler for sammenlignbare selskaper



Multiplanelanalyse

NOK i millioner	2015	2015
Median multipler for sammenlignbare selskaper	13,6x	2,8x
EBITDA, bokført egenkapital	3 425	14 832
Entrepriseverdi	46 639	42 064
Implisitte multipler	2015	2015
Avinor	10,7x	1,4x
Oslo Lufthavn	17,9x	n.a
Bergen Lufthavn	12,2x	n.a
Stavanger Lufthavn	13,6x	n.a
Trondheim Lufthavn	13,6x	n.a

Multiplanelanalyse

Entrepriseverdi av Avinor er estimert til NOK 46,6mrd og NOK 42,1mrd basert på median av EV/EBITDA og Pris/Bok fra sammenlignbare selskaper. Dette er noe høyere enn entrepriseverdien av Avinor basert på kontantstrømanalysen på NOK 36,7mrd. Som tabellen til venstre viser ligger de implisitte EBITDA-, og Pris/Bok-multiplene for Avinor for 2015 noe lavere enn medianen av de sammenlignbare selskapene. Disse selskapene styres trolig etter et prinsipp om profittmaksimering og er ikke regulert på lik linje med Avinor som også er pålagt en samfunnsoppgave gjennom drift av bedriftsøkonomisk ulønnsomme lufthavner.

De implisitte multiplene for Oslo Lufthavn er noe høyere enn de implisitte multiplene for Konsernet. Dette har sammenheng med at Oslo er den viktigste verdidriveren i Avinor-konsernet som følge av inntektsveksten som er ventet i prognoseperioden.

De andre store lufthavnene, Bergen, Stavanger og Trondheim har noe lavere implisitte multipler enn sammenlignbare selskaper og Oslo Lufthavn. Årsaken til dette er at vekstpotensialet for disse lufthavnene er mer begrenset enn for Oslo Lufthavn. I tillegg er investeringene som gjøres i større grad en kombinasjon av myndighetspålagte investeringer, basisinvesteringer og strategiske investeringer.

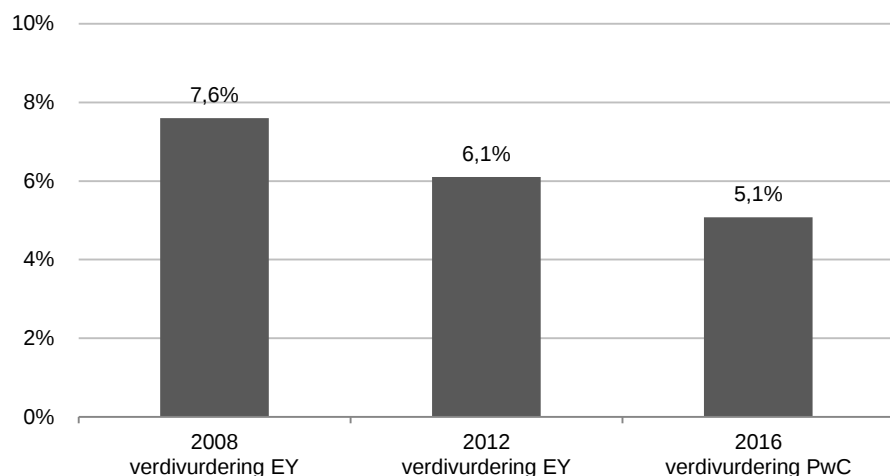
* EBITDA er justert for gevinst ved salg av hotell på Gardermoen

Avkastningsmål

Avkastningsmål		44
8	Avkastningsmål for Avinor	45
9	Historisk avkastning	49
10	Forventet avkastning	52

Basert på PwCs vurdering av avkastningsmålet som Staten har satt for Avinor kan målet nedjusteres fra 6,1% til 5,1%

Utvikling i avkastningsmålet til Avinor



Avinors avkastningsmål

Avkastningsmålet til Avinor blir benyttet for å vurdere avkastningen på kapitalen som blir investert i selskapet. Det skal representere alternativkostnaden til kapitalgiverne vektet med det relative bidraget til selskapets totalkapital.

Høsten 2011 vurderte Deloitte avkastningsmålet til Avinor og konkluderte med et avkastningsmål for Konsernet på 6,1%. Avkastningsmålet for Avinors flysikringstjenester (Avinor Flysikring) ble satt til 5,5% og for annen virksomhet i Avinor til 6,1%.

I forbindelse med en verdivurdering av Avinor høsten 2012, gjennomført av EY, ble også avkastningsmålet til Avinor vurdert. EY fant ikke grunnlag for å endre avkastningsmålene som Deloitte hadde beregnet.

PwCs vurdering av Avinors avkastningsmål

PwC har gjort en vurdering av avkastningsmålet per 31. desember 2015. Våre beregninger gir et vektet gjennomsnittlig avkastningsmål for Avinor på 5,1%.

Avkastningsmålet for konsernet er beregnet ved å vekte avkastningsmålet for flysikringstjenester og avkastningsmålet for lufthavntjenester. Vektingen er beregnet basert på bokførte verdier av varige driftsmidler per 31. desember 2015. Flysikringstjenester utgjorde 3% av varige driftsmidler per verdsettelsesdato, mens lufthavntjenester utgjorde 97%. Avkastningsmålet for flysikringstjenester er beregnet til 4,7% og avkastningsmålet for øvrige lufthavntjenester er beregnet til 5,1%. Basert på våre beregninger kan derfor avkastningsmålet justeres ned fra 6,1% til 5,1%.

Basert på PwCs vurdering av avkastningsmålet som Staten har satt for Avinor kan målet nedjusteres fra 6,1% til 5,1% (forts.)

Beregning av avkastningskrav

WACC	Avinor konsern	Lufthavn- tjenester	Flysikrings- tjenester
Risikofri rente	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Markedsrisikopremie	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Eiendelsbeta	0,5	0,5	0,4
Gjeld/egenkapital	1,5	1,5	1,5
Egenkapitalbeta	1,2	1,2	1,1
Småbedriftspremie	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Egenkapitalens avkastningskrav	9,0 %	9,0 %	8,1 %
Risikofri rente	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Gjeldspremie	1,8 %	1,8 %	1,8 %
Gjeldskostnad før skatt	3,3 %	3,3 %	3,3 %
Skattesats	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Gjeldskostnad etter skatt	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Egenkapitalens avkastningskrav	9,0 %	9,0 %	8,1 %
Egenkapitalandel	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Vektet egenkapitalavkastningskrav	3,6 %	3,6 %	3,3 %
Gjeldskostnad	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Gjeldsandel	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Vektet gjeldskostnad	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Totalkapitalens avkastningskrav	5,1 %	5,1 %	4,7 %

Beregning av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) er beregnet basert på en kapitalstruktur bestående av 40% egenkapital, kapitalkostnad til egenkapitalen beregnet ved hjelp av CAPM og forventet gjeldskostnad for Selskapet per verdivurderingsdatoen. Se for øvrig vedlegg 2 for mer detaljer rundt tilnærming til beregning av avkastningskrav.

Det er benyttet like forutsetninger for kapitalstruktur og gjeldskostnad for Avinor som helhet og Avinor Flysikring. Det er antatt at Avinor Flysikring, som en del av Avinor-konsernet, vil ha tilgang til finansiering til samme vilkår som konsernet. Det er ikke estimert en separat kapitalstruktur for Avinor Flysikring, da konsernet kan allokere gjeld i de ulike divisjonene gitt strategiske og finansielle prioriteringer.

Forutsetninger knyttet til størrelse på egenkapitalbeta er ulike for lufthavntjenester og flysikringstjenester. Egenkapitalbetaen er et uttrykk for den systematiske risikoen i et selskap sammenlignet med markedet for øvrig. Det er antatt at denne risikoen vil være noe ulik for flysikringstjenester sammenlignet med lufthavntjenester.

Basert på PwCs vurdering av avkastningsmålet som Staten har satt for Avinor bør målet nedjusteres fra 6,1% til 5,1% (forts.)

Forutsetninger i beregning av avkastningskrav

Kapitalstruktur

I §11 i Avinors vedtekter er det spesifisert at låneopptak til finansiering av anleggsmidler kan tas opp innenfor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke underskrider 40% av konsernets bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital. Vi har derfor lagt til grunn en egenkapitalandel på 40% i beregning av avkastningskravet.

Risikofri rente

Risikofri rente er basert på 10-årig norsk statsobligasjon datert 31. desember 2015.

Markedsrisikopremie

Markedets risikopremie er satt til 6%. Dette samsvarer med PwCs anbefalinger for Nord- og Vest-Europa.

Beta for lufthavntjenester

Eiendelsbeta for lufthavntjenester er estimert til 0,5 basert på median beta for sammenlignbare selskaper (se vedlegg 5 for detaljer). Egenkapitalbetaen er estimert til 1,2 ved å justere for gjeldsstruktur ved bruk av Harris & Pringles formel.

Beta for flysikringstjenester

Avinor Flysikring sine flysikringstjenester deles inn i underveistjenester og andre tjenester (inkludert tårntjenester).

Det er antatt at underveistjenestene har mindre risiko enn lufthavntjenestene. Dette begrunnes i blant annet at underveistjenestene anses mindre eksponert mot de risikoer som lufthavner er utsatt for. Inntjening for underveistjenester svinger i liten grad og det er per i dag ingen andre tilbydere av underveistjenester. Disse beskrivelsene peker i retning av at risikoen i underveistjenester nærmer seg risikonivået for regulerte bransjer.

Underveistjenestene innehar mange av de karakteristikkene som kraftindustrien i Norge, som kan defineres som en regulert bransje. Denne industrien er derfor benyttet for å estimere en beta for underveistjenestene da det ikke finnes sammenlignbare børsnoterte selskaper. Dette gir en eiendelsbeta på 0,4 (se vedlegg 6 for kraftselskaper).

De øvrige flysikringstjenestene, inkludert tårntjenester, er antatt å ha lik beta som lufthavntjenester.

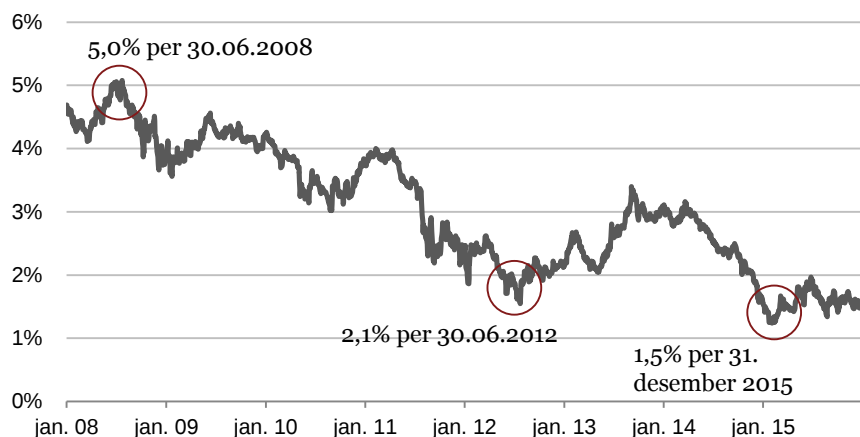
Betaene for underveistjenester og andre flysikringstjenester er vektet inn i beta for flysikringstjenester basert på bokførte verdier på varige driftsmidler tilhørende de ulike tjenestene per 31. desember 2015. Dette gir en vekting av beta for underveistjenester på 77% og 23% for andre flysikringstjenester, og gir dermed en eiendelsbeta på 0,4 for flysikringstjenester.

Gjeldskostnad

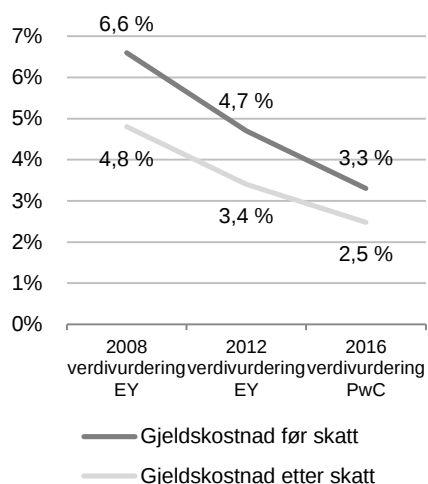
Gjeldskostnaden er satt til den vektet renten Avinor har på sine lån per 31. desember 2015 og tilsvarer 3,3%.

Nedgang i rentenivå er hovedårsaken til at avkastningsmålet for Avinor kan nedjusteres fra 6,1% til 5,1%

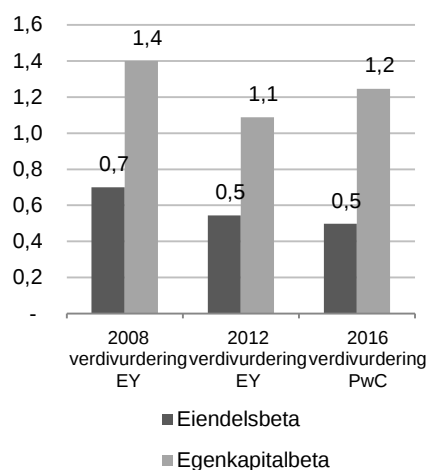
10-årig statsobligasjon, 2008-2015



Gjeldskostnad



Eiendels- og egenkapitalbeta



Endring i variabler i avkastningsmål

Avkastningsmålet til totalkapitalen har vært avtagende i perioden fra EY gjorde verdivurdering i juni 2008 til PwCs verdivurdering i 2016.

Nedgangen i avkastningsmål kan forklares av blant annet en nedgang i rentenivået fra verdivurderingen som ble gjort i 2008 til denne verdivurderingen. EY har, i likhet med PwC, lagt til grunn risikofri rente basert på 10-årig norsk statsobligasjon i sine estimater på avkastningsmål. I juni 2008 var risikofri rente på 5,0%, mens i juni 2012 hadde renten falt til 2,1% og per 31. desember 2015 var renten nede i 1,5%.

Vi observerer at også gjeldskostnaden har gått ned i samme periode. Dette henger sammen med lavere rentenivåer som gjør det billigere å låne penger. Samtidig har også skattenivået gått ned fra 28% i 2008 og 2012 til 25% i 2016, som påvirker gjeldskostnad etter skatt i motsatt retning.

Eiendelsbetaen benyttet i de ulike verdivurderingene har avtatt fra verdivurderingen i 2008 til PwCs verdivurdering per 31. desember 2015. Egenkapitalbetaen derimot er antatt å være høyere i PwCs vurdering, da PwC legger til grunn en gjeldsgrad på 1,5, mens EY har antatt 1,0.

For ytterligere detaljer se vedlegg 5.

Verdiskapningen i Avinor måles ved avkastningen på investert kapital

$$ROIC = \frac{EBIT \cdot (1 - s)}{\text{Investert kapital}}$$

$EBIT = \text{Driftsresultat}$

$s = \text{selskapets skattesats}$

$\text{Investert kapital} = \text{driftsmidler} + \text{netto arbeidskapital}$

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{Inntekter}} \cdot \frac{\text{Inntekter}}{\text{Investert kapital}} \cdot (1 - s)$$

$\text{Driftsmargin} = EBIT / \text{inntekter}$

$\text{Omløpshastighet investert kapital} = \text{inntekter} / \text{investert kapital}$

Beregning av avkastning

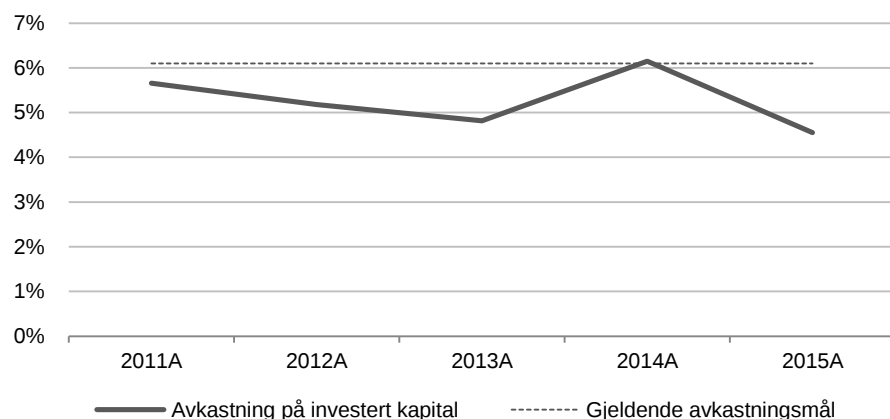
Rentabiliteten er et mål på avkastningen på kapitalen som er investert i selskapet. Avkastningen beregnes som forholdet mellom driftsresultat etter skatt og investert kapital.

Ved å dekomponere avkastningen på investert kapital ytterligere kan man analysere årsakene til eventuelle endringer i avkastning på investert kapital. Driftsmarginen måler hvor effektivt selskapet konverterer inntekter til fortjeneste, mens omløpshastigheten på investert kapital måler hvor effektivt selskapet utnytter sin investerte kapital.

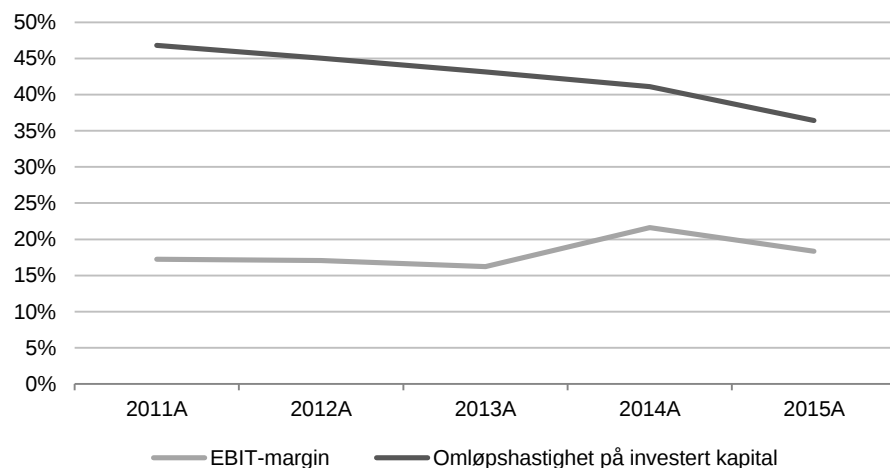
I det kommende vil vi benytte avkastning på investert kapital til å måle både den historiske avkastningen på investert kapital, samt den forventede fremtidige avkastning i Avinor.

Med unntak av 2014 har historisk avkastning på investert kapital vært under avkastningsmålet i perioden 2011 til 2015

Utvikling i avkastning på investert kapital



Utvikling i driftsmargin og omløpshastighet



Historisk avkastning på investert kapital

Figuren øverst til venstre viser avkastning på investert kapital i perioden 2011 til 2015. Avkastningsmålet som er benyttet i figuren tilsvarer gjeldende avkastningsmål.

Avkastningen på investert kapital har variert fra 4,6% i 2015 til 6,2% i 2014. Merk at avkastningen i 2014 var påvirket av en planendring i pensjonsordningen til Avinor (NOK 0,4mrd). Avkastningen i 2015 er justert for gevinsten fra salget av hotellet på Gardermoen (NOK 1,3mrd).

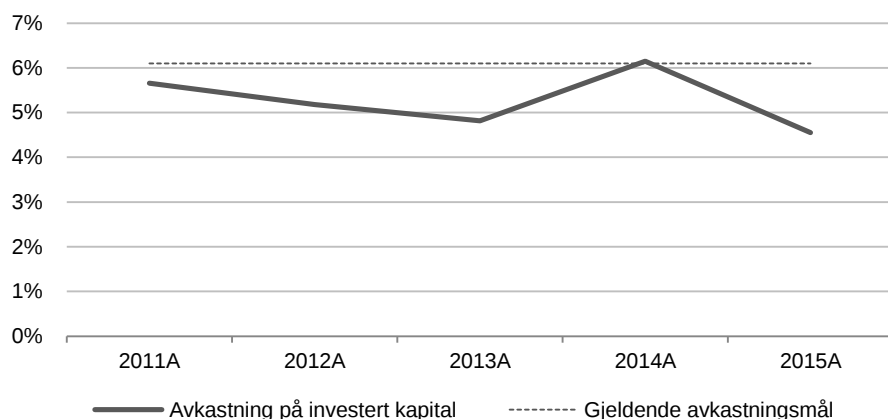
Nedenfor følger en kort forklaring på utviklingen i avkastning på investert kapital fra 2012 til 2015:

► 2012

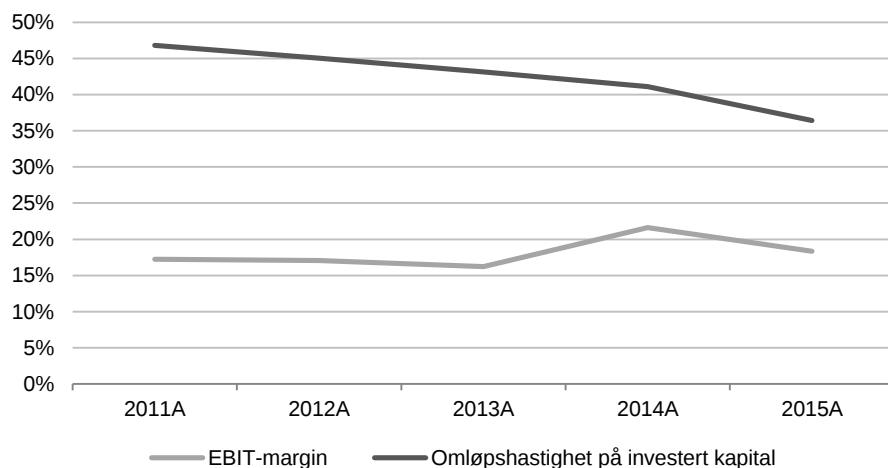
- Inntektene økte med 6% sammenlignet med 2011. Totale trafikkinntekter var på nivå med 2011, blant annet som følge av en reduksjon i sikkerhetsavgifter. De kommersielle inntektene økte med 12% fra 2011 til 2012
- Deler av 2012 var preget av engangshendelser som streik i sikkerhetskontrollen, i tillegg til en generell ustabil driftssituasjon særlig på Østlandet. Dette medførte at EBIT-marginen, til tross for økningen i inntekter, endte på nivå med 2011
- 2012 var preget av høye investeringer i lufthavnvirksomheten, blant annet på Oslo, Stavanger og Trondheim Lufthavn

Med unntak av 2014 har den historiske avkastningen på investert kapital vært under avkastningsmålet

Utvikling i avkastning på investert kapital



Utvikling i driftsmargin og omløpshastighet



► 2013

- Inntektsvekst på 9% sammenlignet med 2012, drevet primært av vekst kommersielle inntekter
- Fall i EBIT-margin som følge av kapasitetspress på de store flyplassene samt allokerste prosjektkostnader i forbindelse med utvidelsen av Oslo Lufthavn

► 2014

- Kraftig økning i EBIT og EBIT-margin, hovedsakelig som en konsekvens av planendringer i Avinors pensjonsordning (NOK 448m før skatt)
- Høye investeringer i lufthavnvirksomheten og innen navigasjonstjenester, samt nedgang i arbeidskapitalen som følge av høy leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld

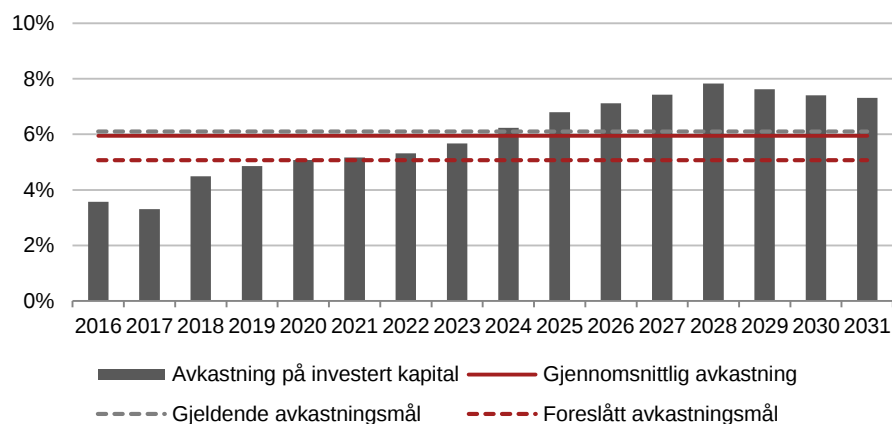
► 2015

- Avinors inntekter, justert for gevinsten relatert til salget av hotellet på Gardermoen (NOK 1,3mrd), var på nivå med 2014. Hovedårsaken til dette er en svak nedgang i antall passasjerer (0,2%) blant annet som følge av konjunkturutviklingen innen olje og gass.
- Det er gjort betydelige investeringer i varige driftsmidler i 2015, hovedsakelig som følge av utbyggingen på Oslo og Bergen Lufthavn.

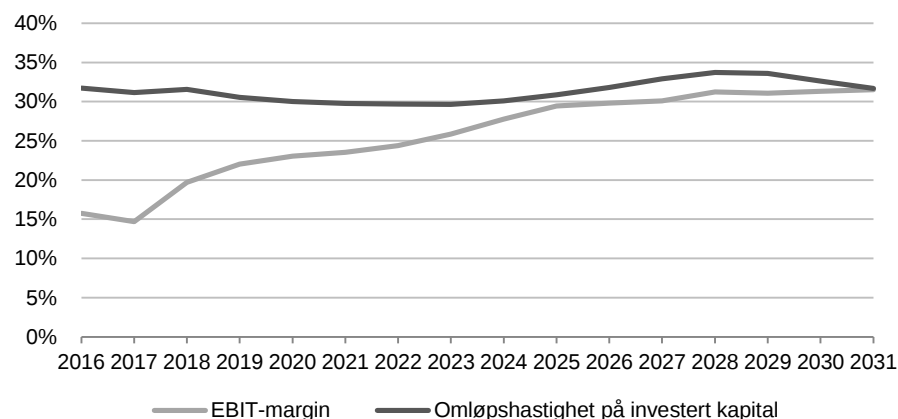
For ytterligere detaljer rundt utviklingen i investert kapital og de ulike komponentene som inngår i beregningen, vennligst referer til vedlegg 4.

Avkastning på investert kapital er ventet å øke kraftig i perioden etter ferdigstillelse av terminalutvidelsen ved Oslo og Bergen Lufthavn

Forventet utvikling i avkastning på investert kapital



Forventet utvikling i driftsmargin og omløpshastighet



Fremtidig utvikling i avkastning på investert kapital

Gjennomsnittlig avkastning på investert kapital i prognoseperioden er 5,9%, som er nær gjeldende avkastningsmål på 6,1% og noe over PwCs foreslåtte avkastningsmål på 5,1%.

I 2016 er det ventet en svak vekst i antall passasjerer, samtidig som inntekt per passasjer er ventet å falle noe. Som et resultat av dette er inntektene ventet å falle med 2% i 2016 (inntektene i 2015 er justert for gevinst fra salg av hotellet på Gardermoen). EBIT-marginen er lavere enn tidligere år som følge av at store deler av kostnadsbasen anses å være fast på helt kort sikt. Investeringene i 2016 er ventet å være høye som følge av terminalutvidelsene på Oslo og Bergen Lufthavn. Resultatet blir en forventet avkastning på investert kapital på 3,6%.

I 2017 er det ventet 2,9% passasjervekst, i tillegg til en vekst i inntekt per passasjer. Kostnadsbasen er ventet å øke i takt med inntekten, og som en konsekvens av dette er EBIT-marginen ventet å være på nivå med 2016. Terminalene på Oslo og Bergen Lufthavn er planlagt ferdigstilt i 2017 og året er preget av høye investeringer blant annet i forbindelse med dette. Avkastningen på investert kapital er ventet å være noe under nivået i 2016.

I perioden 2018 til 2028 stiger avkastningen på investert kapital. Forbedringer drives av inntektsvekst samt en bedring i EBIT-marginen som følge av at kostnadsbasen ligger forholdsvis fast. Videre avtar investeringene i perioden.

Fra 2028 er det planlagt utvidelse av rullebanen på Oslo Lufthavn, noe som øker investeringsnivået i perioden 2028 til 2031. Dette resulterer i at avkastningen på investert kapital er fallende.

Kapitalstruktur

Kapitalstruktur		53
11	Likviditetsanalyse	54
12	Egenkapitalandel	56
13	Utbyttegrad	57
14	Følsomhetsanalyser	58

I henhold til Avinors vedtekter skal ikke egenkapitalandelen være under 40%. Per 31. desember 2015 var egenkapitalandelen 45,4%

Egenkapitalandel

NOK i millioner	31.12.2015
Statslån	2 972
Obligasjonslån	8 856
Banklån	4 990
Annet	278
Sertifikatlån	400
1. års avdrag langsiktig gjeld	994
Virkelig verdi-justering obligasjonslån	(686)
Rentebærende gjeld	17 803
Egenkapital	14 832
Egenkapitalandel	45,4 %
Egenkapitalandel hensyntatt kontantbeholdning	47,9 %

Vedtektsbegrensninger

Avinors gjeldsfinansiering er begrenset av Selskapets vedtekter fastsatt av Samferdselsdepartementet (oppdatert 2. juni 2015) som i §11 fastslår følgende:

«Langsiktige lån til finansiering av anleggsmidler kan bare tas opp innenfor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke underskrider 40 prosent av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital. Ved inngåelse av langsiktige finansieringsavtaler kan det ikke stilles pant i enkelte eiendeler i Avinor AS, Oslo Lufthavn AS eller andre datterselskaper som inngår i konsernets basisvirksomhet.»

Kapitalstruktur per 31. desember 2015

Per 31. desember 2015 var egenkapitalen i Selskapet NOK 14,8mrd. Selskapets rentebærende gjeld bestod primært av statslån på NOK 3,0mrd, virkelig verdi-justert obligasjonslån på NOK 8,2mrd og banklån på NOK 5,0mrd. Avdragsprofilen innebærer en årlig nedbetaling på NOK 0,4mrd på statslånet. Obligasjonslånet består av seks deler som alle skal nedbetales i perioden 2016 til 2028. Forfallsstørrelsen varierer fra NOK 0,4mrd (2016) til EUR 0,3mrd (2025 og 2028). Banklånet har en varierende nedbetalingsprofil.

Avinor har også én uutnyttet trekkrettighet i bank på NOK 4mrd som utløper i 2020, samt ytterligere én uutnyttet trekkfasilitet under gjeldende hovedbankavtale som beløper seg til NOK 0,8mrd.

Egenkapitalandelen¹ per 31. desember 2015 er beregnet til 45,4%.

¹Egenkapitalandel er definert som bokført egenkapital prosent av bokført egenkapital og brutto rentebærende gjeld

Gitt forutsetningene i kontantstrømsanalysen vil Avinor i en periode ha en egenkapitalandel under kravet på 40%

Likviditetsanalyse 2016-2031

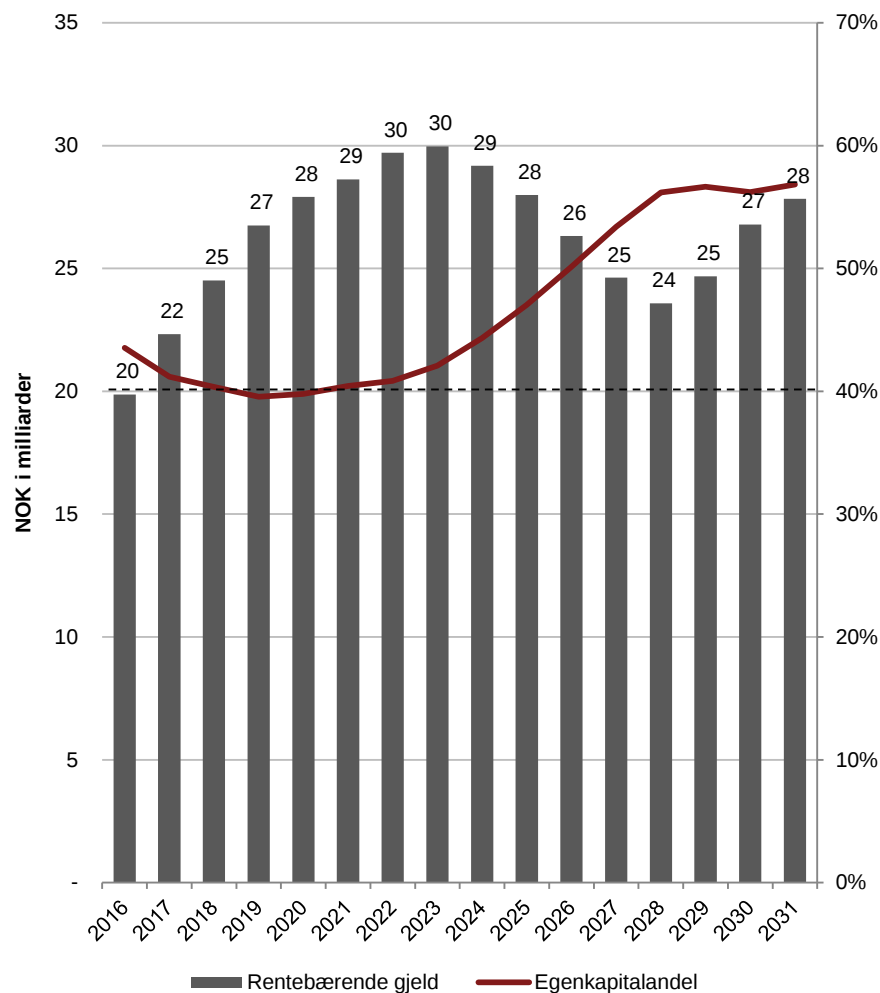
NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Resultat før skatt	1 317	1 074	1 807	2 138	2 320	2 470	2 696	3 020	3 463	3 865	4 083	4 397	4 883	5 126	5 428	5 731
+ Avskrivninger	1 602	1 770	1 841	1 851	2 007	2 110	2 187	2 234	2 232	2 257	2 386	2 418	2 290	2 240	2 269	2 245
- Skatt	(329)	(269)	(452)	(535)	(580)	(618)	(674)	(755)	(866)	(966)	(1 021)	(1 099)	(1 221)	(1 282)	(1 357)	(1 433)
= Tilført fra virksomheten	2 590	2 576	3 196	3 454	3 747	3 962	4 210	4 499	4 829	5 155	5 448	5 716	5 952	6 085	6 340	6 543
+ Endring i arbeidskapital	14	(144)	66	(69)	(344)	(16)	161	(346)	(248)	(59)	(117)	88	238	677	150	(413)
= (A) KS fra operasjonelle aktiviteter	2 604	2 431	3 263	3 385	3 402	3 946	4 370	4 153	4 581	5 096	5 331	5 805	6 191	6 762	6 490	6 130
- Investeringer	(4 827)	(4 297)	(4 950)	(4 858)	(3 701)	(3 715)	(4 419)	(3 255)	(2 494)	(2 473)	(2 128)	(2 471)	(3 370)	(5 823)	(6 387)	(4 739)
= (B) KS fra investeringsaktiviteter	(4 827)	(4 297)	(4 950)	(4 858)	(3 701)	(3 715)	(4 419)	(3 255)	(2 494)	(2 473)	(2 128)	(2 471)	(3 370)	(5 823)	(6 387)	(4 739)
- Nedbetaling av rentebærende gjeld	(1 007)	(671)	(673)	(1 415)	(1 231)	(3 466)	(773)	(579)	(380)	(320)	(320)	(320)	(2 320)	(320)	(320)	(3 687)
- Utbytte betalt i regnskapsperioden	(500)	(494)	(403)	(678)	(802)	(870)	(926)	(1 011)	(1 133)	(1 299)	(1 449)	(1 531)	(1 649)	(1 831)	(1 922)	(2 036)
- Aktiverte lånekostnader	(310)	(94)	(99)	(90)	(63)	(72)	(108)	(145)	(167)	(132)	(90)	(101)	(136)	(195)	(296)	(400)
= (C) KS fra finansieringsaktiviteter	(1 817)	(1 259)	(1 174)	(2 183)	(2 096)	(4 407)	(1 807)	(1 736)	(1 679)	(1 751)	(1 859)	(1 953)	(4 105)	(2 347)	(2 539)	(6 123)
(A+B+C) Netto likviditetsendring	(4 039)	(3 124)	(2 862)	(3 655)	(2 394)	(4 176)	(1 856)	(838)	408	872	1 343	1 381	(1 285)	(1 407)	(2 436)	(4 732)
Likviditet - inngående balanse	966															
Netto likviditet før lån	(3 073)	(3 124)	(2 862)	(3 655)	(2 394)	(4 176)	(1 856)	(838)	408	872	1 343	1 381	(1 285)	(1 407)	(2 436)	(4 732)
Opptak av lån	3 073	3 124	2 862	3 655	2 394	4 176	1 856	838	-	-	-	-	1 285	1 407	2 436	4 732
Minimumslikviditet	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Nedbetaling av lån	-	-	-	-	-	-	-	-	(408)	(872)	(1 343)	(1 381)	-	-	-	-
Netto likviditet etter lån	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Rentebærende gjeld	19 870	22 323	24 512	26 752	27 915	28 626	29 709	29 968	29 180	27 988	26 325	24 623	23 588	24 674	26 790	27 835
Egenkapitalandel	43,5 %	41,2 %	40,4 %	39,6 %	39,8 %	40,4 %	40,9 %	42,1 %	44,3 %	47,0 %	50,1 %	53,4 %	56,2 %	56,7 %	56,2 %	56,8 %

Likviditetsanalysen over bygger på samme forutsetninger som verdivurderingen i seksjon 5 i denne rapporten. I tillegg er det gjort følgende forutsetninger i analysen:

- Nedbetaling av rentebærende gjeld er i tråd med den finansielle virksomhetsplanen til Avinor
- Utbytte i prosent av konsernets resultat etter skatt («utbyttegraden») er antatt å være 50%, men er begrenset oppad til NOK 0,5mrd for perioden 2016 til 2017
- Det er en antatt en minimumslikviditet på NOK 0,7mrd, som i den finansielle virksomhetsplanen til Avinor

Avinor må redusere utbyttegraden, utsette enkelte investeringer eller få tilført egenkapital for å unngå en egenkapitalandel under 40%

Rentebærende gjeld og egenkapitalandel



Egenkapitalandel i prognoseperioden

Egenkapitalandelen er ventet å falle i perioden 2016 til 2019, da den er på det laveste på 39,6%. Dette er blant annet en konsekvens av høye investeringer i perioden, hovedsakelig som følge av utvidelse på Oslo og Bergen Lufthavn, samt en rekke mindre investeringer på de andre flyplassene. I tillegg påvirkes egenkapitalandelen negativt av at utbyttetaket på NOK 0,5mrd fjernes etter 2017.

Rentebærende gjeld er på det høyeste i 2023 og beløper seg til NOK 30,0mrd. Dette er primært et resultat av store investeringer i de foregående årene.

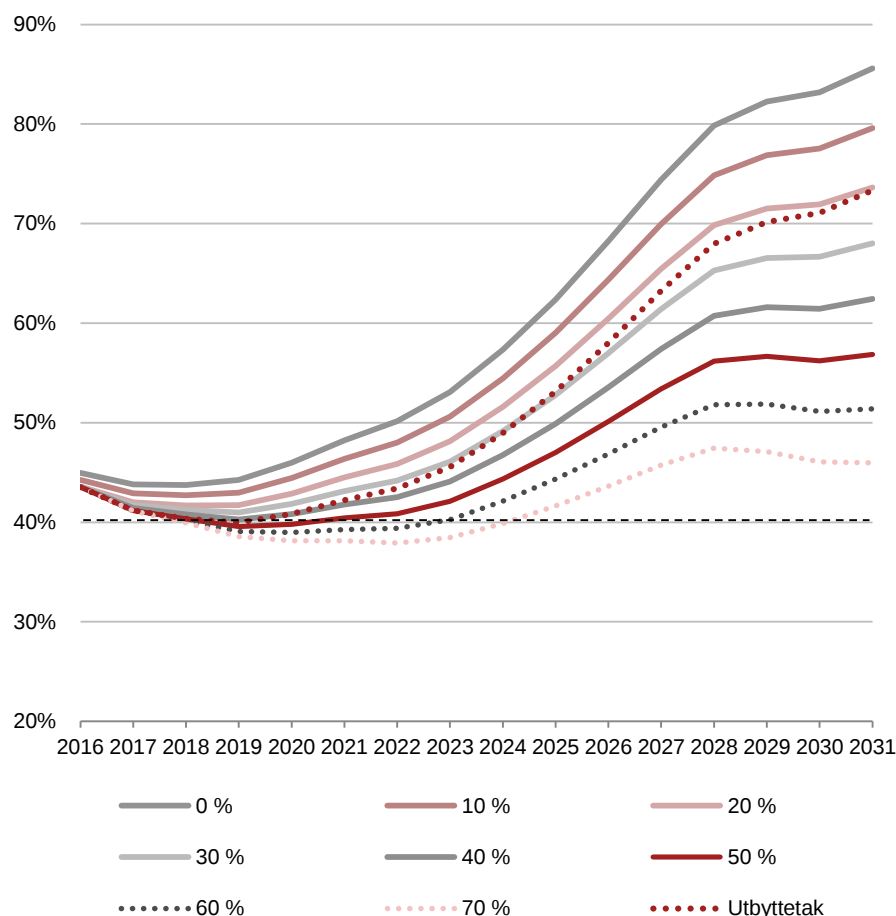
Merk for øvrig at det er lagt inn en minimums nettolikviditet på NOK 0,7mrd som ikke er medregnet i egenkapitalandelen.

Gitt forutsetningene må Avinor redusere utbyttegraden eller få tilført egenkapital for å unngå å komme i brudd med kravet om 40% egenkapitalandel. For ytterligere informasjon om dette, se neste side.

Alternativt til reduksjon av utbyttegrad eller tilførsel av egenkapital kan Avinor redusere investeringsnivået, enten ved å utsette investeringene eller ved å kutte noen investeringer helt. Den finansielle virksomhetsplanen inkluderer en rekke investeringer i perioden 2017-2019 som Avinor på nåværende ikke har forpliktet seg til. Disse har Avinor mulighet til å utsette eller kutte helt ut dersom de står i fare for å komme i brudd med egenkapitalkravet. Investeringene er først og fremst knyttet til kapasitetsutvidelser på Gardermoen og Stavanger Lufthavn, samt investeringer i ny terminal på Bergen Lufthavn.

Selskapet må tilføres NOK 0,2mrd i egenkapitaltilskudd eller redusere utbyttegraden til 40% for at egenkapitalandelen skal være 40% eller over i hele prognoseperioden

Egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader



Utbyttegrad

Figuren til venstre viser hvordan Avinors egenkapitalandel påvirkes av utbyttegraden. Utbyttegraden reduserer egenkapitalen til Avinor direkte og har følgelig stor innvirkning på selskapets egenkapitalandel. Ved dagens krav på 50% utbyttegrad, vil egenkapitalandelen falle under 40% allerede i 2019 da den også er på det laveste på 39,6%. Egenkapitalandelen i 2020 er estimert til 39,8%. Gitt forutsetningene som ligger til grunn for verdivurderingen må utbyttegraden reduseres til maksimalt 40% for at egenkapitalandelen skal være over 40% i hele perioden.

Dersom det innføres et årlig tak på utbytte i hele prognoseperioden vil egenkapitalkravet være tilfredsstillt i hele prognoseperioden. Figuren til venstre illustrerer hvordan egenkapitalandelen utvikler seg gitt et utbyttetak på NOK 0,5mrd per år.

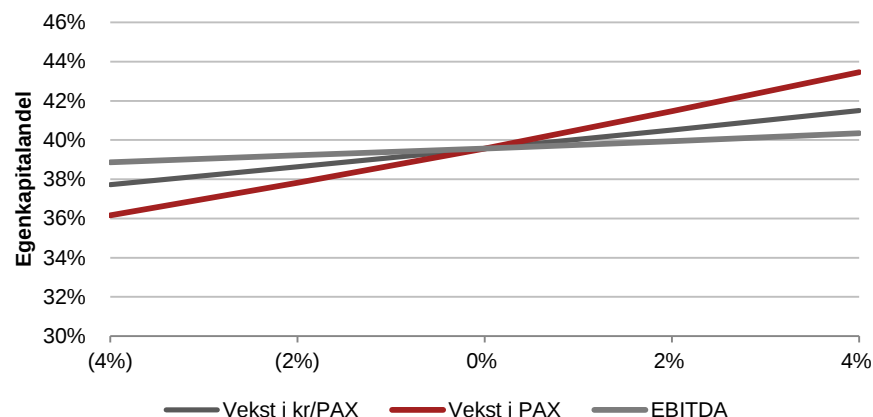
Fra 2021 til 2029, gitt 50% utbyttegrad, er egenkapitalandelen stigende og over 40% i hele perioden. Andelen stiger fra 40,4% i 2021 til 56,7% i 2029. Gitt forutsetningene i kontantstrømmen har Avinor i denne perioden mulighet til å øke utbyttegraden over 50% uten å være i brudd med kravet om 40% egenkapitalandel.

Egenkapitalbehov

Med en utbyttegrad på 50%, samt en utbyttebegrensning på NOK 0,5mrd i 2016 og 2017, må Avinor minimum få tilført NOK 0,2mrd i egenkapitaltilskudd for å sikre en egenkapitalandel over 40% i hele prognoseperioden. Ved en slik tilførsel vil egenkapitalandelen være 40% i 2019 og over 40% i de øvrige årene i prognoseperioden. Dersom utbyttegraden reduseres til maksimalt 40% vil det ikke være behov for egenkapitaltilskudd.

Selskapets egenkapitalandel er sensitiv for endringer i sentrale parametere som passasjervekst, vekst i kommersielle inntekter og investeringer

Egenkapitalandel 2019 gitt endringer i sentrale parametere



Effekt av endring i sentrale parametere

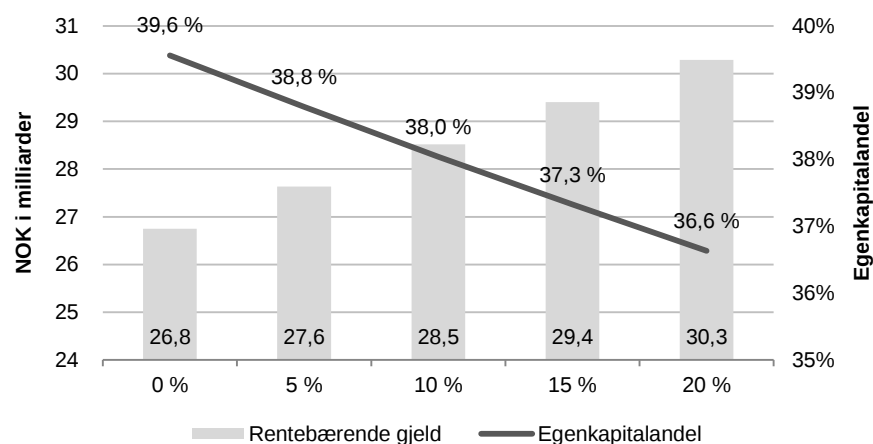
Likviditeten til Avinor og følgelig også egenkapitalandelen er sensitiv for endringer i sentrale parametere som passasjervekst (vekst i PAX), kommersielle inntekter per passasjer (kr/PAX), EBITDA og investeringer.

Figurene til venstre viser hvordan egenkapitalandelen i 2019 påvirkes av endringer i disse parameterne. 2019 er valgt fordi dette er tidspunktet da egenkapitalandelen er på det laveste nivået i prognoseperioden gitt forutsetningene som er benyttet i verdivurderingen.

Som figuren øverst til venstre viser er egenkapitalen sensitiv for endringer i passasjerveksten som har stor effekt på inntektene, da det påvirker både kommersielle inntekter og deler av trafikkinnntektene (passasjeravgift og securityavgift). Eksempelvis, dersom den årlige passasjerveksten blir 2% høyere enn det som er forutsatt i prognoseperioden vil egenkapitalandelen stige til 41,5% i 2019.

Figuren nederst til venstre viser effekten av investeringsoverskridelser på egenkapitalen. En overskridelse på 10% vil medføre at rentebærende gjeld i 2019 blir NOK 28,5mrd (mot 26,8mrd ved ingen overskridelse) og at egenkapitalandelen synker til 38,0% i samme året.

Egenkapitalandel i 2019 ved investeringsoverskridelse



Vedlegg

Vedlegg		59
1	Regelverk og samarbeidsavtaler	60
2	Metodikk	61
3	Kontantstrømanalyse per divisjon	63
4	Historisk avkastning på investert kapital	67
5	Sammenlignbare selskaper	68
6	Kilder	78
7	Ordliste	80

Nasjonale og internasjonale regelverk og samarbeidsavtaler

Politiske og regulatoriske rammeforhold

Grunnlaget for Avinors virksomhet er omfattende nasjonale og internasjonale regelverk, samt en rekke internasjonale samarbeidsavtaler. Rammeverket er kontinuerlig i endring og medfører stadig krav til effektivisering og behov for nye løsninger.

Nasjonale regelverk

Avinor er 100% eid av *Samferdselsdepartementet* som utøver myndighet gjennom rettslig regulering, kjøp av flytransporttjenester og tilskudd til ikke-statlige lufthavner. Forskrifter og standarder for luftfartsvirksomheten i Norge settes og kontrolleres av *Luftfartstilsynet*, et forvaltningsorgan underlagt samferdselsdepartementet med ansvar for at luftfartsvirksomheten i Norge utøves på en sikker og effektiv måte.

Internasjonalt regelverk og sentrale samarbeidsavtaler

Luftfart er en utpreget internasjonal bransje som er regulert gjennom internasjonale konvensjoner, avtaler, regler og standarder. *Den europeiske kommisjonen* utformer direktiver som innarbeides i norsk rett gjennom EØS-avtalen. EU kommisjonens siste luftfartsstrategi ble presentert 7. desember 2015.

EU og EØS-landene har i tillegg et felles-europeiske organ for sivil luftfart, med sete i Köln i Tyskland. *European Aviation Safety Agency (EASA)* er stiftet for å bevare og kontrollere sikkerheten innenfor sivil luftfart og er EUs regelverksprodusent og styresmakt på flysikkerhetsområdet.

Retninger for internasjonal flynavigasjon utarbeides av FN-organisasjonen *International Civil Aviation Organization (ICAO)* i samarbeid med organisasjons 191 medlemsland over hele verden, samt andre sentrale organisasjoner innenfor luftfart.

Flytrafikken i Europa styres og kontrolleres av *Eurocontrol*. Eurocontrol støtter implementeringen av «Single European Sky», EUs regelverk om etablering av et felleseuropeisk luftrom uten nasjonale grenser med mål om å effektivisere trafikkavviklingen og gi positive effekter for miljø, flysikkerhet og brukere i form av lavere avgifter. Norge er en del av luftromssamarbeidet «*North European Functional Airspace Block*» (*NEFAB*) mellom Norge, Estland, Finland og Latvia, der det første hovedmålet om etablering av Free Route Airspace i NEFAB ble gjennomført i november 2015.

For myndighetene er det viktig at det internasjonale regelverket blir tilpasset norske forhold, og det er en prioritert oppgave for regjeringen å følge og påvirke arbeidet i de internasjonale organisasjonene. Avinor er medlem i *Airports Council International (ACI)* og *Civil Air Navigation Services Organisation (CANSO)*, interesseorganisasjoner for henholdsvis lufthavn og flysikring, og er Avinors viktigste påvirkningskanaler inn mot EU. Avinor er i tillegg medlem av *Borealis*, en kommersiell forretningsallianse som inkluderer leverandører for flysikringstjenester i Danmark, Estland, Finland, Island, Irland, Latvia, Norge, Sverige og Storbritannia.

Generell verdivurderingsmetodikk

Kontantstrømsanalyse

Denne metoden baserer seg på at markedsverdien av en eiendel eller en forpliktelse er lik nåverdien av kontantstrømmer eiendelen eller forpliktelsen er forventet å generere i fremtiden. Kontantstrømmene diskonteres med et avkastningskrav som reflekterer både tidsverdien av penger samt risikoen tilknyttet kontantstrømmen. Overordnet består metoden av fire hovedsteg:

- Estimere fremtidige kontantstrømmer for en gitt prognoseperiode.
- Eventuelt estimere en terminalverdi (verdien av kontantstrømmer eiendelen eller forpliktelsen forventes å generere etter prognoseperioden).
- Estimere et avkastningskrav (WACC) og diskontere kontantstrømmene.
- Summere nåverdien av kontantstrømmene i prognoseperioden og terminalverdien for å beregne markedsverdien.

Markedsmetoden

Markedsmetoden benytter nøkkeltall fra noterte sammenlignbare selskaper og/eller oppkjøpstransaksjoner for å gi en indikasjon på markedsverdien av selskapet. I denne verdivurderingen har vi kun sett på noterte sammenlignbare selskaper. Denne metoden er benyttet som en kryss-sjekk mot verdien som fremkommer fra kontantstrømsanalysen.

Sammenlignbare selskaper - Denne metoden tar utgangspunkt i sammenlignbare børsnoterte selskaper og deres nøkkeltall (multipler) benyttes for å si noe om verdien på verdsettelsesobjektet.

Basert på markedsdata beregnes multipler for pris (egenkapitalverdi) og entrepriseverdi for sammenlignbare selskaper. Multiplene justeres gjerne for faktorer som størrelse, vekst, lønnsomhet, risiko og kapitalavkastning dersom de er avvikende fra verdsettelsesobjektet. Bloomberg-databasen benyttes for å hente ut nøkkeltallene. Markedsmultipler gir innsikt i investorenes forventninger og derigjennom indikasjon på verdien av verdsettelsesobjektet.

Gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad (WACC)

Gjennomsnittlig vektet kapitalkostnad – WACC

WACC – Avkastningen som kreves av gjeld- og egenkapitalinvestorene i selskapet, vektet med deres respektive andel av totalkapitalen. Nedenfor presenteres den konvensjonelle formelen for WACC og tilhørende definisjoner:

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{TC} + r_d \cdot \frac{D}{TC} (1 - T)$$

r_e = egenkapitalkostnad

E/TC = andel egenkapital av totalkapitalen

r_d = gjeldskostnad før skatt

D/TC = andel gjeld av totalkapitalen

T = effektiv skattesats

Gjeldskostnad – Et generelt estimat på den vektete gjennomsnittlige gjeldskostnaden for selskapet dersom det skulle refinansiere all gjeld på verdsettelsestidspunktet skal benyttes. For å reflektere skattefradrag for rentekostnader justeres gjeldskostnaden med den effektive skattesatsen.

Andel egenkapital og gjeld – Estimeres ved hjelp av optimal kapitalstruktur for verdsettelsesobjektets industri.

Egenkapitalkostnad – CAPM

Egenkapitalkostnad - Egenkapitalkostnaden estimeres ved hjelp av Capital Asset Pricing Model (CAPM). Modellen baserer seg på ideen om at en investor må kompenseres for to aspekter: tidsverdien av penger (r_f) og selskapets systematiske risiko, β .

$$CAPM: r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

r_f = risikofrirente

β = beta

$r_m - r_f$ = markedsrisikopremien

Risikofri rente - Risikofri rente settes normalt til effektiv avkastning på statsgaranterte papirer på verdivurderingstidspunktet.

Beta – Beta er et mål på kompensasjonen som investoren krever for å påta seg ekstra risiko. Beta fastsettes på grunnlag av statistikk for noterte, sammenliknbare selskaper. For å få et riktig mål på β justeres beta for selskapenes gjeldsstruktur.

Markedsrisikopremie - Markedsrisikopremien er basert på generell markedsrisiko.

Kontantstrømsanalyse per divisjon (1 av 4)

Kontantstrøm Oslo Lufthavn

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	5 039	5 489	6 257	6 608	6 996	7 267	7 550	7 844	8 150	8 469	8 774	9 092	9 435	9 791	10 154	10 496
EBITDA	2 537	2 787	3 444	3 789	4 159	4 392	4 527	4 778	5 065	5 377	5 656	5 834	6 013	6 060	6 250	6 388
<i>EBITDA-margin</i>	50 %	51 %	55 %	57 %	59 %	60 %	60 %	61 %	62 %	63 %	64 %	64 %	64 %	62 %	62 %	61 %
EBIT	1 786	1 973	2 660	3 044	3 307	3 517	3 641	3 897	4 219	4 525	4 705	4 878	5 111	5 175	5 313	5 430
<i>EBIT-margin</i>	35 %	36 %	43 %	46 %	47 %	48 %	48 %	50 %	52 %	53 %	54 %	54 %	54 %	53 %	52 %	52 %
NOPAT	1 340	1 480	1 995	2 283	2 480	2 638	2 731	2 923	3 164	3 394	3 529	3 659	3 834	3 881	3 985	4 073
Endring arbeidskapital	(288)	(34)	11	(30)	(404)	37	133	(126)	(101)	(49)	(193)	115	229	605	306	(397)
Avskrivninger	751	813	784	745	852	875	885	881	847	852	951	956	901	885	937	958
Investeringer	(2 054)	(2 020)	(2 381)	(2 456)	(1 100)	(1 352)	(1 873)	(1 511)	(1 271)	(1 251)	(656)	(1 139)	(2 046)	(4 266)	(5 475)	(3 941)
Kontantstrøm	(252)	239	409	543	1 828	2 197	1 876	2 167	2 638	2 946	3 631	3 591	2 917	1 105	(247)	693

Kontantstrøm Bergen Lufthavn

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	1 118	1 199	1 356	1 407	1 455	1 503	1 553	1 607	1 663	1 721	1 782	1 845	1 911	1 982	2 055	2 123
EBITDA	608	562	717	744	776	778	808	861	902	945	990	1 037	1 091	1 145	1 202	1 253
<i>EBITDA-margin</i>	54 %	47 %	53 %	53 %	53 %	52 %	52 %	54 %	54 %	55 %	56 %	56 %	57 %	58 %	58 %	59 %
EBIT	518	420	529	546	564	558	578	626	673	710	753	795	846	893	945	998
<i>EBIT-margin</i>	46 %	35 %	39 %	39 %	39 %	37 %	37 %	39 %	40 %	41 %	42 %	43 %	44 %	45 %	46 %	47 %
NOPAT	389	315	397	409	423	418	433	469	505	533	565	597	634	670	709	748
Endring arbeidskapital	209	(266)	(52)	(27)	(22)	21	(34)	(18)	17	(21)	6	(14)	4	(7)	(7)	(10)
Avskrivninger	90	142	188	198	211	220	230	236	229	235	238	241	245	252	256	256
Investeringer	(1 638)	(545)	(430)	(332)	(260)	(346)	(225)	(187)	(271)	(210)	(253)	(219)	(257)	(254)	(251)	(236)
Kontantstrøm	(951)	(354)	102	248	353	314	404	500	481	537	555	605	627	661	707	758

Kontantstrømsanalyse per divisjon (2 av 4)

Kontantstrøm Stavanger Lufthavn

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	944	975	1 005	1 039	1 062	1 098	1 137	1 176	1 218	1 261	1 306	1 354	1 399	1 447	1 496	1 543
EBITDA	536	553	579	605	619	647	676	694	726	759	795	831	858	888	919	954
<i>EBITDA-margin</i>	57 %	57 %	58 %	58 %	58 %	59 %	59 %	59 %	60 %	60 %	61 %	61 %	61 %	61 %	61 %	62 %
EBIT	462	454	472	495	512	535	561	577	604	635	663	693	725	749	773	812
<i>EBIT-margin</i>	49 %	47 %	47 %	48 %	48 %	49 %	49 %	49 %	50 %	50 %	51 %	51 %	52 %	52 %	52 %	53 %
NOPAT	346	340	354	371	384	402	421	433	453	476	498	520	543	562	580	609
Endring arbeidskapital	(140)	28	(27)	(16)	(14)	8	23	(8)	(21)	9	54	(31)	(3)	10	(102)	(7)
Avskrivninger	75	99	107	110	107	112	115	117	122	124	131	138	134	139	146	141
Investeringer	(187)	(304)	(209)	(160)	(112)	(155)	(258)	(241)	(176)	(227)	(452)	(352)	(352)	(402)	(22)	(10)
Kontantstrøm	95	163	225	305	365	366	301	301	378	383	231	275	323	309	602	733

Kontantstrøm Trondheim Lufthavn

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	712	733	763	799	828	842	894	936	972	1 005	1 043	1 082	1 124	1 167	1 211	1 250
EBITDA	366	366	394	420	435	439	473	501	528	552	581	610	641	675	727	756
<i>EBITDA-margin</i>	51 %	50 %	52 %	53 %	53 %	52 %	53 %	54 %	54 %	55 %	56 %	56 %	57 %	58 %	60 %	60 %
EBIT	280	283	309	326	328	323	345	366	390	412	439	469	506	548	603	637
<i>EBIT-margin</i>	39 %	39 %	40 %	41 %	40 %	38 %	39 %	39 %	40 %	41 %	42 %	43 %	45 %	47 %	50 %	51 %
NOPAT	210	212	231	245	246	242	258	275	293	309	330	352	380	411	452	477
Endring arbeidskapital	(107)	12	83	(4)	(9)	15	(24)	(80)	5	(11)	(14)	(9)	(4)	(4)	11	(19)
Avskrivninger	85	83	85	94	107	116	128	135	138	139	141	141	135	126	125	120
Investeringer	(81)	(128)	(462)	(458)	(427)	(484)	(408)	(113)	(143)	(110)	(71)	(50)	(50)	(50)	(110)	(50)
Kontantstrøm	107	180	(63)	(124)	(83)	(110)	(46)	217	292	327	386	434	461	484	478	528

Kontantstrømsanalyse per divisjon (3 av 4)

Kontantstrøm Regionale Lufthavner

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	1 451	1 476	1 524	1 571	1 618	1 664	1 723	1 778	1 833	1 885	1 936	1 988	2 043	2 098	2 147	2 200
EBITDA	(828)	(892)	(932)	(987)	(1 043)	(1 080)	(1 039)	(1 048)	(1 051)	(1 064)	(1 080)	(1 091)	(1 085)	(1 088)	(1 101)	(1 112)
EBITDA-margin	-57 %	-60 %	-61 %	-63 %	-64 %	-65 %	-60 %	-59 %	-57 %	-56 %	-56 %	-55 %	-53 %	-52 %	-51 %	-51 %
EBIT	(1 235)	(1 290)	(1 344)	(1 413)	(1 474)	(1 532)	(1 514)	(1 544)	(1 569)	(1 593)	(1 617)	(1 633)	(1 611)	(1 605)	(1 612)	(1 618)
EBIT-margin	-85 %	-87 %	-88 %	-90 %	-91 %	-92 %	-88 %	-87 %	-86 %	-85 %	-84 %	-82 %	-79 %	-76 %	-75 %	-74 %
NOPAT	(926)	(968)	(1 008)	(1 060)	(1 105)	(1 149)	(1 135)	(1 158)	(1 177)	(1 195)	(1 213)	(1 225)	(1 208)	(1 203)	(1 209)	(1 214)
Endring arbeidskapital	155	57	43	(25)	49	14	69	(61)	(108)	18	(7)	28	(8)	54	(69)	10
Avskrivninger	407	398	412	427	431	452	475	496	518	529	537	542	526	517	510	507
Investeringer	(466)	(673)	(837)	(723)	(894)	(894)	(1 179)	(925)	(489)	(536)	(484)	(566)	(508)	(691)	(395)	(401)
Kontantstrøm	(831)	(1 185)	(1 390)	(1 382)	(1 519)	(1 576)	(1 770)	(1 648)	(1 256)	(1 184)	(1 166)	(1 221)	(1 199)	(1 323)	(1 162)	(1 099)

Kontantstrøm Flysikring

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	1 965	2 094	2 166	2 225	2 296	2 315	2 340	2 346	2 354	2 367	2 381	2 398	2 402	2 418	2 430	2 441
EBITDA	149	204	244	278	320	344	385	407	443	484	448	413	363	327	283	235
EBITDA-margin	8 %	10 %	11 %	12 %	14 %	15 %	16 %	17 %	19 %	20 %	19 %	17 %	15 %	14 %	12 %	10 %
EBIT	68	94	110	131	159	166	192	204	238	280	237	194	173	154	128	96
EBIT-margin	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	7 %	8 %	9 %	10 %	12 %	10 %	8 %	7 %	6 %	5 %	4 %
NOPAT	51	70	82	99	119	124	144	153	179	210	178	145	130	116	96	72
Endring arbeidskapital	166	49	(23)	7	1	(31)	(12)	(41)	(20)	(10)	17	7	16	12	6	11
Avskrivninger	81	110	134	146	161	178	193	202	204	204	211	219	190	172	154	139
Investeringer	(249)	(485)	(387)	(399)	(384)	(286)	(273)	(135)	(93)	(87)	(109)	(92)	(107)	(107)	(82)	(71)
Kontantstrøm	49	(255)	(194)	(147)	(103)	(14)	52	179	271	317	297	280	229	193	175	151

Kontantstrømsanalyse per divisjon (4 av 4)

Kontantstrøm Eiendomsdivisjon

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	219	210	208	213	219	245	260	281	286	291	300	305	301	307	295	300
EBITDA	169	183	181	185	190	215	229	250	254	258	265	270	265	269	257	261
EBITDA-margin	77 %	87 %	87 %	87 %	87 %	88 %	88 %	89 %	89 %	89 %	88 %	88 %	88 %	88 %	87 %	87 %
EBIT	101	116	115	117	120	141	161	180	182	192	201	206	202	208	199	205
EBIT-margin	46 %	55 %	55 %	55 %	55 %	58 %	62 %	64 %	64 %	66 %	67 %	68 %	67 %	68 %	67 %	69 %
NOPAT	76	87	87	88	90	106	120	135	137	144	151	155	152	156	149	154
Endring arbeidskapital	(195)	(14)	31	5	55	(68)	12	(13)	(24)	(0)	13	(13)	(0)	(0)	(0)	(0)
Avskrivninger	68	67	66	68	70	74	69	70	71	66	64	63	63	62	58	55
Investeringer	(45)	(3)	(122)	(142)	(355)	(95)	(140)	(90)	-	-	(50)	-	-	-	-	-
Kontantstrøm	(97)	137	61	18	(140)	17	61	102	185	210	178	205	214	217	207	209

Kontantstrøm Stabsfunksjon

NOK i millioner	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsinntekter	707	726	741	766	779	792	805	828	841	855	869	883	897	902	917	932
EBITDA	(281)	(344)	(366)	(364)	(368)	(375)	(383)	(381)	(388)	(395)	(405)	(415)	(424)	(443)	(453)	(462)
EBITDA-margin	-40 %	-47 %	-49 %	-47 %	-47 %	-47 %	-48 %	-46 %	-46 %	-46 %	-47 %	-47 %	-47 %	-49 %	-49 %	-50 %
EBIT	(327)	(401)	(430)	(426)	(437)	(458)	(476)	(479)	(491)	(502)	(518)	(532)	(520)	(531)	(534)	(531)
EBIT-margin	-46 %	-55 %	-58 %	-56 %	-56 %	-58 %	-59 %	-58 %	-58 %	-59 %	-60 %	-60 %	-58 %	-59 %	-58 %	-57 %
NOPAT	(245)	(301)	(323)	(319)	(327)	(344)	(357)	(359)	(368)	(377)	(389)	(399)	(390)	(399)	(401)	(398)
Endring arbeidskapital	214	23	2	22	(1)	(12)	(6)	2	4	5	5	5	4	6	4	(0)
Avskrivninger	46	57	65	62	68	83	92	98	103	108	113	117	96	88	82	69
Investeringer	(105)	(140)	(121)	(188)	(168)	(104)	(63)	(55)	(52)	(53)	(53)	(53)	(50)	(53)	(51)	(31)
Kontantstrøm	(91)	(361)	(377)	(423)	(429)	(377)	(334)	(314)	(314)	(317)	(324)	(330)	(340)	(358)	(366)	(360)

Beregning av historisk avkastning på investert kapital

Historisk avkastning på investert kapital

NOK i millioner	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A
Driftsinntekter	7 871	8 622	9 152	9 978	10 671	10 723
Driftsresultat (EBIT)	1 745	1 485	1 562	1 620	2 305	1 966
Skatt	(489)	(416)	(437)	(437)	(622)	(531)
Driftsresultat etter skatt	1 256	1 069	1 125	1 183	1 683	1 435
Investert kapital						
Varige driftsmidler	18 706	20 061	22 808	25 579	28 955	33 122
Varer	16	14	16	25	22	24
Depositum, skattetrekk ol.						180
Fordringer	1 037	1 117	1 243	1 423	1 405	1 379
Leverandørgjeld	(469)	(599)	(591)	(482)	(800)	(441)
Skyldig offentlige avgifter	(225)	(228)	(160)	(173)	(187)	(247)
Betalbar skatt	(246)	(352)	(358)	(383)	(278)	(336)
Annen kortsiktig gjeld (eks. avdrag på lån)	(873)	(1 101)	(1 236)	(1 433)	(1 754)	(2 173)
Arbeidskapital (NWC)	(760)	(1 149)	(1 087)	(1 022)	(1 591)	(1 614)
Netto investert kapital	17 946	18 911	21 721	24 557	27 364	31 509
Avkastning på investert kapital	7,0 %	5,7 %	5,2 %	4,8 %	6,2 %	4,6 %
Gjeldende avkastningsmål	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %
EBIT-margin	22,2 %	17,2 %	17,1 %	16,2 %	21,6 %	18,3 %
Omløpshastighet på investert kapital	41,8 %	46,8 %	45,0 %	43,1 %	41,1 %	36,4 %

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Lufthavntjenester (1 av 3)

Selskap	Beskrivelse
ADP	Aéroports de Paris (ADP) driver alle de sivile flyplasser i Paris-området. Selskapet utvikler og driver småfly-flyplasser. ADP tilbyr flytransport-relaterte tjenester og forretningstjenester som for eksempel kontorutleie .
FLUGHAFEN WIEN AG	Flughafen Wien AG forvalter, vedlikeholder og driver Vienna International Airport og Voslau Airfield. Selskapet tilbyr terminaltjenester, håndtering av bagasje og annen last I tillegg til utleie av butikk- og restaurantlokaler samt hotell lokalisert ved flyplassen til tredjepartsoperatører og bedrifter.
FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	Flughafen Zuerich AG driver Zurich Airport. Selskapet bygger, leier ut og opprettholder flyplassen infrastruktur og utstyr.
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide tilbyr flyplasstjenester. Selskapet driver Frankfurt-Main, Frankfurt-Hahn og andre tyske flyplasser, flyplassen i Lima, Peru, og den internasjonale terminalen i Antalya, Tyrkia. Fraport tilbyr også tjenester til nasjonale og internasjonale operatører inkludert trafikk-, anleggs- og terminalledelse, samt bakketjenester og sikkerhet.
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	Københavns Lufthavne A/S (Copenhagen Airports A/S - CPH) eier og driver Kastrup, den internasjonale flyplassen i København, og Roskilde flyplass. Selskapet tilbyr tjenester innen trafikkstyring , vedlikehold og sikkerhetstjenester , samt forvalter flyplassenes kjøpesenter og andre flyplassprosjekter. Københavns Lufthavne har også investert i flyplasser i Mexico, England og Kina.
BBA AVIATION PLC	BBA Aviation PLC tilbyr flyvningsstøtte og ettermarkedstjenester og -systemer. Selskapets støttetjenester omfatter bensinstasjoner , håndtering av last, bakketjenester og andre tjenester. BBAs ettermarkedetstjenester og systemer inkluderer overhaling av jetmotorer, levering av flydeler, design, produksjon og overhaling av understell, fly-hydraulikk og annet flyutstyr.
SAVE SPA	SAVE SpA driver Marco Polo Airport i Venezia, Italia. Selskapet opererer gjennom konsesjon fra Italias samferdselsdepartement.
MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	Malta International Airport PLC driver Malta Internasjonale Flyplass.
AENA SA	Aena S.A. driver de kommersielle fly- og helikopterplassene i Spania. Selskapet, gjennom sine datterselskaper, deltar også i forvaltningen av flyplasser i utlandet.

Kilde: Bloomberg

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Lufthavntjenester (2 av 3)

Selskap	Beskrivelse
TOSCANA AEROPORTI SPA	Toscana Aeroporti S.p.A. er forvaltningsselskapet for flyplasser i Firenze og Pisa. Selskapet tilbyr flyreiser rundt om i verden.
GEMINA SPA	Gemina S.p.A. er et holdingselskap. Selskapets datterselskaper er aktive i driften av flyplasser, taxfree-butikker, helikopterredningstjenester, parkeringsfasiliteter, reklame, catering, og fremleie. Gemina sin luftfartsvirksomhet omfatter blant annet flyplassrettigheter, håndtering, sikkerhet og andre tjenester.
AEROPORTO DI FIRENZE SPA	Aeroporto di Firenze S.p.A. driver Amerigo Vespucci Airport i Firenze, Italia. Selskapets inntekter kommer fra avgifter fra flyselskapene, utleie av butikkområder og lokaler til bilutleiefirmaer o.l., shuttlebussoperatører og reklame.
CELEBI HAVA SERVISI	Celebi Hava Servisi A.S. tilbyr bakketjenester til norske, utenlandske og charterselskaper i Tyrkia. Selskapet laster og lossrer bagasje og frakt, tilbyr trafikkontroll, flyservering og vedlikeholdstjenester. Selskapet selger også flydrivstoff.
SYDNEY AIRPORT	Sydney Airport driver flyplassen i Sydney, Australia. Selskapet utvikler og vedlikeholder flyplassens infrastruktur og leier ut terminalplass til flyselskaper og detaljister.
AIRPORTS OF THAILAND PCL	Airports of Thailand Public Company Ltd. driver Bangkok International Airport (Don Muang) og New Bangkok International Airport (Suvarnabhumi). Selskapet driver også provinsielle flyplasser i Chiang Mai, Chiang Rai, Hat Yai og Phuket.
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	Beijing Capital International Airport Company Limited tilbyr både luftfart og ikke-aeronautiske virksomhet på flyplassen i Beijing. Selskapet tilbyr tjenester innen flybevegelse og passasjerfasiliteter, sikkerhet, brannslukking samt bakketjenester. I tillegg driver Beijing Capital taxfree og andre butikker og leier ut eiendommer.
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	Auckland International Airport Limited eier og driver Auckland International Airport. Flyplassen har én enkelt rullebane, en internasjonal terminal og to nasjonale terminaler. Flyplassen har også kommersielle anlegg som inkluderer flyfrakttjenester, bilutleie, banktjenester og kontorbygg.

*Kilde: Bloomberg

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Lufthavntjenester (2 av 3)

Selskap	Beskrivelse
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	Shanghai International Airport Co., Ltd driver Pudong flyplass og Hongqiao flyplass i Shanghai. Selskapet tilbyr et bredt spekter av tjenester, inkludert flykontroll, terminalledelse, håndtering av last, reklame, utleie og andre relaterte tjenester.
SHENZHEN AIRPORT CO-A	Shenzhen Airport Co, Ltd tilbyr transporttjenester for passasjerer på flyplassterminaler og tjenester innen last. Selskapet leier også ut flyplasslounger, designer og publiserer reklame, og tilbyr billettjenester.
SATS LTD	SATS Limited tilbyr integrerte bakke- og cateringtjenester på Singapore Changi Airport. Selskapet tilbyr også tjenester innen luftfartssikkerhet, vask av fly og håndtering av bagasje og annen last.
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	Malaysia Airports Holdings Berhad er et investerings- og holdingselskap. Selskapet, gjennom sine datterselskaper, tilbyr ledelse, vedlikehold og drift av utpekte flyplasser. Malaysia Airports driver også tax-free og ikke-tollfrie butikker samt serveringssteder på flyplassene.
JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	Japan Airport Terminal Co, Ltd bygger, administrerer og vedlikeholder passasjerterminaler og flyplasstjenester på flyplassene Haneda og Narita. Selskapet leverer tjenester innen parkering, driver souvenir- og tax-free butikker. Japan Airport Terminal, gjennom sine datterselskaper, forvalter restauranter og catering.
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	Grupo Aeroportuario del Sureste S.A.B. de C.V. driver flyplassene i Mexico. Selskapet operer på konsensjoner å 50 år fra 1998 og administrerer flyplasser i Cancun, Cozumel, Merida, Oaxaca, Veracruz, Huatulco, Tapachula, Minatitlan, og Villahermosa.
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	Guangzhou Baiyun International Airport Co., Ltd driver Guangzhou Baiyun International Airport og tilbyr relaterte transporttjenester, herunder på bakken, for passasjer, lagring, vedlikehold og reparasjoner av fly og andre tjenester. Selskapet tilbyr også mat og reklamevirksomhet.

Kilde: Bloomberg

Nøkkeltall – Lufthavnstjenester

Selskap	EBITDA-margin					EBIT-margin					Vekst i driftsinntekter			
	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 014	2 015	2 016	2 017
ADP	38,6%	39,5%	40,3%	41,2%	41,9%	22,1%	23,5%	25,5%	26,4%	27,4%	1,3%	5,0%	3,1%	3,7%
FLUGHAFEN WIEN AG	38,9%	39,7%	40,6%	41,2%	41,7%	18,1%	19,0%	20,9%	22,3%	23,3%	1,3%	4,2%	3,5%	3,0%
FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	54,1%	54,4%	50,0%	54,0%	54,2%	31,0%	30,6%	26,7%	30,9%	31,6%	(1,2%)	2,5%	0,1%	2,8%
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	30,8%	33,0%	32,6%	32,9%	33,7%	18,5%	20,2%	20,2%	20,8%	21,6%	0,8%	9,3%	4,1%	5,8%
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	54,8%	55,7%	56,0%	NA	NA	37,7%	38,2%	39,3%	NA	NA	6,1%	5,0%	NA	NA
BBA AVIATION PLC	10,8%	10,0%	12,6%	14,6%	15,3%	7,6%	6,6%	9,0%	10,8%	11,9%	3,2%	(3,4%)	25,6%	5,4%
SAVE SPA	39,7%	39,3%	42,5%	45,4%	45,5%	32,0%	31,3%	31,3%	32,8%	30,7%	3,1%	17,1%	10,4%	3,1%
MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	50,9%	52,5%	53,3%	NA	NA	41,4%	42,4%	43,4%	NA	NA	9,4%	4,2%	NA	NA
AENA SA	53,5%	59,8%	59,0%	59,2%	59,1%	25,4%	33,7%	34,6%	35,9%	36,8%	7,1%	11,8%	3,0%	2,6%
TOSCANA AEROPORTI SPA	15,8%	16,2%	16,2%	NA	NA	9,6%	10,5%	9,6%	NA	NA	8,3%	73,6%	(37,4%)	NA
GEMINA SPA	55,5%	58,8%	60,2%	NA	NA	31,3%	32,5%	34,2%	NA	NA	17,4%	17,9%	(5,2%)	NA
AEROPORTO DI FIRENZE SPA	16,1%	20,0%	NA	NA	NA	7,6%	11,7%	NA	NA	NA	10,3%	NA	NA	NA
CELEBI HAVA SERVISI	17,7%	19,9%	20,8%	20,6%	20,8%	11,2%	14,7%	16,5%	16,0%	17,4%	22,4%	15,4%	4,9%	9,1%
SYDNEY AIRPORT	80,1%	81,5%	81,9%	82,2%	82,5%	53,2%	53,5%	57,6%	58,2%	60,0%	4,3%	6,1%	8,8%	6,0%
AIRPORTS OF THAILAND PCL	53,9%	56,3%	67,6%	60,4%	61,5%	40,9%	41,3%	53,5%	48,1%	49,7%	2,1%	17,0%	10,6%	9,9%
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	52,9%	50,3%	51,6%	51,9%	53,7%	31,6%	31,3%	32,4%	33,1%	40,8%	6,0%	8,9%	5,1%	4,4%
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	77,0%	78,9%	75,5%	76,3%	76,9%	62,4%	64,9%	62,1%	62,9%	63,9%	6,3%	6,5%	12,8%	6,7%
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	56,9%	53,4%	54,9%	56,8%	56,9%	38,6%	37,8%	39,0%	43,1%	45,6%	10,3%	14,8%	15,3%	11,7%
SHENZHEN AIRPORT CO-A	38,5%	32,3%	34,4%	35,7%	33,4%	29,2%	16,0%	18,5%	19,6%	19,5%	16,6%	6,7%	10,7%	9,4%
SATS LTD	13,9%	14,0%	16,7%	17,1%	16,9%	9,6%	10,2%	12,5%	12,9%	13,0%	(1,9%)	(1,9%)	2,7%	6,0%
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	21,0%	22,1%	36,0%	36,5%	36,8%	14,2%	10,0%	15,5%	18,6%	19,4%	(18,4%)	12,7%	8,1%	7,1%
JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	12,9%	12,6%	11,9%	12,5%	12,8%	4,2%	5,7%	6,6%	10,1%	10,7%	17,9%	21,3%	13,7%	6,6%
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	60,4%	61,5%	55,5%	60,6%	64,2%	52,7%	53,8%	49,6%	54,1%	57,6%	8,0%	38,9%	3,7%	7,2%
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	39,1%	40,2%	40,6%	40,9%	40,4%	25,9%	27,9%	30,7%	32,0%	32,8%	7,6%	4,1%	5,1%	4,8%
Average	41,0 %	41,7 %	43,9 %	44,2 %	44,6 %	27,3 %	27,8 %	30,0 %	31,0 %	32 %	6,2 %	12,9 %	5,2 %	6,1 %
Median	39,4 %	40,0 %	42,5 %	41,2 %	41,9 %	27,5 %	29,2 %	30,7 %	30,9 %	31 %	6,2 %	8,9 %	5,1 %	6,0 %

Kilder: JP Morgan, Bloomberg

Beta – Lufthavnstjenester

Selskap	Land	EK-beta	# obs	5 års G/EK	Eiendels-beta
ADP	FR	0,6	60,0	0,4	0,4
FLUGHAFEN WIEN AG	AT	0,5	60,0	0,6	0,3
FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	CH	0,5	60,0	0,3	0,4
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	DE	0,8	60,0	0,7	0,5
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	DK	NA	60,0	NA	NA
BBA AVIATION PLC	GB	0,7	60,0	0,2	0,6
SAVE SPA	IT	NA	60,0	NA	NA
MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	MT	NA	60,0	NA	NA
AENA SA	ES	NA	NA	NA	NA
TOSCANA AEROPORTI SPA	IT	NA	60,0	NA	NA
GEMINA SPA	IT	NA	35,0	NA	NA
AEROPORTO DI FIRENZE SPA	IT	NA	53,0	NA	NA
CELEBI HAVA SERVISI	TR	1,5	60,0	0,5	1,0
SYDNEY AIRPORT	AU	NA	60,0	NA	NA
AIRPORTS OF THAILAND PCL	TH	NA	60,0	NA	NA
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	CN	0,5	60,0	0,6	0,3
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	NZ	NA	60,0	NA	NA
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	CN	NA	60,0	NA	NA
SHENZHEN AIRPORT CO-A	CN	0,7	60,0	0,1	0,7
SATS LTD	SG	0,5	60,0	-	0,5
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	MY	0,8	60,0	0,4	0,5
JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	JP	0,9	60,0	0,3	0,7
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	MX	NA	60,0	NA	NA
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	CN	NA	60,0	NA	NA
Average		0,7		0,4	0,53
Median		0,7		0,4	0,50

Beta

Beta (“ β ”) er et mål på volatilitet, eller systematisk risiko, for en aksje sammenlignet med markedet som helhet. Beta ble estimert på bakgrunn av en gruppe børsnoterte selskaper vurdert som sammenlignbare til Avinor.

Ved estimering av β -risiko er følgende retningslinjer fulgt:

- Minimum 60 månedlige observasjoner
- Avkastning er korrelert mot Morgan Stanleys “All Country World Index” (MXWD)
- “Raw β ” er benyttet, dvs. bayesiansk justering er ikke foretatt
- Korreksjon for gjeldsandel er gjort i henhold til Harris & Pringle formel
- β er basert på median av en gruppe sammenlignbare selskaper

Kilde: Bloomberg

Multipler – Lufthavnstjenester

Selskap	EV/EBITDA										P/B							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ADP	8,4x	9,3x	8,9x	7,4x	8,6x	10,5x	11,6x	11,3x	10,7x	10,1x	1,5x	1,7x	1,7x	1,5x	1,6x	2,1x	2,5x	2,6x
FLUGHAFEN WIEN AG	5,7x	8,2x	10,0x	6,6x	7,3x	7,9x	8,5x	NA	8,0x	7,6x	0,9x	0,9x	1,3x	0,8x	1,1x	1,4x	1,7x	NA
FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	6,2x	7,1x	7,6x	6,2x	8,8x	7,7x	8,9x	10,3x	9,6x	9,3x	1,1x	1,2x	1,4x	1,1x	1,4x	1,6x	1,9x	2,1x
FRAPORT AG FRANKFURT AIRPORT	6,3x	8,9x	9,4x	7,8x	8,4x	10,9x	9,6x	9,7x	9,3x	8,5x	1,1x	1,3x	1,6x	1,2x	1,4x	1,6x	1,3x	1,5x
KOBENHAVNS LUFTHAVNE	7,3x	8,3x	10,0x	9,8x	7,0x	13,0x	13,1x	15,4x	NA	NA	2,8x	3,0x	4,0x	4,7x	4,3x	7,5x	8,3x	9,9x
BBA AVIATION PLC	4,6x	9,0x	8,3x	7,0x	9,6x	12,7x	14,5x	8,8x	6,0x	5,4x	0,6x	1,6x	2,0x	1,3x	1,7x	2,3x	2,5x	1,3x
SAVE SPA	6,2x	7,3x	7,8x	6,4x	7,9x	15,0x	15,4x	13,3x	11,3x	10,9x	0,8x	1,0x	1,3x	1,0x	1,2x	2,7x	2,8x	3,0x
MALTA INTNL AIRPORT-A SHARES	9,8x	10,3x	NA	10,9x	11,3x	10,9x	10,3x	15,8x	NA	NA	2,9x	3,0x	4,0x	3,9x	3,9x	4,4x	4,3x	7,0x
AENA SA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	12,3x	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	3,6x
TOSCANA AEROPORTI SPA	8,8x	10,9x	8,5x	7,5x	6,4x	10,8x	11,3x	14,0x	NA	NA	1,6x	2,0x	1,8x	1,6x	1,3x	1,7x	2,0x	2,5x
GEMINA SPA	7,6x	13,6x	8,5x	10,3x	12,2x	NA	NA	NA	NA	NA	0,3x	0,5x	0,5x	0,5x	0,9x	NA	NA	NA
AEROPORTO DI FIRENZE SPA	16,1x	16,8x	NA	11,0x	12,8x	16,0x	15,3x	NA	NA	NA	4,8x	3,7x	2,8x	2,3x	2,2x	2,1x	2,7x	NA
CELEBI HAVA SERVISI	2,1x	4,7x	7,5x	9,0x	9,4x	6,2x	6,9x	7,1x	6,9x	6,2x	1,2x	3,5x	4,4x	9,1x	7,7x	6,0x	6,3x	6,0x
SYDNEY AIRPORT	2,7x	NA	12,7x	15,0x	14,8x	16,4x	18,2x	21,7x	19,9x	18,7x	0,6x	0,9x	1,0x	2,0x	3,0x	4,4x	6,9x	10,8x
AIRPORTS OF THAILAND PCL	5,4x	10,3x	7,7x	6,4x	9,0x	13,7x	15,7x	13,0x	16,1x	14,4x	0,6x	0,8x	0,8x	0,8x	1,5x	2,9x	3,5x	3,7x
BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	26,5x	17,7x	11,6x	8,3x	9,0x	8,5x	8,2x	9,3x	8,8x	8,1x	1,2x	1,5x	1,1x	0,9x	1,3x	1,3x	1,3x	1,7x
AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	12,5x	10,9x	12,7x	17,0x	13,5x	15,2x	17,1x	20,7x	20,7x	19,3x	1,3x	1,1x	1,3x	1,2x	1,3x	1,6x	1,6x	1,9x
SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	14,4x	22,7x	11,8x	9,5x	9,1x	8,2x	10,5x	13,9x	11,7x	10,4x	1,8x	2,6x	1,7x	1,5x	1,5x	1,6x	2,0x	2,7x
SHENZHEN AIRPORT CO-A	9,8x	12,8x	7,8x	6,9x	7,3x	9,1x	11,5x	14,0x	12,2x	11,9x	1,9x	2,4x	1,6x	1,0x	0,9x	0,9x	1,2x	1,6x
SATS LTD	6,1x	NA	10,4x	9,2x	11,2x	13,2x	12,9x	14,6x	13,4x	12,7x	0,9x	1,9x	1,7x	1,7x	2,3x	2,2x	2,2x	2,9x
MALAYSIA AIRPORTS HLDGS BHD	3,6x	8,3x	11,4x	10,7x	9,9x	17,1x	19,8x	11,0x	10,2x	9,5x	0,8x	1,3x	2,1x	1,8x	1,4x	2,4x	1,3x	1,1x
JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	5,8x	NA	7,6x	9,5x	9,3x	13,6x	28,3x	15,1x	16,0x	14,8x	0,9x	1,0x	0,8x	0,9x	1,0x	2,1x	5,3x	3,1x
GRUPO AEROPORT DEL SURESTE-B	6,9x	10,2x	9,7x	9,1x	14,3x	15,4x	16,3x	16,5x	14,6x	12,8x	1,0x	1,5x	1,4x	1,5x	2,7x	3,0x	3,1x	3,6x
GUANGZHOU BAIYUN INTERNATI-A	6,9x	9,5x	6,5x	3,9x	4,3x	3,3x	4,5x	NA	6,0x	5,8x	1,3x	1,8x	1,5x	1,0x	1,1x	1,0x	1,4x	NA
Average	8,2x	10,8x	9,3x	8,9x	9,6x	11,6x	13,1x	13,4x	11,7x	10,9x	1,4x	1,8x	1,8x	1,9x	2,0x	2,6x	3,0x	3,6x
Median	6,9x	9,8x	8,9x	9,0x	9,1x	11,8x	12,2x	13,6x	11,0x	10,3x	1,1x	1,5x	1,6x	1,3x	1,4x	2,1x	2,4x	2,8x

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Kraft (1 av 3)

Selskap	Beskrivelse
ALPIQ HOLDING AG-REG	Alpiq Holding AG produserer, overfører og distribuerer elektrisitet i hele Europa. Selskapet er aktivt innen kraftproduksjon, ingeniørvirksomhet og krafthandel. Alpiq tilbyr også energitjenester innen energiforsyningsteknologi, kommunikasjon, industri / anlegg, ingeniører og teknisk byggeledelse.
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EDP - Energias de Portugal, S.A. produserer, leverer og distribuerer elektrisitet og forsyning av gass i Portugal og Spania. Gjennom datterselskapene er selskapet involvert i distribusjon av elektrisitet, produksjon og forsyning i Brasil, samt vindkraft produksjon.
EDF	Electricite de France (EDF) produserer, overfører, distribuerer, importer og eksporter elektrisitet. Selskapet, ved hjelp av kjernekraft, kull og gass, tilbyr strøm til franske energiforbrukere.
ELECTRICITE DE STRASBOURG-RG	Electricite de Strasbourg S.A. søker å utvikle kraftindustrien i Strasbourg og Bas-Rhin regioner i Frankrike.
ELVERKET VALLENTUNA AB	Elverket Vallentuna AB (Elverket) leverer strøm- og teletjenester i Vallentuna regionen i Sverige. Selskapet tilbyr bredbånd, kabel og trådløse tjenester til privatpersoner, boligblokker og selskaper.
ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMBERG	EnBW Energie Baden-Württemberg AG er et fullservice energiselskap som leverer elektrisitet, gass samt tjenester innen energi og miljøteknikk. Selskapets miljøtjenester omfatter avfallshåndtering og gjenvinning.
ENDESA SA	Endesa er aktiv i produksjon, overføring, distribusjon og kommersialisering av elektrisitet i Spania, Portugal og Nord-Afrika. Selskapet er også en betydelig aktør i markedet for naturgass og tilbyr andre tjenester relatert til energibransjen.
ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	Energiedienst Holding AG produserer og leverer elektrisitet i Sveits og Tyskland. Selskapet importerer også elektrisk kraft fra andre europeiske land. Energiedienst produserer kun elektrisitet fra vannkraftverk.

Kilde: Bloomberg

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Kraft (2 av 3)

Selskap	Beskrivelse
EVN AG	EVN AG produserer og distribuerer elektrisitet, varme, gass og vann. Selskapet dekker områdene produksjon, nettdrift, energihandel og salg, rådgivning, og ressurs sparing. EVN opererer i hele Europa, med hovedkontor i Maria Enzersdorf, Østerrike.
FORTUM OYJ	Fortum Oyj tilbyr et komplett spekter av energirelaterte produkter og tjenester. Selskapets virksomhet omfatter produksjon, distribusjon og salg av strøm og varme og damp, samt drift av kraftverk, og energirelaterte tjenester. Fortum opererer over hele verden, men hovedsakelig i Nord-Europa.
HAFSLUND-A SHS	Hafslund ASA produserer, distribuerer og selger strøm samt tilbyr relaterte tjenester. Selskapet eier flere vannkraftverk i Norge. Hafslund har ansvaret for drift og vedlikehold av distribusjonsnett og fjernvarme. Selskapet forvalter også en investeringsportefølje og tilbyr krafthandel.
IBERDROLA SA	Iberdrola S.A. produserer, distribuerer, markedsfører, kjøper og selger elektrisitet i Storbritannia, USA, Spania, Portugal og Latin-Amerika. Selskapet spesialiserer seg på ren energi og mer spesifikt vindkraft.
LECHWERKE AG	Lechwerke AG produserer, anskaffer og distribuerer elektrisk kraft, naturgass, fjernvarme og vann til kommersielle og privatkunder i Sør-Øst Tyskland. Foretaket deler sin virksomhet i sektorer som: energiproduksjon, nettverksadministrasjon og nettverkstjenester, energi og andre.
E.ON SE	E.ON SE driver innenn kraftproduksjon og gassproduserende virksomhet. Selskapets virksomhet omfatter elektrisk produksjon ved konvensjonell anlegg, kjernekraftanlegg og anlegg for fornybare-kilder, elektrisk overføring via nettverk av høyspentledninger, regional distribusjon av elektrisitet, gass og varme, krafthandel og elektrisitet, gass og varme salg.
REPOWER AG-PC	Repower AG produserer og distribuerer elektrisk kraft fra egne vannkraftverkstasjoner, samt fra eksterne leverandører av elektrisk kraft basert på atomkraft. Selskapet tilbyr sine tjenester til store leverandører av elektrisk kraft og regionale jernbanesystemer i det østlige Sveits, sørvestlige Tyskland og Nord-Italia.
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	Romande Energie Holding SA distribuerer elektrisitet i distriktet Vaud. Selskapet tilbyr også reparasjon og andre elektriske tjenester til sine kunder. CVE og Societe Romanded 'Electricite (SRE) utgjør Romande Energie som er en del av CVE-Romande Energie Group.

Kilde: Bloomberg

Oversikt over sammenlignbare selskaper – Kraft (3 av 3)

Selskap	Beskrivelse
SSE PLC	SSE PLC produserer, overfører, distribuerer og leverer strøm til industrielle, kommersielle og private kunder i Storbritannia og Irland. Selskapet lagrer og distribuerer naturgass og driver et telekommunikasjonsnettverk som tilbyr båndbredde og kapasitet til bedrifter, offentlige virksomheter, internettleverandører og andre.
VERBUND AG	Verbund AG leverer integrerte elektriske produksjons-, overførings- og distribusjonstjenester. Selskapet produserer strøm gjennom drift av vannkraft, termisk og vindkraftgeneratorer. Verbund overfører og distribuerer strøm til kunder både nasjonalt og internasjonalt.
ENEA SA	Enea, S.A. tilbyr distribusjon og handel med elektrisk energi. Selskapets kunder er offentlige institusjoner, bedrifter og sluttbrukere .
PGE SA	PGE Polska Grupa Energetyczna SA er en integrert el-selskap. Selskapet tilbyr tjenester som omfatter bygging og drift av overføringsnett og pumpekraftverk, handel med elektrisitet og energisystemtjenester på nasjonale og internasjonale markeder og drift av den nasjonale kraftsystemet.
ENEL SPA	Enel SpA er et multinasjonalt kraftselskap og en integrert operatør i elektrisitets- og gassektoren, med et spesielt fokus på Europa og Latin-Amerika. Selskapet er aktiv i produksjon og distribusjon av energi fra konvensjonelle og fornybare kilder. Det tilbyr også integrerte løsninger for elektrisitet og gassprodukter .
CEZ AS	CEZ produserer elektrisitet. Selskapet driver kullfyrte kraftverk, vannkraftverk og atomkraftverk i Tsjekkia. CEZ distribuerer sin elektrisitet til regionale strømselskaper.
TAURON POLSKA ENERGIA SA	Tauron Polska Energia, S.A. produserer og distribuerer elektrisitet for bedrifter og individuelle kunder..

Kilde: Bloomberg

Beta - Kraftselskaper

Selskap	Land	EK-beta	# obs	5 års G/EK	Eiendels-beta
ALPIQ HOLDING AG-REG	CH	NA	60,0	NA	NA
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	PT	0,6	60,0	2,1	0,2
EDF	FR	0,9	60,0	0,7	0,6
ELECTRICITE DE STRASBOURG-RG	FR	0,4	60,0	-	0,4
ELVERKET VALLENTUNA AB	SE	NA	60,0	NA	NA
ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMBERG	DE	NA	60,0	NA	NA
ENDESA SA	ES	0,7	60,0	0,4	0,5
ENERGIEDIENST HOLDING AG-REG	CH	NA	60,0	NA	NA
EVN AG	AT	NA	60,0	NA	NA
FORTUM OYJ	FI	0,7	60,0	0,4	0,5
HAFLSLUND-A SHS	NO	0,3	60,0	1,1	0,1
IBERDROLA SA	ES	0,8	60,0	0,9	0,4
LECHWERKE AG	DE	NA	60,0	NA	NA
E.ON SE	DE	1,1	60,0	0,5	0,7
REPOWER AG-PC	CH	NA	60,0	NA	NA
ROMANDE ENERGIE HOLDING-REG	CH	0,4	60,0	-	0,4
SSE PLC	GB	0,3	60,0	0,4	0,2
VERBUND AG	AT	0,8	60,0	0,8	0,4
ENEA SA	PL	0,5	60,0	0,1	0,4
PGE SA	PL	0,5	60,0	-	0,5
ENEL SPA	IT	0,9	60,0	2,0	0,3
CEZ AS	CZ	0,6	60,0	0,5	0,4
TAURON POLSKA ENERGIA SA	PL	0,7	60,0	0,9	0,4
Average		0,6		0,7	0,4
Median		0,7		0,5	0,4

Beta

Beta ble estimert på bakgrunn av en gruppe børsnoterte selskaper vurdert som sammenlignbare til underveistjenestene til Avinor Flysikring.

- Ved estimering av β -risiko er følgende retningslinjer fulgt:
- Minimum 60 månedlige observasjoner
- Avkastning er korrelert mot Morgan Stanleys “All Country World Index” (MXWD)
- “Raw β ” er benyttet, dvs. bayesiansk justering er ikke foretatt
- Korreksjon for gjeldsandel er gjort i henhold til Harris & Pringle formel
- β er basert på median av en gruppe sammenlignbare selskaper

Kilde: Bloomberg

Kilder (1 av 2)

Kilder

Avinor AS – samtaler og møter med selskapets ansatte

Vedtekter for Avinor AS (sist endret 2. juni 2015)

«Finansiell virksomhetsplan 2017-2031», utarbeidet av Avinor (inkl. prognosemodell i excel samt beskrivelse av planer i pdf)

Årsrapport 2015, Avinor AS

Årsrapport 2014, Avinor Flysikring AS

Saldobalanse per 31.12.2015

«Trafikkprognoser OSL 2015-40», TØI, desember 2015

«Flytrafikk prognoser for Stavanger, Bergen og Trondheim 2014-40», TØI, januar 2015

«Debt Investor Presentation», Avinor AS, april 2015

«Nasjonal transportplan 2018-2027 – Perspektivanalyse mot 2050», Avinor AS

«Plan for virksomheten 2016-2018 (§10-plan)», Avinor AS

«Reisevaner på fly 2013», TØI

«Avinor AS: Verdivurdering», EY, desember 2012

Kilder (1 av 2)

Kilder

«Assessment of the cost of capital for Avinor AS», Deloitte, november 2011

«Verdivurdering av Avinor AS», EY, september 2008

«St.meld. nr 15 (2006-2007) Om verksemda i Avinor 2006-2008», Det Kongelege Samferdselsdepartementet

«St.meld. nr 38 (2012-2013) Om verksemda til Avinor AS», Det Kongelege Samferdselsdepartementet

«Politisk plattform for flertallsregjeringen – utgått av Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet, 2009-2013», Soria Moria II, 7. oktober 2009

«Politisk plattform for en regjering utgått av Høyre og Fremskrittspartiet», Sundvolden, 7. oktober 2013

www.avinor.no

www.cph.dk

www.regjeringen.no

www.ssb.no

Bloomberg-databasen

International Financial Management, Geert Bekaert og Robert J. Hodrick, 2009

Ordliste (1 av 2)

Forkortelse	Definisjon
BGO	Bergen Lufthavn
CAGR	Compound annual growth rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Diskontert kontantstrøm
DRL	Divisjon Regionale Lufthavner
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation
EV	Enterpriseverdi
KS	Kontantstrøm
Konsernet	Avinor AS
m	Millioner
mrd	Milliarder

Ordliste (2 av 2)

Forkortelse	Definisjon
MTOW	Maximum take-off weight
OSL	Oslo Lufthavn
PAX	Antall årlige passasjerer
P/B	Price/Book (markedsverdi av egenkapital/bokført verdi av egenkapital)
PwC	PricewaterhouseCoopers AS
ROIC	Return on Invested Capital
Selskapet	Avinor AS
TNC	Terminal Navigation Charge
TRD	Trondheim Lufthavn
TØI	Transportøkonomisk Institutt
SVG	Stavanger Lufthavn
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gjennomsnittlig kapitalkostnad)



Disclaimer

Denne rapporten er utarbeidet av PricewaterhouseCoopers AS Deals («PwC») for Samferdselsdepartementet i henhold til Oppdragsavtalen av 1. februar 2016. Rapporten er utarbeidet kun for de formål som er beskrevet i engasjementsbrevet, og kan være irrelevant i andre sammenhenger. Enhver handling som gjennomføres på bakgrunn av vår rapport gjøres på eget ansvar.

Verdivurderinger kan ikke anses som en eksakt vitenskap og konklusjonene vil i mange tilfeller være avhengig av utøvelsen av individuelle vurdering. Det er derfor ingen udiskutabel enkeltverdi og vi presenterer derfor vår vurdering innenfor et sannsynlig intervall. Våre konklusjoner er etter beste evne, men må likevel betraktes som en subjektiv oppfatning fra PwCs side og vil i noe utstrekning kunne være basert på skjønn. Andre som verdsetter virksomheten vil kunne komme frem til konklusjoner som avviker fra våre. Uttalelsene i denne rapporten reflekterer PwCs oppfatning på det tidspunktet rapporten ble utarbeidet, og vi forbeholder oss retten til å kunne endre oppfatning uten varsel.

Vårt arbeid har involvert analyse av finansiell informasjon og regnskap, men vi har ikke utført noen form for revisjon, avtalte kontrollhandlinger eller finansiell due diligence av virksomheten som verdivurderes. Vi anser våre kilder og vårt informasjonsgrunnlag som pålitelig, men PwC garanterer ikke at mottatt informasjon er korrekt, presis eller fullstendig. Følgelig påtar vi intet ansvar og gir ingen løfter med hensyn til nøyaktigheten eller fullstendigheten av informasjon gitt til oss.

Ingen representasjon eller garanti er gitt av PwC, oppdragsgiver, deres rådgivere, ansatte eller noen andre personer i forhold til nøyaktigheten eller fullstendigheten i verdivurderingen, herunder nøyaktigheten og fullstendigheten vedrørende prognoser inkludert i verdivurderingen. PwC påtar seg intet ansvar for feil eller utelatelser i verdivurderingen.