

Transaction Advisory Services

Verdivurdering av Avinor AS

9. september 2008

Reliance Restricted

Transaction Advisory Services

Reliance Restricted

9 September 2008

Samferdselsdepartementet
Thomas Tørmo
Postboks 8010 Dep
0030 OSLO

Mandat

Som et ledd i eieroppfølgingen av Avinor AS har Samferdselsdepartementet bedt Ernst & Young AS om å foreta en vurdering av selskapet med fokus på følgende punkter:

- Gjennomføre en verdsettelse av virksomheten "as is", dvs. som den fremstår i dag.
- Vurdere avkastningskravet til virksomheten
- Vurdere egenkapitalsituasjonen i selskapet
- Gi en vurdering av hvilken kredittrating selskapet kan oppnå

Ansvar og anvendelse av rapporten

Analysen er basert på informasjon fremlagt av Avinor AS. Vi har ikke foretatt noen uavhengig verifikasjon av nøyaktigheten eller fullstendigheten i de data som er fremlagt og påtar oss derfor ikke noe ansvar for kvaliteten i disse.

Vi inntar ikke ansvar for kvaliteten i de data som er fremskaffet hos andre eksterne kilder og som vi har vurdert som troverdige og akseptert som tilstrekkelig presise.

Intet har imidlertid kommet til vår kjennskap som har gitt oss grunnlag til å tro at fakta og data presentert i denne rapporten ikke skal være tilstrekkelig korrekte i forhold til verdianalysens hensikt.

Vi har ikke foretatt noen spesielle undersøkelser knyttet til eventuelle juridiske forhold som kan medføre forpliktelser for selskapene og som ikke fremgår av mottatt dokumentasjon.

Med vennlig hilsen
ERNST & YOUNG AS

Nils Kristian Bø
partner

Forkortelser

CapEx	Investeringer (Capital Expenditures)
CAPM	Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model)
DCF	Diskontert kontantstrøm (Discounted Cash Flow)
D / E	Gjeld til egenkapital (Debt to Equity)
EBIT	Resultat før renter og skatt
EBITDA	Resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortiseringer
EV verdi	Foretaksverdi (Enterprise value)
IBD	Rentebærende gjeld (Interest bearing debt)
mNOK	Millioner norske kroner
MCAP	Markedsverdi egenkapital (Market Capitalization)
NIBD	Netto rentebærende gjeld (Net Interest Bearing Debt)
OSL	Oslo Lufthavn Gardermoen
P / B	Pris egenkapital / bokført Verdi egenkapital (Price / Book)
P / E	Pris egenkapital / Resultat etter skatt (Price / Earnings)
NWC	Netto Arbeidskapital (Net Working Capital)
ROIC	Avkastning på investert capital (Return on invested Capital)
WACC	Gjennomsnittlig kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital)

Innholdsfortegnelse

Oppsummering

1

Vurdering av Avinors strategiske posisjon

9

- 1. Oversikt over Avinor10
- 2. Oversikt over markedet for flyplasser19
- 3. Avinors strategiske posisjon26

Verdivurdering

29

- 4. Metoder for verdivurdering30
- 5. Vurdering av Avinors avkastningskrav33
- 6. Historisk avkastning på investert kapital39
- 7. Kontantstrømanalyse46
- 8. Relativ verdivurdering.....64
- 9. Scenarioanalyse.....67

Vurdering av egenkapitalsituasjonen

71

- 10. Behov for investeringskapital.....72
- 11. Preliminær kredittvurdering.....77

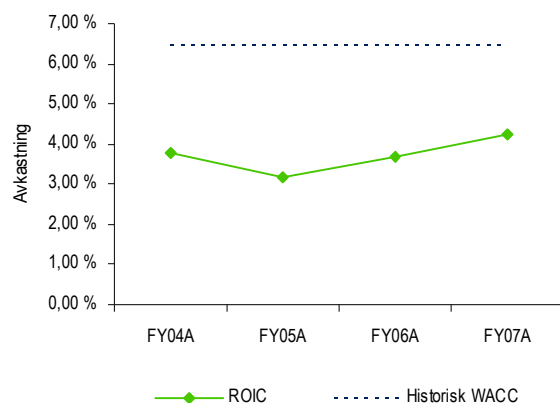
Appendices

- A. Beskrivelse av sammenlignbare selskaper
- B. Kildehenvisning

Oppsummering

Historisk avkastning på investert kapital

Kilder: Avinor og Ernst & Young



Oppsummering

Avkastningskrav og historisk avkastning for Avinor AS

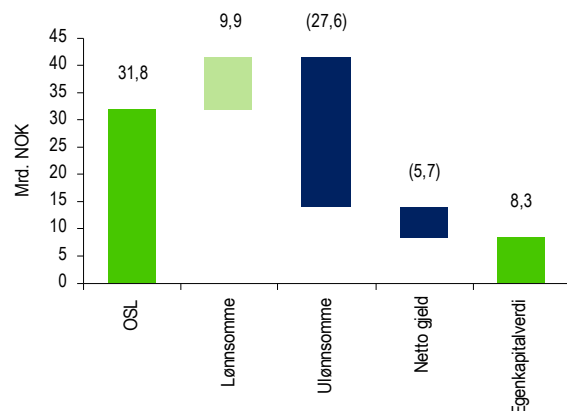
- ▶ Selskapets avkastningskrav estimeres til 7,6% (nominelt avkastningskrav til totalkapitalen etter skatt/WACC). Dette er en økning på omlag 1,1 % -poeng i forhold til hva selskapet opererer med per i dag. Økningen skyldes:
 - Risikofri rente har økt med i underkant av 1 % -poeng
 - Forutsatt gjeldskrav er økt med rundt 1,5 % -poeng etter skatt. Rente på dagens lån er knyttet opp mot utvikling i renten på statsobligasjonslån, som har økt i perioden. Det er videre ventet at opptak av nye lån vil være på mindre gunstige betingelser enn hva selskapet har i dag.
- ▶ Avinor AS har historisk ikke oppnådd en avkastning på kapitalen som overstiger avkastningskravet. Forbedret avkastning i perioden skyldes primært at det ikke har blitt foretatt vesentlige investeringer i ny kapasitet i perioden tross betydelig trafikkvekst.

Verdivurdering av Avinor AS

- ▶ Avinor AS konsern består av virksomheter basert på både bedriftsøkonomiske og samfunnsøkonomiske rammebetingelser. I verdivurderingen er konsernet delt inn i tre hovedenheter. Dette er;
 - Oslo Lufthavn, inkludert tilknyttede eiendommer
 - Lønnsomme lufthavner; Store lufthavner og relaterte eiendomsselskaper samt Avinor parkeringsanlegg
 - Ulønnsomme lufthavner; Mellomstore- og Regionale lufthavner og Flysikring

Verdifordeling

Kilder: Avinor og Ernst & Young



Multipler fra sammenlignbare selskaper

Selskap	EV/EBITDA	P/B
Sammenlignbare selskaper		
Københavns Lufthavn AS	10,7	4,6
Flughafen Wien AG	8,5	1,9
Fraport AG	7,4	1,5
Flughafen Zuerich AG	8,9	1,8
Aeroports de Paris	10,2	2,1
Gjennomsnitt	9,1	2,4
Median	8,9	1,9
Avinor AS (Implisitt fra DCF)	5,6	0,9
OSL	12,9	

Kilder: Avinor, Bloomberg og Ernst & Young

Ref: Implisitte multipler - Section CF - Cash Flow Analysis

- En oppsummering av konsernets verdier er illustrert i tabellen under

Oppsummering av verdivurderingen av Avinor AS

Valuta: NOKm	Notes	Konsern	Oslo Lufthavn	Lønnsomme lufthavner	Ulønnsomme lufthavner
EV verdi (OSL)		14 011	31 758	9 901	(27 648)
Netto rentebærende gjeld		5 710			
Verdi av egenkapitalen		8 301			

Kilder: Avinor og Ernst & Young estimater

Ref: Verdivurdering - egenkapitalverdi - Section CF - Cash Flow Analysis

- Oslo Lufthavn og Lønnsomme lufthavner er bidragsyterne til konsernets verdi, mens de ulønnsomme lufthavnene finansieres av disse.
- Bokført egenkapital for konsernet på verdsettelsestidspunktet var mNOK 9 120 (IFRS justert). Dette gir en Pris / Bok på rundt 0,9, og reflekterer at selskapet fremover, i likhet med perioden 2003 – 2007, ikke er forventet å kunne generere en avkastning på investert kapital som overstiger avkastningskravet. En Pris / Bok på under 1 kan medføre diskusjon om det foreligger et nedskrivingsbehov av eiendeler i konsernets balanse. Imidlertid vil det være betydelig usikkerhet knyttet til en verdivurdering, og det kan argumenteres for at det legges til grunn en større margin enn 10% før bokført egenkapital kan sies å ligge utenfor et pålitelighetsintervall for virkelig verdi (Mamelund 2008).
- Verdien er noe lavere i forhold til tidligere vurderinger. Den viktigste årsaken synes å være at investeringsnivået fremover blir høyere enn tidligere antatt samt at avkastningskravet er høyere enn tilsvarende ved tidspunktet for forrige verdivurdering.
- Basert på implisitte multipler fra kontantstrømanalysen prises selskapet til 5,6x EBITDA 2008, mens sammenlignbare selskaper har en tilsvarende gjennomsnittlig multipl på 9,1.
 - At Avinor AS er priset lavere enn andre selskaper synes rimelig da konsernet har flere formål enn kun bedriftsøkonomiske hensyn. Et viktig formål for selskapet er å opprettholde norsk infrastruktur, hvilket innebærer investeringer i og drift av ulønnsomme lufthavner.
 - Oslo Lufthavn Gardermoen er mest sammenlignbar med selskapene i multiplanalyser fordi den er antatt drevet etter bedriftsøkonomiske prinsipper. Selskapet står foran en periode med vekst grunnet investeringer i utvidelse av terminal 1 og bygging av terminal 2. Denne veksten er reflektert i selskapets prising tilsvarende 12,9x EBITDA 2008.

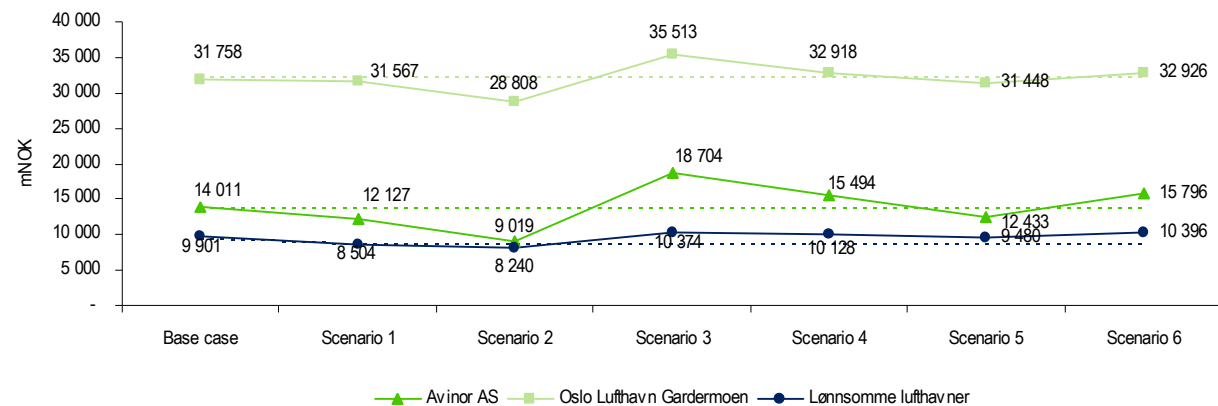
Dagens langsiktige investeringsplan for perioden 2009-2013 viser et antatt investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400.

- ▶ Avinor AS har et betydelig investeringsbehov i den neste fem-års perioden. Dette forklares ved tidligere år preget av underinvesteringer, behov for kapasitets- og vedlikeholdsutbedringer samt myndighetspålagte investeringer.
- ▶ Summeres de investeringsbudsjetter som er utarbeidet av de respektive lufthavner beløper totalt investeringsnivå for perioden seg til cirka mNOK 20 000. Det foreligger således et gap mellom mulige- og ønskede investeringer på mNOK 6 600.
- ▶ Ernst & Young har ikke foretatt detaljerte vurderinger av realismen i de investeringsplaner som er forelagt oss. Skulle samlet investeringsbehov overstige det beløp som kan finansieres over drift samt ved opptak av gjeld foreligger følgende finansieringskilder:
 - Tilførsel av kapital fra Samferdselsdepartementet
 - Tilbakeholdelse av utbytte
 - Gjeninnføre statlige kjøp
 - Øke lufthavnavgiftene ytterligere (dette alternativet vil sannsynligvis bli sterkt imøtegått av flyselskapene, som for tiden er i en krevende finansiell situasjon)
- ▶ Endringer i ikke-kommersielle investeringer er for alle praktiske formål antatt å ha et tilnærmet 1/1 forhold til selskapsverdien. Det betyr at dersom disse investeringene øker med eksempelvis mNOK 2 000 vil selskapsverdien reduseres tilsvarende. Ikke-kommersielt initierte investeringer er rene kostinvesteringer som ikke er antatt å tilføre selskapet ytterligere inntekter. Eksempler på slike investeringer er myndighetspålagte investeringer.
- ▶ Større endringer i nivået på planlagte investeringer representerer et betydelig usikkerhetsmoment i verdivurderingen.

Verdivurderingen er sensitiv til endringer i inntekter og investeringer, men synes å ligge innenfor et akseptabelt rimelighetsintervall

Scenarioanalyse – Selskapsverdi (EV) basert på endringer i inntekter og investeringsnivå

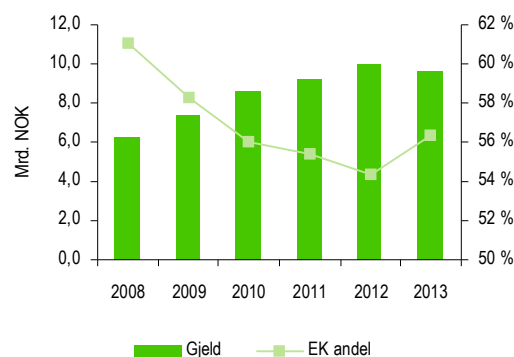
Kilder: Avinor, Nasjonal transportplan og Ernst & Young



- ▶ I figuren representerer base case selskapets beregnede verdi. Scenario 1-3 viser hvordan selskapsverdien påvirkes av endringer i inntektsforutsetningene, mens scenario 4-6 viser endringer i investeringene.
- ▶ Scenarioanalysen blir diskutert i nærmere detalj senere i rapporten. Figuren viser at selskapsverdien er sensitiv til endringer i forutsetningene. Snittet av alle scenarioene gir en verdi tilnærmet base case. Følgelig anses verdien å være innenfor et rimelig usikkerhetsintervall.

Utvikling i gjeld og egenkapitalandel

Kilde: Avinor



Reforhandling av Forsvarsavtalen er *ikke* hensyntatt i verdivurderingen og representerer en vesentlig nedside i forhold til den beregnede verdien

- ▶ Avinor AS er i forhandlinger med Forsvaret om en ny samarbeidsavtale vedrørende flyplasser og Flysikringstjenesten hvor det eksisterer felles eierskap og interesser.
- ▶ I henhold til partenes mandat skulle det vært fremlagt et felles forslag, blant annet basert på tidligere avtaleverk. Partene avviker vesentlig på flere punkter og prosessen har ført til separate avtaleforslag, og sentrale spørsmål vil bli lagt frem for Regjeringsadvokaten.
- ▶ Den endelige avgjørelsen knyttet til disse spørsmålene kan potensielt medføre vesentlige konsekvenser for verdivurderingen av Avinor AS. Sentrale punkter inkluderer:
 - Riktig avgrensning av tjenstene/fellesområdene som sikrer en fordelingsnøkkel som gjenspeiler den enkelte parts faktiske påvirkning på kostnadsdrivere og investeringsbeslutninger.
 - Regulering av, bruk/rettigheter til og overtakelse av eiendommer, bygg og anlegg
- ▶ Det endelige utfallet av saken er ikke avklart og følgelig kan det ikke skisseres hvilke konsekvenser dette vil ha på verdivurderingen. Det har likevel blitt antydnet at dersom Avinor AS ikke får opprettholdt vederlagsfri bruksrett til grunnarealer (underpunkt 2) på enkelte av Forsvarets flyplasser, som Værnes og Flesland, kan dette bety utbetalinger i milliardklassen. Basert på forventet nivå på fremtidige investeringer vil Avinor potensielt måtte tilføres kapital for å kunne gjennomføre slike kjøp.
- ▶ Et negativt utfall på forsvarsavtalen vil kunne medføre ytterligere diskusjon rundt nedskrivning enn det som er kommentert tidligere da overtatte eiendommer m.v. ikke blir ledsaget av en tilsvarende økning i kontantstrøm. Nedskrivning av eiendeler i Avinor vil potensielt kunne påvirke selskapets utbyttekapasitet, herunder selskapets evne til låneopptak innenfor rammene av vedtektenes § 11.

Vurdering av egenkapitalsituasjonen i Avinor AS

Grunnet høyt fremtidig investeringsbehov er det foretatt en vurdering av konsernets egenkapitalsituasjon.

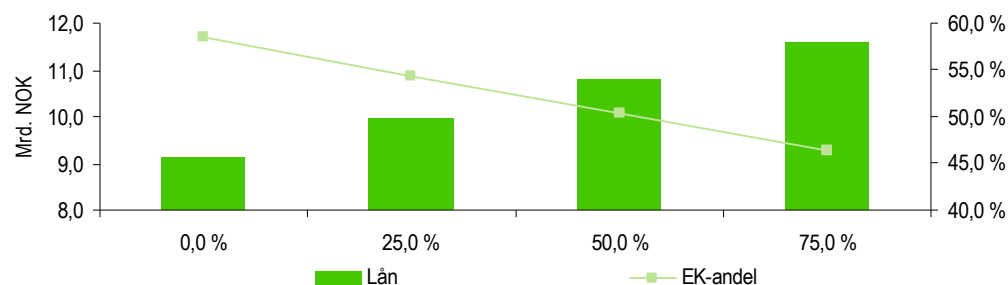
- ▶ Selskapets vedtekter setter begrensninger for fremtidige låneopptak.
 - Langsiktige lån til finansiering av anleggsmidler kan bare tas opp innenfor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke underskrider 40% av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital.
 - 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.
- ▶ Det er i modellen forutsatt en utbyttegrad på 25% av årsresultat for perioden 2009 – 2013. Under denne forutsetningen vil rentebærende lån nå et maksimum på mNOK 10 000 i analyseperioden til 2013, men

som tidligere illustrert, knyttes det stor usikkerhet til prognosene for så vel inntekter som investeringer. Dersom det ikke utdeles utbytte i perioden vil rentebærende lån nå et maksimum på mNOK 9 140.

- ▶ Utbytte er en viktig post for å regulere egenkapitalandelen fremover, og det bør vurderes hvorvidt det er fornuftig å utbetale utbytte i en periode med høye lånefinansierte investeringer.
 - I den grad eier ønsker å ta ut utbytte fremover anbefales det å gjøre en vurdering av hvor villig man er til å tilføre ytterligere kapital i fremtiden dersom ytterligere finansieringsbehov skulle oppstå.
- ▶ I figuren under har vi vist hvordan lånegrad og egenkapitalandel varierer med utbyttegrad.

Gjeld og egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader (Per 2012 i henhold til modell benyttet ved verdivurdering)

Kilder: Avinor og Ernst & Young



Kredittvurdering av Avinor AS

Det er foretatt en vurdering av hvilken kredittrating Avinor AS kan forvente dersom selskapet tar opp nye lån.

- ▶ Det er utarbeidet en benchmarkanalyse på utvalgte nøkkeltall mot sammenlignbare selskaper hvor kredittratinger er offentlig tilgjengelig
- ▶ I tillegg er det gjort enkelte betraktninger rundt kvalitative faktorer som vil kunne ha betydning i en ratingprosess. Blant disse kan nevnes:
 - Selskapet er strategisk viktig for Staten

- Statlig eierskap beskytter kreditorer mot private eiere som søker en mer aggressiv gearing
 - Selskapet kontrollerer eiendeler utenfor basisvirksomheten som genererer positiv kontantstrøm og som kan være en alternativ måte å sikre tilgang på kapital ved behov eventuelt stille som sikkerhet ved låneopptak.
- Basert på en overordnet vurdering synes ikke en rating på A å være urimelig.

Vurdering av Avinors strategiske posisjon

1. Oversikt over Avinor
2. Oversikt over markedet for flyplasser
3. Avinors strategiske posisjon

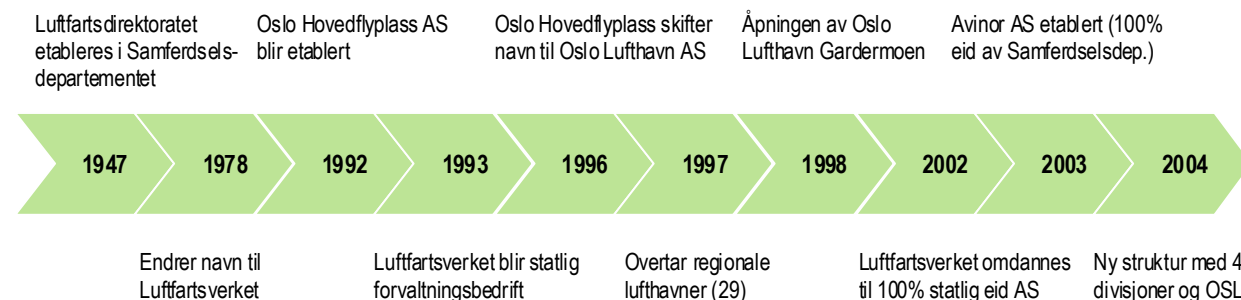
Avinor AS ble etablert 1. januar 2003 og er 100% eiet av Samferdselsdepartementet

Om Avinor AS

- ▶ Avinor AS (heretter kalt Avinor) har ansvar for å planlegge, videreutvikle og drive lufthavnnettet i Norge. Selskapet er 100% eiet av Samferdselsdepartementet og har hovedkontor i Oslo.
 - Samferdselsdepartementet opptre både som eier og sektordepartement og innehar følgelig en rekke virkemidler ovenfor selskapet.
- ▶ Selskapet ble opprettet 1. januar 2003 ved at daværende Luftfartsverket ble omdannet til et heleid statlig aksjeselskap.
 - Hovedformålet med etableringen av Avinor var å opprettholde samfunnsoppgavene, men samtidig utvikle en mer forretningsmessig drift for å sikre finansieringen av de samfunnsmessige oppgavene. Selskapet er i dag fullt selvfinansierende.
- ▶ I figuren under er Avinors viktigste historiske milepæler illustrert.

Viktige milepæler

Kilde: Avinor



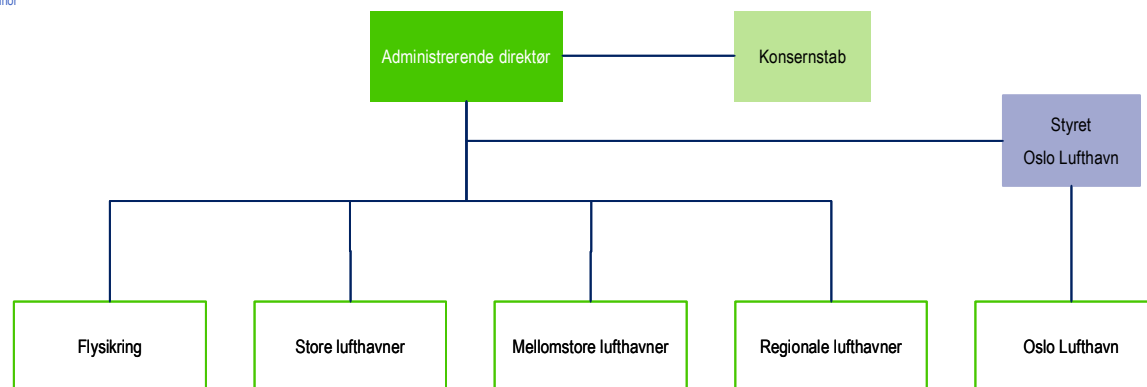
- ▶ I dagens organisasjonsstruktur er Avinor organisert i en konsernstab og fire divisjoner. Oslo Lufthavn er et heleid datterselskap med egen administrerende direktør.

Avinor har hovedfokus på samfunnsoppgaver relatert til flytransport, men søker samtidig å utvikle en forretningsmessig lønnsom drift

Avinor drifter 46 lufthavner i Norge. Lufthavnene er inndelt i store, mellomstore og regionale lufthavner

Organisasjonskart for Avinor

Kilde: Avinor



- ▶ Totalt driver Avinor 46 lufthavner i Norge, hvorav 12 er i samarbeid med Forsvaret.
 - Forholdet mellom Forsvaret og Avinor er regulert gjennom et eget avtaleverk.
- ▶ Lufthavnene er inndelt etter størrelse; "Store lufthavner", "Mellomstore lufthavner" og "Regionale lufthavner". I tabellene under har vi vist hvilke lufthavner som tilhører de ulike kategoriene:

Store- og mellomstore lufthavner

Per lufthavn	Store lufthavner	Mellomstore lufthavner
	Bergen, Flesland	Alta
	Bodø	Bardufoss
	Stavanger, Sola	Harstad/Narvik, Evenes
	Trondheim, Værnes	Haugesund, Karmøy
	Tromsø	Kirkenes, Høybuktnøen
		Kristiansand, Kjevik
		Kristiansund, Kvernberget
		Lakselv, Banak
		Molde, Årø
		Svalbard, Longyear
		Ålesund, Vigra

Kilde: Avinor

Ref: Store og mellomstore lufthavner - Section FC - Forecast

Avinor drifter 46 lufthavner i Norge. Lufthavnene er inndelt i store, mellomstore og regionale lufthavner

Regionale lufthavner

Per lufthavn	Finnmark	Ofoten/Lofoten/Vesterålen	Helgeland/Namdalen	Sør-Norge
	Berlevåg	Andøya	Brønnøysund	Fagernes
	Båtsfjord	Leknes	Mo i Rana	Florø
	Hammerfest	Narvik (Framne)	Mosjøen	Førde
	Hasvik	Røst	Namsos	Røros
	Honningsvåg	Stokmarknes	Rørvik	Sandane
	Mehamn	Svolvær	Sandnessjøen	Sogndal
	Sørkjosen	Værøy		Ørsta/Volda
	Vadsø			
	Vardø			

Kilde: Avinor

Ref: Regionale lufthavner - Section FC - Forecast

- I tillegg til lufthavnene har Avinor en egen divisjon for flysikring og en rekke datterselskaper utover Oslo Lufthavn.
 - Divisjon for flysikring er ansvarlig for tårn, kontrollsentraler, flynavigasjon, radaranlegg og utstyr. Divisjonen har ansvar for at flyene gjennomfører trygge landinger og avganger. I tillegg har divisjonen ansvar for sikkerheten i det norske luftrommet.
 - Datterselskaper utover Oslo Lufthavn består av parkeringsanlegg tilknyttet Avinors lufthavner og eiendom tilknyttet lufthavnene på Flesland, Sola og Værnes (relatert til hotellnæringen).

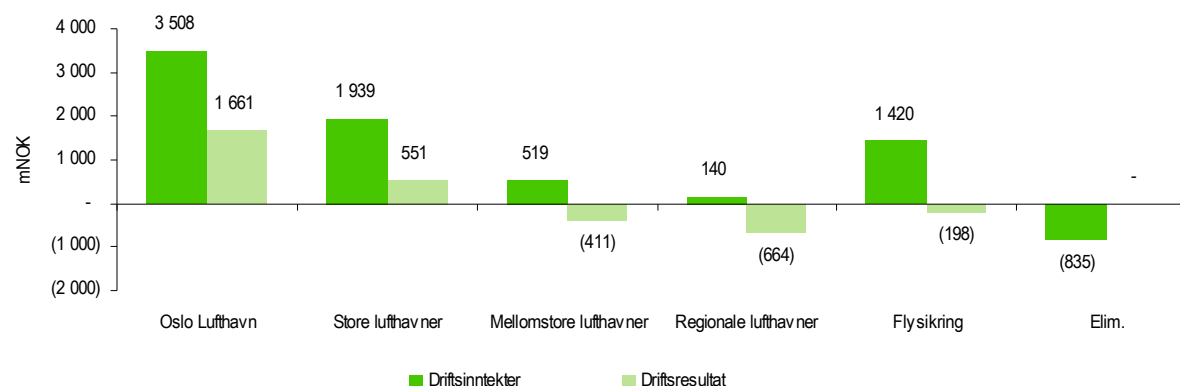
I 2007 oppnådde Avinor et driftsresultat på mNOK 940

Inntekter og resultat for regnskapsåret 2007

- ▶ Per FY07 oppnådde Avinor totale driftsinntekter på mNOK 6 689, og et tilsvarende driftsresultat (før reversering forpliktelse lufthavndrift) på mNOK 940. I grafen under vises hvordan inntekter og driftsresultat fordeler seg på hver enkelt divisjon.

FY07 driftsinntekter og driftsresultat per divisjon

Kilde: Avinor



- ▶ Oslo Lufthavn og store lufthavner sto for 81% av driftsinntektene, hvor deres respektive andeler er henholdsvis 52% og 29%. Tilsvarende står disse for alt overskudd for konsernet.
- ▶ I budsjettforslag 2008 programkategori 21.20 luftfartsmål heter det: "Ordningen med at overskuddsflyplasser betaler for de ulønnsomme flyplassene skal videreføres, jf. St.meld. nr. 15 (2006-2007) Om verksemda i Avinor 2006-2008".
- ▶ Figuren over viser at Oslo Lufthavn og store lufthavner er bedriftsøkonomisk lønnsomme, og ved hjelp av kryssubsidiering finansierer disse de mellomstore- og regionale lufthavnene.
 - De interne overføringene fra lønnsomme til ulønnsomme lufthavner er mangedoblet i løpet av få år. For FY07 lå overføringene på i overkant av mNOK 1 000.

Uten støtte fra staten er kryssubsidiering nødvendig for å ivareta de samfunnsmessig pålagte oppgavene til Avinor.

I 2007 oppnådde Avinor et driftsresultat på mNOK 940

- Hovedårsaken til denne utviklingen er kostnadsøkninger grunnet myndighetskrav relatert til sikkerhet og reduksjon av risiko på den enkelte lufthavn.
- ▶ Ulønnsomme lufthavner drives i tråd med fokus på infrastruktur og et ønske om å sikre et tidsmessig tilbud i alle deler av landet. Herunder er det viktig å påpeke at de ulønnsomme flyplassene bidrar med trafikk og derigjennom inntekter til de bedriftsøkonomisk lønnsomme flyplassene.
- Drift av de bedriftsøkonomisk ulønnsomme lufthavnene er relatert til den viktige samfunnspålagte oppgaven å opprettholde et effektivt transporttilbud i distriktene.
- Luftfarten spiller en viktigere rolle i infrastrukturen i Norge enn i de fleste europeiske land på grunn av store avstander og utfordrende topografi.
- Sett i forhold til transport mot utlandet er luftfarten ansett som svært viktig basert på Norges plassering i utkanten av Europa i tillegg til en eksportrettet økonomi.

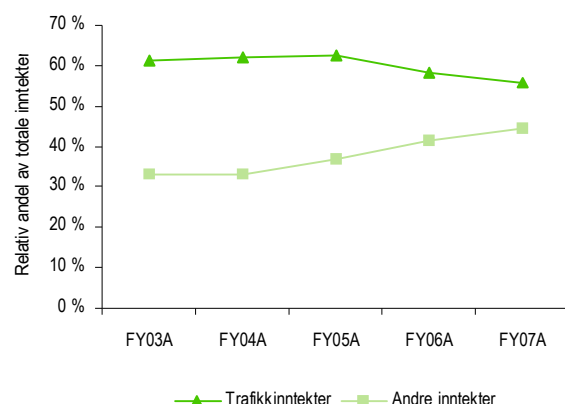
Lange avstander og utfordrende topografi stiller luftfarten i Norge i en sentral posisjon i forhold til konkurrerende transportmidler.

Å opprettholde bedriftsøkonomisk ulønnsomme lufthavner blir følgelig en viktig samfunnspålagt oppgave.

Andre inntekter enn trafikkinntekter utgjør en stadig viktigere andel av totale inntekter for Avinor

Totale inntekter fordelt på trafikkinntekter og andre inntekter

Kilde: Avinor

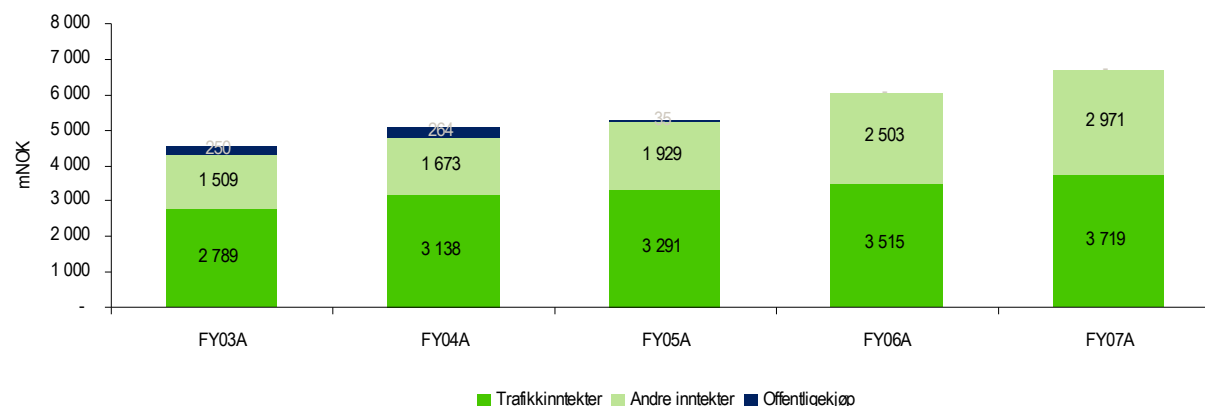


Viktige inntektsdrivere for Avinor

- ▶ På konsernnivå genereres selskapets driftsinntekter primært fra trafikkinntekter og andre inntekter.
 - Trafikkinntekter relaterer seg til avgifter fastsatt av departementet. Avgiftene inkluderer startavgift, passasjeravgift, underveisavgift og securityavgift. For FY07 utgjorde de henholdsvis 37%, 22%, 20% og 21% av konsernets totale trafikkinntekter.
 - Andre inntekter relaterer seg til avledet virksomhet som arealutleie til butikkdrift, parkering, hoteller og annen bruk av infrastruktur.
- ▶ I figuren under har vi illustrert inntektsutviklingen fra 2003 til 2007 fordelt på de ulike inntektsgrunnlagene.

Inntekter per inntektsgrunnlag

Kilde: Avinor



- ▶ Totalt sett har inntektene økt med over mNOK 2 100 i perioden, hvilket tilsvarer en årlig gjennomsnittlig vekst på rundt 10%.
- ▶ I 2007 sto andre inntekter for 44% av totale inntekter mot 33% i 2003. Offentlige kjøp opphørte fra regnskapsåret 2005.

Andre inntekter utgjør en økende andel av Avinors totale inntekter.

Andre inntekter enn trafikkinntekter utgjør en stadig viktigere andel av totale inntekter for Avinor

- ▶ Trafikkinntektene har økt med i underkant av mNOK 1 000 i perioden, tilsvarende en årlig gjennomsnittlig vekst på 7,5%. De viktigste driverne har vært en generell vekst i antall passasjerer samt økt krav til sikkerhet.
- ▶ Kommersielle inntekter har økt med rundt mNOK 1 500 i perioden, tilsvarende en årlig vekst på rundt 18,5%. En av de viktigste driverne har vært innføring av tax-free salg ved ankomst. Dette var en kompensasjon for at staten ikke lenger skulle finansiere ulønnsomme flyplasser gjennom statlig kjøp.

2008 er første regnskapsår selskapet rapporterer i henhold til IFRS

Balanse 31.12.2007

Valuta: mNOK	NGAAP	IFRS
Immatrielle eiendeler	736	2 284
Varige driftsmidler	19 790	15 186
Finansielle anleggsmidler	22	36
Sum anleggsmidler	20 547	17 506
Fordringer	914	914
Annet	17	54
Kontanter og bankinnskudd	1 137	1 137
Sum omløpsmidler	2 068	2 104
Totalt eiendeler	22 615	19 610
Egenkapital	7 728	9 120
Pensjonsforpliktelse	1 136	1 879
Forpliktelse lufthavndrift	4 758	-
Andre forpliktelser	62	62
Annen langsiktig gjeld	6 425	6 432
Kortsiktig gjeld	2 507	2 118
Sum gjeld	14 887	10 490
Total egenkapital og gjeld	22 615	19 610

Kilde: Avinor

Ref: Balansen per FY07 - Section BS - Balance Sheet Analysis

Netto rentebærende gjeld 31.12.2007

Valuta: mNOK	2007
Kontanter og bankinnskudd	(1 137)
Lån fra Staten	5 638
Annen langsiktig gjeld	787
Første års avdrag langsiktig gjeld (kortsiktig gjeld)	423
Netto rentebærende gjeld	5 710

Kilde: Avinor

Ref: Balansen per FY07 - Section BS - Balance Sheet Analysis

Regnskapsmessige konsekvenser ved overgang fra NGAAP til IFRS

- ▶ Avinor har hittil rapport etter NGAAP, men vil gå over til IFRS. Tabellen til venstre viser hvordan balansen endres som følge av dette. De viktigste endringene er beskrevet under.
 - Varige driftsmidler og forpliktelse rutenett reduseres. Avinor overtok per 01.01.03 diverse stamruteplasser og regionale flyplasser. Disse ble verdsatt til gjenanskaffelseskost. Da Avinor er forpliktet til å drive flyplassene ble det samtidig beregnet en forpliktelse knyttet til framtidig underfinansiering av drift og investeringer. I henhold til NGAAP ble verdien av driftsmidler og forpliktelse rutenett vurdert samlet i forhold til mulig krav til nedskrivning. Ettersom den negative verdien som forpliktelse rutenett representerer ikke kan regnskapsføres innenfor IFRS, må verdien av de driftsmidler som ble overdratt ved etablering av Avinor 01.01.2003 reduseres.
 - Verdi av pensjonsforpliktelse oppjusteres. Sentrale forutsetninger for ytelsesbaserte pensjonsordninger for beregning av pensjonsforpliktelser er endret. Årlige estimatavvik er ført mot egenkapitalen.
 - Utbytte er ikke lenger oppført som gjeld.
 - Utsatt skatt økes som følge av at forpliktelse på rutenett, driftsmidler, pensjoner etc gir grunnlag for netto økning i utsatt skattefordel.

Netto rentebærende gjeld per 31.12.2007 er på mNOK 5 710

Tabellen til venstre viser spesifikasjonen av netto rentebærende gjeld.

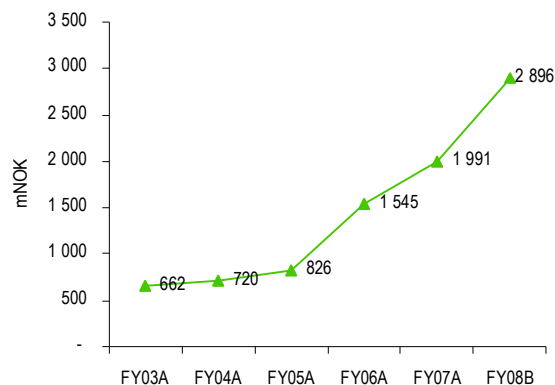
- ▶ Ifølge selskapets vedtekter kan ikke konsernets egenkapital underskride 40% av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital. Videre kan ikke konsernets samlede rentebærende langsiktige lån overskride mNOK 10 500.
 - Brutto langsiktig gjeld var mNOK 6 425 per 31.12.07
 - Selskapet skal rapportere etter IFRS fremover. Basert på dette utgjorde bokført egenkapital 59% av bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital per 31.12.07. Dersom avdrag på langsiktig gjeld inkluderes faller egenkapitalandelen til 57 %. Dersom bankinnskudd inkluderes økes egenkapitalandelen til 61%. I EYs prognoser fremover er egenkapitalandelen definert som bokført egenkapital over bokført egenkapital og rentebærende lån (inkludert avdrag, men ex bankinnskudd)



Årlige investeringer har de siste årene ligget på et vesentlig lavere nivå enn hva de forventes å gjøre fremover

Utvikling i Avinors årlige investeringsnivå

Kilde: Avinor



► Selskapet hadde i FY07 en positiv kontantstrøm fra driften på mNOK 1 713 og negative kontantstrømmer relatert til investeringer og finansielle poster på henholdsvis mNOK 1 989 og mNOK 552. Totalt endte konsernets kontantstrøm på negative mNOK 828 for regnskapsåret 2007.

- Hovedårsaken til den negative kontantstrømmen er en sterk økning i investeringsnivået grunnet myndighetskrav relatert til flysikkerhet og etterslep i vedlikehold.
- Investeringer i varige driftsmidler har økt fra mNOK 662 i 2003 til mNOK 1 991 i 2007, hvilket gir en årlig gjennomsnittlig vekst i investeringer på 32%. For 2008 er investeringene budsjettert til mNOK 2 896, hvilket gir en årlig vekst på 45%.
- I tabellen under vises hvilke satsningsområder de forventede investeringene er relatert til:

Satsningsområder som gir grunnlag for store investeringer fremover

Investeringsområder

Investeringer, kompetanseutvikling og utviklingsarbeid for å styrke vinterdriften

NATCON (System for styring og kontroll av lufttrafikken)

Omfattende program for radarutbygging, blant annet i Nordsjøen

Satellittbasert innflygingssystem til de regionale flyplassene (SCAT-I)

Nytt trafikkreguleringssystem for trafikken på Østlandet (Oslo ASAP)

Ulike tiltak for å styrke sikkerhetskulturen og kompetansen i bedriften

Masterplaner på de store lufthavnene

Investeringer i økt terminalkapasitet på større lufthavner

Planlegging av terminal to på Oslo lufthavn, Gardermoen

Sikkerhetsområder og lysanlegg

Kilde: Plan for virksomheten 2007-2009

Ref: Investeringsplaner frem til 2013 - Section CF - Cash Flow Analysis

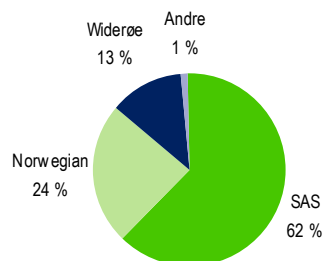
- Utover disse investeringene ser man også et potensielt behov for å bygge rullebane 3 på Oslo Lufthavn, Gardermoen. Behovet, og da tilsvarende investeringer, er imidlertid ikke ventet før i perioden 2020-2030. Disse investeringene er ikke hensyntatt i verddivurderingen.
- Per juni 2008 forventer selskapet å investere for mNOK 13 400 i den neste femårsperioden. For ytterligere diskusjoner rundt fremtidige investeringer henvises til avsnittet for investeringer senere i rapporten.

Avinors investeringer er forventet å være på et vesentlig høyere nivå enn det har vært i perioden 2003 – 2007.

Tjenester som tilbys på en flyplass kategoriseres i luftfartstjenester og kommersielle tjenester

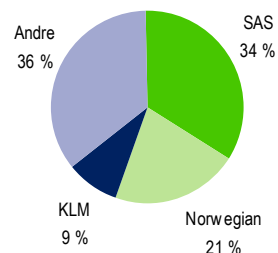
Flyselskapenes andel av innlandstrafikken

Kilde: Avinor



Flyselskapenes andel av utenlandstrafikken

Kilde: Avinor



Generelt om flyplassens tjenester

- ▶ Flyplassers primære oppgaver er å fasilitere landing og avgang av fly, passasjerenes tilgang til flyene, veksling mellom ulike flyforbindelser og frakt av varer/gods. Tjenestene gjelder for reiser og frakt både innenlands og utenlands.
- ▶ Tjenestene som tilbys på en flyplass kan kategoriseres i to hoveddeler; tjenester direkte tilknyttet luftfart og kommersielle tjenester.
 - Tjenester direkte tilknyttet luftfart inkluderer tilgjengelighet av og støttefunksjoner til rullebaner, terminalbygg, luftbro, navigasjonstjenester, luftkontroll og sikkerhetstjenester.
 - Kommersielle tjenester inkluderer butikk salg, tax-free, drift av eiendom, parkeringstjenester og andre tjenester som hotell drift.
- ▶ Luftfartstjenester er fortsatt den dominerende driver for flyplassenes inntekter, men som vi viste i kapitlet vedrørende inntektsutviklingen til Avinor, har inntekter fra kommersielle tjenester økt betydelig de senere år.

Primære kunder

- ▶ Avinors primære kunder er flyselskapene og deres passasjerer. I tillegg er samarbeidspartnere og Forsvaret viktige målgrupper.
- ▶ Hovedaktørene i innenriksmarkedet er SAS, Norwegian og Widerøe. I 2007 var SAS den største aktøren i det norske innenriksmarkedet med en markedsandel på 62%, mens Norwegian og Widerøe hadde henholdsvis 24% og 13%.
 - I januar 2008 gikk Coast Air konkurs. Selskapet har vært en betydelig aktør til kystdestinasjonene på sør-vestlandet.
- ▶ I utenlandsmarkedet er de viktigste aktørene SAS, Norwegian inkludert Fly Nordic og KLM. I 2007 hadde disse markedsandeler på henholdsvis 34%, 21% og 9%.

En flyplass er en kombinasjon av land- og lufthavnaktiviteter

Viktige industrikarakteristika

- ▶ Tjenestene til en flyplass avhenger primært av størrelse. Små flyplasser, som de regionale og enkelte mellomstore flyplasser, har ofte kun en kort rullebane. I all hovedsak yter disse tjenester til destinasjoner innenlands. Mellomstore og store flyplasser har som oftest lengre rullebaner og yter tjenester til både innen- og utenlandstrafikken. På flyplassene med utenlandstrafikk genereres blant annet kommersielle inntekter fra tax-free salg.
- ▶ Generelt kan man si at flyplasser er en kombinasjon av land- og luftaktiviteter og har følgende karakteristika.
 - Landaktiviteter inkluderer terminaler og infrastrukturen rundt terminalene. Selve terminalene yter tjenester som flyinformasjon (display systemer), innsjekkingsskranke, offentlige fasiliteter (toalett, stellerom, benker osv), vente- og avgangshall. Rundt terminalene eksisterer fasiliteter som infrastruktur for både veg- og togtrafikk, parkeringsplasser, taxi- og bussholdeplasser. Disse fasilitetene er linket til terminalene via et vegnett.
 - Terminalene tilbyr kontor- møte- og konferanselokaler, og kommersielle operasjoner som bilutleie og servicetjenester (restaurant, kiosk, cafe osv).
 - Luftaktiviteter inkluderer rullebane, taksebane, oppstillingsplasser, flyplassbelysning, parkeringsplass for flyene, visuell navigasjonshjelp, hangarer, fraktterminaler, fasiliteter for vedlikehold av fly, drivstoff og levering av mat til flyene.
 - Flyplasser er også ansvarlig for å flytte store volumer av last. Fraktselskaper har som oftest sin egen infrastruktur for å flytte lasten over til flyene. I Norge gjelder dette primært mellomstore og store flyplasser.
 - Den fysiske kapasiteten til flyplassen er påvirket av interaksjonen mellom flere faktorer som design av rullebanen, størrelsen på rullebanen, hvordan flyplassen er organisert/ser ut, type trafikk, kontroll av flytrafikk, miljømessige restriksjoner og tilgang på land.
 - I Norge er det Staten via Samferdselsdepartementet som eier majoriteten av flyplassene i Norge. Flyplassene Torp (Sandefjord) og Rygge (Moss) er privateid.

I Norge er det staten, via Samferdselsdepartementet som eier majoriteten av Norges lufthavner.

Luftfarten har en sterk posisjon i Norge relativt til andre land, spesielt på grunn av lange avstander og topografi

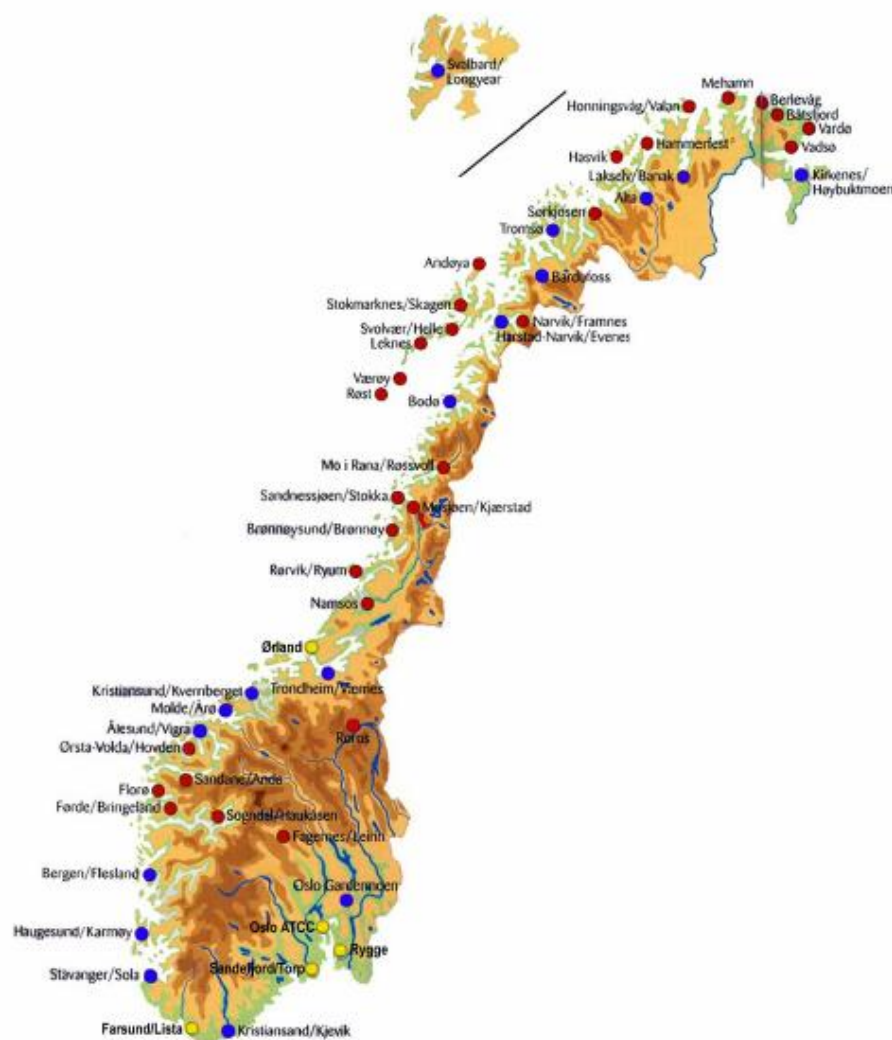
- ▶ I Norge er flyplassene lokalisert over hele landet. Det spesielle med Norge, hvilket stiller luftfarten i en sterk posisjon, er lange avstander, befolkningsstruktur (befolkningsvekst, alderssammensetning og regional fordeling) og topografi. Flyet er et viktig bidrag for å binde landet sammen og muliggjøre nasjonal deltagelse i samfunns- og næringsliv.
 - I 2003 hadde Norge 2,3 flyreiser per innbygger, hvilket ligger over de fleste andre europeiske land. Til sammenligning hadde Sverige 1,23 og andre land 0,5 eller lavere.
 - *Befolkningsveksten* i seg selv vil generere flere reiser. I henhold til Nasjonal transportplan er veksten frem mot 2040 anslått til 24%, det vil si 0,6% per år.
 - *Alderssammensetning* påvirker reisemønsteret, og statistikk viser at personer i alderen 20-69 år foretar ca 3 reiser i året innenlands. Det har vært en økning i reisefrekvensen i gruppene 20-29 år og 50-60 år. Også for utenlandstrafikken utgjør gruppen 20-69 år hovedtyngden av de reisende.
 - Befolkningens *regionale fordeling* påvirker reisefrekvensen, og relatert til flyfrekvens er det Nord-Norge og Vestlandet som flyr mest innenlands. En sterk driver er topografien i disse områdene og få alternative transportmidler.
 - Flyreisene er til en viss grad avstandsbetinget, og på reiser kortere enn 300 km er bilen flyets største konkurrent. I tillegg vil konkurransen mellom de ulike flyselskapene påvirke antall reisende, da en konsekvens av slik konkurranse er lavere billettpriser og økt mulighet for flere reisende.
- ▶ Figuren på neste side viser lokaliseringen av Avinors flyplasser. De blå punktene illustrerer Avinors stamruteplasser, de røde Avinors regionale lufthavner og de gule andre steder der Avinor har virksomhet (Luftrafikkteneste).

Personer i alderen 20-69 år utgjør hovedtyngden av de reisende på både innlands- og utenlandsreiser

Luftfarten har en sterk posisjon i Norge relativt til andre land, spesielt på grunn av lange avstander og topografi

Geografisk oversikt over Avinors virksomhet

Kilde: "Nasjonal transportplan, Sektorplan for Avinor, Perspektiver mot 2040"



Tilgang på ressurser er en viktig suksessfaktor, mens husholdningenes disponible inntekt og endringer i bedriftenes utgifter er risikofaktorer

Suksessfaktorer

- ▶ **Tilgang på ressurser:** Aktører i markedet trenger plass til parkering av fly (hangar) og annen tilsvarende tilgjengelighet for blant annet vedlikehold. I tillegg må terminalen kunne yte tjenester i henhold til etterspørsel.
- ▶ **Takle opphopning:** Flyplassen må tåle den ventede veksten både på passasjersiden og innen frakt. En økende andel selskaper benytter fly som transport for sine varer for å kunne levere disse innen et fornuftig tidsperspektiv.
- ▶ **Mulighet til å møte miljømessige krav:** Strengere miljømessige regulatoriske krav er forventet, og det er viktig at flyplassene klarer å tilpasse seg disse.

Risikofaktorer

Lufttransporten er sensitiv til endringer i konsumentenes tilgjengelige inntekt og holdninger til å fly. Nedenfor er det listet opp faktorer som kan påvirke fremtidig etterspørsel.

- ▶ **Konjunkturfølsomhet:** En nedgang i husholdningenes disponible inntekt eller reduksjon i bedrifters lønnsomhet kan slå negativt ut for etterspørselen etter flyplasstjenester. For husholdningene vil en nedgang redusere mulighetene for fritidsreiser og man vil i større grad vurdere alternative transportmidler som bilen. For bedriftene vil en sterk økning påvirke flyfrekvensen og alternative kommunikasjonsmetoder som videokonferanser vil i større grad kunne vurderes.
- ▶ **Oljepris:** Høye drivstoffkostnader kan stille flyselskapene i en utfordrende finansiell posisjon. Konsekvensen blir sterkt fokus på kostnader hos disse, hvilket gjør de mindre mottagelige for økninger i avgiftene. En enda sterkere konsekvens, som har blitt en realitet for flere amerikanske flyselskaper, er parkering av fly og reduserte flyavganger, hvilket i neste omgang vil ha effekt på Avinors inntekter.
- ▶ **Andre faktorer:** Hendelser av annen art som kan ha store konsekvenser for luftfartindustrien er økonomisk krise, konkurs av flyselskap, krig/terrorisme og pandemiske sykdomsutbrudd. Endringer i turismen påvirket av viktige faktorer som globale vekstprospekter og uforutsette geo-politiske faktorer har påvirket luftfarten i nyere tid. I 2001 bidro for eksempel 9/11 til en slik nedgang i turismen fordi potensielle passasjerer oppfattet at risiko knyttet til lufttransporten økte betraktelig etter disse angrepene.

Høye investeringer og nødvendigheten av å imøtekomme regulatoriske krav er viktige inngangsbarrierer

Inngangsbarrierer

- ▶ Generelt eksisterer det en rekke inngangsbarrierer for flyplassindustrien, og i Norge har Avinor AS tilnærmet monopol. Det virker ikke sannsynlig, ut fra bedriftsøkonomiske hensyn, at det bygges nye konkurrerende flyplasser ved store-, mellomstore- og regionale lufthavner, hvor Avinor allerede besitter strategiske destinasjoner.
- ▶ I Østlandsområdet, hvor Avinor er representert ved Oslo Lufthavn Gardermoen, har lufthavnene Torp og Rygge etablert seg. Konkurransen ser ut til å eksistere ved etableringen av nye ruter og ikke ved Oslo Lufthavn Gardermøens eksisterende ruter. Ulike avgiftsnivå og endring i konsesjonen, som begrenser antall passasjerer, vil kunne ha en avgjørende faktor for hvordan passasjerveksten fordeler seg på disse lufthavnene fremover.

I Norge har Avinor AS tilnærmet monopol, men lufthavnene Torp og Rygge har etablert konkurranse i Østlandsområdet

Politiske og regulatoriske rammebetingelser

Viktige rammevilkår

- ▶ På bakgrunn av Avinors samfunnspålagte oppgaver og som heleid statsselskap er selskapet gjenstand for lovpålagte krav fra både nasjonale og internasjonale myndigheter.
 - Nasjonalt er Samferdselsdepartementet, som sektordepartementet, ansvarlig for det rettslige regelverk. Viktige sektorpolitiske virkemidler er fastsetting av avgifter og statlig kjøp av lufthavntjenester.
 - Gjennom Norges medlemskap i EØS og Norges internasjonale forpliktelser ICAO (FNs internasjonale organisasjon for sivil luftfart) er Avinor gjenstand for krav fra internasjonale myndigheter. Det er i stor grad basert på disse bestemmelsene at Samferdselsdepartementet innfører nye nasjonale krav.

Nasjonale og internasjonale krav gir konsekvenser for Avinor både i form av kostnader og ressurser

- ▶ *Forskrift om utforming av store lufthavner.* Utforming av store flyplasser relaterer seg til ønske om et trygghetsområde rundt rullebanen på 70 meter, hvorav 40 meter skal være planert. Formålet med kravet er å hindre tap av menneskeliv dersom et fly sklir ut av rullebanen, og at sikkerheten ved norske lufthavner skal være lik som ved andre vest-europeiske lufthavner. Kostnaden relatert til utbyggingen er ventet finansiert gjennom intern kryssubsidiering.
- ▶ *Forebygging av støy ved Oslo Lufthavn, Gardermoen.* Ved etableringen av lufthavnen etablerte man inn- og utflyvningstraseer for å regulere flyaktiviteten og derigjennom minimalisere støy ved lufthavnen. Det har blitt utarbeidet forslag til ny forskrift hvor man blant annet vurderer å gå bort i fra segregert til fleksibel banebruk.
- ▶ *Regelverk for det felleseuropeiske luftrommet.* EU har etablert et prosjekt for felles europeisk luftrom – "Single European Sky". Formålet med prosjektet er å effektivisere trafikkavviklingen i luftrommet over Europa ved å utvikle færre og større luftromsblokker for den øvre delen av luftrommet. Luftromsblokkene skal i større grad følge trafikkstrømmen og ikke landegrensene. Bakgrunnen for prosjektet er økende trafikk og forsinkelser i luftrommet over Europa. Forsinkelsene er forventet å øke i tråd med økende trafikk dersom ikke slike tiltak iverksettes. Det rettslige grunnlaget for det felleseuropeiske luftrommet er lagt i fire grunnprinsipper. Gjennom det nye regelverket ble det stilt krav til leverandør av flysikringstjenester. 1. juni ble Avinor sertifisert som leverandør av flysikringstjenester.
- ▶ *Regelverk for beredskap mot terror og sabotasje.* Formålet er å fastsette og gjennomføre felles tiltak innenfor EØS-området for å hindre ulovlige handlinger rettet mot sivil luftfart. Forskriftene gjelder som norsk rett og inneholder tiltak gjeldende for flyselskap, passasjerer, ansatte ved flyplassene, frakt inkludert post og tilsvarende. Tiltakene vil bli finansiert av brukerne. Per 2006 tilsvarte avgiften NOK 40.
- ▶ Regelverk for å sikre rettighetene til funksjonshemmede passasjerer og passasjerer med redusert mobilitet. Ansvar for å ivareta rettighetene for disse passasjerene er lagt til operatørene av lufthavnene

Avinor har en sterk markedsmessig strategisk posisjon, men opplever utfordringer finansielt basert på nødvendige investeringer grunnet regulatoriske krav og kapasitetsutvidelser

Avinors strategiske posisjon

Markedsposisjon

- ▶ Basert på luftfartens sterke posisjon innenfor transport og selskapets sterke posisjon som tilnærmet eneleverandør av flyplass tjenester i Norge, besetter Avinor en sterk strategisk markedsposisjon. Målt i antall passasjerer er markedet i vekst, og markedsrapporter tilsier at veksten vil fortsette i årene fremover. Kostnadsbasen er i all hovedsak fast, hvilket gir et godt utgangspunkt markedsmessig.
- ▶ Flyplassoperatører og flyselskaper blir ofte sittende på hver sin side av forhandlingsbordet, hvor den ene parts inntekter blir den andre parts kostnader. I tillegg har man sett utfordringer i forhold til de ulike parter tidshorisont – langsiktighet kontra kortsiktighet. Flyplassoperatører har vesentlig kapital bundet opp i langsiktige eiendeler og følgelig fokus på langsiktig strategisk planlegging. Flyselskapene derimot har blitt kritisert for å fokusere på kortsiktig lønnsomhet, spesielt børsnoterte selskaper, og mindre interessert i langsiktighet.
 - Fokus på lavprismarkeder gjør at flyselskapene i større grad velger flyplass basert på kostnadsnivået ved oppretting av nye ruter til utlandet. Avinors sterke posisjon gjør dette til en mindre trussel. I den grad det foreligger en slik trussel vil denne mest sannsynlig ramme Oslo Lufthavn Gardermoen.
 - I dag begrenser de privateide flyplassenes konsesjon trafikken oppad, men ved en eventuell endring i konsesjonen vil konkurransen øke i omfang og konsekvens. Vi antar et en slik konkurranse ikke vil ramme hovedflyplassens nåværende kundebase, men heller ta en større andel av den forventede totale markedsveksten basert på antall passasjerer. Dette forutsetter at Oslo Lufthavn Gardermoen håndterer kapasitetsutfordringene som følger økende trafikkvekst, slik at flyselskapene ikke ser seg nødt til å flytte ruter til Rygge og Torp.

Finansiell posisjon

- ▶ Finansielt vil kombinasjonen av vekst i trafikken og regulatoriske krav nødvendiggjøre store investeringer. Det kan synes noe utfordrende å gjennomføre alle investeringene som i utgangspunktet forventes. I dag går allerede en vesentlig andel av selskapets flyplasser med underskudd.
 - Investeringer som er nødvendige grunnet trafikkvekst er ventet å gi merinntekter fremover, og vil i så måte kunne forsvares ut ifra en bedriftsøkonomisk tilnærming.
 - Investeringer som må gjennomføres grunnet regulatoriske krav er ikke ventet å gi merinntekter, men nødvendige for å kunne opprettholde driften av flyplassene. Slike investeringer viser utfordringen Avinor stilles ovenfor. Det skal på den ene siden være selvfinansierende samtidig som selskapet skal opprettholde delvis ulønnsomme lufthavner, og bevilge disse kapital til ytterligere investeringer. Investeringer som ikke er ventet å gi merinntekter, men forringe konsernets kapitalbase.

Avinor har en sterk markedsmessig strategisk posisjon, men opplever utfordringer finansielt basert på nødvendige investeringer grunnet regulatoriske krav og kapasitetsutvidelser

- ▶ Inntektsmessig øker kommersielle inntekters andel av totale inntekter grunnet større fokus og satsning på kommersielle tjenester. I tråd med forventet trafikkvekst er disse ventet å gi økende bidrag fremover. Negative endringer i passasjerveksten eller fra de kommersielle inntektene ser ut til å ha store konsekvenser for selskapets lønnsomhet, da en vesentlig del av kostnadsbasen er fast og gjør selskapet sensitive til inntektsendringer. Et nytt "9/11" hvor den oppfattede risikoen ved å fly øker kan ramme trafikkveksten på kort sikt. Et scenario hvor bortfallet av inntekter vil være av mer langvarig karakter er bortfall av tax-free ved et eventuelt medlemskap i EU.
- ▶ Selskapets kostnader er primært faste på mellomlang sikt og relativt stabile. Lønns- og personalkostnader utgjør nærmere 50% av totale kostnader, mens resterende andel primært relaterer seg til sikkerhet og vedlikehold.

Luftfartindustrien står sterkt i Norge, men høyere billettpriser og lavere konjunkturer kan gi rom for substitutter som tog og bil

Industrianalyse – styrker og svakheter

Kilde: Ernst & Young

Styrker	Svakheter
• Unkt markedsposisjon som tilnærmet eneleverandør av flyplass tjenester i Norge • Luftfarten står sterkt i Norge • Utfordrende topografi	• Mangel på kapasitet for å møte forventet vekst i antall passasjerer • Behov for større investeringer, både kommersielt initierte og basert på regulatoriske krav, er nødvendig
Muligheter	Trusler
• Utvikling av kommersielle tjenester • Nye terminalbygg (terminal 2) • Utbygging av hotell og parkeringsanlegg	• Regulatoriske krav fra myndigheter – spesielt miljømessige • Konkurranse fra substitutter som tog og bil • Håndtere ytterligere vekst i trafikk og kapasitetskrav • Høye bensinpriser • Konkurs i flynæringen

Verdivurdering

4. Metoder for verdivurdering
5. Vurdering av Avinors avkastningskrav
6. Historisk avkastning på investert kapital
7. Kontantstrømanalyse
8. Relativ verdivurdering
9. Scenarioanalyse

Metoder for verdivurdering

I en verdivurdering benyttes ofte flere metoder for å få et best mulig grunnlag for å mene noe om selskapets verdi

- ▶ Verdien på et selskap er ingen entydig størrelse. Det er sentralt å benytte den verdivurderingsmetode som antas best egnet for å fastsette virkelig verdi av virksomheten.
- ▶ Man skiller mellom tre hovedtyper av verdsettelsesmetoder
 - Inntjenings- eller avkastningsbaserte
 - Markeds- eller mutippelbaserte
 - Balansebaserte

Inntjenings- eller avkastningsbaserte

- ▶ Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i selskapets inntjening, og har til hensikt å sette en verdi på selskapet ut fra den avkastning det genererer. Som regel vil en da forsøke å beregne fremtidig avkastning ut fra tidligere års regnskap, samt budsjetter og prognoser for fremtiden. Disse diskonterer en så for å komme frem til en risikojustert verdi på selskapet målt i dagens kroneverdi.

Markeds- eller mutippelbaserte

- ▶ Markedsbaserte metoder tar utgangspunkt i markedsprising av sammenlignbare selskaper og transaksjoner. Man legger gjerne ulike multipler til grunn, herunder Price/Earnings og EV/EBTIDA, for å få en oppfatning av selskapets estimerte markedsverdi basert på en anvendelse av markedets pricing av sammenlignbare selskaper/-transaksjoner.

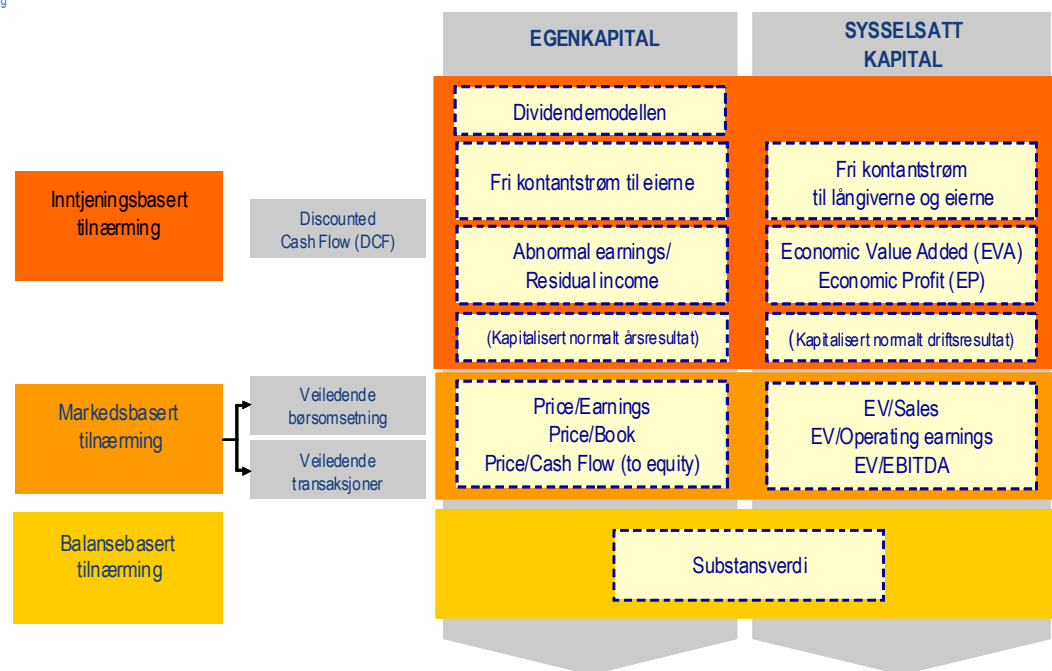
Balansebaserte

- ▶ Balansebaserte metoder fokuserer på hvilke verdier som ligger i selskapet, og ikke hvilken avkastning disse skaper. Dette innebærer en fokusering på selskapets eiendeler og rettigheter og deres verdi, ikke på prosessene og selve aktiviteten i selskapet, som ofte er det som skaper de økonomiske resultatene.

Metoder for verdivurdering

Verdivurderingsmetoder

Kilde: Ernst & Young



- Grunnlaget for Ernst & Youngs verdsettelsesmetodikk er normalt en analyse av den frie diskonterte kontantstrømmen (til egenkapital eller til totalkapital) som kompletteres med en analyse av sammenlignbare børsnoterte selskaper (hvis mulig) og aksjetransaksjoner i sammenlignbare selskaper (hvis mulig).

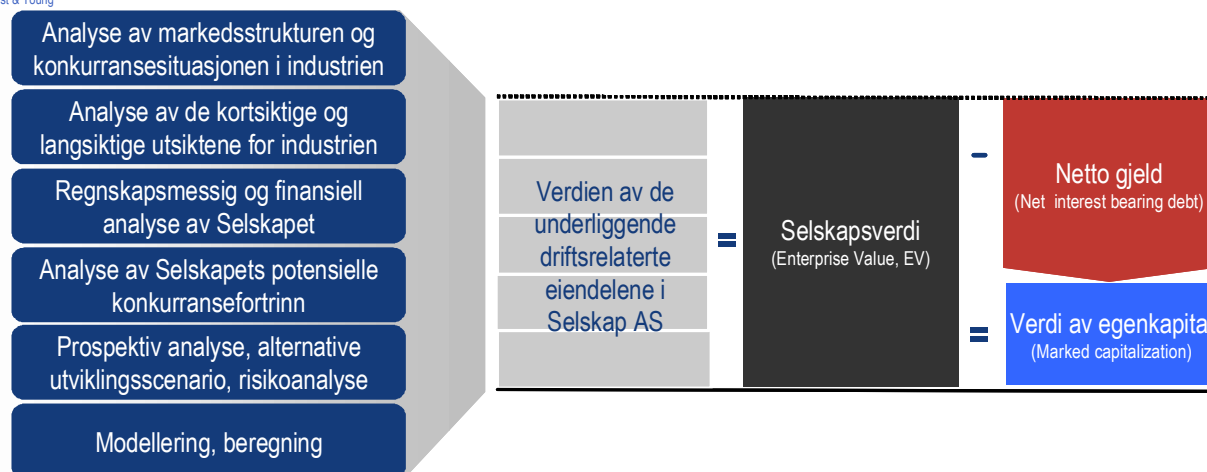
Diskontert kontantstrøm anses som den best egnede metoden for verdivurdering av Avinor

Generelt om diskontert kontantstrømanalyse

- ▶ Diskontert kontantstrømanalyse (DCF) antas å gi det beste rammeverket for å kunne ta hensyn til samtlige relevante underliggende forutsetninger om industriens og selskapets fremtidige utvikling.
- ▶ DCF-analysen gir etter vår mening den beste tilnærmingen til verdien av de underliggende driftsrelaterte eiendelene i Avinor AS.
- ▶ Vi velger en modell basert på en vurdering av fri kontantstrøm til långiverne og egenkapitaleierne (totalkapitaltilnærming) hvor egenkapitalverdien beregnes som verdien av selskapets totale operative kapital fratrasket verdien av netto rentebærende gjeld.

Diskontert kontantstrømanalyse

Kilde: Ernst & Young



Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

Avkastningskrav

Risikofri rente	5,00 %
Markedets risikopremie	4,00 %
Beta	1,4
Likviditetspremie	0,00 %
Avkastningskrav egenkapital	10,4 %
Egenkapitalandel	50 %
Gjeldskostnad e. skatt	4,8 %
Gjeldsandel	50 %
WACC	7,6 %

Kilde: Ernst & Young, Bloomberg
Ref: WACC - Section AA - Company 1

Avkastningskrav til totalkapitalen, WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Avkastningskravet til totalkapitalen er ment å reflektere alternativkostnaden til kapitalgiverne vektet med det relative bidraget til selskapets totalkapital. Modellen er basert på kostnaden av kapitalen, gitt risikoen knyttet til kontantsømmer i den relevante industrien og bedriften, samt relevant skattekostnad.

WACC

Kilde: Ernst & Young

$$WACC = k_e \left(\frac{E}{E + D} \right) + k_d \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

E – Egenkapital

D – Gjeld

k_e – Avkastningkrav egenkapital

k_d – Gjeldskostnad

- ▶ Som illustrert i tabellen til venstre er WACC estimert til 7,6% under følgende forutsetninger:
 - Risikofri rente på 5,0 % basert på 10 årig norske statsobligasjoner per juni 2008.
 - Markedets risikopremie er forutsatt å være 4 %.
 - Beta er estimert med utgangspunkt i en analyse av sammenlignbare selskaper.
 - Gjeldskostnaden er satt til 6,6 % før skatt og 4,8% etter skatt. Det vises også til eget kapittel for kredittvurdering i denne sammenheng.

Spesielle forutsetninger i forbindelse med utarbeidelse av avkastningskravet til Avinor

Gjesdal og Johnsen, 1999 skriver følgende om fastsettelse av avkastningskravet: "Hyppige endringer i avkastningskravet som følge av mer eller mindre tilfeldige variasjoner i det korte rentenivået kan forstyrre kommunikasjonen innenfor et selskap, eller mellom selskapet og eierne. En stabilisering av avkastningskravet har åpenbart en egenverdi og tilsier at vi bruker en lengre statsrente som risikofri basisrente"

- ▶ Det har derfor vært søkt å sette et avkastningskrav som vil være mindre ustabil, både med hensyn på rentenivå og risiko (beta). I avsnittene som følger presenteres hvert enkelt element av avkastningskravet for Avinor i dybden.
- ▶ Videre, i tråd med anbefalingene til Gjesdal og Johnsen, er det ikke gjort justeringer for at selskapet kan ha visse forretningsmessige ulemper sammenlignet med kommersielle aktører.

Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

Avkastningskrav til egenkapitalen

For å beregne alternativkostnaden til egenkapitalen, er CAPM (Capital Asset Pricing Modell) en av de mest anvendte metodene. Modellen tar som forutsetning at selskapet enten er børsnotert, eller at det finnes selskaper i bransjen som har tilgjengelige markedsdata.

$$CAPM : E(R_i) = R_f + \beta_{im} (E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i)$ - Forventet avkastning til egenkapitalen

R_f - Risikofri rente

β_{im} - Egenkapital beta

$(E(R_m) - R_f)$ - Markedets Risikopremie

Risikofri rente

I fastsettelsen av risikofri rente for Avinor, har ønsket om å unngå hyppige og tilfeldige endringer i avkastningskravet vært lagt til grunn:

- ▶ Forventet avkastning på norske statsobligasjoner er utgangspunktet for risikofri rente.
 - En lengre rente kan forventes å variere mindre enn en kort rente, noe som taler for bruk av en noe lengre statsrente enn for eksempel 1-års statsrente.
 - I tidligere verdivurderinger er det tatt utgangspunkt i effektiv rente på 10-års statsobligasjoner. Da dette ligger innenfor normal praksis er dette videreført for å få mest mulig kontinuitet i avkastningskravet.
- ▶ 10 årig norsk statsobligasjonsrente lå på rundt 5,0% per juni 2008.

Beta

Beta er et statistisk utarbeidet mål på hvor mye et selskaps aksjeavkastning er ventet å avvike fra markedsporteføljen til et spesifikt marked. Siden CAPM antar at investoren er veldiversifisert, vil investoren kun ta betalt for den risikoen som ikke er spesifikk for selskapet, siden den usystematiske risikoen er diversifiserbar.

- ▶ Utgangspunktet for estimering av beta har vært en komparativ analyse av sammenlignbare selskaper notert på ulike børser.

Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

- Analysene er foretatt basert på ukentlige data over 2 år og månedlige data over 5 år hentet fra Bloomberg.
- Som vist i tabellen på neste side estimeres totalkapitalbetaen til 0,71. Dette er på nivå med hva totalkapitalbetaen har blitt vurdert til i tidligere verddivurderinger.
- En totalkapitalbeta på rundt 0,7 tilsier en høyere bransjerisiko enn snittet for børsnoterte selskaper. Basert på en overordnet vurdering anses ikke dette som urimelig da det finnes en betydelig konjunkturell forretningsrisiko i Avinor:
 - Konjunktursvingninger vil trolig ramme flytrafikken hardere enn de fleste andre bransjer. I tillegg er Avinors omsetning også sterkt relatert til omsetning av "luksusvarer" fra tax-free, hvor omsetningen kan svinge sterkt med konjunktorene.
 - At en betydelig andel av kostnadene i selskapet er faste kan medfører volatil inntjening.
 - I motsatt retning kan det hevdes at selskapet sitter på skjulte reserver i form av at dagens avgifter kan heves. Samferdselsdepartementet regulerer nivået på start- og terminalavgift. Selv om Avinor har en målsetning om å være blant den beste tredjedelen i Europa på pris kan en ekstraordinær økning i avgifter være en måte å redde selskapet om en økonomisk krevende periode skulle oppstå, selv om dette vil bli imøtegått av flyselskapene.
- For å finne nivået på egenkapitalbetaen må det justeres for gjeldsgraden i selskapet. Formelen for dette er gjengitt under:

$$\beta_L = \left[1 + \frac{D}{E} \right] \times \beta_U$$

Totalkapitalbetaen er i tråd med tidligere verddivurderinger og er blitt vurdert til 0,7. Da dette anses å være innenfor et rimelig intervall samt at tilfeldige variasjoner i tidsserier ikke bør medføre hyppige endringer i avkastningskravet er dette blitt videreført i denne verddivurderingen. Justert for Avinors gjeldsgrad blir egenkapitalbetaen 1,4

Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

Beregninger beta

Kilder: Ernst & Young og Bloomberg

Peer group	MCAP	IBD	Cash	NIBD	D/E	-----Egenkapitalbeta Peer Group-----		
						2Y weekly	5Y monthly	Avg
Beijing Capital International Airport	50 120,0	-	3 135,0	(3 135,0)	(0,1)	1,46	1,01	1,24
Kobenhavns Lufthavne A/S	18 168,0	2 230,0	32,0	2 198,0	0,1	0,37	0,68	0,52
Flughafen Wien AG	1 659,0	469,0	171,4	297,6	0,2	0,59	0,85	0,72
Airports of Thailand PLC	88 571,3	54 566,2	14 734,6	39 831,6	0,4	0,78	0,89	0,83
Auckland Intl Airport Ltd.	4 007,1	914,4	1,6	912,8	0,2	0,92	0,93	0,92
Fraport AG	4 931,5	1 597,0	651,3	945,7	0,2	0,87	0,67	0,77
Flughafen Zuerich AG-REG	2 822,8	1 241,2	82,4	1 158,8	0,4	0,78	1,32	1,05
Shanghai International Airport Co.	72 299,5	3 010,5	287,2	2 723,3	0,0	0,60	0,75	0,67
Shenzhen Airport Co.	18 312,8	115,0	1 279,1	(1 164,0)	(0,1)	1,00	0,94	0,97
Macquarie Airports Ltd.	6 960,6	13 971,7	2 566,6	11 405,1	1,6	0,70	0,83	0,77

Gjennomsnitt

Beta konvertering	Beta for Avinor gitt 100% Egenkapital			Beta gitt Avinors gjeldsstruktur		
	-----Totalkapitalbeta-----			-----Egenkapitalbeta-----		
	2Y weekly	5Y monthly	Avg	2Y weekly	5Y monthly	Avg
Beijing Capital International Airport	1,56	1,08	1,3	3,1	2,2	2,6
Kobenhavns Lufthavne A/S	0,3	0,6	0,5	0,7	1,2	0,9
Flughafen Wien AG	0,5	0,7	0,6	1,0	1,4	1,2
Airports of Thailand PLC	0,5	0,6	0,6	1,1	1,2	1,1
Auckland Intl Airport Ltd.	0,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5
Fraport AG	0,7	0,6	0,6	1,5	1,1	1,3
Flughafen Zuerich AG-REG	0,6	0,9	0,7	1,1	1,9	1,5
Shanghai International Airport Co.	0,6	0,7	0,6	1,1	1,4	1,3
Shenzhen Airport Co.	1,1	1,0	1,0	2,1	2,0	2,1
Macquarie Airports Ltd.	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6
Gjennomsnitt	0,7	0,7	0,7	1,4	1,5	1,4

Kilde: Ernst & Young, Bloomberg

Ref: WACC - Section AA - Company 1

Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofri renten; og er den premien investorer krever for å investere i markedsporteføljen (MP).

- Historisk sett har nivået på risikopremien variert kraftig, avhengig av hvilken referanseperiode og metode (aritmetisk mot geometrisk gjennomsnitt) som legges til grunn ved estimering. I tidligere verdivurderinger er det anvendt en markedspremie på 4,0%, og dette er opprettholdt da det ligger innenfor et normalt intervall samt at dette medfører kontinuitet på sentrale parametere.

Gjeldskostnad

- ▶ Per 31.12.2007 hadde selskapet rentebærende lån på til sammen mNOK 6 425
 - Betingelsene på lån fra Staten (mNOK 5 638) er veid 5årig statsobligasjonsrente + 0,3%.
 - Betingelsene på pantelån (mNOK 720) er NIBOR + 0,25% (snitt av flere dellån)
- ▶ Avinor har inngått en kredittfasilitet på mNOK 2 000 med DnB og Fokus:
 - På den delen av lånet som trekkes opp betales NIBOR + 0,68 %
 - På ubenyttet del betales 40% av margin (40% x 0,68 %)
- ▶ Grunnet store investeringer fremover vil det bli aktuelt å ta opp nye lån. Hvilke betingelser Avinor vil få på nye lån vil delvis avhenge av hvilken kredittrating selskapet kan regne med å oppnå (se eget kapittel for nærmere drøfting) og den fremtidige utviklingen i rentemarkedet.
 - Tall hentet fra Bloomberg viser at differansen på 10-årig statsobligasjonsrente og 10-årig SWAP rente i perioden 1998 til 2008 har vært på rundt 50 basispunkter. Det siste året har dette økt til rundt 80 basispunkter blant annet som følge av uro i finansmarkedene.
 - Banker som DnB NOR og Nordea har per juni 2008 begge en AA- rating, som sannsynligvis er bedre enn hva Avinor kan forvente å oppnå
 - Renteavtalen på kredittfasiliteten bør være en indikasjon på hvilke betingelser Avinor kan regne med å oppnå i lånemarkedet. I juni 2008 lå den langsiktige SWAP renten på rundt 5,9%. Basert på dette og en margin på 0,7% vil selskapets lånekostnad være 6,6% før skatt og 4,8% etter skatt.

I beregningen av avkastningskravet er det antatt at Avinors markedsbetingelser på lån er SWAP rente + 0,7%.

Avinors avkastningskrav til totalkapitalen er beregnet til 7,6%

Kapitalstruktur

I fastsettelsen av gjeldsgrad i avkastningskravet bør i utgangspunktet markedsverdien av egenkapital og gjeld legges til grunn.

- Basert på Avinors balanse per 31.12.07 (IFRS versjon) utgjør bokført egenkapital rundt 57% av sum bokført egenkapital og rentebærende gjeld
- I hovedscenariet i verdivurderingen (se senere kapittel) er det antatt at Avinor ikke vil oppnå en avkastning på investert kapittel som overstiger avkastningskravet. Dette taler for at markedsverdi av egenkapital i prosent av markedsverdi egenkapital og rentebærende gjeld er lavere enn 57%
- På kort sikt vil gjeldsandelen gå ytterligere opp som følge av store investeringer. Om den på lang sikt vil falle til dagens nivå vil blant annet være avhengig av hvor raskt selskapet betaler ned gjeld og selskapets utbyttepolitikk
- I tidligere verdivurderinger er det lagt til grunn en kapitalstruktur med 50% egenkapital og 50% gjeld. Basert på ovennevnte diskusjon synes ikke dette å være utenfor et rimelig intervall og dette er derfor videreført.

Likviditetspremie

- ▶ Likviditetspremien tar normalt hensyn til faktorer som skiller et unotert selskap fra et børsnotert selskap:
 - Transaksjonskostnader.
 - Risikoen for ikke pålitelig informasjon (financial information).
 - Corporate Governance problemstillinger.

Gjesdal og Johnsen (1999) sier følgende om likviditetspremie i offentlige avkastningskrav:

"Selv om eierskapet i mye av statlig forretningsvirksomhet har vært lav eller ingen likviditet (omsettelighet), ville det være meningsløst å belaste virksomheten med en likviditetspremie i egenkapitalkravet. Staten har definert sitt eierskap som langsiktig, og føler seg åpenbart komfortabel med dette".

- ▶ Basert på dette er det ikke lagt inn noen likviditetspremie i avkastningskravet til Avinor.

Selskapet har historisk ikke nådd avkastningskravet

Bakgrunn for estimering av avkastning på investert kapital

Det første steget i en verdivurdering er å analysere historiske resultater. Selskapets tidligere prestasjoner kan gi en indikasjon på fremtidig verdiskapning. Avkastning på investert kapital er den viktigste verdidriveren i et selskap. Det finnes flere definisjoner på hvordan måle rentabilitet, og en kunne i prinsippet beregne avkastning på hvilken som helst kapitalbeholdning. Basert på at vi i kontantstrømanalysen regner ut en verdi av underliggende drift (Enterprise Value) finner vi det hensiktsmessig å fokusere på et nøkkeltall som måler rentabiliteten av driften.

Avkastning på investert kapital er definert som forholdet mellom driftsresultat før skatt og investert kapital.

Avkastning på investert capital (ROIC)

Kilde: Ernst & Young

$$ROIC = \left(\frac{EBIT}{Investert\ kapital} \right) \times (1 - S)$$

Definisjoner:

EBIT:	Driftsresultat
S	Selskapets skattesats
Investert kapital	Driftsmidler + netto arbeidskapital

Historisk utvikling i avkastning

Det opereres med to mål på historisk avkastning. Avinor overtok per 01.01.03 diverse stamruteplasser og regionale flyplasser. Disse ble verdsatt til gjenanskaffelseskost. Da Avinor er forpliktet til å drive flyplassene ble det samtidig beregnet en forpliktelse knyttet til framtidig underfinansiering av drift og investeringer.

- ROIC 1: Investert kapital defineres som driftsmidler + netto arbeidskapital
- ROIC 2: Investert kapital defineres som driftsmidler + netto arbeidskapital – avsetning forpliktelse lufthavndrift.

Avinor har hittil rapport etter NGAAP, men vil gå over til IFRS. I henhold til NGAAP ble verdien av driftsmidler og forpliktelse rutenett vurdert samlet i forhold til mulig krav til nedskrivning. Ettersom den negative verdien som forpliktelse rutenett representerer ikke kan regnskapsføres innenfor IFRS, må

Selskapet har historisk ikke nådd avkastningskravet

verdien av de driftsmidler som ble overdratt ved etablering av Avinor 01.01.2003 reduseres. Verdien av investert kapital ved bruk av IFRS balanse vil dermed ligge opp til definisjonen under ROIC 2.

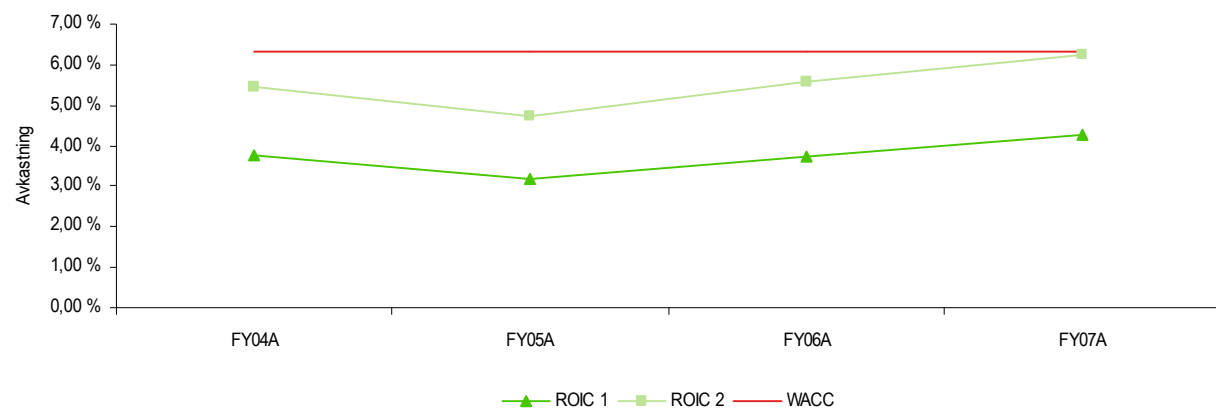
Figuren under viser oppnådd avkastning på investert kapital for årene 2004 – 2007, samt avkastningskrav. I 2003 hadde selskapet et negativt driftsresultat, blant annet på grunn av ekstraordinære høye avsetninger knyttet til restrukturering.

Avkastningskravet har i tidligere vurderinger av selskapet blitt estimert til å ligge i intervallet 6,20% - 6,45%. Basert på dette har ikke selskapet historisk oppnådd en tilfredsstillende avkastning på kapitalen.

Avkastning på investert kapital har bedret seg i perioden, men avkastningskravet har ikke vært tilfredsstillt

Avkastning på investert kapital

Kilder: Avinor og Ernst & Young



Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og lave investeringer i ny kapasitet

Forklaringer på utvikling i driftsrentabilitet

Årsakene bak endring i avkastning på investert kapital fremkommer ved å dekomponere denne ytterligere.

Avkastning på investert capital (ROIC)

Kilde: Ernst & Young

$$ROIC = \left(\frac{EBIT}{Investert\ kapital} \right) x (1 - S) = \left(\frac{EBIT}{Inntekter} \right) x \left(\frac{Inntekter}{Investert\ kapital} \right) x (1 - S)$$

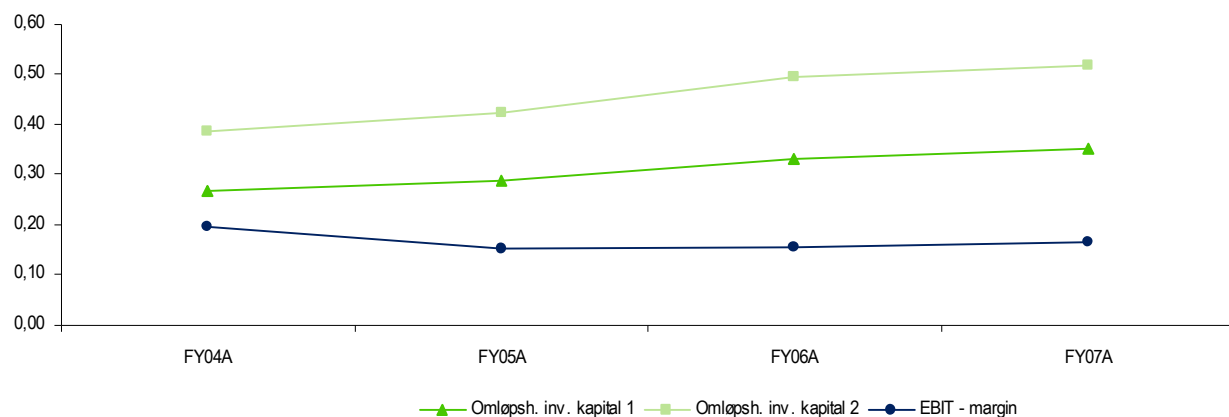
- Driftsmargin (EBIT / Inntekter) måler hvor effektivt selskapet konverter inntekter til fortjeneste
- Omløpshastighet på investert kapital (Inntekter / Investert kapital) måler hvor effektivt selskapet utnytter sin investerte kapital.

Figuren på neste side viser utvikling i driftsmargin og omløpshastighet i på investert kapital.

Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og lave investeringer i ny kapasitet

Utvikling driftsmargin og omløpshastighet investert kapital

Kilder: Avinor og Ernst & Young



- Driftsmarginen har ligget i intervallet 15% - 20%. Ettersom den er høyere i 2004 enn i 2007, er ikke bedring i lønnsomhet den primære forklaringsfaktor
- Omløpshastighet på investert kapital har økt i perioden fra 0,27 til 0,35 (definisjon 1), alternativt fra 0,39 til 0,52 (definisjon 2). Dette skyldes at inntekter har økt mer enn investert kapital i perioden. Den primære årsaken har vært en sterk passasjervekst, samtidig som det ikke har blitt investert mye i ny kapasitet. Avinor opererer i en bransje karakterisert av at ekspansjonsinvesteringene gjøres sprangvis. Denne type selskaper vil normalt oppleve best rentabilitet i den delen av investeringscyklusen som går frem til kapasitetstaket er nådd.

Bedringen av driftsrentabiliteten skyldes primært at selskapet har vært i en periode hvor det ikke har vært nødvendig med investering i ny kapasitet til tross for sterk passasjervekst

Tabellen på neste side viser beregning av avkastning brutt ned på ulike delkomponenter.

Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og lite investeringer i ny kapasitet

Avkastning på investert kapital

	FY03A	FY04A	FY05A	FY06A	FY07A
Driftsinntekter					
Trafikkinntekter	2 789,4	3 138,1	3 290,6	3 514,6	3 718,5
Salgs- og leieinntekter	1 457,3	1 578,8	1 882,7	2 497,3	2 967,8
Offentlig kjøp	250,0	264,0	35,0	-	-
Annen driftsinntekt	51,6	94,6	46,7	6,1	2,9
Sum Driftsinntekter	4 548,3	5 075,5	5 255,0	6 018,0	6 689,2
Driftskostnader					
Varekostnad	24,4	21,7	44,0	55,4	80,3
Lønn og andre personalkostnader	1 590,7	1 542,9	2 030,5	2 250,1	2 416,1
Av- og nedskrivninger	1 108,3	1 103,2	1 145,2	1 185,0	1 224,7
Annen driftskostnad	1 263,0	1 583,8	1 479,4	1 765,3	2 028,4
Flytte- og restruktureringskostnader	698,8	(171,2)	(254,6)	0,7	
Sum Driftskostnader	4 685,2	4 080,4	4 444,5	5 256,5	5 749,5
Reversering forpliktelse lufthavndrift	-	-	-	180,0	180,0
Driftsresultat (EBIT)	(136,9)	995,1	810,5	941,5	1 119,7
Skattesats (%)	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Driftsresultat fratrullet skatt (NOPAT)	-98,6	716,5	583,6	677,9	806,2
Varige driftsmidler	19 667	19 086	18 523	18 852	19 790
Varer	11	6	15	16	17
Fordringer	588	634	766	896	914
Leverandørgjeld	-302	-332	-239	-426	-471
Skyldig offentlige avgifter	-136	-159	-181	-163	-193
Annen kortsiktig gjeld (Ex avdrag på finanslån og restrukturering)	-518	-596	-1 110	-603	-747
Netto arbeidskapital (NWC)	-357	-447	-749	-280	-480
Sum investert kapital før fradrag for forpliktelser lufthavndrift	19 310	18 639	17 774	18 572	19 311
Forpliktelser lufthavndrift	(5 980,1)	(5 734,4)	(5 950,9)	(6 075,1)	(5 955,1)
Netto investert kapital	13 329,7	12 904,8	11 823,2	12 496,7	13 355,4
EBIT - margin		0,20	0,15	0,16	0,17
Omløpshastighet investert kapital 1)		0,27	0,29	0,33	0,35
Omløpshastighet investert kapital 2)		0,39	0,43	0,49	0,52
Avkastning på investert kapital 1)		3,78 %	3,21 %	3,73 %	4,26 %
Avkastning på investert kapital 2)		5,46 %	4,72 %	5,57 %	6,24 %

Kilde: Avinor årsrapport

Ref: ROIC - Section PL - ROIC Analysis

Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og lite investeringer i ny kapasitet

Under følger en kort forklaring på spesielle hendelser som påvirket resultatet i de enkelte år.

► 2003:

- Trafikknivået i 2003 lå under toppårene 1999 – 2000. Lavkonjunktur i 2001 og 2002 skapte et stort etterslep på investeringssiden.
- I 2003 ble det besluttet å etablere resultatforbedringsprogrammet Take-Off-05, hvor hensikten var en årlig resultatforbedring fra 2006 på 400 millioner kroner
- Driftsresultatet på mNOK -346 ble negativt påvirket av restruktureringskostnader på omlag mNOK 700 som følge av dette

► 2004:

- Generelt skyldes fremgangen fra 2003 økt trafikkvekst kombinert med kostnadsreduksjoner
- Økning i trafikkinntekter (12,5%) og salgs- og leieinntekter (8%) forklares delvis med en volumøkning i passasjerer på nesten 8% og delvis av økte sikkerhetsavgifter som følge av økte investeringer relatert til sikkerhet
- Nedgang i lønn og andre personalkostnader på 3% skyldes at store deler av omstillingstiltakene i Take-Off – 05 ble gjennomført dette året
- En økning på 25% i andre driftskostnader skyldes spesielt økte kostnader knyttet til sikkerhetstiltak på lufthavnene
- Reversering av flytte- og restruktureringskostnader skyldes at flere personer enn forventet kom i nye jobber

► 2005:

- Vekst i trafikkinntekter er på nivå med vekst i antall passasjerer
- Sterk vekst i salgs- og leieinntekter på nesten 20% skyldes innføring av tax-free salg ved ankomst
- Dette, sammen med at Avinor får fradrag for inngående merverdiavgift, er en kompensasjon for bortfall av offentlige kjøp
- Sterk økning i lønn og personalkostnader på over 30% relaterer seg til økt avsetning på fremtidige pensjonsforpliktelser
- Innføring av manuell hundre prosent sikkerhetskontroll på de regionale lufthavnene som følge av KatoAir-ulykken høsten 2004 (mann angrep flybesetningen med øks) slår for fullt ut i økte sikkerhetskostnader.

Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og lite investeringer i ny kapasitet

- På samme måte som året før blir flytte- og restruktureringsforpliktelser tilbakeført ved at behovet for ventelønn og sluttpakker i forbindelse med Take-off 05 blir lavere enn tidligere forutsatt

► 2006:

- Økning i trafikkinntekter på nesten 7% er i tråd med volumutviklingen (10,5% og 5,7% målt i antall passasjerer og flybevegelser)
- Sterk økning i salgs- og leieinntekter på nesten 33% er hovedsakelig av full utnyttelse av innføringen av tax-free salg ved ankomst, samt økte inntekter fra andre kommersielle satsninger som hotell og parkering
- Hovedgrunnen til kostnadsveksten er økte kostnader knyttet til security og flysikring. Dette skyldes økte regulatoriske krav til flysikkerhet og HMS, ny tariffavtale med Norsk Flygelederforening, beredskapsavtale med fullmektiger, utviklingsprosjekter og sikkerhetsanalyser.

► 2007:

- Vekst i trafikkinntekter på nesten 6% er i tråd med volumøkning (6,8% og 4,1% målt i antall passasjerer og flyavganger)
- Sterk økning i kommersielle inntekter på nesten 19% skjer hovedsakelig ved Oslo Lufthavn og andre store lufthavner
- Økning i lønns- og personalkostnader på 7% er knyttet til flysikringsvirksomheten. I tillegg til tariffavtale inngått med Norsk Flygelederforening juni 2006 er antall årsverk i flysikringsvirksomheten økt med rundt 6% sammenlignet med året før
- Økning i annen driftskostnad på rundt 15% er i stor grad relatert til økte kostnader til security kontroll

Sterk passasjervekst, samt økt mersalg per passasjer, har vært de primære inntektsdriverne i perioden.

Økte krav til flysikkerhet og HMS har vært de primære kostnadsdriverne i perioden.

Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

Selskapets inntekter består av trafikkinntekter og kommersielle inntekter

Avinors inntekter stammer enten fra flytrafikk i form av avgifter eller fra kommersielle tjenester som tax-free, parkering og hotell. I det følgende vises hvilke fremtidige inntekter som er forutsatt i kontantstrømanalysen.

Trafikkinntektene fastsettes av Departementet og er ventet å vise moderat vekst i årene fremover

- ▶ Trafikkinntektene er inndelt i fire avgiftstyper, hvorav to er kostnadsbaserte mens de to resterende ikke er kostnadsbaserte.
- ▶ Kostnadsbaserte avgifter består av securityavgift og underveisavgift

Securityavgift

- Securityavgiften skal dekke sikkerheten på flyplassen, som blant annet ansettelse av personell ved sikkerhetskontrollen. For 2008 er avgiften satt til 55 kroner per reisende for alle lufthavner i konsernet.
- Det er lagt til grunn en vekst i tråd med selskapets egne forventninger for 2008 og 2009. Denne er estimert til 9,1%. Til og med 2013 er veksten antatt å ligge på samme nivå. Fra 2014 til 2019 er den ventet å ligge på 5,6% og deretter 2,5%.
- Den forholdsvis høye veksten er basert på forventninger til lønnskostnader og sikkerhetstiltak som er antatt å påvirke driftskostnader relatert til sikkerhet.

Underveisavgiften er vanskelig å estimere, da den baserer seg på nasjonal og internasjonal flytrafikk

- Underveisavgiften er direkte knyttet opp mot divisjonen for flysikring. Flysikring er en leverandør til selskapets lufthavner. I tillegg mottar flysikring inntekter fra internasjonale flyvninger som beveger seg over norsk luftrom.
 - Budsjettet for denne avgiftsposten blir fastsatt av Eurocontrol, og utgjør således et usikkerhetsmoment i estimeringen av fremtidig avgift. Et annet usikkerhetsmoment er lønnsoppgjøret til flygelederne som er en viktig komponent ved fastsettelse av denne avgiften.
 - Selskapet har foreløpig estimert prisveksten fra 2008 til 2009 til 5,8%, og disse estimatene er lagt til grunn i kontantstrømanalysen. Avgiften er ventet å ligge på dette nivået frem til 2013. I perioden 2014-2019 er den ventet å ligge på 5,6%, og deretter 2,5%.
- ▶ De kostnadsbaserte avgiftene har en tilsvarende motpost på kostnadssiden, og forventes over tid å gå i null. Følgelig vil ikke disse påvirke den beregnede selskapsverdien, men representerer en oppblåsning av inntekter og kostnader. Avgiftene avregnes periode for periode.

Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

Oversikt over antatt vekst i avgifter relatert til trafikkinntekter

Volum/prisvekst/År	2009	2010-2013	2014-2019	2020-2023
Securityavgift	9,1 %	9,1 %	5,6 %	2,5 %
Underveisavgift	5,8 %	5,8 %	4,0 %	2,5 %
Kostbaserte avgifter	7,4 %	7,5 %	4,8 %	2,5 %
Startavgift	3,2 %	3,7 %	2,5 %	2,5 %
Passasjeravgift	2,8 %	3,4 %	2,5 %	2,5 %
Ikke-kostbaserte avgifter	3,0 %	3,6 %	2,5 %	2,5 %
Snittbasert totalavgift	5,2 %	5,5 %	3,7 %	2,5 %

Kilde: Avinor

Ref: Vekstrater - Section FC - Forecast

Ikke-kostbaserte avgifter

De ikke-kostbaserte avgiftene består av startavgift og passasjeravgift, og skal ta høyde for Avinors finansierungsbehov for investeringer i nye sikkerhetskrav og for driftsunderskudd på ulønnsomme lufthavner.

Startavgiften

- Startavgiften baserer seg på antall tonn som tar av på en flyplass (MTOW). For 2008 var denne satt til 95 kroner per tonn.
- Veksten fra 2008 til 2009 er antatt å bli 3,2%. Frem til 2013 er den årlige veksten antatt å stige til 3,7% for deretter å vokse med forventet inflasjon tilsvarende 2,5%.

Passasjeravgiften

- Passasjeravgiften baserer seg på antall passasjerer, og er i 2008 satt til NOK 38 per passasjer for reiser innenlands og til kontinentalsokkelen. For utenlandsreiser er avgiften satt til NOK 61 per passasjer.
- I kontantstrømanalysen er Avinors eget estimat på 2,8% fra 2008 til 2009 lagt til grunn. Frem til 2013 er den årlige veksten antatt å være 3,4%, for deretter å vokse med inflasjonen tilsvarende 2,5%.
- Politiske føringer for avgiftene tilsier at de totale avgiftsendringene, som hovedregel, ikke skal overstige den generelle prisstigningen i samfunnet. Avgiftsnivået skal likevel ta høyde for Avinors finansierungsbehov for investeringer i nye sikkerhetskrav samt for driftsunderskuddet på ulønnsomme lufthavner. For 2009 foreslås det derfor, fra selskapets side, en økning i overordnet avgiftsnivå på rundt 5,2%. Dette er lagt til grunn i kontantstrømanalysen.
- Fra 2010 til 2013 er veksten i de totale avgiftene satt til 5,5% basert på Avinors egne forventninger til avgiftsnivå. Den forholdsvis høye veksten har sin årsak i selskapets høye investeringsnivå fremover. For videre diskusjoner rundt investeringer refereres det til avsnittet for investeringer senere i rapporten.
- Det antas at man søker å oppnå føringer i takstregulativet hvor målsetningen for vekst i avgiftene er KPI. I perioden 2014-2019 er det forutsatt en vekst i avgiftene på 3,7%. Fra 2020 er det lagt til grunn en vekst på 2,5%.
- Det totale avgiftsnivå og fordelingen mellom de ulike avgiftstypene er vist i tabellen på neste side.
- I tillegg til den antatte prisveksten er det lagt til grunn en volumvekst. Volumveksten baserer seg på forventet kapasitet ved Avinors lufthavner, økonomisk utvikling og BNP. Disse prognosene er lagt til grunn for alle avgiftene beskrevet over.

Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

- Startavgiften baserer seg på antall tonn som tar av på en flyplass og antall passasjerer er derfor ikke en direkte driver for denne avgiften. Gitt at flyets tekniske vekt ikke endrer vesentlig fremover antas det at veksten i antall passasjerer, da denne er basert på økonomisk utvikling og BNP, likevel gir et representabelt bilde også for utviklingen i denne avgiften fremover.
- Volumveksten i "Nasjonal Transportplan" baserer seg på BNP og er antatt å ha en lik økonomisk utvikling frem til 2040. Fra 2015 er denne rapportens vekstanslag lagt til grunn.
- Avinor er stilt ovenfor flere utfordringer i forhold til kapasitet og følgelig er volumveksten justert for dette. Denne justeringen påvirker forventet vekst på Oslo Lufthavn Gardermoen og de store lufthavnene.
- Basert på informasjon fra selskapet antas det at Oslo lufthavn Gardermoen, basert på dagens terminal 1 inkludert vedtatte utvidelser, vil håndtere forventet passasjervekst i 2008 og 2009. I 2010 og 2011 antas en reduksjon i veksten, da Oslo lufthavn antas å ha problemer med å håndtere ytterligere økning grunnet kapasitetsutfordringer. Veksten er oppjustert i 2012 når terminal 2 er forventet å stå ferdig.

► Estimert volumvekst er vist i tabellen:

Antatt passasjervekst ved de ulike lufthavnene

Volum/prisvekst/År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015-2023
OSL	5,3 %	4,5 %	1,5 %	1,5 %	4,0 %	4,0 %	3,2 %	3,2 %
Store lufthavner	2,3 %	3,9 %	3,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,3 %
Mellomstore lufthavner	1,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	1,8 %
Regionale lufthavner	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Flysikring	3,5 %	3,8 %	2,1 %	2,0 %	3,3 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %

Kilder: Avinor AS og Nasjonal Transportplan

Ref: Vekstrater - Section FC - Forecast

Kommersielle inntekter

- Som kommentert tidligere har de kommersielle inntektenes betydning for selskapets lønnsomhet økt. Avinor har outsourcet driften av de kommersielle tjenestene og mottar en prosentsats av salget som kompensasjon.
- De kommersielle inntektene er primært basert på antall passasjerer og det kronebeløp det er forventet at disse i snitt benytter til kjøp.
- I kontantstrømanalysen er det lagt til grunn en prisvekst lik Norges Bank sitt mål for inflasjonen på 2,5%, mens volumveksten tar utgangspunkt i forventet trafikkvekst. Volumveksten er justert i perioder hvor det antas at de kommersielle inntektene vil ha en høyere vekst enn passasjerveksten. Slike faktorer er

Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

kapasitetsutbedringer, ny tax-free (terminal 2), flere servicetilbud som restauranter og andre tilbud som gir grunnlag for økte inntekter per passasjer.

Oversikt over volumvekst for kommersielle inntekter

Volum/prisvekst/År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018-2023
Volumvekst i kommersielle inntekter											
OSL	5,3 %	4,5 %	1,5 %	1,5 %	5,0 %	8,0 %	4,5 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Store lufthavner	2,3 %	3,9 %	3,4 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,0 %	3,3 %	2,8 %	2,3 %	2,3 %
Mellomstore lufthavner	1,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,3 %	2,3 %	2,3 %	1,8 %
Regionale lufthavner	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Flysikring	3,5 %	3,8 %	2,1 %	2,0 %	3,3 %	3,3 %	2,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %

Kilder: Avinor AS og Nasjonal Transportplan

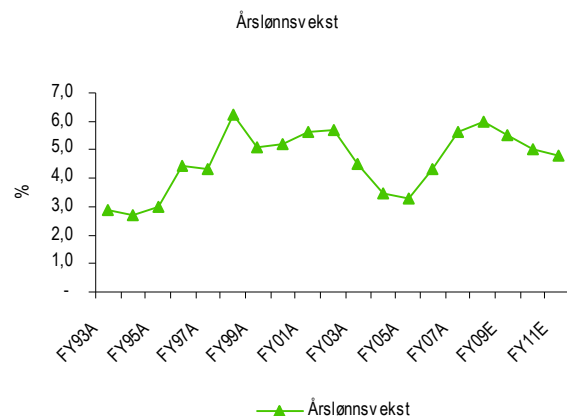
Ref: Vekstrater - Section FC - Forecast

- Som nevnt er volumvekst i kommersielle inntekter forutsatt å overstige den forventede passasjerveksten i årene 2012-2014 ved Oslo Lufthavn Gardermoen. I tillegg til passasjervekst, grunnet økt kapasitet, antas det at ytterligere areal vil kunne gi flere kroner per passasjer i form av ytterligere servicetilbud og tax-free butikker.
 - Et viktig poeng i denne diskusjonen er at Avinor har en forholdsvis fast kostnadsbase og det er lagt føringer på potensiell vekst i avgifter. Ved økt kostnadsnivå er de kommersielle inntektene en viktig faktor for lønnsomheten.

Majoriteten av Avinors kostnadsbase er ansett som fast

Forventet vekst i lønnskostnader

Kilde: Norges Bank – Pengepolitisk rapport 2/2008



Avinors kostnader består primært av lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader

- ▶ Avinors kostnadsbase er i all hovedsak faste kostnader, da majoriteten av kostnadene relaterer seg til lønns- og personalkostnader.
- ▶ Kostnadene er delt inn i to hovedkategorier. Lønns- og personalkostnader og andre driftskostnader.

Lønns- og personalkostnader

- ▶ Halvparten av selskapets driftskostnader relaterer seg til lønns- og personalkostnader. I 2007 beløp disse seg til mNOK 2 416 tilsvarende 36% av de totale inntekter.
- ▶ Kostnadselementet relatert til lønns- og personalkostnader er beregnet basert på både et pris- og volumelement.
 - Priselementet baserer seg på den forventede lønnsveksten hentet fra Norges Banks inflasjonsrapport. Den viser at den forventede lønnsveksten i 2008 er 6,0%. I årene 2009, 2010 og 2011 er veksten henholdsvis 5,5%, 5,0% og 4,8%. I den resterende perioden for verdivurderingen er lønnsveksten satt til 4,5 % tilsvarende selskapets forventninger.
 - Den forventede volumveksten i antall ansatte tar utgangspunkt i antall ansatte for FY07. I 2007 hadde Avinor en netto tilvekst på 47 ansatte, hvilket tilsvarer en årlig snittvekst på 1,5%. Frem mot 2012 er veksten satt til 2%. Fra 2012 er det lagt til grunn en vekst på 1,0%.
 - Grunnet bygging av terminal 2 på Oslo Gardemoen er en egen volumvekst for denne lufthavnen utarbeidet. Justeringene i volumveksten forekommer i perioden 2011-2014.
 - Tilsvarende er det forutsatt en avvikende volumvekst i antall ansatte for Flysikring. De er ventet å ha en høyere veksttakt i antall ansatte til og med 2010. Fra 2011 er denne divisjonen ventet å være i balanse, og det er forutsatt en årlig vekst på 0,5%.
 - Lønnsveksten er vist i figuren på venstre side og estimatene benyttet i kontantstrømanalysen er vist i tabellen på neste side.

Majoriteten av Avinors kostnadsbase er ansett som fast

Vekstestimer for lønns- og personalkostnader

Volum/prisvekst/År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015-2023
Volumvekst i antall ansatte								
Lønnsvekst (prisvekst)	6,0 %	5,5 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Volumvekst (personal)	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Volumvekst (personal - OSL)	2,0 %	2,0 %	2,0 %	7,0 %	12,0 %	5,0 %	3,0 %	1,0 %
Volumvekst (personal - FS)	1,5 %	5,0 %	3,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %

Kilder: Norges Banks inflasjonsrapport, Avinor AS og Ernst & Young

Ref: Vekstrater – Section FC - Forecast

Andre driftskostnader

- ▶ Andre driftskostnader dekker alle kostnader utover lønns- og personalkostnader til fast ansatte. I denne kostnadsposten inkluderes lønn- og personalkostnader til innleide arbeidere, generell drift og eksterne tjenester som konsulentbistand og meteorologiske tjenester.
- ▶ I tabellen under har vi vist historisk vekst for årene 2006 og 2007, og forventninger til veksten i perioden 2008-2023.

Estimert vekst for andre driftskostnader

Volum/prisvekst/År	2006A	2007A	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015-2019	2020-2023
Andre driftskostnader	44 %	16 %	10 %	14 %	9 %	9 %	15 %	11 %	9 %	9 %	7 %

Kilder: Norges Banks inflasjonsrapport, Avinor AS og Ernst & Young

Ref: Vekstrater – Section FC - Forecast

- ▶ 50% av andre driftskostnader relaterer seg til lønns- og personalkostnader for innleide tjenester, mens de resterende kostnader inkluderer generelle driftskostnader som blant annet strøm, metrologiske tjenester og konsulenttjenester.
- ▶ Viktige drivere for lønns- og personalkostnader er prisveksten i henhold til Norges Bank som vist tidligere og forventninger til volum. Innleide personaltjenester er i større grad enn fast ansatte antatt å være drevet av antall passasjerer.
- ▶ Viktige drivere for de resterende driftskostnadene er forventninger til prisvekst, i all hovedsak basert på sikkerhetsavgiften og KPI. Volumveksten baserer seg på selskapets egne forventninger.
 - Historisk har sikkerhet vært en viktig driver for driftskostnadene.
- ▶ I tabellen over ser vi at det er ventet forholdsvis høy vekst i årene 2009 og 2012.

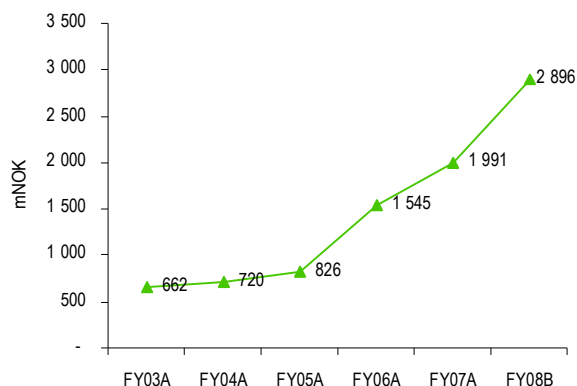
Majoriteten av Avinors kostnadsbase er ansett som fast

- I 2009 må Avinor reforhandle kontrakter relatert til både Securitas og strøm. Selskapet forventer at kostnadene relatert til disse kontraktene vil vokse med henholdsvis 20% og 25%.
- I 2012 relaterer økningen seg til terminal 2 på Oslo Lufthavn Gardermoen. Veksten baserer seg både på en volumvekst for driftstjenester og personal. Samtidig er det antatt at man vil etterspørre eksterne tjenester/konsulenter med spesialistkompetanse ved oppføringen av terminalen. Dette er forventet å øke prisen noe i det gjeldende året.

For perioden 2009-2013 er et investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400 lagt til grunn i kontantstrømanalysen

Utvikling i årlige investeringer

Kilde: Avinor



Avinor gjennomfører tre hovedtyper av investeringer

- ▶ Et viktig parameter i styringen av Avinor er planlegging og vedtak av fremtidige investeringer. I tillegg til vedlikeholds- og strategiske investeringer har Avinor et tilleggskrav relatert til myndighetspålagte investeringer.
- ▶ I det følgende er det søkt å gi en forklaring på de ulike typer investeringer selskapet står ovenfor.
 - Basisinvesteringer omfatter de investeringer som hvert år er nødvendig for å dekke det løpende behov for utskiftning av anleggsmidler og oppfyllelse av gjeldende forskrifter, mindre påkostninger, vedlikehold og lignende.
 - Strategiske investeringer skal bidra til å realisere strategiske mål for Avinor. Denne type investeringer bør tilfredsstille selskapets avkastningskrav.
 - Nye myndighetspålagte investeringer omfatter investeringer som er knyttet til krav om nye/reviderte pålegg fra myndighetene vedrørende standardisering, internasjonal harmonisering og påkrevde oppdateringer av eksisterende kapasitet og områder.

De myndighetspålagte investeringer har høy prioritet, da disse er nødvendige for å kunne fortsette drift av lufthavner.

Det knyttes stor usikkerhet til størrelsen på investeringene i den neste fem-års perioden - lufthavnenes egne estimater antyder et investeringsnivå på rundt mNOK 20 000

- ▶ Avinor har mottatt lufthavnenes egne estimater på forventet investeringsbehov for den neste fem-års perioden, og den indikerer et antatt investeringsbehov på i overkant av mNOK 20 000. I figuren under er disse estimatene vist.

Lufthavnenes estimerte investeringsbehov for planperioden 2009-2013

Valuta: NOK '000	FY09E	FY10E	FY11E	FY12E	FY13E	FY09-13E	FY14-18E	FY09-18E
Basisinvesteringer	1 018 304	1 011 144	956 269	834 141	750 230	4 570 087	4 246 516	8 816 603
Strategiske investeringer	3 911 150	3 435 250	3 028 104	1 821 976	711 150	12 907 630	8 762 500	21 670 130
Nye myndighetspålagte investeringer	674 477	873 983	686 482	405 316	110 640	2 750 898	60 000	2 810 898
Totale investeringer	5 603 931	5 320 377	4 670 855	3 061 433	1 572 020	20 228 615	13 069 016	33 297 631

Kilde: Avinor

Ref: Langsiktig investeringsplan - Section CF - Cash Flow Analysis

- ▶ Det understrekes at dette investeringsnivået *ikke* er lagt til grunn i kontantstrømanalysen. I kontantstrømanalysen er selskapets mest sannsynlige anslag på investeringsnivå fremover lagt til grunn. Dette kommer vi tilbake til senere i avsnittet.
 - Verdivurderingsmessig er det viktig å skille mellom strategiske investeringer og andre investeringer. En økning i "ulønnsomme" investeringer, som myndighetspålagte- og vedlikeholdsinvesteringer vil

For perioden 2009-2013 er et investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400 lagt til grunn i kontantstrømanalysen

medføre et direkte kontantutlegg i kontantstrømmen uten en korresponderende økning av inntektene. Følgelig vil dette ha en direkte negativ effekt på verdien av selskapet.

Avinor fastlegger langsiktige investeringer i en Langsiktig investeringsplan (LIP)

- ▶ Den langsiktige investeringsplanen er et sentralt styringsverktøy for planlegging og gjennomføring av investeringer i Avinor. Planen utarbeides på årlig basis og rulleres for den kommende planperioden.
 - Planleggingshorisonten er fem år på detaljert nivå, og deretter på overordnet nivå for de etterfølgende fem årene

Avinor har opplevd en sterk økning i årlige investeringer de siste fem årene

- ▶ De siste fem årene har Avinor opplevd en sterk vekst i årlige investeringer. For 2008 har selskapet budsjettet med investeringer i størrelsesorden mNOK 2 896.
- ▶ Et historisk lavt investeringsnivå, i perioden frem til 2005, er dels grunnet underinvesteringer og et for lavt fokus på nødvendige investeringer. I tillegg har trafikkveksten vært vesentlig sterkere enn forventet.
 - Forventninger til trafikkveksten er viktig for de kommersielle/strategisk initierte investeringene. En høy trafikkvekst tilsier at sannsynligheten for at investeringen blir lønnsom øker, mens det motsatte er tilfellet ved lav trafikkvekst.
- ▶ I dagens situasjon, ser man at kapasiteten representerer en betydelig utfordring og investeringer i blant annet økt kapasitet har blitt nødvendig. Dette gjelder spesielt for Oslo Lufthavn Gardermoen og store lufthavner, som er de lønnsomme divisjonene i konsernet og som følgelig finansierer lufthavnene som går med underskudd.

Foreløpige investeringsplaner antar et investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400 for perioden 2009 til 2013

- ▶ Avinor har et umiddelbart investeringsbehov både på grunn av historiske underinvesteringer, men også på grunn av behov for utvidelser grunnet kapasitetsutfordringer med dagens trafikkvekst og på grunn av myndighetspålagte krav.
- ▶ Selskapets fremtidige investeringsnivå er beheftet med en betydelig grad av usikkerhet hvor estimatene varierer i området mNOK 13 400 til rundt mNOK 20 000.
- ▶ Ernst & Young har i begrenset grad vurdert realismen i investeringsestimatene fremlagt av selskapet.
- ▶ Avinors rammebetingelser er fastsatt i selskapets vedtekter og begrenser investeringene indirekte, da det antas at disse må lånefinansieres. Paragraf 11 sier blant annet at *"Langsiktige lån til finansiering av anleggsmidler kan bare tas opp innefor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke*

For perioden 2009-2013 er et investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400 lagt til grunn i kontantstrømanalysen

underskrider 40% av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital.”

- ▶ Investeringene på mNOK 13 400 er primært antatt å bli finansiert via låneopptak. Muligheter for finansiering utover dette er antatt å være følgende:
 - Tilført kapital fra Samferdselsdepartementet
 - Tilbakeholdelse av utbytte
 - Øke luftfartsavgiftene
 - Gjeninnføre statlig kjøp
- ▶ En reduksjon i investeringene fra det behovet som er skissert av lufthavnene til hva som foreligger i dagens investeringsplaner er antatt å gi konsekvenser for følgende områder:
 - En reduksjon av ønsket omfang og fremdrift av Terminal 2 på Oslo Lufthavn Gardermoen
 - Kapasitetsutvidelse ved Værnes lufthavn
 - Reduksjon i oppgradering av Kristiansand lufthavn
 - Etablering av Kotrollsentral Sør
 - Flytting av Oslo APP til OSL

Et investeringsnivå på mNOK 13 400 fra 2009 til 2013 gir et årlig investeringsbehov på i underkant av mNOK 3 000 de første årene av fem-års perioden

- ▶ Avinor sitt mest sannsynlige estimat for investeringene fra 2009 til 2013 er angitt i tabellen nedenfor.

For perioden 2009-2013 er et investeringsnivå tilsvarende mNOK 13 400 lagt til grunn i kontantstrømanalysen

Investeringer lagt til grunn i kontantstrømanalysen

Valuta: mNOK	FY08B	FY09E	FY10E	FY11E	FY12E	FY13E	FY14-18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Oslo lufthavn	859	1 393	1 443	1 225	1 013	715	1 215	840	861	882	904	927
Sikkerhetsmessige	66	131	239	214	93	30	-	-	-	-	-	-
Kommersielt intierte	793	1 262	1 204	1 011	921	685	1 215	840	861	882	904	927
Lønnsomme lufthavner	792	545	469	237	753	699	854	157	161	165	170	174
Sikkerhetsmessige	121	242	322	197	147	86	102	-	-	-	-	-
Kommersielt intierte	671	303	147	41	606	613	752	157	161	165	170	174
Ulønnsomme lufthavner	1 246	1 132	1 097	1 074	1 028	578	544	52	54	55	57	58
Sikkerhetsmessige	456	912	994	915	607	294	205	-	-	-	-	-
Kommersielt intierte	790	220	103	159	421	284	339	52	54	55	57	58
Totale investeringer	2 896	3 071	3 009	2 536	2 794	1 992	2 614	1 050	1 076	1 103	1 130	1 159

Kilde: Avinor

Ref: Utvikling i investeringer - Section CF - Cash Flow Analysis

- Detaljeringen av de årlige investeringene per type og lufthavn er basert på selskapets investeringsplan for planperioden 2009-2013.
- I den neste fem års perioden er investeringene ventet å ligge i størrelsesorden mNOK 2 600 og deretter ha en fallende grad mot 2023. Investeringene fra 2019 baserer seg på antatte basisinvesteringer tilsvarende mNOK 800 per dags dato. Disse er tillagt en inflasjonsvekst fra i dag og frem til 2019, hvilket gir en årlig "normalisert" investering tilsvarende mNOK 1 050 i 2019.
- To prosjekter representerer en vesentlig andel av investeringene de kommende fem år. Dette er:
 - Bygging av terminal 2 på Oslo lufthavn Gardermoen. Terminalen var i utgangspunktet estimert til mNOK 3 500, men det knytter seg noe usikkerhet til dette estimatet.
 - Myndighetskrav til sikkerhetsområdet rundt rullebanene. Disse investeringene er antatt å ligge i størrelses mNOK 2 500, hvorav mNOK 1 700 er relatert til regionale lufthavner.

Generelle forutsetninger

Generelle forutsetninger

Estimeringsperioden i kontantstrømanalysen er satt til 15 år fra 2008 til 2023

- ▶ Det er tatt utgangspunkt i en eksplisitt periode på 15 år fra 2008 til 2023. Underforstått er det lagt til grunn at resultatet i 2023 vil være representativt for et normalisert nivå på kontantstrømmene.
- ▶ Kontantstrømmen i 2023 er benyttet som grunnlag for terminalverdiregningen. Denne er kalkulert ved Gordons uendelige vekstmodell. Vekstfaktor for fri kontantstrøm i det uendelige er satt til 2,5% som er på linje med Norges Banks inflasjonsmål.

Øvrige generelle forutsetninger

- ▶ Gjennomsnittlig langsiktig inflasjonsrate på 2,5%
- ▶ Halvårsjustering og datojustering av kontantstrømmene er foretatt
 - Kontantstrømmene er justert med et halvt år basert på en forutsetning om at disse akkumuleres kontinuerlig gjennom året og ikke ved årsslutt. Dette er i tråd med nåverdiformlenes forutsetninger.

Forutsetningene lagt i rapporten gir en verdi på Avinors egenkapital tilsvarende mNOK 8 300

Verdivurdering av Avinor AS

Valuta: mNOK	Verdivurdering
Konsern	
Fri kontantstrøm	2 632
Fri kontantstrøm (terminalverdi)	11 380
Enterprise value	14 011
Netto rentebærende gjeld	5 710
Verdi av egenkapitalen	8 301

Kilder: Avinor og Ernst & Young estimer

Ref: Verdivurdering - egenkapitalverdi - Section CF - Cash Flow Analysis

Basert på forutsetningene lagt til grunn ved verdsettelsen beløper Avinor AS egenkapitalverdi seg til mNOK 8 300

- I tabellen på venstre side vises en oppsummering av den estimerte verdien for Avinor AS basert på kontantstrømanalysen.
- Selskapsverdien (EV) blir mNOK 14 011, hvorav 19% relaterer seg til kontantstrømmen i den eksplisitte perioden (2009 til 2023), mens de resterende 81% relaterer seg til terminalverdien.
- Netto rentebærende gjeld er mNOK 5 710, hvilket gir en verdi på egenkapitalen tilsvarende mNOK 8 301.
- Kontantstrømmen som ligger til grunn for estimert selskapsverdi (EV) er vist i tabellen nedenfor.

Konsernets kontantstrøm til totalkapitalen

Valuta: mNOK	FY08B	FY09F	FY10F	FY11F	FY12F	FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
<i>Konsern</i>																
EBITDA	2 496	2 546	2 606	2 685	2 709	2 990	3 144	3 257	3 364	3 464	3 560	3 653	3 718	3 777	3 830	3 876
- Avskrivninger og amortiseringer	(1 040)	(1 128)	(1 214)	(1 287)	(1 366)	(1 423)	(1 498)	(1 573)	(1 647)	(1 722)	(1 788)	(1 818)	(1 849)	(1 880)	(1 913)	(1 946)
EBIT	1 456	1 418	1 391	1 399	1 343	1 567	1 646	1 684	1 716	1 742	1 772	1 835	1 869	1 897	1 917	1 930
- Skatt	(273)	(469)	(454)	(445)	(448)	(433)	(501)	(526)	(540)	(554)	(566)	(581)	(613)	(636)	(657)	(675)
Skatt i %	19 %	33 %	33 %	32 %	33 %	28 %	30 %	31 %	31 %	32 %	32 %	32 %	33 %	34 %	34 %	35 %
Resultat etter skatt	1 182	949	937	954	895	1 134	1 146	1 158	1 176	1 188	1 205	1 254	1 256	1 261	1 261	1 255
Avskrivninger og amortiseringer	1 040	1 128	1 214	1 287	1 366	1 423	1 498	1 573	1 647	1 722	1 788	1 818	1 849	1 880	1 913	1 946
Brutto kontantstrøm	2 223	2 077	2 151	2 241	2 262	2 557	2 644	2 731	2 823	2 910	2 993	3 072	3 105	3 142	3 174	3 200
+/- Endring i netto arbeidskapital	214	57	49	52	71	85	69	66	70	74	78	83	77	81	85	90
- Investeringer	(2 896)	(3 071)	(3 009)	(2 536)	(2 794)	(1 992)	(2 614)	(2 614)	(2 614)	(2 614)	(2 614)	(1 050)	(1 076)	(1 103)	(1 130)	(1 159)
=Fri kontantstrøm til totalkapitalen	(460)	(936)	(809)	(243)	(461)	650	99	183	279	369	458	2 106	2 106	2 120	2 128	2 132

Kilder: Avinor AS og Ernst & Young estimer

Ref: Kontantstrømanalyse til totalkapitalen - Section CF - Cash Flow Analysis

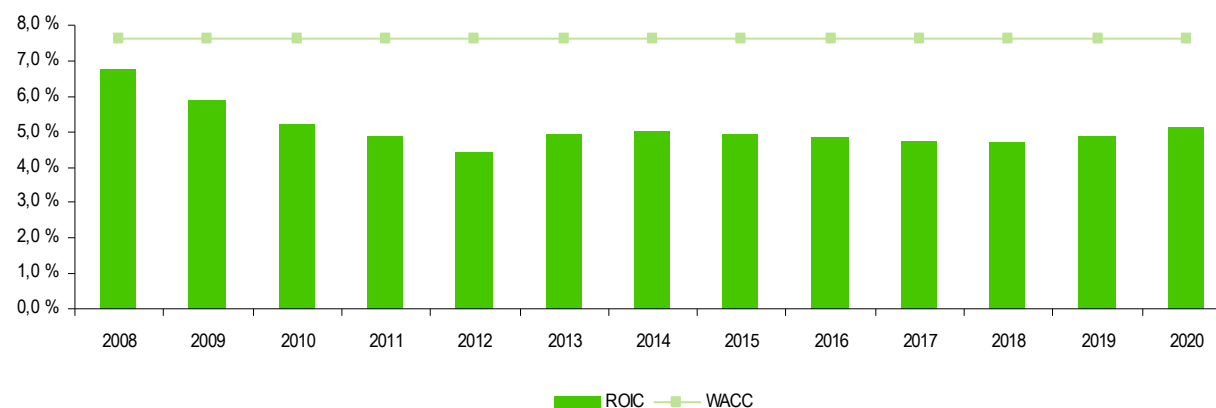
Avkastning på investert kapital er ikke ventet å overstige avkastningskravet i prognoseperioden

Fremtidig avkastning på investert kapital er ikke antatt å avvike sterkt fra historiske tall

- Grafen under viser prognostisert avkastning på investert kapital:
 - Avkastningen er ventet å falle frem mot 2012. Dette skyldes at selskapet må gjøre store investeringer samtidig som kapasitetsproblemer medfører at driftsresultatet ikke endres vesentlig
 - På sikt er det ventet at avkastningen vil gå mot et historisk normalisert nivå
 - Konsernets IFRS balanse og resultatregnskap er lagt til grunn i analysen. Definisjonen på investert kapital ligger derfor tettest opp til definisjonen i ROIC 2 gjort i avsnittet om historisk avkastning.

Estimert avkastningskrav og forventet avkastning på investert kapital

Kilder: Avinor og Ernst & Young



OSL og lønnsomme lufthavner driver Avinors verdi

Detaljerings av kontantstrømmene og selskapsverdien på enhetene Oslo Lufthavn Gardermoen, Lønnsomme lufthavner og Ulønnsomme lufthavner

- ▶ For å få en bedre forståelse for hvor verdien i Avinor genereres er Avinors kontantsstrøm delt inn i tre enheter. Disse er:
 - Oslo Lufthavn Gardermoen
 - Lønnsomme lufthavner
 - Ulønnsomme lufthavner og Flysikring
- ▶ Utgangspunktet for tallgrunnlaget i de respektive enheter er årsregnskapet for 2007.

Oslo Lufthavn Gardermoen

- ▶ Oslo Lufthavn Gardermoen er et eget AS og det faller følgelig naturlig å sette en egen verdi på dette selskapet. I tillegg er dette en viktig komponent i modellen for selvfinansiering.
- ▶ Eiendommer tilknyttet Oslo Lufthavn Gardermoen er inkludert i denne enheten.

Lønnsomme lufthavner

- ▶ De lønnsomme lufthavnene inkluderer de store lufthavnene. Alle disse er enten lønnsomme eller tilnærmet i balanse. Vi har valgt å trekke denne ut som egen enhet i og med at disse også er en viktig brikke i modellen for selvfinansiering.
- ▶ Disse lufthavnene er sammenlignbare med Oslo Lufthavn Gardermoen og andre store internasjonale lufthavner, både i form i av utviklingsmuligheter for kommersielle inntekter og vurderinger relatert til fremtidige investeringer.
- ▶ Datterselskapene Flesland Eiendom, Sola Eiendom og Værnes Eiendom er inkludert i disse estimatene. Tilsvarende gjelder for datterselskapet Avinor Parkeringsanlegg AS.

Ulønnsomme lufthavner

- ▶ De ulønnsomme lufthavnene inkluderer Mellomstore lufthavner, Regionale lufthavner og Flysikring. Disse lufthavnene er primært bedriftsøkonomisk ulønnsomme, men driftes basert på andre formål som å opprettholde en nasjonal infrastruktur.
- ▶ Flysikring skal i utgangspunktet gå i null. Underveisavgiften skal dekke denne divisjonens kostnader. Følgelig avregnes disse komponentene kontinuerlig.

OSL og lønnsomme lufthavner driver Avinors verdi

Spesifikasjon av selskapsverdi

Valuta: mNOK	Verdivurdering
Per enhet	
EV verdi (OSL)	31 758
EV verdi (Lønnsomme)	9 901
EV verdi (Ulønnsomme)	(27 648)
EV verdi (Konsern)	14 011
Netto rentebærende gjeld	5 710
Verdi av egenkapitalen	8 301

Kilder: Avinor og Ernst & Young estimater

Ref: Verdivurdering - egenkapitalverdi - Section CF - Cash Flow Analysis

- En interessant diskusjon underlagt denne divisjonen er hvor frie tøyler selskapet har til å øke avgiftene i henhold til kostnadene, og hvorvidt målet om å være en "null-bedrift" er realistisk i fremtiden.

OSL og Lønnsomme lufthavner er antatt å ha en selskapsverdi lik mNOK 41 700, mens Ulønnsomme lufthavner har en antatt verdi på negative mNOK 27 600

- Oslo Lufthavn Gardermoen er hoveddriver for Avinors verdi og således hele grunnstenen i finansieringen av Regionale og Mellomstore lufthavner.
- De lønnsomme lufthavnene bidrar også positivt til Avinors verdi. Disse lufthavnene drives i stor grad av samme faktorer som OSL, både i form av passasjervekst og potensial for utvikling av kommersielle inntekter.
- I tabellen til venstre er det vist hvordan verdien fordeler seg på de respektive enheter og i tabellen under har vi vist de ulike enheters kontantstrøm til totalkapitalen.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen per verdivurderingsenhet

Valuta: mNOK	FY08B	FY09F	FY10F	FY11F	FY12F	FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
OSL																
Brutto kontantstrøm	2 089	1 919	2 007	2 090	2 110	2 415	2 474	2 573	2 690	2 810	2 936	3 077	3 171	3 280	3 390	3 503
+/- Endring i netto arbeidskapital	107	29	25	26	36	43	35	33	35	37	39	42	39	41	43	45
- Investeringer	(859)	(1 723)	(1 559)	(1 374)	(1 174)	(799)	(1 215)	(1 215)	(1 215)	(1 215)	(1 215)	(840)	(861)	(882)	(904)	(927)
=Fri kontantstrøm til totalkapitalen	1 338	225	472	742	972	1 659	1 294	1 391	1 511	1 632	1 761	2 279	2 349	2 438	2 529	2 621
Lønnsomme lufthavner																
Brutto kontantstrøm	750	683	734	789	811	926	952	983	1 016	1 044	1 073	1 105	1 117	1 133	1 148	1 161
+/- Endring i netto arbeidskapital	59	16	14	14	20	24	19	18	19	20	22	23	21	22	24	25
- Investeringer	(792)	(419)	(446)	(237)	(713)	(678)	(854)	(854)	(854)	(854)	(854)	(157)	(161)	(165)	(170)	(174)
=Fri kontantstrøm til totalkapitalen	18	280	302	566	118	272	117	147	181	210	240	970	977	990	1 002	1 012
Ulønnsomme lufthavner																
Brutto kontantstrøm	(617)	(525)	(590)	(638)	(658)	(784)	(783)	(825)	(883)	(944)	(1 016)	(1 109)	(1 183)	(1 271)	(1 365)	(1 463)
+/- Endring i netto arbeidskapital	47	13	11	11	16	19	15	15	15	16	17	18	17	18	19	20
- Investeringer	(1 246)	(930)	(1 004)	(924)	(908)	(515)	(545)	(545)	(545)	(545)	(545)	(52)	(54)	(55)	(57)	(58)
=Fri kontantstrøm til totalkapitalen	(1 815)	(1 442)	(1 583)	(1 551)	(1 550)	(1 280)	(1 312)	(1 355)	(1 413)	(1 473)	(1 543)	(1 143)	(1 220)	(1 308)	(1 402)	(1 501)

Kilder: Avinor AS og Ernst & Young estimater

Ref: Kontantstrømanalyse til totalkapitalen - Section CF - Cash Flow Analysis

Beregnet egenkapitalverdi gir en implisitt Pris/Bok under 1

En egenkapitalverdi på mNOK 8 300 mrd gir en implisitt P/B multipl på 0,9

- For å rimelighetssjekke den beregnede verdien med sammenlignbare selskaper konverteres verdien til implisitte multipler.
- Avinors implisitte multipler, basert på den kontantstrømbaserte verdsettelsen, er vist i tabellen under.

Implisitte multipler fra kontantstrøm

Selskap	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B
Avinor AS (Implisitt fra CF)	5,6	9,6	9,7	0,9
OSL	12,9	16,0	18,3	n.m.
Lønnsomme	11,3	14,3	n.m.	n.m.
Ulønnsomme	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Kilder: Avinor og Ernst & Young

Ref: Implisitte multipler - Section CF - Cash Flow Analysis

- EV/EBITDA og EV/EBIT relaterer seg til et foretaks operative verdi og måler markedsverdien av samtlige aksjer og rentebærende gjeld oppimot resultat før avskrivninger (EBITDA) og resultat etter avskrivninger (EBIT).
- Multiplene EV/EBITDA og EV/EBIT bedømmes å være mindre følsomme for vurderingsprinsipper og ulike kapitalstrukturer enn for eksempel P/E-multipler. P/E relaterer seg til markedsverdien på foretakets aksjer i forhold til nettoresultatet.
- Pris/Bok vurderer bokført egenkapital opp i mot selskapets beregnede verdi. En Pris/Bok under 1 indikerer at avkastningen på egenkapitalen er lavere enn avkastningskravet.
- I denne analysen fokuserer vi på EV/EBITDA og P/B. Argumentasjonen for dette er at lufthavner er investeringsintensive og både investeringsnivå og avskrivninger kan variere vesentlig mellom ulike selskaper. Dette er blant annet avhengig hvor "ny" lufthavnen er, og derigjennom behov for investeringer fremover.
- De implisitte multiplene viser en EV/EBITDA for konsernet på 5,6, mens OSL og lønnsomme lufthavner har henholdsvis 12,9, og 11,3. Multiplene gir liten mening i seg selv uten sammenligning med andre selskaper eller andre industristandarder.
 - Multiplene indikerer at Oslo Lufthavn skal ha en større relativ verdi enn både konsernet i sin helhet og lønnsomme lufthavner. I tillegg, er det implisert at lønnsomme lufthavner skal ha en høyere relativ verdi enn konsernet i sin helhet.
 - Oslo Lufthavn Gardermoen har potensiale for høy passasjervekst gjennom kapasitetsutbedringer, og med en forholdsvis stabil kostnadsbase vil potensiell vekst slå rett på bunnlinjen. Det er også her majoriteten av de kommersielle investeringene antas å komme, hvilket indikerer at fremtidige

Beregnet egenkapitalverdi gir en implisitt Pris/Bok under 1

investeringer vil generere merverdi for lufthavnen. I tillegg er lufthavnen forholdsvis ny slik at den har en mindre andel av vedlikeholdsinvesteringer og andre oppgraderingsinvesteringer.

- De store lufthavnene har en lavere multiplenum enn Oslo Lufthavn Gardermoen. Dette er naturlig, da potensialet for lønnsomheten er lavere enn hovedflyplassen grunnet naturlige begrensninger på volum. Det er færre passasjerer som benytter hver enkelt av de store lufthavnene enn Oslo Lufthavn Gardermoen. Tilsvarende er potensiale for inntektene lavere, mens mange av kostnadene er faste og ikke avhengige av volum. Flere av disse lufthavnene er eldre og har en større andel av vedlikeholdsinvesteringer og andre investeringer som ikke er ventet å generere merinntekter.
 - Konsernet Avinor har en lavere multiplenum enn Oslo Lufthavn Gardermoen og Lønnsomme lufthavner, og dette har sin hovedforklaring i de ulønnsomme lufthavner. Disse er drevet ut i fra en politisk agenda. Bedriftsøkonomisk er de ikke lønnsomme, da de ikke har et volum som rettferdiggjør verken drift eller investeringer.
- På konsernnivå er det beregnet en Pris/Bok på 0,9 på verdivurderingstidspunktet. Dette indikerer at avkastning på egenkapital ikke tilfredsstiller avkastningskravet. Hoveddriveren er den signifikante økningen i det forventede investeringsnivået fremover. Til tross for at sikkerhetsmessige investeringer har en lav andel av de forventede investeringene, er det en betydelig andel av øvrige investeringer som ikke er ventet å være bedriftsøkonomisk lønnsomme. Som nevnt tidligere er dette investeringer relatert til vedlikehold og infrastruktur. Følgelig er ROIC (Return on invested capital) ventet å ligge i størrelsesorden 5% fremover som er under avkastningskravet til totalkapitalen.

Oslo Lufthavn Gardermoen er mest sammenlignbar med europeiske lufthavner

Europeisk lufthavner anses å være mest sammenlignbar med Avinor da disse opererer innenfor tilgrensede luftrom og samme overordnede regelverk

- ▶ I den relative verdivurderingen har vi tatt utgangspunkt i europeiske lufthavner. Disse er antatt å være mest sammenlignbare, da de opererer under samme overordnede regelverk som de norske lufthavnene.
- ▶ En viktig forskjell er at de sammenlignbare selskapene er børsnotert og således ikke 100% eid av nasjonale myndigheter som Avinor. Følgelig er det stor sannsynlighet for at de har større handlingsrom og i så måte i større grad styres etter bedriftsøkonomiske prinsipper.
- ▶ Følgende selskaper er benyttet i analysen:
 - Københavns Lufthavne AS (KBHL DC)
 - Flughafen Wien AG
 - Fraport AG
 - Flughafen Zuerich AG-REG (FLU AV)
 - Aeroports de Paris (ADP FP)
- ▶ De ovennevnte flyplassene er store europeiske flyplasser som drifter de respektive lands hovedflyplasser. For verdivurderingsformål er de i så måte ikke helt sammenlignbare med Avinor konsern, men i større grad med Oslo Lufthavn Gardermoen og til dels med lønnsomme lufthavner. På den annen side er det Oslo Lufthavn Gardermoen og de lønnsomme lufthavnene som er hoveddrivere bak verdien til Avinor AS.
- ▶ Multiplene til de sammenlignbare selskapene er vist i tabellen på neste side.

Oslo Lufthavn Gardermoen er mest sammenlignbar med europeiske lufthavner

Relativ multiplelanalyse

Selskap	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/B
Sammenlignbare selskaper				
Københavns Lufthavne AS	10,7	13,5	17,9	4,6
Flughafen Wien AG	8,5	13,3	15,7	1,9
Fraport AG	7,4	12,9	20,2	1,5
Flughafen Zuerich AG	8,9	15,7	19,0	1,8
Aeroports de Paris	10,2	16,7	23,7	2,1
Gjennomsnitt	9,1	14,4	19,3	2,4
Median	8,9	13,5	19,0	1,9
<i>Avinor AS (Implisitt fra CF)</i>	5,6	9,6	9,7	0,9
OSL	12,9	16,0	18,3	n.m.
Lønnsomme	11,3	14,3	n.m.	n.m.
Ulønnsomme	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Kilder: Avinor, Bloomberg og Ernst & Young

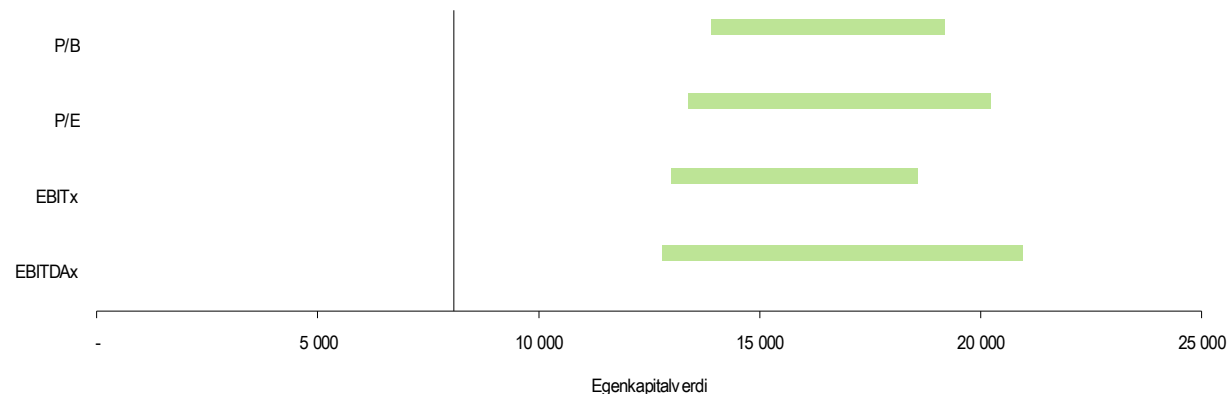
Ref: Implisitte multipler - Section CF - Cash Flow Analysis

- ▶ De implisitte multiplene til Avinor ligger adskillig lavere enn de sammenlignbare selskapene, mens Oslo lufthavn Gardermoen og lønnsomme lufthavner ligger i overkant av multiplene til de sammenlignbare europeiske lufthavner.
- ▶ En potensiell forklaring på dette kan være at det er priset inn en høyere avkastning på investert kapital i private børsnoterte selskaper hvor det primære motivet er profittmaksimering. I kontantstrømanalysen til Avinor er det lagt inn omfattende investeringer i lufthavner som ikke er kommersielt interessante.
- ▶ Ved å oversette multiplene fra den relative analysen til verdier for konsernet fremkommer verdiintervallene i figuren på neste side.
 - Minimums- og maksimumsverdiene fra tabellen over er benyttet. For Pris/Bok er multiplene for København utelatt grunnet høy verdi.
 - Den vertikale streken i figuren antyder Avinors beregnede verdi fra kontantstrømanalysen.

Oslo Lufthavn Gardermoen er mest sammenlignbar med europeiske lufthavner

Avinors egenkapitalverdi basert på multipler fra sammenlignbare selskaper

Kilder: Avinor AS, Bloomberg og Ernst & Young



- Dersom vi hadde stiplet en tilsvarende vertikal linje for å indikere verdiene til Oslo Lufthavn Gardermoen og Lønnsomme lufthavner, ville disse ligget nærmere intervallene stipulert fra de relative selskapene.
 - Linjen er ikke stipulert her da intervallene i figuren kun er sammenlignbare med Avinor konsern.

Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter og investeringer

Scenarioanalyse

	EV/EBITDA	Pris/Bok
Scenarioanalyse		
Base case	5,6	0,9
Scenario 1	4,9	0,7
Scenario 2	3,6	0,4
Scenario 3	7,5	1,4
Scenario 4	6,2	1,1
Scenario 5	5,0	0,7
Scenario 6	6,3	1,1

Kilder: Avinor, Bloomberg og Ernst & Young
Ref: Scenarioanalyse - Section CF - Cash Flow Analysis

Avinors estimerte egenkapitalverdi er sensitiv til både endringer i passasjerveksten og fremtidige investeringer

- ▶ I det følgende presenteres en scenarioanalyse, hvor de ulike scenariene baserer seg på endringer i passasjerveksten eller investeringsnivået.
- ▶ Med utgangspunkt i Avinor sin relativt faste kostnadsbase er selskapets lønnsomhet, og derigjennom verdi, sensitiv til endringer i inntektsgrunnlaget og/eller fremtidige investeringer.
 - Sensitiviteten i forhold til investeringer avhenger av type investering. Det være seg om den er antatt å gi merinntekter eller ikke.

Seks ulike scenarier er stipulert for å se effekten på egenkapitalverdien

- ▶ Under gir vi en beskrivelse av de ulike scenariene. Scenario 1-3 viser endringer i passasjerveksten, mens scenario 4 og 5 viser endringer i størrelsen på investeringene.

Scenario 1

- ▶ I "Nasjonal transportplan – Sektorplan for Avinor – Perspektiver mot 2040" er det stipulert en forventet passasjervekst frem til 2040. Denne prognosen tar utgangspunkt i internasjonale prognoser, forventet BNP-utvikling i Norge og separate analyser for trafikkutviklingen på de store lufthavnene.
- ▶ I scenario 1 legges denne snittveksten til grunn for alle årene i verdsettelsesperioden. Dette betyr en justering av forventet passasjervekst i kontantstrømsanalysen i årene frem til 2015.

Scenario 2

- ▶ I dette scenariet ser vi på konsekvensen av et kraftig fall i forventet passasjervekst for Oslo Lufthavn Gardermoen og Store lufthavner i årene 2010 og 2011.
- ▶ I 2010 er veksten negative 2% for Oslo Lufthavn Gardermoen og 0% for Store lufthavner. I 2011 er den antatt 0% for begge divisjoner.

Scenario 3

- ▶ I scenario 3 øker vi vekstestimatene for Oslo Lufthavn Gardermoen og Store lufthavner. I 2008 og 2009 er den antatt 6% for Oslo Lufthavn Gardermoen og 4% for Store lufthavner. I 2010 og 2011 er den antatt 4% for begge divisjoner.

Scenario 4

- ▶ I dette scenarioet legges basisinvesteringer på mNOK 800 til grunn fra 2019 og fremover.

Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter og investeringer

- ▶ I base case har vi tatt utgangspunkt i mNOK 800 i 2008, men justert dette for inflasjonen. Følgelig indikerer dette scenariet en nedjustering av antatt investeringsnivå fra 2019.

Scenario 5

- ▶ I scenario 5 antas det at det kommer ytterligere myndighetskrav som gir et årlig investeringsbehov på mNOK 550 årlig fra 2014 til 2018.
- ▶ Investeringene er fordelt mellom Oslo Lufthavn Gardermoen (mNOK 100), Lønnsomme lufthavner (mNOK 150) og Ulønnsomme lufthavner (mNOK 300)

Scenario 6

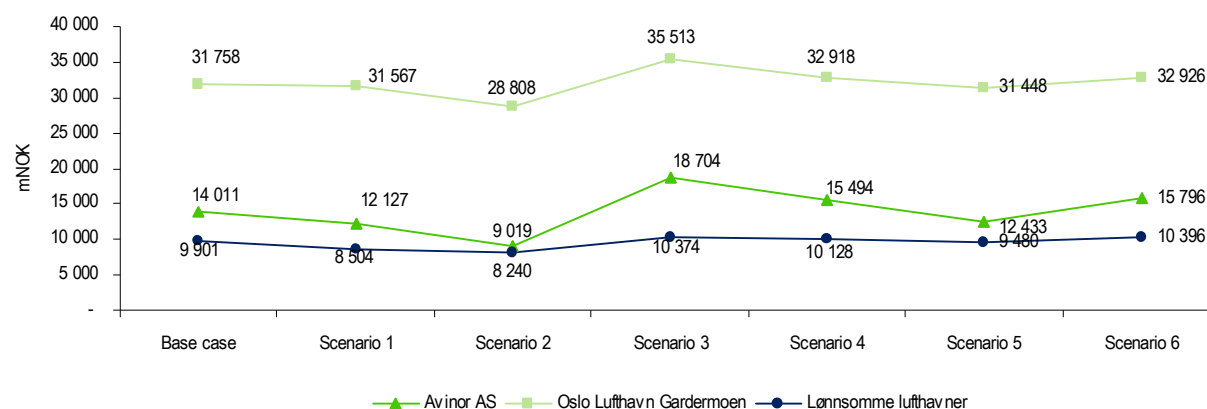
- ▶ I scenario 6 er investeringene for perioden 2014-2018 tilsvarende investeringene i 2013. Det betyr at investeringene nedjusteres fra mNOK 2 614 til mNOK 1 992.

Scenarioanalysen viser at egenkapitalverdien er følsom ovenfor endringer i de underliggende drivere

- ▶ I grafen på neste side har vi stipulert EV verdien til konsernet, Oslo Lufthavn Gardermoen og Lønnsomme lufthavner ved de ulike scenariene.

Scenarioanalyse

Kilde: Avinor



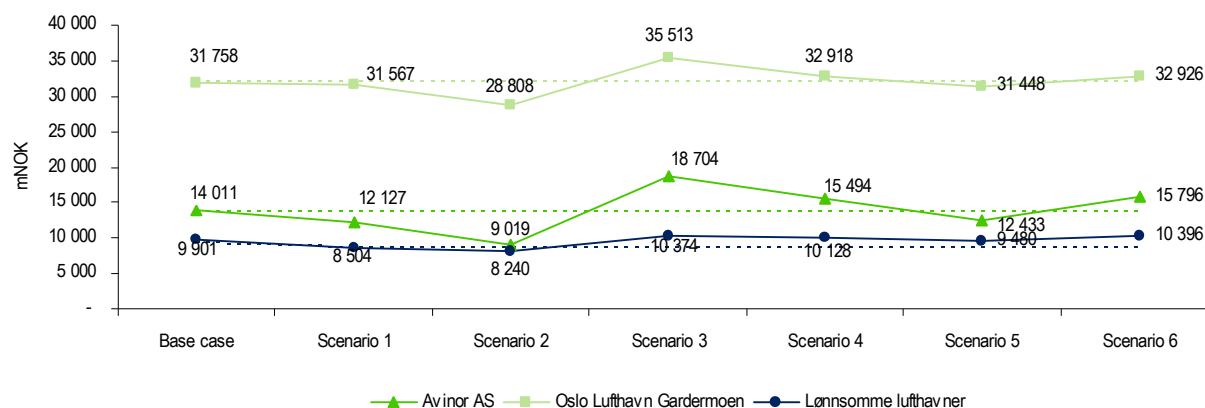
- ▶ Scenarioanalysen viser at verdivurderingen av Avinor AS er sensitiv til endringer i passasjerveksten eller investeringene.

Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter og investeringer

- ▶ I avsnittet hvor luftfartsmarkedet ble diskutert vises det at industrien påvirkes av flere faktorer som det i større eller mindre grad er vanskelig å forutse. Selskapet er veldig utsatt for investeringer som ikke er antatt å være bedriftsøkonomisk lønnsomme, da dette representerer et direkte utlegg uten merinntekt. Dette svekkes i neste omgang avkastning på investert kapital og verdien av selskapet.
- ▶ Til tross for en forholdsvis høy grad av bevegelse i verdien ved endring av de ulike scenariene synes selskapets antatte EV verdi robust, representert ved "Base case", dersom en ser på snittverdi ved de ulike scenariene. Dette er vist i figuren på neste side.

Scenarioanalyse inkludert snittbetraktninger

Kilde: Avinor



- ▶ Snittverdien for de ulike enhetene er vist ved den stiplede linje. For alle enhetene ligger den på linje med "Base case", hvilket antyder at beregnet selskapsverdi ligger innenfor et rimelig usikkerhetsintervall.

Forsvarsavtalen

- ▶ Forsvaret og Avinor har gjennom flere år samarbeidet på flere av de større lufthavnene og i flysikringstjenesten. Utgangspunktet for dette samarbeidet har blant annet vært avtaleverket fra 1999 og en oppdatering fra 2004. I disse tider er partene i en prosess for en ny oppdatering av avtaleverket, men grunnet vesentlig avstand mellom partene er utfallet av det nye avtaleverket, og hvilke konsekvenser det vil få for Avinor, uklart.

Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter og investeringer

- ▶ Hovedelementene i avtalen inkluderer påvirkning på investeringsbeslutninger, kostnadselementer inkludert i beregningsgrunnlag mellom partene og rettigheter og eierskap til Eiendommer, bygg og anlegg.
 - Sentrale spørsmål knyttet til eiendommer, bygg og anlegg skal legges frem for Regjeringsadvokaten
- ▶ Det er ikke laget scenarioer for utfall av Avtaleverket, da det ikke foreligger noe sannsynlig utfall, men det synes som om rettigheter tilknyttet eiendommer, bygg og anlegg vil ha vesentlige konsekvenser for verdien. Det er antydning utlegg i størrelsesorden mNOK 2000-mNOK 3000. Basert på nivået på forventede fremtidige investeringer de kommende 5 år synes ikke Avinor i stand til kjøp av eiendeler i denne størrelsesorden uten tilførsel av kapital.
- ▶ Både elementer som skal inngå i kostnadsberegningene og påvirkning på investeringsbeslutningene vil ha konsekvenser for verdivurderingen, men her er det ikke antydning noen verdier, og det vil følgelig være vanskelig å antydning konsekvenser for verdivurderingen.

Vurdering av egenkapitalsituasjonen

- 10. Behov for investeringskapital
- 11. Preliminær kredittvurdering

Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor selv, via opptak av lån, klare å finansiere planlagte investeringer

Selskapets vedtekter er en begrensende faktor for opptak av nye lån

Konsernet har i dag et statslån på mNOK 5 638 og et pantelån på mNOK 720. Avdragsprofilen er henholdsvis mNOK 389 og mNOK 56 per år inntil lånene er nedbetalt.

Videre har Avinor inngått en kredittfasilitet på mNOK 2 000 med DnB NOR og Fokus Bank.

Den viktigste begrensede faktoren for ny finansiering vil være selskapets vedtekter (sist endret av Samferdselsdepartementet 21. august 2008). Paragraf 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.

Basert på en kontantstrømsanalyse synes det ikke som om lånebegrensningene i vedtektene vil representere et hinder for å gjennomføre planlagte investeringer

Foreløpig investeringsplan for perioden 2009 til 2013 indikerer et investeringsbehov i størrelsesorden mNOK 13 400. Det vises til egen analyse av fremtidig investeringsbehov for en nærmere analyse av dette.

Under vises utvikling i kontantstrøm og gjeldsgrad basert på følgende forutsetninger:

- Utvikling i driftsresultat er identisk med hovedscenarioet i verdivurderingen
- Avdragene på statslån og pantelån blir nedbetalt i henhold til nåværende plan
- Utbytte til eier utgjør 25% av årlig resultat etter skatt

Basert på forutsetningene som er tatt synes det ikke urimelig at Avinor skal kunne klare å finansiere investeringer til mNOK 13 400 uten å bryte selskapets vedtekter relatert til låneopptak

Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor selv, via opptak av lån, klare å finansiere planlagte investeringer

Utvikling kontantstrøm

Kontantstrøm - Tall i mNOK	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat før skatt	1 189	1 116	1 014	948	852	1 025
+/- tap/gevinst ved salg av anleggsmidler	0	0	0	0	0	0
+ avskrivninger	1 040	1 128	1 214	1 287	1 366	1 423
- skatt	-273	-394	-370	-339	-321	-295
= Tilført fra virksomheten	1 956	1 850	1 858	1 896	1 897	2 153
+/- Endring varer, fordringer, lev.gjeld	-103	-46	-39	-41	-57	-68
+/- Endring øvrige kortsiktige poster	317	103	88	93	128	153
= (A) K.s. fra operasjonelle aktiviteter	2 170	1 907	1 907	1 948	1 968	2 238
+ salg av driftsmidler	0	0	0	0	0	0
- Investeringer i varige driftsmidler	-2 896	-3 071	-3 009	-2 536	-2 794	-1 992
+/- Endring i langsiktige finans aktiva	0	0	0	0	0	0
= (B) K.s. fra investeringsaktiviteter	-2 896	-3 071	-3 009	-2 536	-2 794	-1 992
+ Opptak av rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0
- Nedbetaling av rentebærende gjeld	-400	-400	-400	-400	-400	-400
+/- Endring egenkapital	0	0	0	0	0	0
+/- Endring andre langsiktige forpliktelser	213	175	150	158	217	260
- Utbytte betalt i regnskapsperioden	0	-214	-201	-182	-171	-153
= (C) K.s. fra finansieringsaktiviteter	-187	-439	-451	-424	-354	-293
+/- Endring nye lån	-223	1 603	1 553	1 012	1 180	47
(A+B+C) Netto likviditetsendring i perioden	-1 137	0	0	0	0	0
+ Netto likviditet IB	1 137	0	0	0	0	0
= Netto likviditet UB	0	0	0	0	0	0
Nøkkeltall						
Egenkapital / (Egenkapital + lån)	61 %	58 %	56 %	55 %	54 %	56 %
Rentebærende lån (Mrd. NOK)	6.2	7.4	8.6	9.2	10.0	9.6

Kilde: Ernst & Young

Ref: Kontantstrøm -

Som vist i tabellen utgjør bokført egenkapital i prosent av bokført egenkapital og brutto rentebærende lån på det laveste 54%. På det maksimale utgjør rentebærende gjeld mNOK 10 000. Analysen inneholder et ekstra buffer ved at det er forutsatt et samlet utbytte til eier på mNOK 900 i perioden 2009 – 2013.

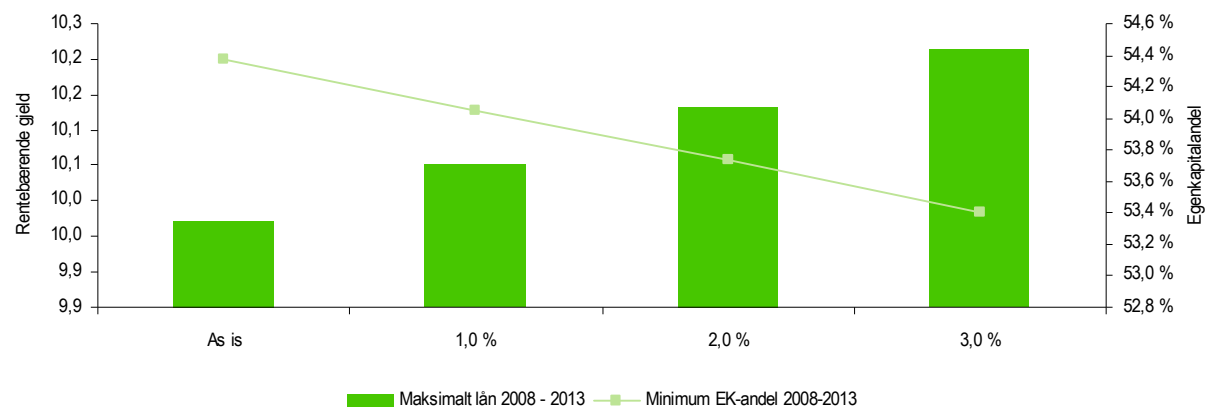
Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor selv, via opptak av lån, klare å finansiere planlagte investeringer

Sensitivitet knyttet til rentekostnader

- I grafen under har vi tatt utgangspunkt i året 2012, og viser konsekvensen på låneopptak og egenkapitalandel dersom man hadde endret rentekostnaden for nye låneopptak for hele perioden 2008-2013.

Sensitivitet rentebetingelser på nye lån

Kilde: Ernst & Young



- Figuren viser at i 2012 vil man måtte låne rundt mNOK 250 mer dersom rentekostnadene blir 3%-poeng høyere enn forutsatt.

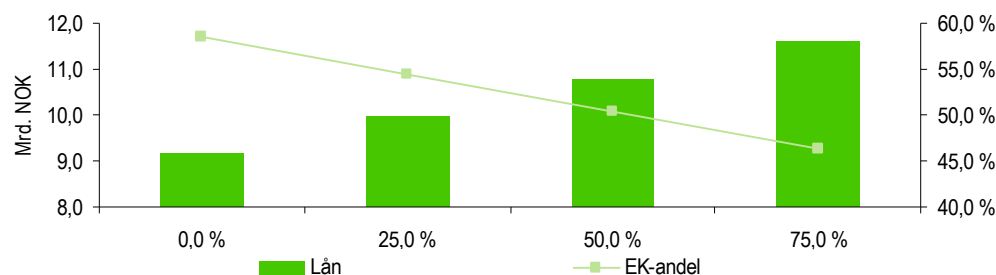
Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor selv, via opptak av lån, klare å finansiere planlagte investeringer

Sensitivitet knyttet til utbytte

- Grafen under viser hvor mye låneopptak og egenkapitalandel utgjør i perioden 2008 – 2013 ved utbyttegrader på henholdsvis 0%, 25%, 50% og 75% av resultat etter skatt.
 - 25% utbytte er forutsatt i base case.

Gjeld og egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader (Per 2012 i henhold til modell benyttet ved verddivurdering)

Kilde: Ernst & Young



Figuren viser at dersom eier ikke tar ut utbytte vil rentebærende gjeld på det maksimale være mNOK 9 100. Dersom utbyttegraden økes til 75% vil rentebærende lån på det maksimale være mNOK 11 600, og egenkapitalandelen vil falle til 45%.

Sensitivitet knyttet til utbytte, investeringer og eventuell nedskrivning av bokført egenkapital

- Tabellen under viser resultatet av en sensitivitetsanalyse hvor både variablene utbytte (i prosent av årlig resultat etter skatt) og investeringer er variert. Det er forutsatt at investeringene er kommersielle, og således vil generere en positiv kontantstrøm de påfølgende år. Avkastningen på investeringene er i snitt antatt å være lik avkastningskravet.
 - Gitt at de økte investeringene i stedet er rene kostnadsoverskridelser vil lån være høyere og egenkapitalandelen være lavere enn i tabellen under.

Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor selv, via opptak av lån, klare å finansiere planlagte investeringer

Sensitivitetsanalyse

Utbyttegrad	Totale Investeringer (Mrd NOK)		Lån 2012 (Mrd NOK)	EK-andel 2012 (%)	EK-andel 2012 gitt nedskrivning (%)
0 %		13.4	9.1	58.5 %	56.8 %
		15.0	10.3	55.6 %	54.3 %
		16.0	11.0	54.0 %	52.9 %
		17.0	11.7	52.4 %	51.6 %
25 %		13.4	10.0	54.4 %	52.6 %
		15.0	11.1	51.7 %	50.3 %
		16.0	11.9	50.1 %	49.0 %
		17.0	12.6	48.7 %	47.8 %
50 %		13.4	10.8	50.3 %	48.4 %
		15.0	12.0	47.8 %	46.3 %
		16.0	12.8	46.3 %	45.1 %
		17.0	13.6	45.0 %	44.0 %
75 %		13.4	11.6	46.3 %	44.2 %
		15.0	12.9	44.0 %	42.3 %
		16.0	13.8	42.6 %	41.2 %
		17.0	14.6	41.1 %	40.1 %

Kilde: Ernst & Young

Ref:

Selskapets gjeld vil ligge mellom mNOK 9100 og mNOK 14 600 avhengig av utbyttegrad og investeringsbeløp. Tilsvarende vil EK andelen variere mellom 58,5% og 41,1%. Dersom den bokførte egenkapitalen hadde blitt nedskrevet til vår estimerte markedsverdi vil EK andelen falle ytterligere til intervallet 56,8% - 40,1%.

Kredittvurderingsmetodikken

Om kredittvurderingsmetodikken

Statens eierskap i Avinor og den politikken som føres rundt samferdsel og distriktene i Norge har vært avgjørende for tilnærmingen til kredittvurderingen av selskapet. En tradisjonell kvantitativ vurdering av kredittrisikoen i Avinor vil etter vår vurdering ikke fange opp forholdet mellom soliditet og den sikkerhet som ligger til grunn i Avinor.

- ▶ Utgangspunktet for analysen er en benchmark på enkelte nøkkeltall av sammenlignbare selskaper som har oppnådd kredittrating.
- ▶ Basert på prognose av resultat og balanse som er anvendt i verddivurderingen estimeres den fremtidige utviklingen i nøkkeltall.
- ▶ I tillegg gjøres en kvalitativ vurdering av andre relevante faktorer som ikke nødvendigvis er kvantifiserbare, men som likevel bør være av avgjørende betydning for lånegiver.

Forbehold og forenklinger i denne analysen

Denne rapporten er ikke å betrakte som en fullverdig kredittvurdering, siden verken tidsrammen og informasjonen tilgjengelig har vært tilstrekkelig til å gå i dybden på alle relevante problemstillinger.

- ▶ Analysen er kun ment å gi en indikasjon på en passende kredittrating
- ▶ Det er ikke foretatt en full kredittvurdering av selskapet, og heller ikke analysert hvilke selskaper i markedet som er mest sammenlignbare med hensyn til risikoprofil
- ▶ En rekke faktorer som det er vanskelig å kvantifisere vil ha avgjørende betydning for en eventuell rating. Samferdselsdepartementet opptre både som eier, kjøper av tjenester og regulatør og vil således ha en avgjørende betydning for selskapets rammebetingelser.

Det er foretatt en overordnet og preliminær kredittvurdering av Avinor, der fokus har vært rettet mot ikke kvantifiserbare faktorer som er av betydning.

Ratingklasser og misligholdssannsynligheter

Utgangspunkt for den kvantifiserbare delen av vurderingen har vært ratingbyråene Moody's og S&P (se figur under).

- ▶ Moody's og S&P opererer med 10 klasser innen Investment grade, i intervallet AAA til BBB- (S&P).
- ▶ Innenfor High Yield segmentet finnes det 8 klasser i intervallet BB+ til CCC- (S&P).
- ▶ Tilhørende definisjoner av risiko er å lese ut av kolonnen til høyre i figuren under, med tilhørende sannsynlighet for konkurs (P(default)) i kolonnen midt på figuren.

Kredittvurderingsmetodikken

Ratingklasser og misligholdssannsynligheter

Kilde: Moody's, S&P

Ratingsskala	P(Konkurs)		Definisjon
Aaa/AAA	0,01 %	1	Beste kvalitet
Aa1/AA+	0,02 %	2	Investment grade Stere evne til innfrielse i rett tid
Aa2/AA	0,02 %	3	
Aa3/AA-	0,03 %	4	
A1/A+	0,05 %	5	
A2/A	0,06 %	6	Investment grade Noe mer utsatt for negative endringer
A3/A-	0,08 %	7	
Baa1/BBB+	0,14 %	8	
Baa2/BBB	0,18 %	9	
Baa3/BBB-	0,23 %	10	Investment grade Tilfredsstillende evne til å innfrielse Noen elementer av beskyttelse
Ba1/BB+	0,80 %	11	
Ba2/BB	1,06 %	12	
Ba3/BB-	1,33 %	13	
B1/B+	3,71 %	14	Speculative grade / High yield Spekulativ risiko. Fremtiden ikke tilfredsstillende sikret
B2/B	4,94 %	15	
B3/B-	6,18 %	16	
Caa1/CCC+		17	
Caa2/CCC	19,14 %	18	Konkurs et sannsynlig utfall
Caa3/CCC-		19	
D,SD			Konkurs har funnet sted

Definisjon av nøkkeltall som oftest anvendes i analyse av kredittrating

Eksempler på nøkkeltall som benyttes i kredittvurderinger

Vurdering av kredittnøkkeltall og lønnsomhet er den mest konkrete delen av en kredittvurdering. Det gjøres en vurdering av hvordan resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling ser ut i et kredittperspektiv. Basert på et utvalg nøkkeltall kan et selskap sammenlignes med gjennomsnittsverdier for ulike ratingkategorier.

Soliditet:

Vanlige nøkkeltall er forholdet mellom egenkapital (både bokført og markedsverdi) og rentebærende gjeld. Nøkkeltallet forteller hvilken støtpute bedriften har til å stå imot fremtidige tap og verdifall i bedriftens eiendeler. Nødvendig nivå på forholdet mellom egenkapital og gjeld varierer med hvor kapitalintensiv virksomheten er, eiendelenes sammensetning og den forretningsmessige risiko.

- Netto rentebærende gjeld / markedsverdi egenkapital (NIBD / Market value of equity)
- Netto rentebærende gjeld / bokført verdi egenkapital (NIBD / Book value of equity)

Rente- og gjeldsbetjeningsevne:

Disse nøkkeltallene fokuserer på hvor mange ganger driftsresultatet kan dekke finanskostnader og gjeld. Tallene gir et bilde av hvor mye selskapets driftsresultat kan falle før selskapet vil få problemer med å betjene renter og avdrag. Følgende varianter er anvendt i denne analysen:

- Netto rentebærende gjeld / Driftsresultat før avskrivninger (NIBD/ EBITDA)
- Netto rentebærende gjeld / Driftsresultat før avskrivninger minus investeringer (NIBD / EBITDA CapEx)
- Driftsresultat / Rentekostnader (EBIT / Gross Interest)
- Driftsresultat før avskrivninger / Netto finanskostnader (EBITDA / Interest)
- Driftsresultat før avskrivninger fratrasket investeringer / Netto finanskostnader (EBITDA – CapEx / Interest)

En enkel benchmarkanalyse antyder at ratingen ikke bør overstige BBB

Avinor synes generelt å ha en rente- og gjeldsbetjeningsevne i underkant av andre selskaper i bransjen

Tabellen under viser resultatene fra en enkel benchmarkanalyse med selskaper i samme bransje som har fått en kredittrating av S&P.

Nøkkelallsanalyse

Company	Credit Rating Agency	Credit Rating	Outlook	Currency	Market Cap Equity 11.06.08	Book Value Equity 31.12.07	IBD 31.12.07	Cash 31.12.07	NIBD 31.12.07	NIBD / Market Value of Equity	NIBD / Book Value of Equity	NIBD / EBITDA 2007	NIBD / (EBITDA - CapEx 2007)	EBIT / Gross interest 2006	EBIT / Gross interest 2007	EBITDA / Interest 2006	EBITDA / Interest 2007	(EBITDA - CapEx)/ Gross Interest 2006	(EBITDA - CapEx)/ Gross Interest 2007
Aéroports de Paris	S&P	AA-	Stable	EUR	6 483,90	2 952,03	2 353,49	524,07	1 829	0,28	0,62	2,56	(111,71)	2,14	1,61	7,19	(29,58)	(0,67)	(0,07)
Auckland Intl Airport Ltd.	S&P	A	Negative	NZD	2 554,60	1 934,47	914,41	1,59	913	0,36	0,47	3,76	6,38	3,67	3,18	4,42	3,94	2,43	2,28
Københavns Lufthavne A/S	S&P	BBB+	Stable	DKK	16 402,47	3 734,30	2 230,40	31,80	2 199	0,13	0,59	1,23	2,29	5,55	8,43	8,52	13,85	3,90	5,66
Flughafen Zuerich AG-REG	S&P	BBB+	Stable	CHF	2 698,70	1 373,38	1 241,19	82,36	1 159	0,43	0,84	2,83	7,14	1,98	2,83	4,75	6,35	1,66	2,00
Min										0,13	0,47	1,23	- (111,71)	1,98	1,61	4,42	- (29,58)	- (0,67)	- (0,07)
Max										0,43	0,84	3,76	7,14	5,55	8,43	8,52	13,85	3,90	5,66
Average										0,30	0,63	2,59	- (23,97)	3,33	4,01	6,22	- (1,36)	1,83	2,47
Median										0,32	0,60	2,69	4,34	2,91	3,01	5,97	5,14	2,05	2,14
Avinor AS				NOK		9 120	6 847	1 137	5 710		0,63	2,64	32,48	1,53	2,35	4,80	7,89	0,62	0,44
						(IFRS)													

Kilde: Ernst & Young, Bloomberg

Ref: Rating - Section AA

En enkel benchmarkanalyse antyder at ratingen ikke bør overstige BBB

- ▶ For de fire selskapene hvor det er blitt identifisert en offentlig tilgjengelig rating ligger denne i intervallet AA- til BBB+
- ▶ Soliditeten (netto rentebærende gjeld / egenkapital) til Avinor synes svakere enn sammenlignbare selskaper:
 - Basert på bokført egenkapital (lagt til grunn balansen i IFRS regnskapet) scorer selskapet svakere enn 3 av 4 sammenlignbare selskaper. Median og gjennomsnitt avviker imidlertid ikke mye fra Avinor.
 - Basert på markedsverdi av egenkapital synes netto rentebærende gjeld i Avinor å utgjøre en mye større andel enn for de andre selskapene. Som forklart i eget kapittel hefter det betydelig usikkerhet til markedsverdien av egenkapitalen til Avinor. For Flughafen Zuerich, selskapet med høyest andel gjeldsfinansiering, utgjør forholdet netto rentebærende gjeld og egenkapital 0,43. Egenkapitalen til Avinor må ha en verdi på 13,3 milliarder NOK for at forholdet skal være tilsvarende. Dette er en signifikant høyere verdi enn hva verdien estimeres til.
- ▶ Avinor synes å ha en svakere rente- og gjeldsbetjeningsevne enn sammenlignbare selskaper:
 - På forholdet mellom netto rentebærende gjeld og EBITDA (NIBD/ EBITDA 2007) scorer selskapet svakere enn 2 av 4 selskaper. Dersom investeringer i 2007 trekkes fra EBITDA 2007 scorer selskapet svakere enn 4 av 4 selskaper. Fremover er investeringer ventet å øke ytterligere, noe som vil svekke dette forholdstallet ytterligere.
 - På forholdet mellom driftsresultat og rentekostnader i 2007 (EBIT / Gross interest) scorer selskapet svakere enn 3 av 4 selskaper. På forholdet mellom EBITDA og netto finanser i 2007 (EBITDA / Interest 2007) scorer selskapet svakere enn 2 av 4 selskaper. Dersom EBITDA reduseres med investeringer før sammenligning med rentekostnader (EBITDA – CapEx) / Gross Interest scorer selskapet svakere enn 4 av 4 selskaper.

Som nevnt tidligere vil perioden frem mot 2012/2013 bli karakterisert av høye investeringer. Tabellen under viser hvordan nøkkeltallene vil utvikle seg fremover basert på forutsetningene gjort i verdivurderingen.

En enkel benchmarkanalyse antyder at ratingen ikke bør overstige BBB

Prognose kredittnøkkeltall

Nøkkeltall	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NIBD / Bokført egenkapital	0.66	0.74	0.80	0.82	0.85	0.79
NIBD / EBITDA	2.58	3.00	3.36	3.49	3.74	3.28
NIBD / (EBITDA - CapEx)	-16.08	-14.53	-21.72	62.74	-119.78	9.82
EBIT / Rentekostnader	4.34	4.70	3.68	3.10	2.74	2.89
EBITDA / Netto rentekostnader	9.35	8.43	6.90	5.96	5.52	5.52
(EBITDA - CapEx) / Rentekostnader	-1.19	-1.74	-1.07	0.33	-0.17	1.84

Kilde: Ernst & Young

Ref: Finansielle nøkkeltall -

Prognosen over indikerer at Avinor vil score svakere på samtlige nøkkeltall frem mot 2012. Etter dette vil nøkkeltallene gradvis bedres som følge av at investeringene normaliseres og at operasjonell kontantstrøm øker. Nøkkeltallene NIBD / (EBITDA – CapEx) og (EBITDA / CapEx) / Rentekostnader er negative en periode da investeringene overstiger EBITDA.

I forhold til benchmarkanalysen synes det som om Avinors nøkkeltall vil svekkes ytterligere en periode fremover. Det er ikke foretatt en grundig analyse av investeringsbehov til selskapene Avinor benchmarkes mot. Det kan derfor ikke utelukkes at også disse vil oppleve økt investeringsbehov fremover, og at dette er hensyntatt i kredittratingen til S&P. Imidlertid må det vektlegges at Avinor allerede i dag har en svakere score.

Basert på at Avinor synes å score dårligere på utvalgte nøkkeltall mot sammenlignbare selskaper, samt at disse nøkkeltallene for Avinors del forventes og svekkes ytterligere virker det ikke urimelig at selskapet skal ha en svakere kredittrating (AA- til BBB+) enn selskaper det er sammenlignet med.

Basert på en kvalitativ vurdering synes ikke en A rating urimelig

Flere kvalitative faktorer tilsier en høyere rating enn hva en ren nøkkeltallsanalyse indikerer

En rekke forhold kompliserer en kredittvurdering ved at det også vil være et innslag av subjektive vurderinger. Nedenunder følger en opplistning av faktorer som antas å ha betydning for en rating:

- ▶ Luftfarten har en sterk posisjon i Norge og Avinor vil antageligvis bli vurdert til å være et strategisk viktig selskap av eieren, den norske Stat.
- ▶ Høye inngangsbarrierer og naturlig monopol begrenser konkurransesituasjonen for selskapet de fleste steder i Norge
- ▶ Statlig eierskap sikrer at selskapet ikke kan bli kjøpt opp av private aktører med ønske om en mer aggressiv gjeldsgrad
- ▶ Selskapet har skjulte buffere og lettere tilgang på kapital enn private aktører:
 - Samferdselsdepartementet regulerer nivået på start- og terminalavgift. Avgiftene utgjør vanligvis en beskjeden andel av total billettpris. Lavprisselskapene, som fokuserer mest på avgiftsnivået, har mesteparten av sin trafikk på de private flyplassene Torp og Rygge. Selv om Avinor har en målsetning om å være blant den beste tredjedelen i Europa på pris kan en ekstraordinær økning i avgifter være en måte å redde selskapet om en økonomisk krevende periode skulle oppstå. Dette vil sannsynligvis bli imøtegått av flyselskapene da man risikerer å underminere etterspørselen etter flyreiser.
 - Gjeninnføring av offentlige kjøp kan være en alternativ måte for Staten å bedre driftsresultatet på
- ▶ I henhold til vedtektene (§11) kan det ikke stilles pant i eiendeler som inngår i konsernets basisvirksomhet. Avinor eier imidlertid andre virksomheter som genererer sterk positiv kontantstrøm, blant annet flere hoteller og parkeringsanlegg.

Andre infrastrukturselskaper kontrollert av Staten har en rating i området AA til BBB+

Det finnes andre selskaper kontrollert av Staten som har fått utstedt kredittrating av Standard & Poor's og Moody's. Eksempler på dette er selskaper som Statnett, Statkraft og Norges Statsbaner.

- ▶ Norges Statsbaner AS er en av Norges største aktører innen persontog-, buss- og godstogvirksomhet
- ▶ Statnett SF har som oppgave å forvalte det sentrale elektrisitetsnettet og sørge for pålitelig overføring av elektrisk kraft.
- ▶ Statkraft AS er en av Nordens største aktører innen produksjon og salg av kraft

Tabellen under viser de respektive selskapers rating juni 2008.

Basert på en kvalitativ vurdering synes ikke en A rating urimelig

Kredittrating utvalgte selskaper

	NSB		Statnett		Statkraft	
	S&P	Moody's	S&P	Moody's	S&P	Moody's
Long-term rating	AA	Aa1	AA -	Aa3	BBB+	Withdrawn
Short-term rating	A-1+	P-1	A-1+	P-1	A-2	Withdrawn
Outlook	Stable	Stable	Stable	Stable	Stable	Stable

Kilde: Bloomberg
Ref: Rating - Section AA

Av disse selskapene kan det argumenteres for at Statnett, som infrastrukturselskap og monopolist, er mest sammenlignbart. Selv om selskapet er statsforetak hefter ikke Staten overfor kreditorene for foretakets forpliktelser. Eierform kan dog ha betydning ved at sannsynligheten for privatisering er lavere for statsforetak enn for aksjeselskaper. Selskapet fikk i mars 2008 nedgradert sin kredittrating fra AA til AA- grunnet at store investeringer er forventet de neste årene uten at dette vil bedre resultatet fra driften på kort sikt.

Ifølge S&P ville Statnett oppnådd en A rating som et selvstendig selskap (S&P analyse 5 mars 2008). Imidlertid bedres ratingen med to hakk for å reflektere selskapets statlige eierskap, at sannsynligheten for privatisering er lav og at selskapet er strategisk viktig for Staten.

Flere kvalitative faktorer tilsier at en kredittrating bør være høyere enn det en ren nøkkeltallsanalyse tilsier. Basert på dette, samt en sammenligning med andre infrastrukturselskaper kontrollert av Staten, virker ikke en A rating urimelig.

Oppsummering

På en ren nøkkeltallsanalyse scorer selskapet svakere enn selskaper som har en rating på BBB+. Flere kvalitative faktorer som eksempelvis skjulte buffere i form av potensielle avgiftsøkninger taler for en høyere rating enn hva en ren benchmarkanalyse tilsier. Basert på en sammenligning med Statnett kan det virke som om betydningen av statlig eierskap kan gi en ytterlig økning i rating på et eller to nivåer. Dersom selskapet i utgangspunktet skal ha en BBB rating basert på en ren benchmarkanalyse, og dette totalt sett økes med tre hakk som følge av andre faktorer og statlig eierskap tilsier dette en rating på A.

Appendix A

Beskrivelse av sammenlignbare selskaper

Beskrivelse av sammenlignbare selskaper

Københavns Lufthavne AS

- ▶ Københavns Lufthavne eier og drifter Kastrup Lufthavn, Københavns internasjonale flyplass, og Roskilde Lufthavn. Selskapet tilbyr trafikkledelse, vedlikehold og sikkerhetstjenester. I tillegg leder det selskapets kjøpesenter og andre lufthavnprosjekter. Selskapet har også investeringer i lufthavner i Mexico, England og Kina.
- ▶ Den danske stat eier 39% av København Lufthavne.

Flughafen Wien AG

- ▶ Flughafen Wien AG leder, vedlikeholder og drifter Wien internasjonale lufthavn og Voslau lufthavn. Selskapet tilbyr terminaltjenester, luft- og landlige frakttjenester, og leasing av butikker, restauranter. I tillegg, tilbyr selskapet bygningsmasse (land) for hotell til tredjeparts driftsselskaper og andre forretninger.
- ▶ Eiere av selskapet som synes statlig relatert er Wien by (20%) og Provinsen Lower Austria (20%)

Fraport AG

- ▶ Fraport AG tilbyr lufthavn tjenester. Selskapet drifter Frankfurt-Main, Frankfurt-Hahn, andre lufthavner i Tyskland, lufthavnen i Lima (Peru) og den internasjonale terminalen i Antalya (Tyrkia). Fraport AG tilbyr også tjenester til nasjonale og internasjonale flyselskaper som inkludert trafikk- og terminalledelse, bakkehåndtering, sikkerhet. I tillegg tilbys eiendom og anleggstjenester.
- ▶ Statlige eiere er staten Hessen (32 %), Stadtwerke Frankfurt (20 %). I tillegg eier Deutsche Lufthansa AG 10%.

Flughafen Zuerich AG-REG

- ▶ Flughafen Zuerich drifter Zuerich lufthavn. I tillegg, bygger, leaser og vedlikeholder selskapet lufthavnens strukturer og utstyr.
- ▶ Canton of Zuerich eier 33% av selskapet.

Aeroports de Paris

- ▶ Aeroports de Paris leder alle sivile lufthavner i Paris området. I tillegg, utvikler og drifter selskapet lufthavner uten etablert lufttrafikkjeneste. Selskapet tilbyr lufttransport relaterte tjenester og forretningstjenester som utleie av kontorlokaler.
- ▶ Den franske stat eier 68% av selskapet.

Appendix B

Kildehenvvisning

Kildehenvisning

Kildehenvisning

Genrell informasjon vedrørende virksomheten og industrien

- ▶ Konkurransesgrunnlag, Åpen anbudskonkurranse, Verdivurdering av Avinor AS
- ▶ Vedtekter for Avinor AS (Sist endret 11. juni 2007)
- ▶ Avinor AS
 - Hjemmesiden og samtaler med selskapets ansatte
- ▶ Avinor AS finansielle rapporter
 - Års- og kvartalsrapporter og rapport vedrørende overgang til IFRS per 1. januar 2007
- ▶ Forskrift om avgifter vedrørende statens luftfartsanlegg og –tjenester (Takstregulativet)
- ▶ Plan for virksomheten 2007-2009 (Paragraf 10 plan)
- ▶ St.meld. nr. 15 (2006-2007) Om verksemda i Avinor 2006-2008
- ▶ St.meld. nr. 36 (2003-2004) Om virksomheten til Avinor
- ▶ St.prp. Nr 1/B For budsjetterminen 2005
- ▶ St.prp. Nr. 1 Tillegg nr. 2 (2002-2003) Om omdanning av Luftfartsverket til aksjeselskap
- ▶ Budsjettinnstilling S. nr. 6 og nr. 13
- ▶ Statsbudsjettet 2008
 - St.prp. nr. 1 (2007-2008) for Budsjettåret 2008. Programkategori 21.20 Luftfartsmål
- ▶ Statsbudsjettet 2009 – Grunnlagsmateriale (Mottatt av departementet på kontraktsmøte)
- ▶ Konsernpolicy og retningslinjer for investeringer (Versjon 1.1)
- ▶ Avinor Konsern – Langsiktig Investeringsplan 2009-2013
- ▶ Langsiktig Investeringsplan 2009-2018 for Divisjon Store lufthavner, 3 alterinativer (Oppdatert juni 2008)
- ▶ Nasjonal transportplan – Sektorplan for Avinor – Perspektiver mot 2040
- ▶ Avinor – Sikker og effektiv luftfart
- ▶ Transportøkonomisk Institutt – ”Reisevaner med fly 2005

Kildehenvisning

- ▶ Dagens Næringsliv
 - Per 7./8. juni (side 30 og 31) "Kilopris i luften?"
 - Per fredag 27. juni (side 26-28) Livsstil: Luftfart – Reportasje med Mats Jansson
- ▶ Diverse artikler på norske nettsider om luftfarten

Internettssider

- ▶ www.avinor.no
- ▶ www.sas.no
- ▶ www.norwegian.no
- ▶ www.cph.dk
- ▶ www.viennaairport.com
- ▶ www.fraport.de
- ▶ www.aeroportsdeparis.fr
- ▶ www.zurich-airport.com
- ▶ www.macquarie.com.au
- ▶ Bloomberg

Informasjon relatert til avkastningskrav og kredittvurdering

- ▶ Erik Mamelund – Profesjonell skjønnsutøvelse knyttet til virkelig verdi og andre usikre regnskapestimater i IFRS, Praktisk økonomi & finans nr 2/2008
- ▶ Frøystein Gjesdal og Thore Johnsen - Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verddivurdering, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 1999
- ▶ Standard & Poor's - Research Update: Statnett SF L-T Rating Lowered To 'AA-' On Investment Plans; Outlook Stable - 5 Mars 2008
- ▶ Artikkel fra Økonomisk Forum nr. 7 2005 "Revidert Kalkulasjonsrente for statlige tiltak"