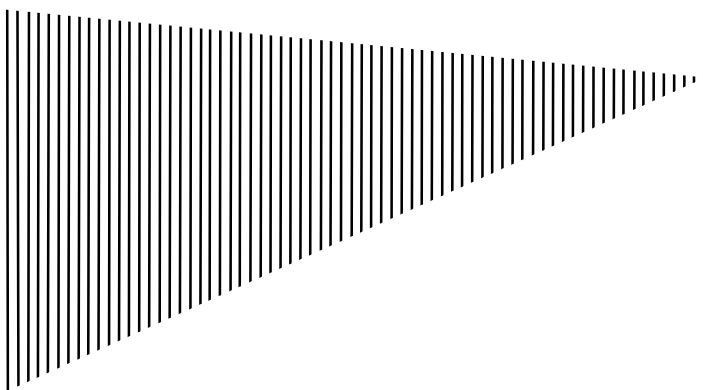


**Avinor AS : Verdivurdering**

21 desember 2012

Konfidensielt



## Konfidensielt

Samferdselsdepartementet  
v/ Thomas Tørmo  
Postboks 8010 Dep  
0030 OSLO

21 desember 2012

## 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 avkastningsmålet til virksomheten
- Vurdere egenkapitalsituasjonen i selskapet

## 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 innestår ikke 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

Nils Kristian Bø

Partner

Ernst & Young AS

## Forkortelser

<b>Avinor</b>	Avinor AS
<b>CapEx</b>	Investeringer (Capital Expenditures)
<b>CAPM</b>	Kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model)
<b>DCF</b>	Diskontert kontantstrøm (Discounted Cash Flow)
<b>D/E</b>	Gjeld til egenkapital (Debt to Equity)
<b>EBIT</b>	Resultat før renter og skatt
<b>EBITDA</b>	Resultat før renter, skatt, avskrivninger og amortiseringer
<b>EV verdi</b>	Foretaksverdi (Enterprise value)
<b>FY</b>	Fiskal år (Fiscal year)
<b>IBD</b>	Rentebærende gjeld (Interest bearing debt)
<b>LTM</b>	Siste tolv måneder (Last twelve months)
<b>MCAP</b>	Markedsverdi egenkapital (Market Capitalization)
<b>NIBD</b>	Netto rentebærende gjeld (Net Interest Bearing Debt)
<b>NOKm</b>	Millioner norske kroner
<b>NOKmrd</b>	Milliarder norske kroner
<b>OSL</b>	Oslo lufthavn, Gardermoen
<b>PAX</b>	Antall årlige passasjerer
<b>P/B</b>	Pris egenkapital / bokført Verdi egenkapital (Price / Book)
<b>P/E</b>	Pris egenkapital / Resultat etter skatt (Price / Earnings)
<b>NWC</b>	Netto Arbeidskapital (Net Working Capital)
<b>ROIC</b>	Avkastning på investert kapital (Return on invested Capital)
<b>TNC</b>	Terminal Navigation Charge
<b>TØI</b>	Transportøkonomisk institutt
<b>WACC</b>	Gjennomsnittlig kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital)

# Innholdsfortegnelse

## Oppsummering

---

1

## Vurdering av Avinors strategiske posisjon

---

9

1. Oversikt over Avinor .....10
2. Oversikt over markedet for flyplasser .....20
3. Avinors strategiske posisjon .....28

## Verdivurdering

---

31

4. Metoder for verdivurdering .....32
5. Vurdering av Avinors avkastningsmål .....35
6. Historisk avkastning på investert kapital .....41
7. Kontantstrømsanalyse.....47
8. Markedsbasert verdivurdering .....66
9. Scenarioanalyse.....69

## Vurdering av egenkapitalsituasjonen

---

73

10. Vurdering av egenkapitalsituasjonen .....74

## Vedlegg

---

81

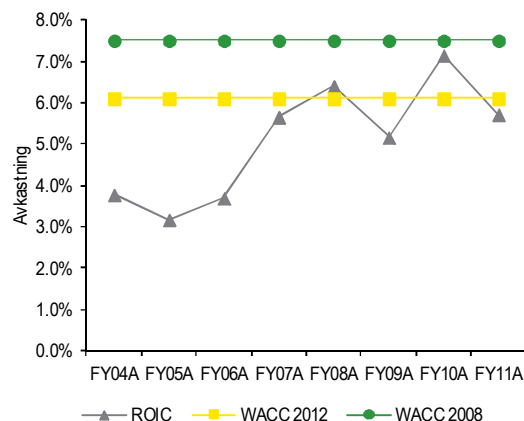
11. Vedlegg A: Beskrivelse av sammenlignbare selskaper .....82
12. Vedlegg B: Betaberegning.....83
13. Vedlegg C: Kildehenvisning.....85

## Oppsummering

---

## Historisk avkastning på investert kapital

Kilde: Avinor og Ernst & Young



## Oppsummering

### Avkastningsmål og historisk avkastning for Avinor

- ▶ Selskapets avkastningsmål ble i november 2011 estimert av Deloitte til 6,1 % på lufthavntjenestene og 5,5 % på flysikringstjenestene (nominelt avkastningsmål til totalkapitalen etter skatt/WACC), med et vektet snitt på 6,1 % for konsernet. Ernst & Young har gjort en selvstendig analyse, men har ikke funnet grunnlag for å endre på avkastningsmålene. Dette innebærer en reduksjon på om lag 1,5 % - poeng i forhold til verdivurderingen som ble foretatt i 2008. Endringene skyldes primært:
  - Risikofri rente har gått ned med i underkant av 3 % -poeng. Denne effekten har likevel blitt delvis oppveid med at markedets risikopremie er estimert til å ha steget fra 4 % til 6 %.
  - Rente på dagens lån er knyttet opp mot utvikling i renten på statsobligasjonslån, som har blitt redusert i perioden.
- ▶ Med unntak av i 2008 og 2010 har Avinor historisk ikke oppnådd en avkastning på kapitalen som overstiger avkastningsmålet. Det har likevel vært en positiv trend i perioden, noe som primært skyldes at det ikke har blitt foretatt vesentlige investeringer de siste årene tross betydelig trafikkvekst. Lønnsomheten, målt i driftsmargin, har vært relativt stabil.

### Verdivurdering av Avinor

- ▶ Avinor konsern består av virksomheter basert på både bedriftsøkonomiske og samfunnsøkonomiske rammebetingelser. I verdivurderingen er konsernet delt inn i fem hovedenheter, tilsvarende Avinors driftssegmenter. Dette er;
  - Oslo lufthavn, Gardermoen
  - Store lufthavner; Bergen lufthavn, Flesland, Stavanger lufthavn, Sola, og Trondheim lufthavn, Værnes
  - Nasjonale, regionale og lokale lufthavner; de resterende 42 lufthavnene
  - Flysikringsdivisjonen
  - Annet; felles/ufordelt, inkluderer konsernposter som stabsfunksjoner, fellestjenester og kompetansesentre, samt eiendomsselskapene

- En oppsummering av konsernets verdier er illustrert i tabellen og grafen nedenfor

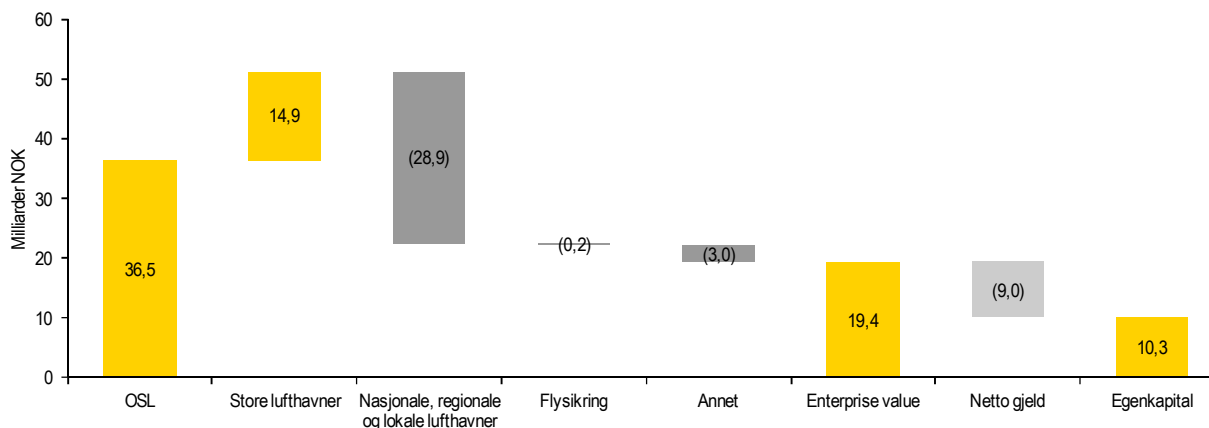
#### Oppsummering av verdivurderingen av Avinor

Valuta: NOKm	Konsern	OSL	Store lufthavner	Regionale og lokale	Flysikring	Annet
EV verdi	19 372	36 519	14 919	(28 887)	(216)	(2 963)
Netto rentebærende gjeld	9 042					
Verdi av egenkapitalen	10 331					

Kilde: Ernst & Young

#### Verdifordeling

Kilde: Ernst & Young



- Oslo lufthavn og Store lufthavner er bidragsyterne til konsernets verdi, mens de Nasjonale, regionale og lokale lufthavnene trekker ned verdien. Som vi ser fra grafen har Flysikring en verdi tilnærmet null, mens Annet (inkluderer ufordelte felleskostnader) har en svak negativ verdi.
- Vår estimerte verdi på operasjonelle eiendeler på verdsettelsestidspunktet ligger i underkant av de bokførte verdiene (virkelig verdi/ bokført verdi er på rundt 0,9). Dette reflekterer at selskapet i den eksplisitte prognoseperioden er forventet å generere en avkastning på investert kapital i underkant av avkastningsmålet. Det er lagt opp til at avkastningen er under målet i prognoseperioden som følge av store investeringer, men at rentabiliteten normaliseres mot slutten av perioden og er tilnærmet lik avkastningsmålet i terminalperioden. Med andre ord er det lagt opp til at Avinor vil kunne nå avkastningsmålet på sikt. At virkelig verdi ligger under bokført verdi kan medføre diskusjon om det foreligger et nedskrivingsbehov av eiendeler i konsernets balanse. Imidlertid vil det være betydelig

#### Multipler fra sammenlignbare selskaper

Selskap	EV/EBITDA (FY2011)	EV/EBITDA (LTM2012)	P/B
<i>Sammenlignbare selskaper</i>			
Københavns Lufthavne A/S	11,5	10,8	n/a
Aéroports de Paris	9,3	9,3	1,6
Flughafen Zuerich AG	7,4	7,2	1,3
Fraport AG	9,4	8,9	1,3
Flughafen Wien AG	7,2	6,1	0,9
Gjennomsnitt	9,0	8,4	1,3
Median	9,3	8,9	1,3
Avinor (implisitt fra DCF)	7,1	6,4	1,0
Oslo lufthavn	15,0	14,6	n/a
Store lufthavner	12,3	11,8	n/a

Kilde: Ernst & Young

usikkerhet knyttet til en verdivurdering, og det kan argumenteres for at det legges til grunn en større margin enn 10 % før det kan sies å ligge utenfor et pålitelighetsintervall for virkelig verdi (Mamelund 2008). Virkelig verdi av egenkapitalen er tilnærmet lik bokført verdi (P/B lik 1,0). Dette reflekterer at selskapet oppnår en høyere egenkapitalrentabilitet enn avkastning på investert kapital i perioden på grunn av finansieringseffekter.

- ▶ Den estimerte verdien er høyere enn i tidligere verdivurderinger. Sammenlignet med verdsettelsen i 2008 estimerer vi en verdi som impliserer en årlig gjennomsnittlig verdiøkning på Enterprise Value lik 7 %. Den viktigste forklaringen er at avkastningsmålet har blitt redusert med om lag 1,5 prosentpoeng. Hadde avkastningsmålet som ble brukt i 2008 blitt anvendt, ville verdien vært lavere enn for fire års siden. Dette skyldes hovedsakelig at andelen bedriftsøkonomiske ulønnsomme prosjekter, eksempelvis sikkerhetsområder og lysanlegg, har vært større enn det som ble lagt til grunn i forrige verdivurdering.
- ▶ Basert på implisitte multipler fra kontantstrømanalysen prises selskapet til 7,1x EBITDA 2011 og 6,4x EBITDA gjennom de siste tolv måneder (per 3. kvartal 2012), mens sammenlignbare selskaper har tilsvarende gjennomsnittlige multipler på henholdsvis 9,0 og 8,4. Gjennomsnittlig Pris/Bok er 1,3 blant sammenlignbare selskaper. De siste tre års transaksjoner i lufthavnbransjen viser transaksjonsmultipler som ligger noe høyere enn selskapsmultiplene med gjennomsnittlige multipler på EBITDAx 11,2, EBITx 16,3 og P/B lik 1,9.
  - At Avinor er priset lavere enn andre selskaper synes rimelig da konsernet har flere formål enn kun bedriftsøkonomiske hensyn. Et viktig formål for Avinor er å opprettholde norsk infrastruktur, hvilket innebærer investeringer i og drift av ulønnsomme lufthavner.
  - Oslo lufthavn, Gardermoen er mest sammenlignbar med selskapene i multipelanalysen fordi den er antatt drevet etter bedriftsøkonomiske prinsipper. Selskapet står foran en periode med vekst grunnet investeringer i bygging av terminal 2. Denne veksten er reflektert i selskapets prising tilsvarende 15,0x EBITDA 2011 og 14,6x EBITDA siste tolv måneder, noe som gjør at Oslo lufthavn er en av de høyest prisede lufthavnene i utvalget. Dette er ikke urimelig sett i lys av Oslo lufthavns størrelse, lønnsomhet og fremtidige vekst, samt at Oslo lufthavn i stor grad er med på å finansiere de mindre lufthavnene og derfor kan tillate en noe høyere avkastning enn andre sammenlignbare selskaper. Verdien av Oslo lufthavn er i tillegg før allokering av felleskostnader.

*Dagens langsiktige investeringsplan for perioden 2013-2017 viser et antatt investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600.*

- ▶ Avinor har et betydelig investeringsbehov i den neste femårsperioden. Dette forklares ved at tidligere år har vært preget av underinvesteringer, samt behov for kapasitets- og vedlikeholdsutbedringer. Flere av de strategiske investeringene som var planlagt i den forrige femårsperioden har blitt utsatt på grunn av



fokus på myndighetspålagte krav relatert til sikkerhet som for eksempel sikkerhetsområder og lysanlegg. Dette gjør at fokuset fremover er på strategiske investeringer som skal gi en avkastning.

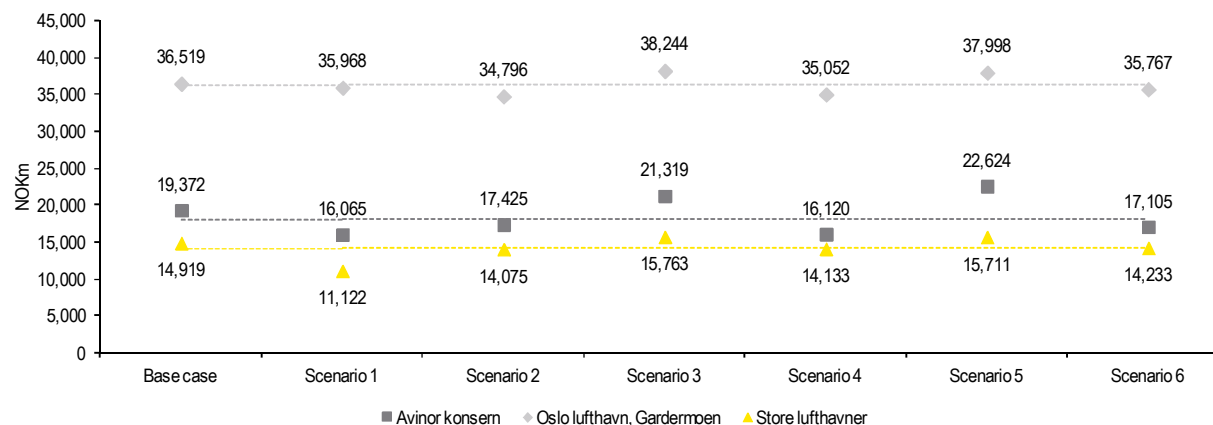
- ▶ Avinors "Plan for virksomheten 2012-2014 (§ 10 plan)" beskriver Avinors planlagte investeringer frem til 2017. Disse summeres til NOKm 20 600, hvor omkring 60 % er bundet opp i løpende reinvesteringer i lufthavnsnett og i flysikringstjenesten, samt allerede igangsatte prosjekter. Dette inkluderer blant annet terminal 2 på Oslo lufthavn, Gardermoen som planlegges ferdigstilt i 2017. Av ikke igangsatte prosjekter er blant annet utvidelse av terminalkapasiteten ved Bergen lufthavn, Flesland og kapasitetsøkende tiltak ved Stavanger lufthavn, Sola og Trondheim lufthavn, Værnes planlagt.
- ▶ Utover de planlagte investeringene er det i transportetatens og Avinors forslag til NTP for 2014-2023 anbefalt samlede investeringer på NOKm 4 000. I tillegg har Avinor betydelige arealer som kan utvikles rundt de store lufthavnene. Et anslag på bedriftsøkonomiske lønnsomme investeringer innebærer totale investeringer på NOKm 3 100. Disse prosjektene summeres til NOKm 7 100 og er en del av konsernets strategiplan, men er ikke inkludert i prognosemodellen som er gitt til Ernst & Young og er derfor ikke inkludert i base case i verdivurderingen.
- ▶ 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
  - Redusert utbyttegrad
  - 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 en-til-en forhold til selskapsverdien. Det betyr at dersom disse investeringene øker med eksempelvis NOKm 2 000 vil selskapsverdien reduseres tilsvarende. Ikke-kommersielt initierte investeringer er rene kostinvesteringer som ikke er antatt å tilføre selskapet ytterligere inntjening. Eksempler på slike investeringer er myndighetspålagte investeringer de siste årene relatert til sikkerhetsområder og lysanlegg.
- ▶ Større endringer i nivået på planlagte investeringer representerer et betydelig usikkerhetsmoment i verdivurderingen.

Verdivurderingen er sensitiv til endringer i inntekter, lønnsomhet og investeringer

- ▶ I figuren nedenfor representerer "Base case" selskapets beregnede verdi. Scenario 1-3 viser hvordan selskapsverdien påvirkes av endringer i passasjervekst. Dette innebærer at vi i scenario 1 antar en passasjervekst i henhold til TIØ sine prognoser, scenario 2 antar et fall i passasjervekst i 2013, mens vi i scenario 3 antar økt passasjervekst i 2013. Scenario 4 og 5 antar endringer i lønnsomhet i form av justert EBITDA margin ned og opp 1,5 % - poeng sammenlignet med base case. Scenario 6 viser verdieffekten av endringer i investeringer ved at det er antatt en gjennomsnittlig overskridelse på investeringene på 5 %.
- ▶ Scenarioanalysen blir diskutert i nærmere detalj senere i rapporten. Figuren viser at selskapsverdien er sensitiv til endringer i forutsetningene. Gjennomsnittet av alle scenarioene gir en verdi tilnærmet base case.

#### Scenarioanalyse – selskapsverdi (EV) basert på endringer i passasjervekst, lønnsomhet og investeringsnivå

Kilde: Ernst & Young



Uavklarte problemstillinger knyttet til relasjonen mellom Avinor og Forsvaret er *ikke* hensyntatt i verdivurderingen og representerer en vesentlig nedside i forhold til den beregnede verdien

- ▶ Det er uenighet mellom partene om forståelsen av sentrale punkter i samarbeidsavtalen mellom Avinor og Forsvaret. Det pågår et rettslig avtaleskjønn for fastsettelse av kjøpsbeløp eller årlig bruksvederlag for luftfartskritiske arealer som eies av Forsvaret. Det er usikkerhet knyttet til størrelsen på disse vederlagene.

#### Minimum egenkapitalbehov ved ulike utbyttegrader

Utbyttegrad	Minimum egenkapitalbehov (NOKm)
0%	300
10%	700
20%	1 200
30%	1 600
40%	2 200
50%	2 800

Kilde: Ernst & Young

- ▶ Det er i tillegg usikkerhet knyttet til konsekvensene av valg av kampflybase på Ørlandet og fremskutt base på Evenes. Uansett vil dette endre dagens samdrift mellom sivil og militær luftfart i Bodø. Omstruktureringer i Forsvaret vil således ha konsekvenser for Avinors fremtidige drifts- og investeringskostnader.
- ▶ Avgjørelsen i disse sakene kan potensielt medføre vesentlige konsekvenser for verdivurderingen av Avinor. Sentrale punkter inkluderer:
  - Riktig avgrensning av tjenestene/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 er ikke avklart og følgelig kan det ikke skisseres hvilke konsekvenser dette vil ha på verdivurderingen. Det har likevel blitt antydnet at dette kan bety utbetalinger i milliardklassen for Avinor. Basert på forventet nivå på fremtidige investeringer vil Avinor potensielt måtte tilføres kapital for å kunne gjennomføre slike utbetalinger.

#### Vurdering av egenkapitalsituasjonen i Avinor AS

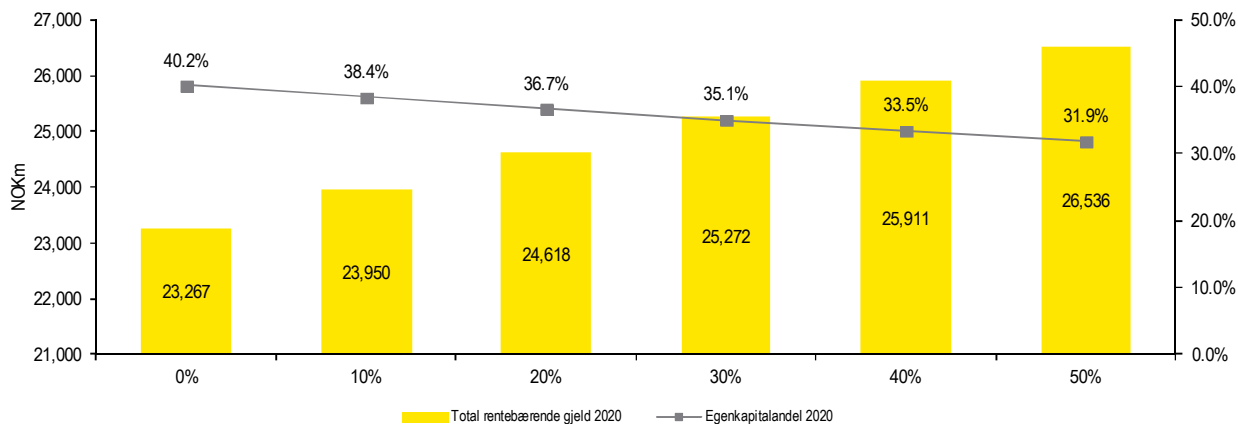
Grunnet høyt fremtidig investeringsbehov er det foretatt en vurdering av konsernets egenkapitalsituasjon.

- ▶ Selskapets vedtekter (§11) setter begrensninger for fremtidige låneoptak.
  - 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.
- ▶ Vi har ikke identifisert spesielle selskapsspesifikke hensyn som tilsier at det er nødvendig å opprettholde en egenkapitalandel på minimum 40 % fremover. En endring i selskapets vedtekter vedrørende egenkapitalandel vil imidlertid kunne medføre økte finanskostnader dersom långiver krever reforhandling av lånebetingelser.
- ▶ Dersom det forutsettes en utbyttegrad på 50 % av årsresultat for perioden 2012 – 2027 vil rentebærende gjeld nå et maksimum på NOKm 28 000 i år 2022. Videre vil egenkapitalandelen ligge under kravet på 40 % i store deler av perioden, med et minimum i 2020 på 31,9 %. Dersom det ikke utdeles utbytte i perioden vil rentebærende gjeld nå et maksimum på NOKm 23 700 i 2022 og egenkapitalandelen vil nå et minimum på 39,1 % i 2017.

- ▶ Utbytte er en viktig post for å regulere egenkapitalandelen fremover.
  - Med de forutsetningene som ligger inne i vår verddivurdering og 50 % utbyttegrad i hele perioden, estimerer vi at det tilføres minst NOKm 2 800 innen utgangen av 2015 for å unngå at selskapet bryter egenkapitalandelskravet på 40 %. Tilsvarende estimeres dette behovet til NOKm 2 500 i Avinors "Plan for virksomheten 2012-2014". Forskjellen skyldes ulike forutsetningene, spesielt knyttet til lønnsomhet. Selskapets egenkapitalbehov ved ulike utbyttegrader i henhold til våre estimater, er gjengitt i tabellen på forrige side.
- ▶ I figuren nedenfor har vi vist hvordan total rentebærende gjeld og egenkapitalandel varierer med utbyttegrad i 2020.

#### Gjeld og egenkapitalandel i 2020 ved ulike utbyttegrader

Kilde: Ernst & Young



## Vurdering av Avinors strategiske posisjon

---

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

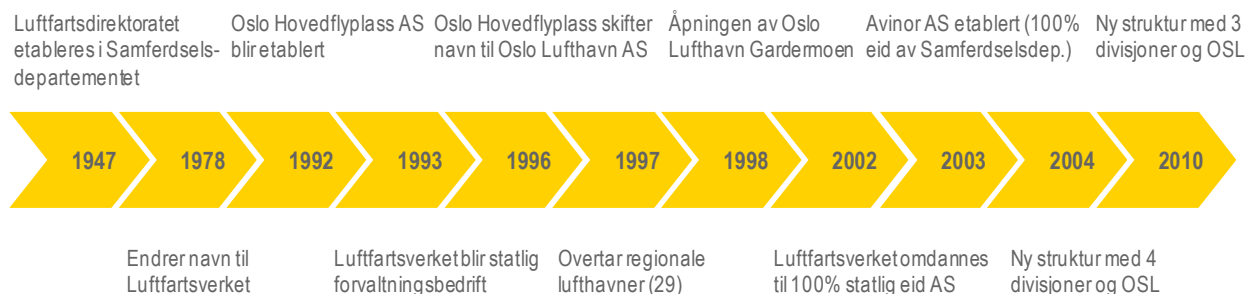
## Avinor AS ble etablert 1. januar 2003 og er 100 % eid av Samferdselsdepartementet

### Om Avinor

- ▶ 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 opptreer 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



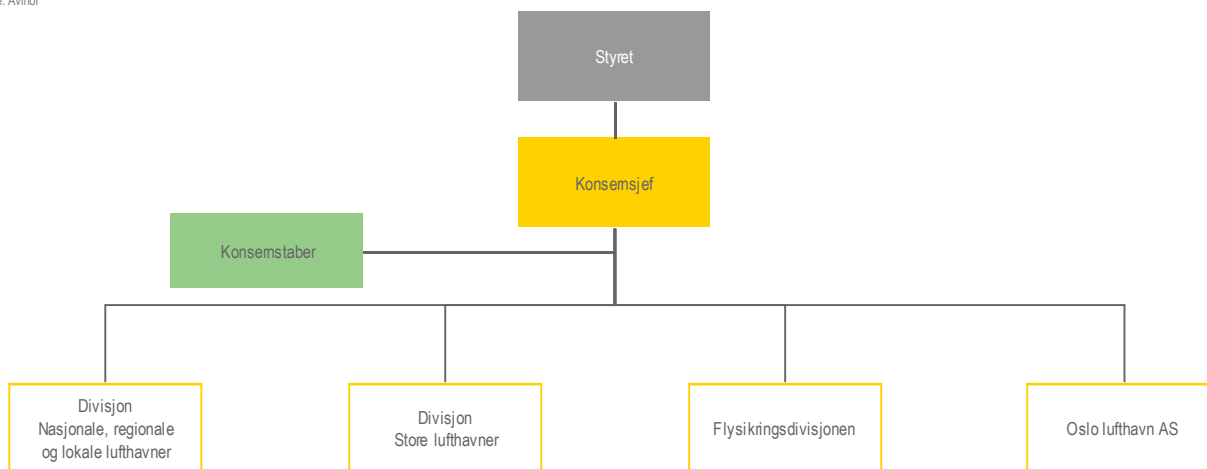
- ▶ I dagens organisasjonsstruktur er Avinor organisert i en konsernstab og tre divisjoner i tillegg til OSL. Oslo lufthavn er et heleid datterselskap med egen administrerende direktør.

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

## Avinor driver 46 lufthavner i Norge og disse er inndelt i Oslo lufthavn, Store lufthavner og Nasjonale, regionale og lokale lufthavner

### Organisasjonskart Avinor

Kilde: Avinor



- ▶ Totalt driver Avinor 46 lufthavner i Norge, inkludert Oslo lufthavn, Gardermoen, hvorav 12 er i samarbeid med Forsvaret.
  - Forholdet mellom Forsvaret og Avinor er regulert gjennom et eget avtaleverk.
- ▶ Lufthavnene er inndelt etter størrelse; Oslo lufthavn, "Store lufthavner" og "Nasjonale, regionale og lokale lufthavner". Organiseringen av Avinor ble endret med virkning fra 1. juni 2010 og det er kun den nye organiseringen som er presentert i denne rapporten. I tabellene på neste side har vi vist hvilke lufthavner som tilhører de ulike kategoriene, også fordelt på geografi.
- ▶ 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 Gardermoen, Flesland, Sola og Værnes (relatert til hotellnæringen).

## Avinor drifter 46 lufthavner i Norge og disse er inndelt i Oslo lufthavn, Store lufthavner og Nasjonale, regionale og lokale lufthavner

### Oversikt over Avinors lufthavner

Store lufthavner	Nasjonale lufthavner	Regionale lufthavner	Lokale lufthavner			
Bergen lufthavn, Flesland	Bodø lufthavn	Alta lufthavn	<i>Finmark</i>	<i>Ofoten/Lofoten/Vesterålen</i>	<i>Helgeland og Namdalen</i>	<i>Sør-Norge</i>
Stavanger lufthavn, Sola	Kristiansand lufthavn, Kjevik	Bardufoss lufthavn	Berlevåg lufthavn	Andøya lufthavn, Andenes	Brønnøysund lufthavn	Fagernes lufthavn, Leirin
Trondheim lufthavn, Værnes	Tromsø lufthavn, Langnes	Harstad/Narvik lufthavn, Evenes	Båtsfjord lufthavn	Leknes lufthavn	Mo i Rana lufthavn, Røssvoll	Florø lufthavn
	Ålesund lufthavn, Vigra	Haugesund lufthavn, Karmøy	Hammerfest lufthavn	Narvik lufthavn, Framnes	Mosjøen lufthavn, Kjærstad	Førde lufthavn, Bringeland
		Kirkenes lufthavn, Høybuktoen	Hasvik lufthavn	Røst lufthavn	Namsos lufthavn	Røros lufthavn
		Kristiansund lufthavn, Kvernberget	Honningsvåg lufthavn, Valan	Stokmarknes lufthavn, Skagen	Rørвик lufthavn, Ryum	Sandane lufthavn, Anda
		Lakselv lufthavn, Banak	Mehamn lufthavn	Svolvær lufthavn, Helle	Sandnessjøen lufthavn, Stokka	Sogndal lufthavn, Haukåsen
		Molde lufthavn, Årø	Sørkjosen lufthavn	Værøy helikopterhavn		Ørsta-Volda lufthavn, Hovden
		Svalbard lufthavn, Longyear	Vadsø lufthavn			
			Vardø lufthavn, Svartnes			

Kilde: Avinor



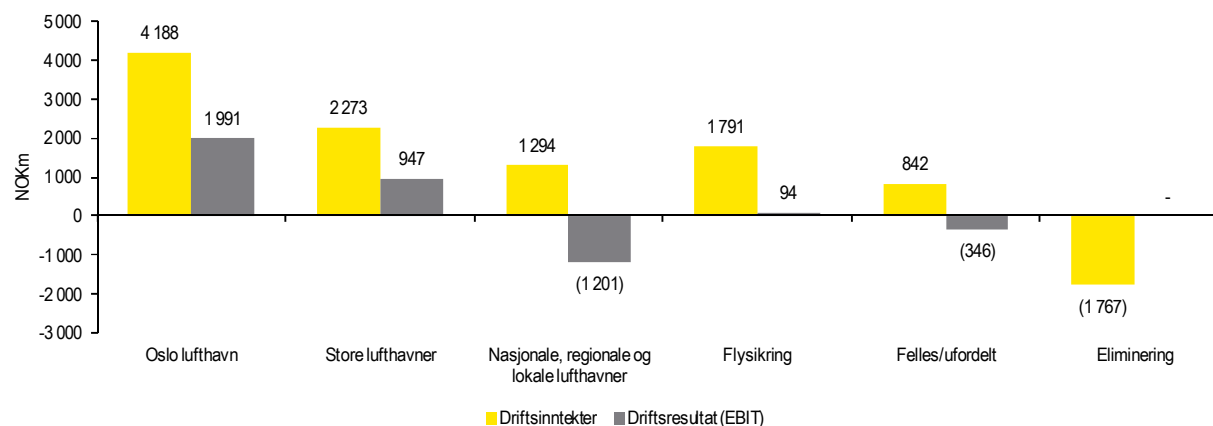
## I 2011 oppnådde Avinor et driftsresultat på NOKm 1 485

### Inntekter og resultat for regnskapsåret 2011

- ▶ Per FY11 oppnådde Avinor totale driftsinntekter på NOKm 8 622, og et tilsvarende driftsresultat på NOKm 1 485. I grafen nedenfor vises hvordan inntekter og driftsresultat fordeler seg på hvert enkelt segment.

#### Driftsinntekter og driftsresultat per segment FY11

Kilde: Avinor



- ▶ Oslo lufthavn og Store lufthavner stod for 62 % av driftsinntektene, hvor deres respektive andeler var henholdsvis 40 % og 22 %. Tilsvarende stod disse for et positivt driftsresultat til konsernet på NOKm 2 938. Nasjonale, regionale og lokale lufthavner stod for 12 % av driftsinntektene, men hadde et negativt driftsresultat på NOKm 1 201. Flysikringsdivisjonen hadde inntekter på NOKm 1 791 med et svakt positivt resultat. Tallene for de tre første kvartalene i 2012 viser tilnærmet samme fordeling.
- ▶ I Prop. 1S budsjettforslag 2012 heter det: "Ordringen med at overskuddsflyplasser betaler for de bedriftsøkonomisk ulønnsomme flyplassene, videreføres", jf. St.meld. nr. 48 (2008-2009) "Om verksemda i Avinor AS".
- ▶ Figuren over viser at Oslo lufthavn og Store lufthavner er bedriftsøkonomisk lønnsomme, og ved hjelp av kryssubsidiering finansierer disse de nasjonale, regionale og lokale lufthavnene.

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

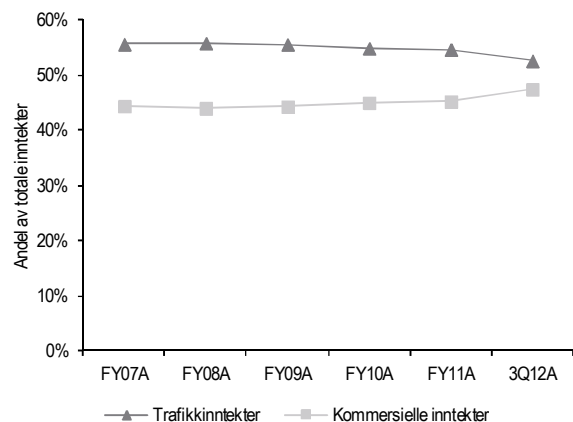
## I 2011 oppnådde Avinor et driftsresultat på NOKm 1 485

- De interne overføringene fra lønnsomme til ulønnsomme lufthavner har økt betydelig historisk, men utviklingen siste fire år er mer beskjeden med en årlig vekst på i underkant av 3 %. For FY11 lå overføringene på i overkant av NOKm 1 200, mens de gjennom de tre første kvartalene av 2012 har vært NOKm 885.
- Hovedårsaken til den økte overføringen har historisk vært kostnadsøkninger grunnet myndighetskrav relatert til sikkerhet og reduksjon av risiko på den enkelte lufthavn.
- ▶ Nasjonale, regionale og lokale 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 samfunnsplagte 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, samt Norges plassering i utkanten av Europa.

## Kommersielle inntekter representerer en betydelig andel av totale driftsinntekter i Avinor

### Totale inntekter fordelt på trafikkinntekter og kommersielle inntekter

Kilde: Avinor

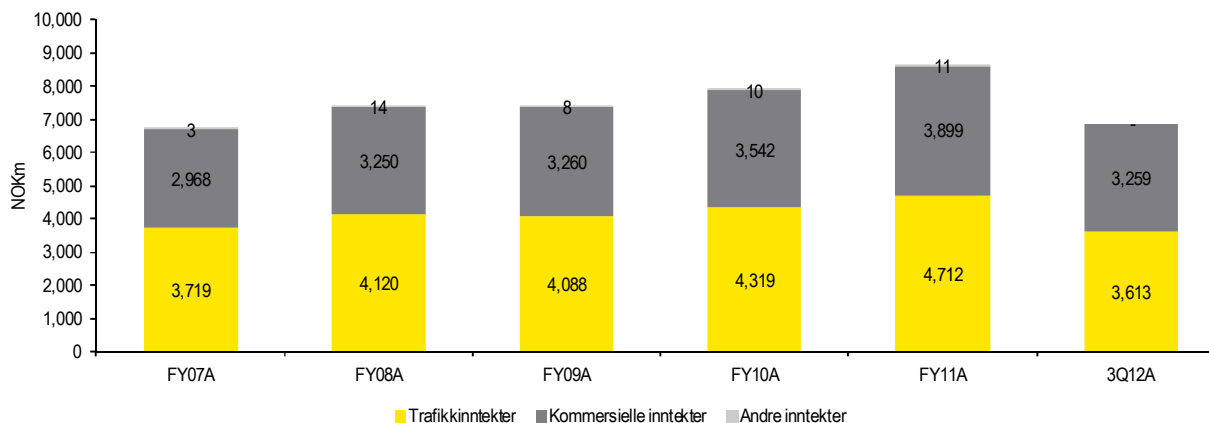


### Viktige inntektsdrivere for Avinor

- ▶ På konsernnivå genereres selskapets driftsinntekter primært fra trafikkinntekter og kommersielle inntekter.
  - Trafikkinntekter relaterer seg til avgifter fastsatt av departementet. Avgiftene inkluderer startavgift, passasjeravgift, underveisavgift, securityavgift og terminalavgift (TNC). For FY11 utgjorde disse inntektene henholdsvis 22 %, 22 %, 20 %, 23 % og 13 % av konsernets totale trafikkinntekter.
  - Kommersielle inntekter er salgs- og leieinntekter og relaterer seg til avledet virksomhet som arealutleie til butikkdrift, parkering, hoteller, annen bruk av infrastruktur og salg av tax-free varer. For FY11 utgjorde leieinntekter 87 % og salgsinntekter 13 % av denne posten.
- ▶ I figuren under har vi illustrert inntektsutviklingen fra 2007 til 3. kvartal 2012 fordelt på de ulike inntektsgrunnlagene. Merk at 3. kvartalstallene relaterer seg til de tre første kvartalene av 2012, mens de andre tallene er tall for et fullt år.

### Inntekter per inntektsgrunnlag

Kilde: Avinor



- ▶ Totalt har inntektene økt med NOKm 1 933 i perioden, noe som tilsvarer en årlig gjennomsnittlig vekst på rundt 7 % fra 2007-2011. Dette indikerer en noe lavere vekst siste fire år sammenlignet med forrige fireårsperiode, hvor veksten var 10 % per år. Dette skyldes spesielt nullvekståret 2009 som følge av finanskrisen.

## Kommersielle inntekter representerer en betydelig andel av totale driftsinntekter i Avinor

- ▶ I 2011 stod de kommersielle inntektene for 45 % av totale inntekter mot 44 % i 2007. Hittil i 2012 har kommersielle inntekter stått for 47 % av inntektene. Sammenlignet med den forrige verdivurderingen har kommersielle inntekter økt markant fra et nivå på omkring 33 % av totale inntekter i 2004. Dette viser at salgs- og leieinntekter representerer en betydelig og fortsatt økende andel av totale inntekter.
- ▶ Trafikkinntektene har økt med i underkant av NOKm 1 000 i perioden, tilsvarende en årlig gjennomsnittlig vekst på 6 %. De viktigste driverne har vært en generell vekst i antall passasjerer og økt krav til sikkerhet, samt introduksjonen av terminalavgiften i 2011. Det har også i perioden blitt gjort justeringer i avgiftsbeløpene i henhold til "Forskrift om avgifter på lufthavnene til Avinor AS" vedtatt av Samferdselsdepartementet 15. november 2010.
- ▶ Inntekter fra utleie og salg har også økt med rundt NOKm 1 000 i perioden, tilsvarende en årlig vekst på 7 %. De viktigste driverne har vært økte leieinntekter, samt økt salg av varer og tjenester per reisende.

## Netto rentebærende gjeld per 30.09.2012 er på NOKm 9 042 og egenkapitalandelen er 48 %

### Balanseoppstilling

Valuta: NOKm	Des11A	Sep12A
<b>Anleggsmidler</b>		
Immaterielle eiendeler	2,473	2,393
Varige driftsmidler	20,061	22,012
Finansielle anleggsmidler	74	77
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>22,608</b>	<b>24,481</b>
<b>Omløpsmidler</b>		
Varer	14	
Fordringer	1,117	1,291
Derivater	1	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	2,110	1,720
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>3,241</b>	<b>3,011</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>25,849</b>	<b>27,492</b>
<b>Egenkapital</b>		
Innskutt egenkapital	5,400	5,400
Opptjent egenkapital	5,014	4,686
<b>Sum egenkapital</b>	<b>10,414</b>	<b>10,086</b>
<b>Gjeld og forpliktelser</b>		
Pensjonsforpliktelser	3,054	4,128
Andre forpliktelser	341	335
Lån fra Staten	4,749	4,527
Annen langsiktig gjeld	4,229	5,718
Kortsiktig gjeld	3,061	2,698
<b>Sum gjeld og forpliktelser</b>	<b>15,434</b>	<b>17,406</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>25,849</b>	<b>27,492</b>

Kilde: Avinor

### Netto rentebærende gjeld

Valuta: NOKm	Des11A	Sep12A
Bankinnskudd, kontanter og lignende	(2,110)	(1,720)
Lån fra Staten	4,749	4,527
Annen langsiktig gjeld	4,229	5,718
Første års avdrag langsiktig gjeld	775	516
<b>Netto rentebærende gjeld</b>	<b>7,643</b>	<b>9,042</b>

Kilde: Avinor

### Netto rentebærende gjeld

Tabellene til venstre viser balanseoppstillingen og spesifikasjonen av netto rentebærende gjeld.

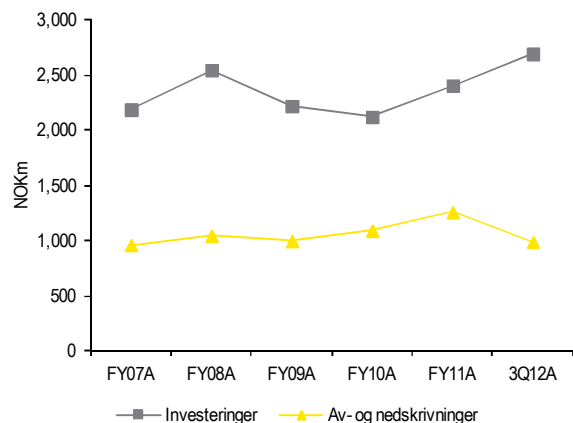
- ▶ Ifølge selskapets vedtekter kan ikke konsernets egenkapital underskride 40 % av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital.
  - Brutto langsiktig gjeld var NOKm 10 245 per 30.september 2012. Dette inkluderer ikke selskapets pensjonsforpliktelser ettersom disse ifølge Avinor er utenfor definisjonen på egenkapitalandel.
  - Selskapet rapporterer etter IFRS. Basert på dette utgjorde bokført egenkapital 50 % av bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital per 30.09.12. Dersom første års avdrag på langsiktig gjeld inkluderes faller egenkapitalandelen til 48 %. Dersom bankinnskudd inkluderes økes egenkapitalandelen til 53 %. I Ernst & Youngs prognoser fremover er egenkapitalandelen definert som bokført egenkapital over bokført egenkapital og rentebærende lån (inkludert avdrag, men ekskludert bankinnskudd). Med andre ord er egenkapitalandelen per september 2012 på 48 % i henhold til våre estimater.

Egenkapitalandelen er definert som bokført egenkapital over bokført egenkapital og rentebærende lån (inkludert avdrag, men ekskludert bankinnskudd) og tilsvarer 48 % per september 2012

## Årlige investeringer har vært stabil de siste årene etter en periode med kraftig vekst i investeringer i perioden 2006-2007

### Utvikling i Avinors investeringer og avskrivninger

Kilde: Avinor



► Selskapet hadde i FY11 en positiv netto kontantstrøm fra driften på NOKm 2 844 og negativ kontantstrømmer fra investeringer på NOKm 2 406. Netto kontantstrøm fra finansiering var positiv med NOKm 102 som følge av opptak av ny gjeld. Totalt endte konsernets kontantstrøm på positiv NOKm 539 for regnskapsåret 2011. Gjennom de tre første kvartalene i 2012 hadde selskapet en netto kontantstrøm på negativ NOKm 390, i hovedsak som følge av store investeringer på Gardermoen.

- Opptak av ny gjeld hadde en positiv effekt på kontantstrømmen med NOKm 1 540 per 3. kvartal 2012, sammenlignet med NOKm 1 606 i 2011 og NOKm 395 i 2010. Tilsvarende ble det tatt opp ny gjeld på NOKm 2 594 i 2009.
- Investeringer i varige driftsmidler har vært relativt stabil over perioden med investeringer på NOKm 2 188 i 2007 og NOKm 2 406 i 2011, noe som innebærer en årlig gjennomsnittlig vekst i investeringer på 2 %. I 2012 har investeringsnivået økt, og allerede per 3. kvartal er nivået høyere enn i 2011 med totale investeringer i varige driftsmidler på NOKm 2 693 så langt i år.
- I tabellen under vises hvilke satsningsområder planlagte fremtidige investeringene er relatert til. Omkring 60 % av investeringsplanen er bundet opp mot løpende reinvesteringer i lufthavnettet og i flysikringstjenesten, samt allerede igangsatte prosjekter.

### Planlagte investeringer i varige driftsmidler i perioden 2013-2017

#### Investeringsområder

Bygging av terminal 2 Oslo lufthavn, Gardermoen  
 Utvidelse av terminalkapasitet Bergen lufthavn, Flesland  
 Kapasitetsøkende tiltak Stavanger lufthavn, Sola og Trondheim lufthavn, Værnes  
 Regionale investeringer, inkludert Kristiansand lufthavn, Kjevik og Kristiansund lufthavn, Kvernberget  
 Ny ATM systemteknologi for Flysikringstjenesten  
 Utfasing av eldre radar-infrastruktur med siste generasjons overvåkingsteknologi

Kilde: Avinor

- Det er i tillegg en rekke ikke-vedtatte prosjekter som er hensyntatt i investeringsplanen for perioden 2013-2017. Dette inkluderer blant annet videre utvidelse og utvikling av de største lufthavnene som Oslo lufthavn, Gardermoen, Bergen lufthavn, Flesland, Stavanger lufthavn, Sola, og Trondheim lufthavn, Værnes, samt ytterligere investeringer i Flysikringstjenesten. Disse prosjektene er nødvendige for å sikre at konsernets infrastruktur ivaretar forventet etterspørsel etter flytransport og tilfredsstillende nye internasjonale regulatoriske krav.
- Per oktober 2012 forventer selskapet å investere for NOKm 20 600 i den neste femårsperioden.

Avinors samlede investeringsbehov for planlagte investeringer i perioden 2013-2017 er forventet å være på NOKm 20 600

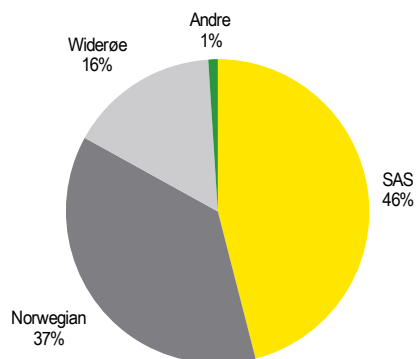
## Årlige investeringer har vært stabil de siste årene etter en periode med kraftig vekst i investeringer i perioden 2006-2007

- ▶ I transportetatenes og Avinors forslag til NTP for 2014-2023, er det anbefalt en ny flyplass i Lofoten til erstatning for eksisterende lufthavner i Svolvær og Leknes, samt en ny flyplass i Mo i Rana som erstatning for dagens lufthavner i Mo i Rana og Mosjøen. Samlet er investeringene anslått til NOKm 4 000. For Hammerfest utredes spørsmålet om ny flyplass videre, men det foreligger ingen finansielle anslag for dette prosjektet på nåværende tidspunkt. Disse investeringene ligger ikke inne i investeringsplanen.
- ▶ Avinor har betydelige arealer som kan utvikles for å styrke regional konkurransekraft rundt de store lufthavnene, samt skape verdier for konsernet. Det inngår i konsernets strategiplan å videreutvikle eiendomsdrift som et selvstendig forretningsområde. Et anslag på bedriftsøkonomisk lønnsomme investeringer er foreløpig ikke inkludert i selskapets investeringsplan, men utgjør NOKm 3 100.
- ▶ Selskapet peker også på at det foreligger uavklarte problemstillinger knyttet til relasjonen mellom Avinor og Forsvaret som kan ha økonomisk betydning for konsernet, men som ikke er inkludert i investeringsplanen.
  - Konsekvenser av valg av kampflybase på Ørland og fremskutt base på Evenes.
  - Valg av eierforhold/driftsansvar Bodø, Andøya og Bardufoss.
  - Kostnader ved kjøp eller bruksvederlag til Forsvaret for luftfartskritiske arealer på Værnes og Flesland.
- ▶ Utover disse investeringene ser man også et behov for å bygge rullebane nummer tre på Oslo lufthavn, Gardermoen. Det er i Avinors prognosemodell lagt til grunn investeringer i rullebane tre på totalt NOKm 12 700 i perioden 2022 til 2027.
- ▶ For ytterligere diskusjoner rundt fremtidige investeringer henvises til avsnittet for investeringer senere i rapporten.

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

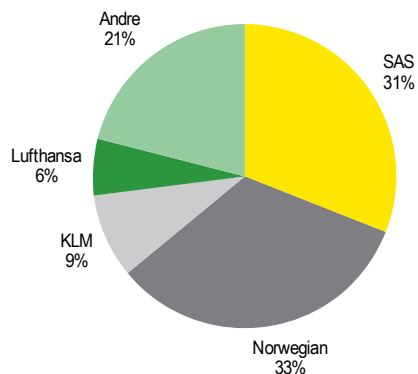
### Flyselskapenes markedsandel innenriksreiser

Kilde: Transportøkonomisk institutt



### Flyselskapenes markedsandel utenlandsreiser

Kilde: Transportøkonomisk institutt



### Generelt om flyplassens tjenester

- ▶ Flyplassers primære oppgaver er å legge til rette for 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 viktigste driveren for flyplassenes inntekter, men som vist tidligere i kapitlet vedrørende inntektsutviklingen til Avinor, har inntekter fra kommersielle tjenester de siste årene ligget stabilt på et nivå like under trafikkinntekter.

### 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 2011 var SAS den største aktøren i det norske innenriksmarkedet med en markedsandel på 46 %, mens Norwegian og Widerøe hadde henholdsvis 37 % og 16 %. Sammenlignet med tallene i 2007 så har Norwegian gått betydelig frem på bekostning av både SAS og Widerøe.
- ▶ I utenlandsmarkedet er de viktigste aktørene Norwegian, SAS, KLM og Lufthansa. I 2011 hadde disse markedsandeler på henholdsvis 33 %, 31 %, 9 % og 6 %. Som for innenriksreiser har Norwegian tatt betydelige markedsandeler og har her blitt den største aktøren.



## En flyplass er en kombinasjon av land- og lufthavnaktiviteter

### Viktige industrikarakteristika

- ▶ Tjenestene til en flyplass avhenger primært av størrelse. Små flyplasser, som de nasjonale, regionale og lokale flyplassene, har ofte kun en kort rullebane. I all hovedsak yter disse tjenester til destinasjoner innenlands. Store flyplasser har som oftest lengre rullebaner og yter tjenester til både innenriks- 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 (displayssystemer), innsjekkingskranke, offentlige fasiliteter (toalett, stellerom, benker osv), vente- og avgangshall. Rundt terminalene eksisterer fasiliteter som infrastruktur for både vei- 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, kafé, 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. Nye prognoser fra TØI viser sterkere vekst enn tidligere anslått. Prognoser for perioden 2010-2040 viser at trafikken over Avinors lufthavner vil vokse fra 40 millioner i 2010 til 54 millioner i 2020 og 78 millioner i 2040.
  - I følge Eurostat hadde Norge i 2011 6,6 flypassasjerer per innbygger, hvilket ligger over de fleste andre europeiske land. Til sammenligning hadde Sverige 3,2, Danmark 4,6 og andre europeiske land 1,6 passasjerer i snitt.
  - *Befolkningsveksten* i seg selv vil generere flere reiser. I henhold til Statistisk Sentralbyrå er veksten frem mot 2040 anslått til 27 %, det vil si 0,9 % per år.
  - *Alderssammensetning* påvirker reisemønsteret, og statistikk viser at personer i alderen 20-69 år står for 82 % av reisene. Det har vært en betydelig vekst i reisefrekvensen i gruppene 60-69 år og 70+ år, noe som har økt gjennomsnittsalderen for reisende fra 40 år i 2003 til 42 år i 2011.
  - 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 oransje punktene illustrerer Avinors flyplasser, de grønne andre steder Avinor har virksomhet (Lufttrafiktjeneste), og den blå viser Avinors hovedkontor.

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: Avinor



## 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.
- ▶ **Takele passasjervekst:** 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

Luftransporten 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. I 2009 bidro for eksempel finanskrisen til at veksten i norsk luftransport stoppet helt opp.
- ▶ **Oljepris:** Høye drivstoffkostnader kan stille flyselskapene i en utfordrende finansiell posisjon. Konsekvensen blir sterkt fokus på kostnader hos disse, ettersom økte drivstoffkostnader for flyselskapene har både en margineffekt, da ikke hele økningen kan overføres til passasjerene, og en volumeffekt som følge av økte priser på flybilletter. Dette vil gjøre flyselskapene mindre mottagelige for økte avgifter. En annen 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 luftfartsindustrien er økonomisk krise, konkurs av flyselskap, krig/terrorisme og pandemiske sykdomsutbrudd. Endringer i turismen påvirket av viktige faktorer som globale vekstprospekter og uforutsette geopolitiske faktorer har påvirket luftfarten i nyere tid. I 2001 bidro for eksempel terrorangrepet mot USA til en slik nedgang i turismen fordi potensielle passasjerer oppfattet at risiko knyttet til luftransporten 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, nasjonale, regionale og lokale 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 i hovedsak ut til å eksistere ved etableringen av nye ruter og ikke ved Oslo lufthavn, Gardermoes 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 samfunnsplagte 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 vesteuropeiske lufthavner. Hovedvekten av disse investeringene er tatt de siste årene, men det gjenstår fortsatt noen investeringer de nærmeste årene.
- ▶ *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. Det gjennomføres kontinuerlig støykartlegging ved alle Avinors lufthavner.
- ▶ *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 2008 ble Avinor sertifisert som leverandør av flysikringstjenester. I juni 2012 kom Avinor til enighet om styrket europisk samarbeid i form av NEFAB avtalen og Borealis-alliansen. Gjennom NEFAB (North European Functional Airspace Block) skal Avinor samarbeide med flere nordeuropeiske land om å utnytte luftrommet mest mulig effektivt. Dette vil også bidra til reduserte utslipp av klimagasser og forbedret kosteffektivitet. Borealis-alliansen er et samarbeid mellom flere nordeuropeiske flysikringsselskaper og er et forretningssamarbeid som har som mål å redusere kostnader og forbedre miljøprestasjonene for medlemmene.

## Politiske og regulatoriske rammebetingelser

- ▶ *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, og beredskapsarbeid og øvelser i krisehåndtering utføres kontinuerlig.
- ▶ *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 overtok dette ansvaret 26. juli 2008 og hadde i 2011 omkring 150 000 reiser med ledsagerhjelp.

## Avinor har en sterk markedsmessig strategisk posisjon, men opplever utfordringer finansielt som følge av 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, besitter 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 lavprisbilletter 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 at 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, også i årene fremover. Et høyt fokus på regulatoriske investeringer de siste årene, gjør likevel at de største investeringene fremover er i kapasitetsøkende tiltak. 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



## Avinor har en sterk markedsmessig strategisk posisjon, men opplever utfordringer finansielt som følge av nødvendige investeringer grunnet regulatoriske krav og kapasitetsutvidelser

opprettholde delvis ulønnsomme lufthavner og bevilge kapital til ytterligere investeringer. Investeringer som ikke er ventet å gi merinntekter, men forringe konsernets kapitalbase.

- ▶ Inntektsmessig øker kommersielle inntekters andel av totale inntekter grunnet større fokus og satsning på kommersielle tjenester, noe som igjen øker de kommersielle inntektene per passasjer. I tråd med forventet trafikkvekst er disse ventet å gi økende bidrag fremover. Negative endringer i passasjerveksten og/eller reduserte kommersielle inntekter per passasjer vil ha store konsekvenser for selskapets lønnsomhet, da en vesentlig del av kostnadsbasen er fast og gjør selskapet sensitivt til inntektsendringer. Et nytt terrorangrep eller finanskriser kan ramme trafikkveksten på kort sikt. Et scenario hvor reduserte inntekter vil være av mer langvarig karakter er bortfall av tax-free, for eksempel som følge av endringer i internasjonale handelsavtaler som EØS-avtalen.
- ▶ Lønns- og personalkostnader utgjør nærmere 40 % av totale driftskostnader, mens den resterende andelen primært relaterer seg til avskrivninger, sikkerhet og vedlikehold. Dette innebærer at Avinors kostnadsbase er relativt fast på både kort og mellomlang sikt.

# Luftfartsindustrien 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
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Markedsposisjon som tilnærmet eneleverandør av flyplasztjenester i Norge</li><li>▶ Luftfarten står sterkt i Norge<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Utfordrende topografi</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Mangel på kapasitet for å møte forventet vekst i antall passasjerer</li><li>▶ Store investeringer, både kommersielt initierte og basert på regulatoriske krav, er nødvendig</li></ul>
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Utvikling av kommersielle tjenester<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Nye terminalbygg (OSL, Flesland)</li><li>▶ Generelle kapasitetsøkende tiltak</li><li>▶ Utbygging av hotell og parkeringsanlegg</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▶ Regulatoriske krav fra myndigheter – spesielt miljømessige</li><li>▶ Konkurransen fra substitutter som tog og bil</li><li>▶ Håndtere ytterligere vekst i trafikk og kapasitetskrav</li><li>▶ Høye drivstoffpriser</li><li>▶ Konkurs i flynæringen</li></ul>

## Verdivurdering

---

4. Metoder for verdivurdering
5. Vurdering av Avinors avkastningsmål
6. Historisk avkastning på investert kapital
7. Kontantstrømsanalyse
8. Markedsbasert verdivurdering
9. Scenarioanalyse

## Metoder for verdivurdering

I en verdivurdering benyttes gjerne 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 multiplbaserte
  - 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 multiplbaserte

- ▶ 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.

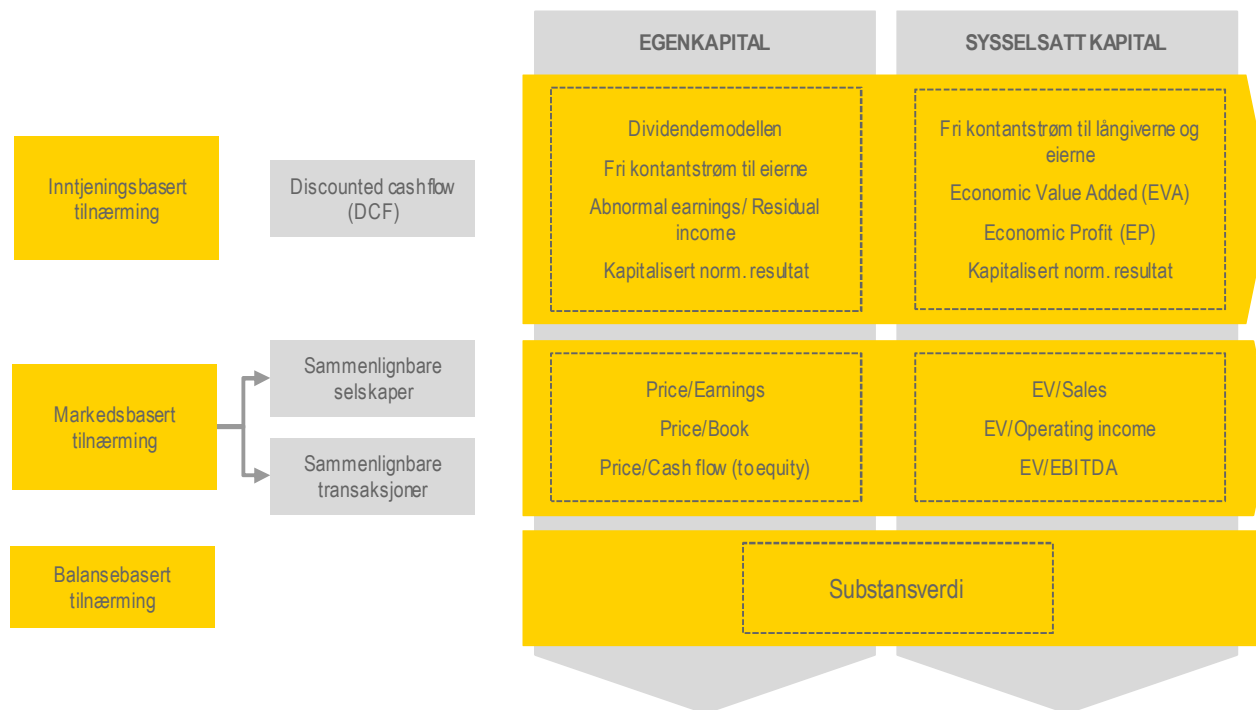
Balansebaserte

- ▶ 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).

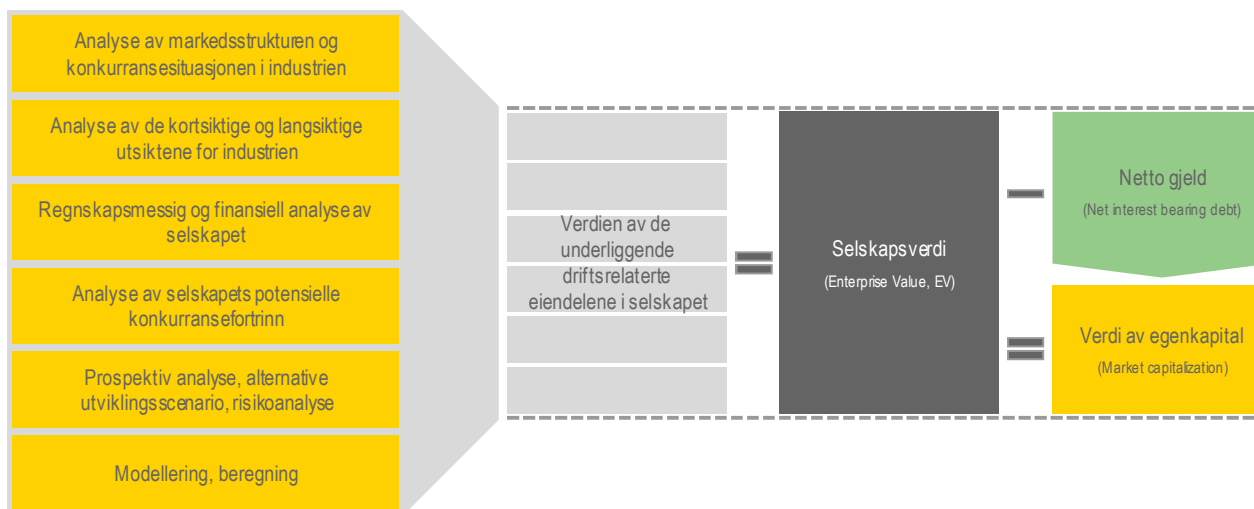
# Diskontert kontantstrøm anses som den best egnede metoden for verdivurdering av Avinor

## 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.
- ▶ 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 fratrukket verdien av netto rentebærende gjeld.

## Diskontert kontantstrømsanalyse

Kilde: Ernst & Young



## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

### Avkastningsmål

Avkastningsmål Lufthavntjenester	
Skattesats	28,0%
Risikofri rente	2,1%
Markedets risikopremie	6,0%
Beta	1,10
Likviditetspremie	- %
<b>Avkastningskrav egenkapital</b>	<b>8,7%</b>
Egenkapitalandel	50,0%
Gjeldskostnad før skatt	4,7%
<b>Gjeldskostnad etter skatt</b>	<b>3,4%</b>
Gjeldsandel	50,0%
<b>WACC Lufthavntjenester</b>	<b>6,0%</b>

### Avkastningsmål Flysikringstjenester

Skattesats	28,0%
Risikofri rente	2,1%
Markedets risikopremie	6,0%
Beta	0,90
Likviditetspremie	- %
<b>Avkastningskrav egenkapital</b>	<b>7,5%</b>
Egenkapitalandel	50,0%
Gjeldskostnad før skatt	4,7%
<b>Gjeldskostnad etter skatt</b>	<b>3,4%</b>
Gjeldsandel	50,0%
<b>WACC Flysikringstjenester</b>	<b>5,4%</b>

### Vektet snitt

Vekting Lufthavntjenester	0,94
Vekting Flysikringstjenester	0,06
<b>WACC</b>	<b>6,0%</b>

Kilde: Ernst & Young, Capital IQ, Bloomberg  
Ref: Egenkapitalandel - Likviditetspremie

### Avkastningsmål til totalkapitalen, WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Avkastningsmålet 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<sub>e</sub>* – Avkastningskrav på egenkapitalen

*k<sub>d</sub>* – Gjeldskostnad

- ▶ Deloitte estimerte i november 2011 Avinors avkastningsmål til å være 6,1% for lufthavntjenester og 5,5% for flysikringstjenester, med et vektet snitt på 6,1% for konsernet.
- ▶ Ernst & Young har gjort en selvstendig vurdering på avkastningsmålet. Som illustrert i tabellen til venstre er WACC estimert av Ernst & Young til 6,0 % under følgende forutsetninger:
  - Risikofri rente på 2,1 % basert på 10-årig norske statsobligasjoner per november 2012.
  - Markedets risikopremie er forutsatt å være 6,0 % basert på beregninger gjennomført av Aswath Damodaran per november 2012.
  - Beta er estimert med utgangspunkt i en analyse av sammenlignbare selskaper. I samsvar med Deloitte sin rapport for beregning av avkastningsmål har vi estimert en beta for lufthavntjenester og en beta for flysikringstjenester.
  - Gjeldskostnaden er satt til 4,7 % før skatt og 3,4 % etter skatt. Dette tilsvarer 10-årig SWAP per november 2012 pluss 150 basispunkter.
  - De to avkastningsmålene er vektet i henhold til Deloitte sin rapport for å komme frem til konsernets samlede avkastningsmål.

Vårt estimerte avkastningsmål avviker kun i ubetydelig grad fra avkastningsmålet til Deloitte. Vi har derfor valgt å videreføre det opprinnelige avkastningsmålet i vår verddivurdering.

## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

### Spesielle forutsetninger i forbindelse med utarbeidelse av avkastningsmålet til Avinor

**Gjesdal og Johnsen, 1999 skriver følgende om fastsettelse av avkastningsmålet:** "Hyppige endringer i avkastningsmålet 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 avkastningsmålet har åpenbart en egenverdi og tilsier at vi bruker en lengre statsrente som risikofri basisrente"

- ▶ Det har derfor vært søkt å sette et avkastningsmål som vil være mindre ustabil, både med hensyn på rentenivå og risiko (beta). I avsnittene som følger presenteres hvert enkelt element av avkastningsmålet 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.

### Avkastningsmål 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 markedssdata.

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

$E(R_i)$  - Forventet avkastning til egenkapitalen

$R_f$  - Risikofri rente

$\beta_{im}$  - Egenkapital beta

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

### Risikofri rente

I fastsettelsen av risikofri rente for Avinor, har ønsket om å unngå hyppige og tilfeldige endringer i avkastningsmålet vært lagt til grunn. Det har likevel vært en signifikant reduksjon i risikofri rente siden forrige verdivurdering:

- ▶ 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.



## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

- I tidligere verddivurderinger 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 avkastningsmålet.

- ▶ 10-årig norsk statsobligasjonsrente lå på rundt 2,1 % per november 2012.

### 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.
  - Analysene er foretatt basert på månedlige data over fem år hentet fra Bloomberg.
  - I samsvar med Deloitte sin beregning av avkastningsmål har vi gjort en komparativ analyse på selskap innenfor lufthavntjenester og en komparativ analyse med selskap innenfor kraftsektoren.
- ▶ For å finne nivået på egenkapitalbetaen må det justeres for gjeldsgraden i selskapet. Formelen for dette er gjengitt under:

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

- ▶ Som vist i vedlegg B estimeres egenkapitalbetaen til 1,1 for lufthavntjenester og 0,8 for selskaper i kraftsektoren. For å beregne egenkapitalbetaen for flysikringstjenester er egenkapitalbetaen for lufthavntjenester og kraftsektoren vektet med henholdsvis 25 % og 75 %, noe som innebærer en egenkapitalbeta for flysikringstjenester på 0,9.
- ▶ En egenkapitalbeta over 1,0 tilsier en høyere bransjerisiko enn snittet for børsnoterte selskaper, mens en egenkapitalbeta under 1,0 tilsier en lavere bransjerisiko enn snittet. Basert på en overordnet vurdering anses ikke estimatene over som urimelig da det finnes en konjunkturell forretningsrisiko i Avinors lufthavntjenester mens denne risikoen er noe lavere for flysikringstjenester.
  - 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.

Egenkapitalbetaen har blitt vurdert til 1,1 for lufthavntjenester og 0,9 for flysikringstjenester.

## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

- At en betydelig andel av kostnadene i selskapet er faste kan medføre 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.
- Flysikringsdivisjonen opplever en lavere risiko enn lufthavene ettersom selskapet deler potensielle gevinster og tap som følge av volumendringer med brukerne av dets tjenester. Det er også lavere volatilitet i inntektene og liten konkurranse i bransjen, noe som taler for lavere risiko enn snittet av børsnoterte selskaper.

### Markedets risikopremie

Markedets risikopremie utgjør forskjellen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie 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 %, noe som fremstår lavt i dagens marked. Vi har derfor valgt å øke markedets risikopremie til 6,0 % som brukes i beregningen av avkastningsmålet på egenkapitalen. Dette er i henhold til estimerer på markedets risikopremie gjennomført av Aswath Damodaran per november 2012.

### Gjeldskostnad

- ▶ Per 30.09.2012 hadde selskapet rentebærende lån på til sammen NOKm 10 761.
  - Betingelsene på lån fra Staten (NOKm 4 971) er veid 5-årig statsobligasjonsrente +0,3 % for gjeldsbrev en til fem og tre, seks eller tolv måneders NIBOR +0,2 % for gjeldsbrev seks.
- ▶ Avinor har tatt opp børsnoterte obligasjonslån pålydende NOKm 1 500 med bokført verdi per 31.12.2011 på NOKm 1 274,8.
  - NOKm 250 har en rente på tre måneders NIBOR +1,5 %
  - NOKm 850 har en fast rente på 5,77 %
  - NOKm 400 har en fast rente på 6,56 %
- ▶ Per 30.09.2012 hadde Avinor banklån til en verdi av NOKm 4 540.

## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

- NOKm 1 500 har blitt tatt opp i 2011 fra Den Nordiske Investeringsbank (NIB) for å finansiere terminal 2 på Oslo lufthavn, Gardermoen. Banklånet har en effektiv rente på 5,11 %.
- NOKm 1 525 ble tatt opp i 2012 fra Den Europeiske Investeringsbank (EIB) for å finansiere terminal 2 på Oslo lufthavn, Gardermoen.
- ▶ Avinor har inngått en kredittfasilitet på NOKm 2 000 til flytende rente, med utløp i 2016. Denne trekkrettigheten er ikke utnyttet per 30.09.2012.
- ▶ 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 kreditt-rating selskapet kan regne med å oppnå og den fremtidige utviklingen i rentemarkedet.
  - Tall hentet fra Bloomberg viser at differansen på 10-årig statsobligasjonsrente og 10-årig SWAP rente historisk har ligget på mellom 50 og 100 basispunkter. Som følge av finanskrisen økte nivået i 2008 til over 100 basispunkter. Etter et noe lavere nivå i 2009 og 2010, økte differansen ytterligere i 2011 som følge av gjeldsutfordringene i Europa. Siden andre halvår 2011 har differansen i all hovedsak ligget over 100 basispunkter, med en maksimalverdi på 160 basispunkter i januar 2012.
  - Renteavtalen på kredittfasiliteten bør være en indikasjon på hvilke betingelser Avinor kan regne med å oppnå i lånemarkedet. I november 2012 lå den langsiktige SWAP renten på rundt 3,2 %. Basert på dette og en margin på 1,5 % vil selskapets lånekostnad være 4,7 % før skatt og 3,4 % etter skatt.

### Kapitalstruktur

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

- Basert på Avinors balanse per 30.09.12 utgjør bokført egenkapital rundt 48 % av sum bokført egenkapital og rentebærende gjeld
- I hovedscenarioet i verdivurderingen (se senere kapittel) er det antatt at Avinor vil oppnå en avkastning på investert kapittel omkring avkastningsmålet på sikt. Dette taler for at markedsverdien av egenkapital i prosent av markedsverdi egenkapital og rentebærende gjeld er rundt 50 %.
- Gjeldsandelen fremover vil blant annet være avhengig av hvor raskt selskapet betaler ned gjeld og selskapets utbyttepolitikk.

I beregningen av avkastningsmålet er det antatt at Avinors markedsbetingelser på lån er 10-årig SWAP rente +1,5 %.

## Vi har lagt til grunn et avkastningsmål på 6,1 %

- 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.
  - Corporate Governance problemstillinger.

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

*”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 avkastningsmålet til Avinor.

## Med unntak av årene 2008 og 2010, har selskapet historisk ikke oppnådd avkastningsmålet på 6,1 %

### 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 kapital (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

Ettersom selskapet gikk over fra NGAAP til IFRS i 2007, så er avkastningen på investert kapital beregnet basert på NGAAP til og med 2006 og basert på IFRS fra og med 2007. Investert kapital er definert nedenfor:

- ROIC: Investert kapital defineres som driftsmidler + netto arbeidskapital

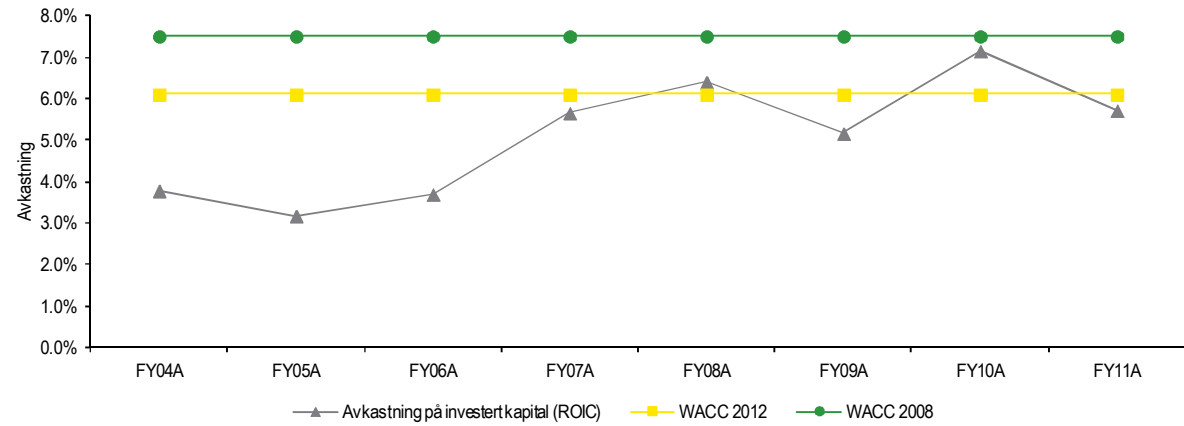
Figuren på neste side viser oppnådd avkastning på investert kapital for årene 2004-2011, sammenlignet med avkastningsmålet. Avkastningsmålet som er brukt i figuren er avkastningsmålet estimert av Deloitte på 6,1 %, samt avkastningsmålet ved forrige verdsettelse i 2008. Basert på dette har ikke selskapet historisk oppnådd en tilfredsstillende avkastning på kapitalen.

Avkastning på investert kapital har bedret seg i perioden, men avkastningsmålet har kun vært tilfredsstillt i 2008 og 2010

Med unntak av årene 2008 og 2010, har selskapet historisk ikke oppnådd avkastningsmålet på 6,1 %

### Avkastning på investert kapital<sup>1</sup>

Kilde: Avinor, Ernst & Young



<sup>1</sup> Avkastningen på investert kapital er beregnet basert på NGAAP frem til og med 2006, og IFRS fra og med 2007

## Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og en periode med 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

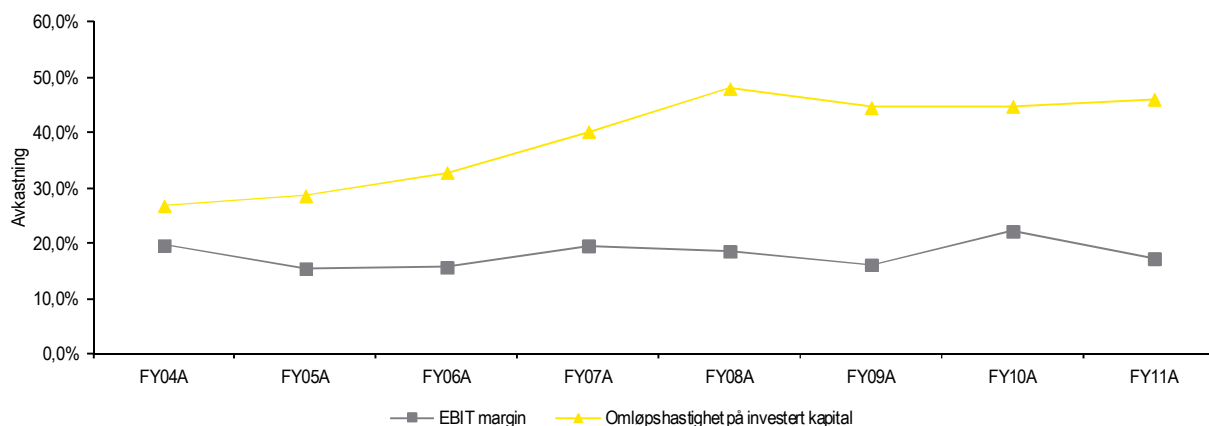
$$ROIC = \left( \frac{EBIT}{Investert\ kapital} \right) \times (1 - S) = \left( \frac{EBIT}{Inntekter} \right) \times \left( \frac{Inntekter}{Investert\ kapital} \right) \times (1 - S)$$

- 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 nedenfor viser utvikling i driftsmargin og omløpshastighet på investert kapital.

### Utvikling driftsmargin og omløpshastighet på investert kapital

Kilde: Avinor, Ernst & Young



## Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og en periode med lave investeringer i ny kapasitet

- Driftsmarginen har ligget i intervallet 15 % - 22 % gjennom hele perioden og utviklingen er relativt stabil. Dette indikerer at bedret lønnsomhet ikke er den primære faktoren for den forbedrede avkastningen på investert kapital.
- Omløpshastighet på investert kapital har økt i perioden fra 0,27 i 2004 til 0,46 i 2011, med et hittil toppunkt i 2008 på 0,48. Dette skyldes at inntekter har økt mer enn investert kapital i perioden. Den primære årsaken har vært en sterk passasjervekst, samtidig som investeringene ikke har økt tilsvarende. De siste årenes økte investeringer forklarer utflatingen fra 2008. 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 kapasiteten er nådd.

Bedringen av driftsrentabiliteten skyldes primært at selskapets inntekter har økt mer enn investert kapital i perioden. Økt investering de siste årene gjenspeiles i en utflating av omløpshastigheten fra 2008.

Tabellen nedenfor viser beregning av avkastning brutt ned på ulike delkomponenter.

### Avkastning på investert kapital

Valuta: NOKm	FY03A	FY04A	FY05A	FY06A	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11A
				<--- NGAAP	IFRS ---->				
Driftsinntekter	4 548	5 075	5 255	6 018	6 689	7 384	7 356	7 871	8 622
Driftsresultat (EBIT)	(137)	995	811	942	1 308	1 368	1 183	1 745	1 485
Skattesats	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
<b>Driftsresultat fratrukket skatt (NOPAT)</b>	<b>(99)</b>	<b>716</b>	<b>584</b>	<b>678</b>	<b>941</b>	<b>985</b>	<b>852</b>	<b>1 256</b>	<b>1 069</b>
<b>Varige driftsmidler</b>	<b>19 667</b>	<b>19 086</b>	<b>18 523</b>	<b>18 852</b>	<b>15 186</b>	<b>16 699</b>	<b>17 800</b>	<b>18 706</b>	<b>20 061</b>
Varer	11	6	15	16	17	13	14	16	14
Fordringer	588	634	716	896	914	967	913	1 037	1 117
Leverandørgjeld	(302)	(332)	(239)	(426)	(471)	(652)	(510)	(469)	(599)
Skyldig offentlige avgifter	(136)	(159)	(181)	(163)	(193)	(146)	(230)	(225)	(228)
Annen kortsiktig gjeld (eks. avdrag på lån)	(518)	(596)	(658)	(603)	(711)	(816)	(1 009)	(873)	(1 101)
<b>Netto arbeidskapital (NWC)</b>	<b>(357)</b>	<b>(447)</b>	<b>(347)</b>	<b>(280)</b>	<b>(444)</b>	<b>(634)</b>	<b>(823)</b>	<b>(514)</b>	<b>(798)</b>
<b>Netto investert kapital</b>	<b>19 310</b>	<b>18 639</b>	<b>18 175</b>	<b>18 572</b>	<b>14 743</b>	<b>16 065</b>	<b>16 977</b>	<b>18 192</b>	<b>19 263</b>
Avkastning på investert kapital (ROIC)	n/a	3,8%	3,2%	3,7%	5,7%	6,4%	5,2%	7,1%	5,7%
WACC	n/a	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
EBIT margin	-3,0%	19,6%	15,4%	15,6%	19,5%	18,5%	16,1%	22,2%	17,2%
Omløpshastighet på investert kapital	n/a	26,7%	28,5%	32,8%	40,2%	47,9%	44,5%	44,8%	46,0%

Kilde: Avinor, Ernst & Young



## Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og en periode med lave investeringer i ny kapasitet

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

### ► 2008:

- Sterk vekst i trafikkinntekter på nærmere 11 % basert på en passasjervekst på 2,2 %, drevet av høy vekst i underveisavgift og securityavgift.
- Økning i kommersielle inntekter på over 9 %, drevet av både økning i leieinntekter (10 %) og salgsinntekter (8 %).
- Lønn og andre personalkostnader økte med 8 % som en følge av flere årsverk, lønnsoppgjør, samt økte pensjons- og opplæringskostnader.
- Økning i annen driftskostnad på rundt 13 % er i stor grad relatert til økte kostnader til løpende vedlikehold, energi, snøbrøyting og avising, samt økte kostnader til innleie av sikkerhetskontroll (10 %).
- Finanskrisen påvirket flytrafikken og Avinors økonomi i andre halvår.

### ► 2009:

- Finanskrisen preget flytrafikken og Avinor negativt gjennom hele året, med svak vekst i fjerde kvartal. Antall passasjerer gikk ned med 4,1 %, mens flybevegelser gikk ned med 5,6 %.
- Driftsinntektene opplevde en svak nedgang (0,4 %) og den reduserte flytrafikken ble kompensert gjennom høyere inntekt per enhet, samt videre fokus på kommersielle aktiviteter ved lufthavnene med en økning i salgsinntekter på 3 %.
- Lønn og andre personalkostnader økte med 6 % som en følge av flere årsverk, lønnsoppgjør, samt økte pensjons- og opplæringskostnader.
- Andre driftskostnader økte med 5 % knyttet til konkurranseutsatte tjenester innenfor sikkerhetskontroll, brøyting, drift og vedlikehold.

### ► 2010:

- Økningen i driftsinntekter på 7 % er spesielt drevet av trafikkvekst og sterk kommersiell utvikling for de største flyplassene innenfor lufthavnvirksomheten. Passasjertrafikken økte med 4,3 %.
- Lønn og andre personalkostnader ble redusert med over 9 % på grunn av en nedjustert pensjonsforpliktelse på NOKm 312 som en følge av pensjonsreformen. Justert for endrede pensjonsforpliktelser, økte lønn og andre personalkostnader med 2,1 %.
- Andre driftskostnader har økt med 3,6 %.

## Driftsrentabiliteten har bedret seg grunnet høy passasjervekst og en periode med lave investeringer i ny kapasitet

### ► 2011:

- Økningen i driftsinntekter på nærmere 10 % skyldes i hovedsak økt trafikkvekst og sterk kommersiell utvikling for de største flyplassene med en økning i leieinntekter på 12 %. Antall passasjerer økte med 10,3 %.
- Som beskrevet ovenfor ble kostnadene i 2010 redusert med NOKm 312 som en følge av pensjonsreformen. Justert for endrede pensjonsforpliktelser, økte lønn og andre personalkostnader med 4,5 % i 2011.
- Andre driftskostnader har økt med 15,6 % og økningen skyldes i hovedsak miljøforpliktelser.

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

### ► 2012:

- Sammenlignet med 3. kvartal 2011, har driftsinntektene økt med 6,3 % i hovedsak som følge av økte kommersielle inntekter.
- Lønnsomheten har også økt med et driftsresultat 10 % høyere enn 3. kvartal 2011. Resultatfremgangen skyldes økte inntekter kombinert med at rengskapet i 2011 var belastet med ekstraordinære avsetninger til miljøopprydding og andre forhold.
- Sommeren 2012 var preget av lav driftsstabilitet i luftrommet over Østlandet, noe som også har vært tilfelle utover høsten. Avinor gjennomfører flere tiltak for å sikre stabil driftssituasjon fremover.

Økte krav til flysikkerhet og HMS, samt økt vedlikehold 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 fem avgiftstyper, hvorav tre er kostnadsbaserte mens de to resterende ikke er kostnadsbaserte.
- ▶ Kostnadsbaserte avgifter består av securityavgift, underveisavgift og terminalavgift (TNC).

#### *Securityavgift*

- Securityavgiften skal dekke sikkerheten på flyplassen, som blant annet ansettelse av personell ved sikkerhetskontrollen. Fra og med 1. april 2012 er avgiften satt til 47 kroner, ned fra 58 kroner i 2011 og 54 kroner frem til april 2012, per reisende for alle lufthavner i konsernet. For 2013 er det bestemt at avgiften skal økes til 55 kroner per passasjer.
- Det er lagt til grunn en vekst i securityavgift i tråd med selskapets egne forventninger fra 2014 og utover. Dette innebærer en vekst lik forventet konsumprisindeks frem til 2015 og historisk inflasjon (2,5 %) fra 2016.

#### *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 negativ prisvekst på underveisavgiften i årene fremover. Frem til 2019 er det forventet at avgiften vil bli redusert med ca 10 % fra dagens nivå på i underkant av 500 kroner per enhet. Fra og med 2020 er det forventet en årlig reduksjon på 2,5 %.

#### *Terminalavgift (TNC)*

- Terminalavgiften ble introdusert i 2011 og er som underveisavgiften knyttet opp mot flysikring og blir fastsatt av Eurocontrol.

## Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

- Fra 2012 nivået på 1 847 kroner per enhet er det forventet en betydelig reduksjon i 2013 og 2014 som følge av overdekning fra tidligere år, og en økning i avgiftsnivået i 2015 og 2016. Fra 2017 er det forventet at terminalavgiften blir redusert tilsvarende underveisavgiften.
- ▶ 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.

### Ikke-kostbaserte avgifter

De ikke-kostbaserte avgiftene består av startavgift og passasjeravgift, og skal ta høyde for Avinors finansieringsbehov 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 2012 var denne satt til 70 kroner per tonn. I følge Samferdselsdepartementet skal satsen reduseres til 67 kroner per tonn i 2013, samtidig som bunnfradraget for de første seks tonnene av flyets av flyets vekt som ble innført i 2011 fases ut i 2013 og 2014.
- Det er i modellen til Avinor antatt en svak vekst i startavgiften i 2013, en vekst lik konsumprisindeksen pluss 2,5 % i perioden 2014-2016, og vekst tilsvarende inflasjonen fra 2017. Med andre ord er ikke den fastsatte satsen for 2013 på 67 kroner inkludert i modellen. Selv om bunnfradraget fases ut i 2013 og 2014 betyr det at inntekter fra startavgiften potensielt overvurderes noe i modellen. I verdivurderingen har vi tatt hensyn til dette ved å justere avgiften i 2013 og antatt samme vekst som Avinor fra 2014.

#### *Passasjeravgiften*

- Passasjeravgiften baserer seg på antall passasjerer, og er i 2012 satt til NOK 46 per passasjer for reiser innenlands og til kontinentalsokkelen. For utenlandsreiser er avgiften satt til NOK 60 per passasjer.
- I kontantstrømanalysen er Avinors eget vekstestimat lagt til grunn. Dette innebærer en vekst tilsvarende konsumprisindeksen pluss 2,5 % i perioden 2014-2016 og vekst tilsvarende inflasjonen fra 2017.
- ▶ 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 finansieringsbehov for investeringer i nye sikkerhetskrav samt for driftsunderskuddet på ulønnsomme lufthavner.

## Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

### Oversikt over antatt vekst i avgifter og volum

Pris/volum/Vekst, %	2013	2014-2016	2017-2019	2020-2027
Securityavgift	1,9%	2,5%	2,5%	2,5%
Underveisavgift	-12,8%	-2,1%	-1,0%	-2,5%
Terminalavgift	-22,0%	8,3%	-1,0%	-2,5%
<b>Passasjeravgift</b>				
Innland	2,2%	5,1%	2,5%	2,5%
Utland	1,7%	5,1%	2,5%	2,5%
Startavgift	-4,3%	5,1%	2,5%	2,5%
<b>Snittbasert totalavgift</b>	<b>-2,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>
<b>Årlig volumvekst</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,4%</b>

Kilde: Avinor og Ernst & Young

- I 2012 til 2013 er det antatt en reduksjon i overordnede avgifter på om lag 2,6 % årlig, før veksten snur og blir positiv fra 2014. Det er likevel antatt at veksten i avgifter vil være lavere enn historisk inflasjon med unntak av perioden 2014-2016. Fra 2013 til 2027 er det antatt en gjennomsnittlig årlig vekst i avgifter på 1,5 %.
- Vekst i det totale avgiftsnivået og fordelingen mellom de ulike avgiftstypene er vist i tabellen til venstre.
- ▶ 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.
- 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 endres vesentlig fremover antas det at veksten i antall passasjerer likevel er et godt estimat for utviklingen i denne avgiften fremover.
- Avinors modell tar utgangspunkt i volumveksten som ligger inne i TØI sine trafikkprognoser frem til 2040. Det er likevel gjort egne justeringer de nærmeste årene. I kontantstrømsanalysen brukes en justert vekst i 2012 og 2013 basert på de seneste prognoser, for deretter å følge Avinors vekstforventninger fra 2014.

- ▶ Estimert volumvekst per lufthavn er vist i tabellen:

### Antatt passasjervekst ved de ulike lufthavnene og vekst i trafikkinntekter Flysikring

Vekst	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2027
OSL	6,8%	1,4%	3,4%	3,7%	2,8%	3,8%	3,0%	2,9%	2,4%
Store lufthavner	4,7%	7,5%	5,0%	3,2%	3,1%	5,0%	3,1%	3,2%	2,4%
Nasjonale, regionale og lokale lufthavner	2,2%	4,4%	4,1%	3,8%	3,2%	2,9%	3,3%	3,2%	2,5%
Total passasjervekst	5,2%	3,9%	4,1%	3,6%	3,0%	4,0%	3,1%	3,0%	2,4%
Trafikkinntekter Flysikring	0,8%	-11,4%	7,6%	5,2%	2,6%	2,5%	1,7%	1,7%	0,2%

Kilde: Avinor og Ernst & Young

### 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 eller lavere vekst enn inflasjonen. Disse

## Antall passasjerer er hoveddriver for selskapets inntekter

justeringene skyldes faktorer som kapasitetsutbedringer, ny tax-free (terminal 2 OSL), flere servicetilbud som restauranter og andre tilbud som gir grunnlag for endring i inntekter per passasjer.

### Vekst i kommersielle inntekter

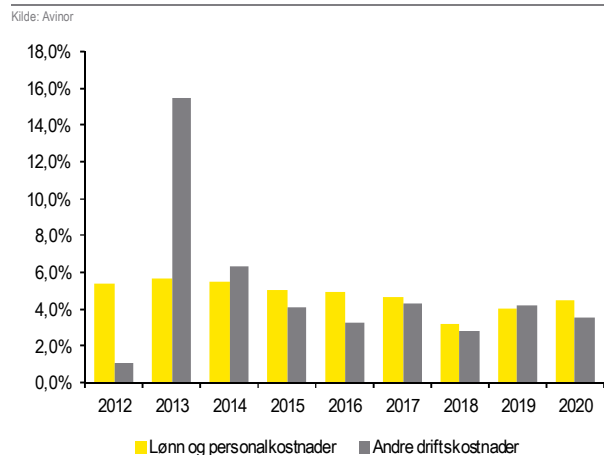
Vekst	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2027
OSL per PAX	0.5%	2.2%	1.9%	1.5%	1.6%	3.5%	5.9%	5.9%	5.4%
Store lufthavner per PAX	5.2%	3.5%	4.7%	3.5%	6.8%	4.2%	4.1%	6.0%	3.0%
Nasjonale, regionale og lokale lufthavner per PAX	10.8%	10.3%	7.0%	6.1%	5.1%	6.1%	5.3%	5.2%	3.4%
Flysikring total	23.8%	5.4%	-0.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	0.4%
Annet total	8.5%	5.3%	4.2%	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%

Kilde: Avinor og Ernst & Young

- Volumveksten i kommersielle inntekter per passasjer er forutsatt å overstige den forventede inflasjonen i enkelte perioder for alle lufthavner. Det antas at kapasitetsutbedringene vil gi større arealer til servicetilbud som restauranter og tax-free og dermed kunne øke inntektene per passasjer. Dette er i tråd med Avinors egne forventninger.

## Majoriteten av Avinors kostnadsbase er fast

### Forventet vekst i driftskostnader



### 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.

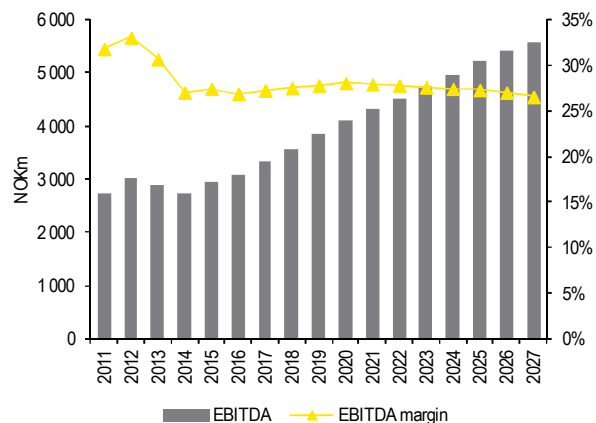
#### Lønns- og personalkostnader

- ▶ Omkring halvparten av selskapets driftskostnader relaterer seg til lønns- og personalkostnader. I 2011 beløp disse seg til NOKm 2 871 tilsvarende 33 % av de totale inntekter.
- ▶ Kostnadselementet relatert til lønns- og personalkostnader er beregnet basert på både et pris- og volumelement. Nedenfor er det beskrevet hvordan Avinor estimerer fremtidige kostnader i sin modell.
  - Priselementet baserer seg på forventet lønnsvekst. Den viser at den forventede lønnsveksten i 2013 er 3,7 %. I årene 2014 og 2015 er veksten henholdsvis 4,4 % og 4,9 %. I den resterende perioden er lønnsveksten satt til 4,5 % tilsvarende selskapets forventninger. I hele perioden er lønnsveksten i flysikringsdivisjonen antatt noe lavere enn for de andre segmentene.
  - Den forventede volumveksten i antall ansatte tar utgangspunkt i antall ansatte i 2011 og estimatet for 2012. Det er antatt en svak og avtagende vekst til og med 2017. I 2018 og 2019 er veksten svak negativ, mens det er forventet tilnærmet nullvekst i antall ansatte fra 2020 og ut prognoseperioden. Totalt øker antall ansatte med 5,4 % fra 2012 til 2027, tilsvarende en årlig vekst på 0,4 %.
  - Grunnet bygging av terminal 2 på Oslo lufthavn er det forventet en ekstra volumvekst for å få denne lufthavnen utarbeidet. Dette innebærer at antall ansatte på Oslo lufthavn er noe høyere enn normalt frem til 2017. Totalt er det forventet at antall ansatte på Oslo lufthavn stiger med 28 % over prognoseperioden.
  - Tilsvarende er det forutsatt en avvikende volumvekst i antall ansatte for Store lufthavner og for Nasjonale, regionale og lokale lufthavner. Store lufthavner skal også ha en noe høyere vekst i starten av perioden som følge av ulike kapasitetsøkende tiltak, med en total vekst over perioden på 27 %. De mindre lufthavnene derimot, skal redusere antall ansatte med 8 % frem til 2027.
  - Flysikringsdivisjonens prognoser indikerer at antall ansatte skal ligge stabilt over hele perioden, mens antall ansatte i stab og eiendomsselskapene skal reduseres med 3 % totalt.
  - Veksten i lønns- og personalkostnader i Avinors modell er vist i figuren til venstre sammen med veksten i andre driftskostnader.

## Majoriteten av Avinors kostnadsbase er fast

### EBITDA og EBITDA margin

Kilde: Ernst & Young



### Andre driftskostnader

- ▶ Andre driftskostnader dekker alle kostnader utover lønns- og personalkostnader til fast ansatte. I denne kostnadsposten inkluderes lønn- og personalkostnader til innleide arbeidere som kontrolltjeneste, security og vakthold, samt generell drift, vedlikehold og eksterne tjenester som konsulentbistand, sikkerhetskontroll og meteorologiske tjenester.
- ▶ 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 securityavgiften og inflasjonen. Volumveksten baserer seg på selskapets egne forventninger.
  - Historisk har sikkerhet vært en viktig driver for driftskostnadene.
- ▶ Den høye veksten i andre driftskostnader i 2013 relaterer seg i all hovedsak til ombyggingen på Oslo lufthavn, Gardermoen samt økte kostnader ved de Nasjonale, regionale og lokale lufthavner som følge av utbyggingsprosjekter som gjennomføres parallelt med en trafikkavvikling nær full kapasitet.

### EBITDA

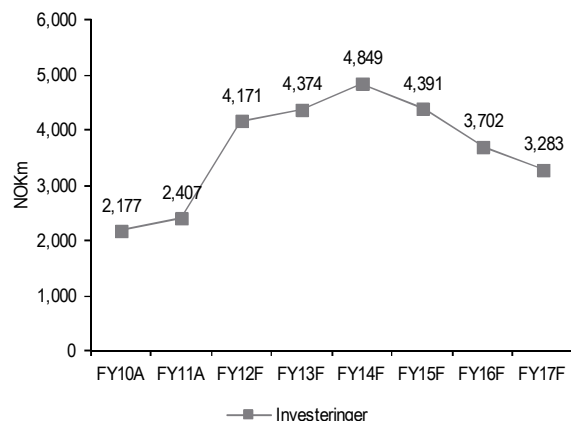
- ▶ Avinors prognosemodell er en "bottom-up"-modell og legger opp til en forbedring i EBITDA margin over analyseperioden fra nivået i 2011 på 32 % til 44 % i 2027. Da historisk EBITDA margin har ligget mellom 30 % og 36 % med et snitt mellom 2007 og 2011 på 33 %, har vi gjort en "top-down" justering av marginen sammenlignet med prognosene i modellen. Dette innebærer at EBITDA marginen er justert ned direkte uten at det er gjort justeringer på de spesifikke inntekts- eller kostnadsdriverne.
- ▶ Avinors oppdaterte prognoser for resten av 2012 og budsjettet for 2013 er lagt til grunn for våre estimater de to første periodene. Videre er det antatt en noe redusert margin i 2014, før marginen ligger stabilt utover i perioden. Dette innebærer en EBITDA i 2013, 2020 og 2027 på henholdsvis NOKm 2 887, NOKm 4 113 og NOKm 5 580. Dette tilsvarer en årlig vekst i EBITDA på 4,2 % over hele perioden fra 2012 til 2027.
- ▶ Den reduserte marginen i 2013 og 2014 skyldes at det skal gjøres investeringer på Oslo lufthavn og andre lufthavner samtidig som trafikkavviklingen skal holdes oppe. Lønnsomheten fremover er også prognostisert basert på at vi forventer avkastning på investert kapital til å ligge noe under avkastningsmålet i perioden med høye investeringer. I en normalisert fase (terminalperioden) der selskapet kun har vedlikeholdsinvesteringer har vi likevel lagt opp til at avkastningen vil være lik avkastningsmålet. Dette vil bli nærmere kommentert senere i kapitlet.



## For perioden 2013-2017 er et investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600 lagt til grunn i kontantstrømsanalysen

### 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 tilfredsstillende selskapets avkastningsmål.
  - 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 investeringene har høy prioritet, da disse er nødvendige for å kunne fortsette drift av lufthavner. De siste årene har det blitt gjort store investeringer i sikkerhetsområder og lyssystemer som følge av myndighetspålagte krav. Dette er investeringer som ikke vil generere en avkastning for Avinor.

### Avinor estimerer et investeringsnivå på rundt NOKm 20 600 den neste femårsperioden

- ▶ Avinor har i "Plan for virksomheten 2012-2014 (§ 10 plan)" presentert et forventet investeringsbehov for den neste femårsperioden, og den indikerer et investeringsbehov på omkring NOKm 20 600. I figuren under er disse estimatene vist i tillegg til investeringene som ligger inne i Avinors modell frem til 2027.

#### Estimerte investeringsbehov per segment

Valuta: NOKm	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY13-17E	FY18-22E	FY23-27E
Gardermoen	1,712	2,348	2,161	1,832	916	8,968	5,659	15,487
Store lufthavner	1,432	1,495	1,510	1,182	1,289	6,908	8,533	1,745
Reg./lokale lufthavner	996	762	420	409	703	3,291	3,105	2,564
Flysikring	235	245	300	280	374	1,432	849	782
<b>Totale investeringer Avinor</b>	<b>4,374</b>	<b>4,850</b>	<b>4,391</b>	<b>3,702</b>	<b>3,282</b>	<b>20,598</b>	<b>18,145</b>	<b>20,578</b>

Kilde: Avinor

- ▶ Det understrekes at dette investeringsnivået *ikke* er lagt til grunn gjennom hele kontantstrømanalysen, da vi mot slutten av prognoseperioden har lagt til grunn et normalisert investeringsnivå.
  - Det er viktig å skille mellom strategiske investeringer og andre investeringer. En økning i "ulønnsomme" investeringer, som myndighetspålagte- og vedlikeholdsinvesteringer vil medføre et

## For perioden 2013-2017 er et investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600 lagt til grunn i kontantstrømsanalysen

direkte kontantutlegg uten en korresponderende økning av inntjening. Følgelig vil denne type investeringer ha en direkte negativ effekt på verdien av selskapet. Avinor har de siste årene gjennomført en rekke slike investeringer.

Avinor forventer en sterk økning i investeringer i årene som kommer

- ▶ De siste fem årene har Avinor i snitt gjort investeringer på i overkant av NOK 2 000 årlig. Dette er en klar økning sammenlignet med årene før. 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 hvor terminal 2 er under bygging og Store lufthavner som alle krever kapasitetsøkende tiltak.

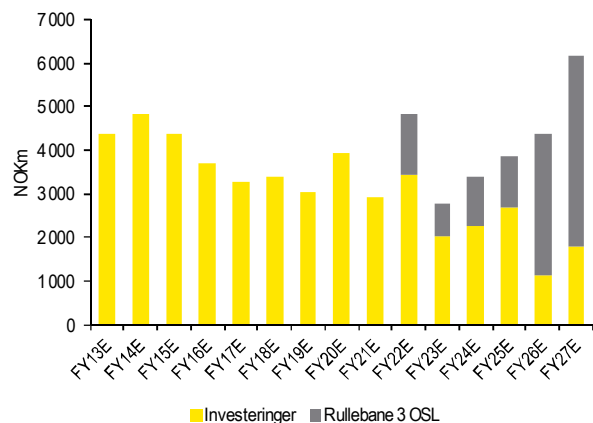
### Foreløpige investeringsplaner antar et investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600 for perioden 2013 til 2017

- ▶ 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.
- ▶ Ernst & Young har i begrenset grad vurdert realismen i investeringsestimaterne 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 innenfor en ramme som sikrer at konsernets egenkapital ikke underskrider 40 % av summen av konsernets til enhver tid bokførte rentebærende langsiktige lån og egenkapital."*
- ▶ Investeringene på NOKm 20 600 er primært antatt å bli finansiert via låneopptak. Muligheter for finansiering utover dette er antatt å være følgende:
  - Tilført kapital fra Samferdselsdepartementet
  - Redusert utbyttegrad
  - Økte luftfartsavgifter

## For perioden 2013-2017 er et investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600 lagt til grunn i kontantstrømsanalysen

### Fremtidig investeringsprofil

Kilde: Ernst & Young



### – Gjeninnføre statlig kjøp

- ▶ Avinor sine planlagte investeringer fra 2013 til 2017 er angitt i tabellen nedenfor. Detaljeringen av de årlige investeringene per type og lufthavn er basert på selskapets investeringsplan for planperioden 2013-2017.
- ▶ Tabellen viser at over 60 % av investeringene i perioden skal gjøres på Oslo lufthavn, Gardermoen og Bergen lufthavn, Flesland. Oslo lufthavn og Store lufthavner står til sammen for hele 75 % av investeringene. Disse investeringene relaterer seg til terminal 2 på Gardermoen, utvidelse av terminalen på Flesland og generelle kapasitetsøkende tiltak ved de andre lufthavnene. Av de Nasjonale, regionale og lokale lufthavnene, er det blant annet planlagt betydelige investeringer ved Kristiansand lufthavn, Kjevik.

### Detaljert investeringsoversikt neste fem år

Valuta: NOKm	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY13-FY17	% av total
Gardermoen	1,662	2,300	2,139	1,809	801	8,711	42%
Flesland	851	1,162	1,243	883	264	4,403	21%
Sola	325	253	150	216	279	1,223	6%
Værnes	284	52	105	70	681	1,192	6%
Kjevik	105	5	19	59	30	218	1%
Vigra	181	25	3	29	30	268	1%
Bodø	31	17	9	10	21	88	0%
Tromsø	31	25	17	15	20	108	1%
Reg./lokale lufthavner	515	621	341	264	450	2,191	11%
Flysikringstjenesten	150	170	267	247	217	1,051	5%
Eiendom	107	100	33	33	400	673	3%
Annet	132	119	65	67	90	473	2%
<b>Avinor konsern</b>	<b>4,374</b>	<b>4,849</b>	<b>4,391</b>	<b>3,702</b>	<b>3,283</b>	<b>20,599</b>	<b>100%</b>

Kilde: Avinor

- ▶ Figuren til venstre viser Avinors forventede investeringer de neste 15 årene. Disse investeringene inkluderer investering i rullebane 3 ved Oslo lufthavn, som er merket grått i figuren.
- ▶ For å oppnå et normalisert investeringsnivå i terminalåret har vi i verddivurderingen trukket ut investeringene i rullebane 3 fra totale investeringer. Dette innebærer at det er de gule søylene i figuren som er inkludert i verddivurderingen.
- ▶ En investering i rullebane 3 ligger langt frem i tid og både investeringsnivået og den inntjeningen investeringen er forventet å generere er forbundet med betydelig usikkerhet. Ettersom vi mangler gode prognoser på hvilken lønnsomhet rullebane 3 vil generere finner vi det enklest å justere ut alle faktorer relatert til denne investeringen. Det kan innvendes at en kapasitetsinvestering på Oslo lufthavn sannsynligvis er bedriftsøkonomisk lønnsom og at vi således vil undervurdere verdien av flyplassen ved

## For perioden 2013-2017 er et investeringsnivå tilsvarende NOKm 20 600 lagt til grunn i kontantstrømsanalysen

å gjøre denne justeringen. Det er imidlertid vår generelle erfaring at investorer i begrenset grad er villig til å allokere verdier til prosjekter som er planlagt å bli gjennomført 10 – 15 år frem i tid.

- ▶ Justeringen over tilsier et gjennomsnittlig årlig investeringsbehov på NOKm 3 150 fra 2013 til 2027. Behovet er størst de første årene med gjennomsnittlige årlige investeringer i 2013-2015 på NOKm 4 540. Dette behovet avtar gradvis utover i perioden og det generelle vedlikeholdsbehovet er antatt å ligge på i overkant av NOKm 1 000.

## Generelle forutsetninger

### Generelle forutsetninger

Estimeringsperioden i kontantstrømanalysen er satt til 15 år fra 2012 til 2027

- ▶ Det er tatt utgangspunkt i en eksplisitt periode på 15 år fra 2012 til 2027. Underforstått er det lagt til grunn at resultatet i 2027 vil være representativt for et normalisert nivå på kontantstrømmene.
- ▶ Verdsettelsestidspunktet er satt til 30. september 2012. For 2012 er det derfor kun kontantstrøm fra de tre siste månedene i året som er inkludert i kontantstrømsanalysen.
- ▶ Kontantstrømmen i 2027 er benyttet som grunnlag for terminalverdiberegningen. Denne er kalkulert ved Gordons uendelige vekstmodell. Det er antatt at avkastningen på investert kapital i terminalperioden er lik avkastningsmålet.

### Øvrige generelle forutsetninger

- ▶ Det er anvendt avkastningsmål på henholdsvis 6,1 % og 5,5 % for lufthavnsdivisjonene og flysikringsdivisjonen.
- ▶ 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.

## Forutsetninger lagt i rapporten gir en verdi på Avinors egenkapital tilsvarende NOKm 10 300

### Verdivurdering av Avinor

Valuta: NOKm	Verdivurdering per 3. kvartal 2012
Konsern	
Fri kontantstrøm prognoseperiode	(621)
Terminalverdi	19 993
<b>Enterprise value</b>	<b>19 372</b>
Netto rentebærende gjeld	9 042
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>10 331</b>

Kilde: Ernst & Young

### Basert på forutsetningene lagt til grunn ved verdsettelsen beløper Avinors egenkapitalverdi seg til NOKm 10 300

- ▶ I tabellen til venstre vises en oppsummering av den estimerte verdien av Avinor basert på kontantstrømanalysen.
- ▶ Punkttestimatet til selskapsverdien (EV) er estimert til NOKm 19 372. Terminalverdien er høyere enn den totale selskapsverdien. Det skal gjøres store investeringer i prognoseperioden og kontantstrømmen er derfor negativ i første del av den eksplisitte prognoseperioden.
- ▶ Netto rentebærende gjeld er NOKm 9 042, hvilket gir en verdi på egenkapitalen tilsvarende NOKm 10 331.
- ▶ Kontantstrømmen som ligger til grunn for estimert selskapsverdi (EV) er vist i tabellen nedenfor.

### Konsernets kontantstrøm til totalkapitalen

Valuta: NOKm	YTG12P	FY13B	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Konsern																
EBITDA	566	2 887	2 735	2 961	3 076	3 325	3 566	3 841	4 113	4 312	4 532	4 743	4 965	5 214	5 415	5 580
- Avskrivninger og amortiseringer	(365)	(1 199)	(1 194)	(1 233)	(1 302)	(1 646)	(1 691)	(1 707)	(1 784)	(1 863)	(1 967)	(2 035)	(2 061)	(2 069)	(2 076)	(1 791)
EBIT	201	1 688	1 541	1 728	1 773	1 678	1 875	2 134	2 330	2 449	2 565	2 708	2 904	3 145	3 339	3 789
- Skatt	(0)	(512)	(461)	(374)	(412)	(425)	(310)	(399)	(477)	(548)	(601)	(650)	(710)	(764)	(843)	(1 033)
Effektiv skattesats	0%	30%	30%	22%	23%	25%	17%	19%	20%	22%	23%	24%	24%	24%	25%	27%
<b>Resultat etter skatt, NOPLAT</b>	<b>201</b>	<b>1 176</b>	<b>1 080</b>	<b>1 354</b>	<b>1 361</b>	<b>1 254</b>	<b>1 565</b>	<b>1 735</b>	<b>1 853</b>	<b>1 901</b>	<b>1 964</b>	<b>2 058</b>	<b>2 193</b>	<b>2 381</b>	<b>2 496</b>	<b>2 756</b>
+ Avskrivninger og amortiseringer	365	1 199	1 194	1 233	1 302	1 646	1 691	1 707	1 784	1 863	1 967	2 035	2 061	2 069	2 076	1 791
<b>Brutto kontantstrøm</b>	<b>565</b>	<b>2 375</b>	<b>2 274</b>	<b>2 587</b>	<b>2 663</b>	<b>2 900</b>	<b>3 256</b>	<b>3 443</b>	<b>3 637</b>	<b>3 764</b>	<b>3 931</b>	<b>4 093</b>	<b>4 255</b>	<b>4 450</b>	<b>4 572</b>	<b>4 547</b>
+/- Endring i netto arbeidskapital	(42)	32	65	63	61	70	71	79	79	73	80	81	87	93	88	92
- Investeringer	(1 295)	(4 374)	(4 850)	(4 391)	(3 702)	(3 282)	(3 382)	(3 046)	(3 943)	(2 927)	(3 436)	(2 034)	(2 252)	(2 694)	(1 157)	(1 791)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>(772)</b>	<b>(1 967)</b>	<b>(2 511)</b>	<b>(1 741)</b>	<b>(978)</b>	<b>(312)</b>	<b>(54)</b>	<b>475</b>	<b>(228)</b>	<b>911</b>	<b>574</b>	<b>2 140</b>	<b>2 089</b>	<b>1 849</b>	<b>3 503</b>	<b>2 847</b>

Kilde: Ernst & Young

## Avkastning på investert kapital er ikke ventet å overstige avkastningsmålet i prognoseperioden

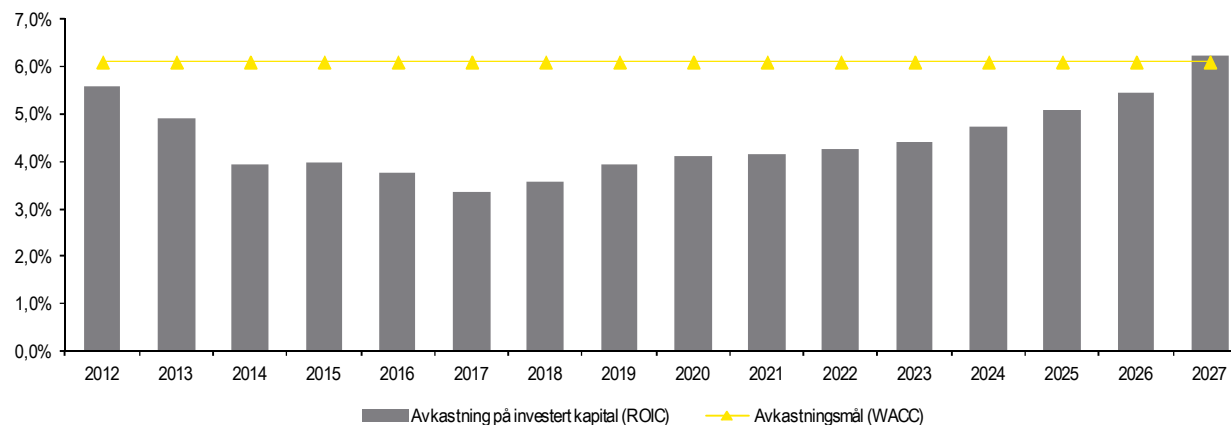
### Fremtidig avkastning på investert kapital er antatt å ikke avvike sterkt fra historiske tall

► Grafen nedenfor viser prognostisert avkastning på investert kapital:

- Som presentert tidligere i rapporten har avkastningen på investert kapital vært stigende de siste årene som følge av relativt lave investeringer sammenlignet med hva som er forventet fremover. Avkastningen har likevel kun vært høyere enn avkastningsmålet i 2008 og 2010.
- På grunn av store investeringer i årene fremover, er det forventet at avkastningen på investert kapital vil synke frem til 2017. Fra 2018 reduseres investeringene gradvis ettersom rullebane 3 på Oslo lufthavn ikke er inkludert i analysen. Mot slutten av prognoseperioden er det antatt at avkastningen er tilnærmet lik avkastningsmålet, noe som er forventet å være et normalisert nivå.

### Avkastningsmål og forventet avkastning på investert kapital

Kilde: Avinor og Ernst & Young



- At Avinor etter en periode med høye investeringer ikke oppnår avkastningsmålet på kort og mellomlang sikt ses på som naturlig. Virksomheten til Avinor er kjennetegnet av sprangvise kostnader. Når det må gjøres nye kapasitetsinvesteringer vil avkastningen synke ettersom investeringene en periode vil øke mer enn inntjeningen. Når investeringsperioden er gjennomført vil avkastningen øke ettersom driftsresultatet går opp samtidig som investeringsnivået reduseres.
- Det er antatt at en normalisert avkastning på investert kapital er tilsvarende avkastningsmålet for Avinor på 6,1 % i terminalverdien. Dette innebærer at Avinor fra 2027 i gjennomsnitt vil oppnå en

## Avkastning på investert kapital er ikke ventet å overstige avkastningsmålet i prognoseperioden

avkastning på investert kapital tilsvarende avkastningsmålet. Med andre ord antas det at selskapet vil nå avkastningsmålet på sikt.

- Gitt en årlig vekst i driftsresultat etter skatt (NOPLAT) på 2,5 % fremover, innebærer disse antagelsene en gjennomsnittlig avkastning på investert kapital for prognoseperioden og terminalperioden på 5,6 %. Basert på en sammenligning med historisk rentabilitet anses ikke dette som urimelig.



## Oslo lufthavn og Store lufthavner driver Avinors verdi

### Detaljering av kontantstrømmene og selskapsverdien på de ulike enhetene

- ▶ For å få en bedre forståelse for hvor verdien i Avinor genereres er Avinors kontantstrøm delt inn i fem enheter. Dette er i henhold til Avinors segmentrapportering. Disse er:
  - Oslo lufthavn, Gardermoen
  - Store lufthavner; Bergen lufthavn, Flesland, Stavanger lufthavn, Sola, og Trondheim lufthavn, Værnes
  - Nasjonale, regionale og lokale lufthavner; de resterende 42 lufthavnene
  - Flysikringsdivisjonen
  - Annet; felles/ufordelt, inkluderer konsernposter som stabsfunksjoner, fellestjenester og kompetansesentre, samt eiendomsselskapene
- ▶ Utgangspunktet for tallgrunnlaget i de respektive enheter er årsregnskapet for 2011 og 3. kvartalsrapporten for 2012.

#### *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.

#### *Store lufthavner*

- ▶ De store lufthavnene inkluderer Bergen lufthavn, Flesland, Stavanger lufthavn, Sola, og Trondheim lufthavn, Værnes. Alle disse lufthavnene er lønnsomme.
- ▶ 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.

#### *Nasjonale, regionale og lokale lufthavner*

- ▶ Denne divisjonen inkluderer alle andre lufthavner. Med noen få unntak er disse lufthavnene primært bedriftsøkonomisk ulønnsomme. Disse driftes basert på andre formål, som å opprettholde en nasjonal infrastruktur.

#### *Flysikring*

- ▶ Flysikring skal i utgangspunktet gå i null og dermed ha en verdi ikke langt fra null. Underveisavgiften og terminalavgiften skal dekke denne divisjonens kostnader. Følgelig avregnes disse komponentene kontinuerlig.

## Oslo lufthavn og Store lufthavner driver Avinors verdi

### Spesifikasjon av selskapsverdi

Valuta: NOKm	Verdivurdering per 3. kvartal 2012
Per enhet	
EV verdi Oslo lufthavn	36 519
EV verdi Store lufthavner	14 919
EV verdi Nasjonale, regionale og lokale	(28 887)
EV verdi Flysikring	(216)
EV verdi Annet	(2 963)
<b>Enterprise value konsern</b>	<b>19 372</b>
Netto rentebærende gjeld	9 042
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>10 331</b>

Kilde: Ernst & Young

- 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.

### Annet

- ▶ Denne enheten inneholder alle andre inntekter og kostnader som ikke hører inn under de andre enhetene i Avinors prognosemodell. Det innebærer konsernposter som stabsfunksjoner, fellestjenester og kompetansesentre, samt eiendomsselskapene.

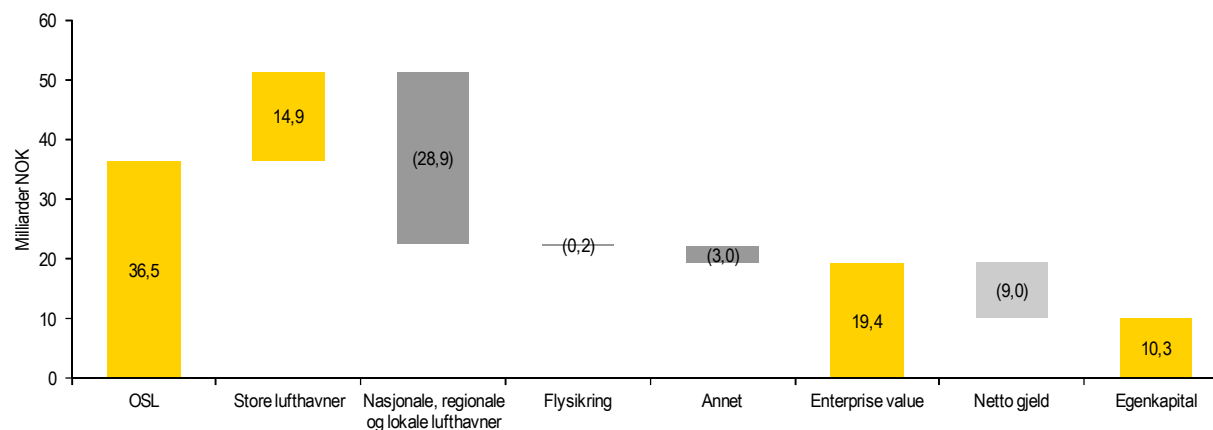
Oslo lufthavn og Store lufthavner er antatt å ha en selskapsverdi lik NOKm 51 400, mens Nasjonale, regionale og lokale lufthavner har en antatt verdi på negativ NOKm 28 900

- ▶ Oslo lufthavn, Gardermoen er hoveddriver for Avinors verdi.
- ▶ De Store 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 og i figuren nedenfor er det vist hvordan verdien fordeler seg på de respektive enheter. Tabellen på neste side viser de ulike enheters kontantstrøm til totalkapitalen.

### Verdifordeling

Kilde: Ernst & Young



# Oslo lufthavn og Store lufthavner driver Avinors verdi

## Fri kontantstrøm til totalkapitalen per verddivurderingsenhet

Valuta: NOKm	YTG12P	FY13B	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
<i>Oslo lufthavn, Gardermoen</i>																
Brutto kontantstrøm	412	1 800	1 745	2 018	2 023	2 113	2 481	2 596	2 742	2 838	2 985	3 135	3 287	3 482	3 602	3 670
+/- Endring i netto arbeidskapital	(19)	14	28	27	26	30	31	35	35	33	37	38	41	45	43	45
- Investeringer	(236)	(1 662)	(2 300)	(2 139)	(1 809)	(801)	(889)	(1 169)	(985)	(323)	(700)	(329)	(1 250)	(1 686)	(415)	(401)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>157</b>	<b>152</b>	<b>(527)</b>	<b>(94)</b>	<b>240</b>	<b>1 343</b>	<b>1 623</b>	<b>1 462</b>	<b>1 792</b>	<b>2 549</b>	<b>2 322</b>	<b>2 845</b>	<b>2 079</b>	<b>1 842</b>	<b>3 230</b>	<b>3 314</b>
<i>Store lufthavner</i>																
Brutto kontantstrøm	189	905	998	1 176	1 259	1 333	1 553	1 634	1 703	1 745	1 802	1 868	1 940	2 025	2 080	2 045
+/- Endring i netto arbeidskapital	(10)	8	16	16	16	18	18	21	20	19	21	21	22	24	22	24
- Investeringer	(447)	(1 403)	(1 468)	(1 498)	(1 169)	(1 224)	(1 483)	(1 164)	(2 191)	(1 752)	(1 829)	(837)	(233)	(397)	(129)	(323)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>(268)</b>	<b>(490)</b>	<b>(453)</b>	<b>(306)</b>	<b>106</b>	<b>128</b>	<b>88</b>	<b>491</b>	<b>(468)</b>	<b>13</b>	<b>(6)</b>	<b>1 052</b>	<b>1 729</b>	<b>1 652</b>	<b>1 973</b>	<b>1 745</b>
<i>Nasjonale, regionale og lokale lufthavner</i>																
Brutto kontantstrøm	(221)	(489)	(538)	(701)	(735)	(759)	(957)	(989)	(1 030)	(1 062)	(1 113)	(1 176)	(1 245)	(1 330)	(1 394)	(1 397)
+/- Endring i netto arbeidskapital	(6)	4	9	9	9	10	10	12	12	11	12	12	13	14	13	13
- Investeringer	(349)	(920)	(693)	(389)	(377)	(550)	(594)	(424)	(454)	(694)	(696)	(627)	(578)	(420)	(421)	(582)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>(576)</b>	<b>(1 404)</b>	<b>(1 222)</b>	<b>(1 082)</b>	<b>(1 103)</b>	<b>(1 299)</b>	<b>(1 540)</b>	<b>(1 401)</b>	<b>(1 472)</b>	<b>(1 746)</b>	<b>(1 797)</b>	<b>(1 791)</b>	<b>(1 810)</b>	<b>(1 736)</b>	<b>(1 803)</b>	<b>(1 965)</b>
<i>Flysikring</i>																
Brutto kontantstrøm	(34)	136	47	84	102	122	130	138	143	148	154	161	164	167	171	170
+/- Endring i netto arbeidskapital	(8)	5	10	10	9	10	10	10	10	9	9	9	9	9	8	8
- Investeringer	(113)	(150)	(170)	(267)	(247)	(217)	(132)	(109)	(114)	(110)	(140)	(140)	(140)	(140)	(140)	(153)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>(155)</b>	<b>(9)</b>	<b>(113)</b>	<b>(174)</b>	<b>(136)</b>	<b>(85)</b>	<b>8</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>25</b>
<i>Annet</i>																
Brutto kontantstrøm	220	22	22	10	14	91	49	63	79	95	102	106	108	105	114	59
+/- Endring i netto arbeidskapital	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
- Investeringer	(150)	(239)	(219)	(98)	(100)	(490)	(284)	(180)	(199)	(48)	(71)	(101)	(51)	(51)	(51)	(333)
<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>69</b>	<b>(216)</b>	<b>(196)</b>	<b>(86)</b>	<b>(85)</b>	<b>(398)</b>	<b>(234)</b>	<b>(116)</b>	<b>(118)</b>	<b>48</b>	<b>32</b>	<b>6</b>	<b>58</b>	<b>55</b>	<b>64</b>	<b>(272)</b>

Kilde: Ernst & Young

## Beregnet egenkapitalverdi gir en implisitt Pris/Bok på 1,0

### En egenkapitalverdi på NOKm 10 300 gir en implisitt P/B multipl på 1,0

- ▶ For å rimelighetssjekk den beregnede verdien med sammenlignbare selskaper konverteres verdien til implisitte multipler.
- ▶ Avinors implisitte multipler, basert på den kontantstrømbaserte verdsettelsen, er vist i tabellen nedenfor. I tabellen vises EV/EBITDA og EV/EBIT multiplene både basert på rapporterte tall i 2011 og siste tolv måneder per 3. kvartal 2012. Pris/Bok multiplene baserer seg på bokført verdi av egenkapitalen per 30. september 2012.

#### Implisitte multipler fra kontantstrømsanalysen

Selskap	EV/EBITDA (FY2011)	EV/EBITDA (LTM2012)	EV/EBIT (FY2011)	EV/EBIT (LTM2012)	P/E	P/B
Avinor	7,1	6,4	10,6	12,0	12,2	1,0
Oslo lufthavn	15,0	14,6	18,3	18,7	n/a	n/a
Store lufthavner	12,3	11,8	15,7	15,1	n/a	n/a
Nasjonale, regionale og lokale lufthavner	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Kilde: Ernst & Young

- ▶ 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 på 1,0 indikerer at avkastningen på egenkapitalen er lik avkastningsmålet.
- ▶ 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 avhenger blant annet av hvor moderne lufthavnen er, og derigjennom behov for investeringer fremover.
- ▶ De implisitte multiplene viser en EV/EBITDA for konsernet på 7,1 (FY11) og 6,4 (LTM12), mens Oslo lufthavn og Store lufthavner har henholdsvis 15,0 (FY11), 14,6 (LTM12), 12,3 (FY11) og 11,8 (LTM12). Multiplene gir liten mening i seg selv uten sammenligning med andre selskaper eller andre industristandarder.

## Beregnet egenkapitalverdi gir en implisitt Pris/Bok på 1,0

- Multiplene indikerer at Oslo lufthavn skal ha en større relativ verdi enn både konsernet i sin helhet og Store lufthavner. I tillegg, er det implisert at Store lufthavner skal ha en høyere relativ verdi enn konsernet i sin helhet.
  - Oslo lufthavn, Gardermoen har et potensial 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 investeringer vil generere merverdi for lufthavnen. I tillegg er lufthavnen forholdsvis ny slik at den har en mindre andel av veldikeholdsinvesteringer 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 de store lufthavnene sammenlignet med Oslo lufthavn. Tilsvarende er potensialet 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 og Store lufthavner, og dette har sin hovedforklaring i de Nasjonale, regionale og lokale 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.
- ▶ Vår estimerte verdi på operasjonelle eiendeler på verdsettelsestidspunktet ligger i underkant av de bokførte verdiene (virkelig verdi/ bokført verdi er på rundt 0,9). Dette reflekterer at selskapet i den eksplisitte prognoseperioden er forventet å generere en avkastning på investert kapital i underkant av avkastningsmålet. Det er lagt opp til at avkastningen er under målet i prognoseperioden som følge av store investeringer, men at rentabiliteten normaliseres mot slutten av perioden og er tilnærmet lik avkastningsmålet i terminalperioden. Mange av de sikkerhetsmessige investeringer har blitt gjennomført de siste årene, noe som indikerer at en betydelig andel av investeringer fremover er ventet å være bedriftsøkonomisk lønnsomme.
  - ▶ At virkelig verdi ligger under bokført verdi kan medføre diskusjon om det foreligger et nedskrivingsbehov av eiendeler i konsernets balanse. Imidlertid vil det være betydelig usikkerhet knyttet til en verddivurdering, og det kan argumenteres for at det legges til grunn en større margin enn 10 % før det kan sies å ligge utenfor et pålitelighetsintervall for virkelig verdi (Mamelund 2008).
  - ▶ Virkelig verdi av egenkapitalen er tilnærmet lik bokført verdi (P/B lik 1,0). Dette reflekterer at selskapet oppnår en høyere egenkapitalrentabilitet enn avkastning på investert kapital i perioden på grunn av finansieringseffekter.

## Oslo lufthavn, Gardermoen og Store lufthavner er mest sammenlignbare 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 verddivurderingen 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 børsnoterte 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 verddivurderingsformål er de i så måte ikke helt sammenlignbare med Avinor konsern, men i større grad med Oslo lufthavn, Gardermoen og til dels med Store lufthavner. På den annen side er det Oslo lufthavn og de Store lufthavnene som er hoveddrivere bak verdien til Avinor.
- ▶ Multiplene til de sammenlignbare selskapene er vist i tabellen på neste side.

## Oslo lufthavn, Gardermoen og Store lufthavner er mest sammenlignbare med europeiske lufthavner

### Relativ multiplelanalyse

Selskap	EV/EBITDA (FY2011)	EV/EBITDA (LTM2012)	EV/EBIT (FY2011)	EV/EBIT (LTM2012)	P/E	P/B
<i>Sammenlignbare selskaper</i>						
Københavns Lufthavn A/S	11,5	10,8	15,3	14,2	n/a	n/a
Aéroports de Paris	9,3	9,3	15,5	15,3	18,1	1,6
Flughafen Zuerich AG	7,4	7,2	12,7	12,3	13,7	1,3
Fraport AG	9,4	8,9	14,7	14,1	15,2	1,3
Flughafen Wien AG	7,2	6,1	12,0	10,2	9,5	0,9
Gjennomsnitt	9,0	8,4	14,0	13,2	14,1	1,3
Median	9,3	8,9	14,7	14,1	14,4	1,3
Avinor (implisitt fra DCF)	7,1	6,4	10,6	12,0	12,2	1,0
Oslo lufthavn	15,0	14,6	18,3	18,7	n/a	n/a
Store lufthavner	12,3	11,8	15,7	15,1	n/a	n/a
Nasjonale, regionale og lokale lufthavner	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

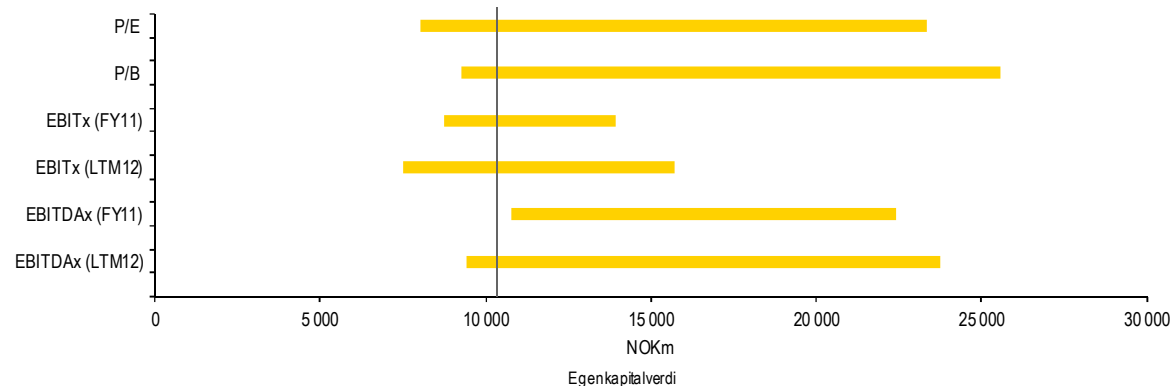
Kilde: Ernst & Young

- ▶ De implisitte multiplene til Avinor ligger lavere enn de sammenlignbare selskapene, mens Oslo lufthavn, Gardermoen og lønnsomme lufthavner ligger i overkant av multiplene til de sammenlignbare europeiske lufthavner. Multiplene til disse lufthavnene er imidlertid basert på en verdi før felleskostnader er allokert ut.
- ▶ En naturlig forklaring på dette er 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.
- ▶ En analyse av siste tre års transaksjoner i lufthavnindustrien viser åtte sammenlignbare transaksjoner med tilgjengelige multipler. Gjennomsnittlige multipler på disse transaksjonene var EBITDAx 11,2, EBITx 16,3 og P/B lik 1,9. Som vi ser ligger disse multiplene høyere enn sammenlignbare selskaper, men inneholder også transaksjoner utenfor Europa.
- ▶ 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.
  - Den vertikale streken i figuren antyder Avinors beregnede verdi fra kontantstrømanalysen.

## Oslo lufthavn, Gardermoen og Store lufthavner er mest sammenlignbare med europeiske lufthavner

### Avinors egenkapitalverdi basert på multipler fra sammenlignbare selskaper

Kilde: Capital IQ, Ernst & Young



- ▶ Dersom vi hadde stiplet en tilsvarende vertikal linje for å indikere verdiene til Oslo lufthavn, Gardermoen og Store lufthavner, ville disse ligget i øvre del av intervallene stipulert fra de relative selskapene.
  - Linjen er ikke stipulert her da verdiintervallene i figuren kun er sammenlignbare med Avinor konsern.
- ▶ Resultatet viser tydelig at Avinor konsern ligger i nedre del av verdiintervallet basert på multipler av sammenlignbare selskaper. Dette er likevel ikke urimelig basert på krysssubsidieringen av ulønnsomme lufthavner som er diskutert tidligere i rapporten.
- ▶ Resultatet fra sammenlignbare transaksjoner ville indikert en verdi på Avinor i intervallet NOKm 7 100 til NOKm 31 500, noe som ikke begrenser verdien noe ytterligere enn multiplene fra sammenlignbare selskaper.



## Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter, lønnsomhet og investeringer

### Resultat av scenarioanalyse på Avinor konsern

Valgt scenario	EV/EBITDA (FY2011)	EV/EBITDA (LTM2012)	Pris/Bok
Base case	7,1	6,4	1,0
Scenario 1	5,9	5,3	0,7
Scenario 2	6,4	5,7	0,8
Scenario 3	7,8	7,0	1,2
Scenario 4	5,9	5,3	0,7
Scenario 5	8,2	7,4	1,3
Scenario 6	6,2	5,6	0,8

Kilde: Ernst & Young

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

- ▶ I det følgende presenteres en scenarioanalyse, hvor de ulike scenarioene baserer seg på endringer i passasjervekst, lønnsomhet eller investeringsnivå.
- ▶ 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.
  - Det er i "Plan for virksomheten 2012-2014" estimert totalt NOKm 7 100 i investeringer i Nasjonal transportplan (NOKm 4 000) og regional utvikling (NOKm 3 100). Investeringene i regional utvikling antas å være bedriftsøkonomisk lønnsomme. Disse investeringene har likevel ikke blitt inkludert i analysen ettersom lønnsomheten i prosjektene ikke er fullstendig utredet.

Seks ulike scenarioer er stipulert for å estimere effekten på selskapsverdien

- ▶ Under gir vi en beskrivelse av de ulike scenarioene. Scenario 1-3 viser endringer i passasjerveksten, scenario 4-5 endringer i lønnsomhet, og scenario 6 viser endring i størrelsen på investeringene.

#### Scenario 1

- ▶ Transportøkonomisk institutt har laget prognoser for 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. Disse prognosene legger opp til at antall passasjerer ved Avinors lufthavner vil nå 54 millioner i 2020 og 78 millioner i 2040. Dette er en noe mer konservativ vekst enn det som ligger inne i Avinors prognosemodell.
- ▶ I scenario 1 legges passasjerprognosen fra TØI til grunn for alle årene i verdsettelsesperioden. Dette betyr en nedjustering av antall passasjerer gjennom hele perioden på i snitt ca 10 %. Dette scenarioet vil undervurdere verdien noe ettersom veksten i 2011 og 2012 har vist seg å være høyere enn prognosene fra TØI. Det er likevel inkludert for å se effekten av en lavere passasjervekst enn forventet.

#### Scenario 2

- ▶ I dette scenarioet ser vi på konsekvensen av et kraftig fall i forventet passasjervekst for alle lufthavnene i 2013. Dette innebærer at passasjerveksten er satt til 0 % i 2013, en nedgang på omkring 4 % -poeng, og at antall passasjerer dermed ligger flatt på rundt 46,5 millioner årlig. Fra 2014 er veksten antatt lik som i base case. Dette scenarioet kan sammenlignes med effekten av finanskrisen i 2009.

## Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter, lønnsomhet og investeringer

### Resultat av scenarioanalyse på Avinor konsern

Valgt scenario	EV/EBITDA (FY2011)	EV/EBITDA (LTM2012)	Pris/Bok
Base case	7,1	6,4	1,0
Scenario 1	5,9	5,3	0,7
Scenario 2	6,4	5,7	0,8
Scenario 3	7,8	7,0	1,2
Scenario 4	5,9	5,3	0,7
Scenario 5	8,2	7,4	1,3
Scenario 6	6,2	5,6	0,8

Kilde: Ernst & Young

### Scenario 3

- ▶ I scenario 3 øker vi vekstestimatene for alle lufthavnene i 2013, tilsvarende scenario 2. Dette innebærer en vekst i 2013 på omkring 8 %, og tilsvarer et passasjerantall i 2013 på 50,2 millioner. Fra 2014 er veksten antatt lik som i base case.

### Scenario 4

- ▶ Dette scenarioet antar at lønnsomheten blir lavere enn forventet i årene fremover. Det innebærer at EBITDA-marginen er justert ned med 1,5 % -poeng i hele perioden.

### Scenario 5

- ▶ Dette scenarioet antar at lønnsomheten blir bedre enn forventet i årene fremover. Det innebærer at EBITDA-marginen er justert opp med 1,5 % -poeng i hele perioden.

### Scenario 6

- ▶ I dette scenarioet antas det at investeringene i prognoseperioden har en gjennomsnittlig kostnadsoverskridelse på 5 %. Dette innebærer at totale investeringer i prognoseperioden øker fra NOKm 48 600 til NOKm 51 000.

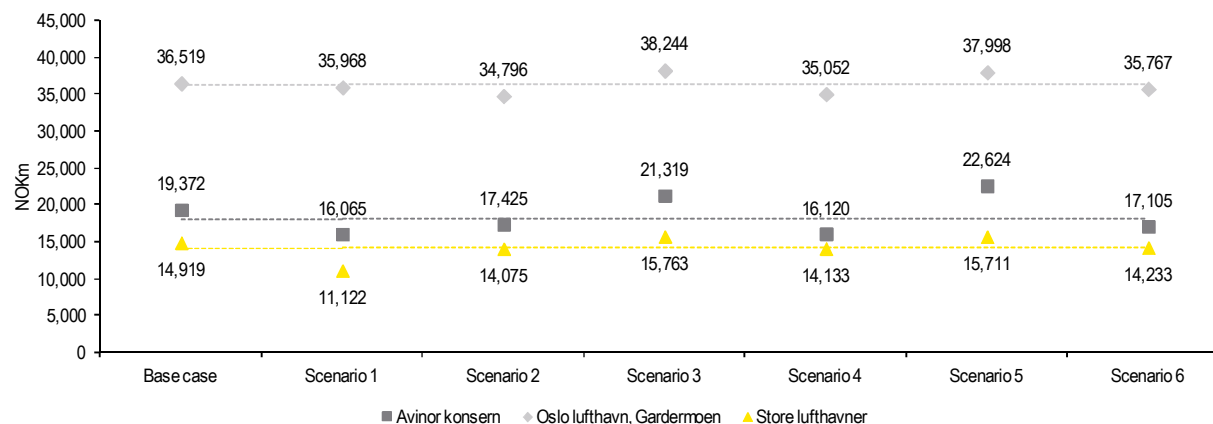
### Scenarioanalysen viser at verdien er følsom ovenfor endringer i de underliggende drivere

- ▶ I grafen på neste side har vi stipulert EV verdien til konsernet, Oslo lufthavn, Gardermoen og Store lufthavner ved de ulike scenarioene.
- ▶ Resultatet viser at verdivurderingen er sensitiv til selv små endringer i underliggende antagelser relatert til både passasjervekst, lønnsomhet 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 utsatt for investeringer som ikke er antatt å være bedriftsøkonomisk lønnsomme, da dette representerer et direkte utlegg uten merinntekt. Dette svekker i neste omgang avkastning på investert kapital og verdien av selskapet.

## Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter, lønnsomhet og investeringer

### Scenarioanalyse inkludert snittbetraktninger

Kilde: Ernst & Young



Uavklarte problemstillinger knyttet til relasjonen mellom Avinor og Forsvaret er *ikke* hensyntatt i verddivurderingen og representerer en vesentlig nedside i forhold til den beregnede verdien

- ▶ Det er uenighet mellom partene om forståelsen av sentrale punkter i samarbeidsavtalen mellom Avinor og Forsvaret. Det pågår et rettslig avtaleskjønn for fastsettelse av kjøpsbeløp eller årlig bruksvederlag for luftfartskritiske arealer som eies av Forsvaret. Det er usikkerhet knyttet til størrelsen på disse vederlagene.
- ▶ Det er i tillegg usikkerhet knyttet til konsekvensene av valg av kampflybase på Ørlandet og fremskutt base på Evenes. Uansett vil dette endre dagens samdrift mellom sivil og militær luftfart i Bodø. Omstruktureringer i Forsvaret vil således ha konsekvenser for Avinors fremtidige drifts- og investeringskostnader.
- ▶ Avgjørelsen i disse sakene kan potensielt medføre vesentlige konsekvenser for verddivurderingen av Avinor. Sentrale punkter inkluderer:
  - Riktig avgrensning av tjenestene/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

## Egenkapitalverdien er sensitiv til endringer i estimater for inntekter, lønnsomhet og investeringer

- ▶ Det endelige utfallet er ikke avklart og følgelig kan det ikke skisseres hvilke konsekvenser dette vil ha på verddivurderingen. Det har likevel blitt antydnet at dette kan bety utbetalinger i milliardklassen for Avinor. Basert på forventet nivå på fremtidige investeringer vil Avinor potensielt måtte tilføres kapital for å kunne gjennomføre slike utbetalinger.

## Vurdering av egenkapitalsituasjonen

### 10. Vurdering av egenkapitalsituasjonen

## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

### Selskapets vedtekter er en begrensende faktor for opptak av nye lån

Konsernet har i dag statslån på NOKm 4 971, obligasjonslån på NOKm 1 250 og banklån på NOKm 4 540. Avdragsprofilen innebærer en årlig nedbetaling på statslånet på NOKm 444, mens obligasjonslånet skal nedbetales i to deler med henholdsvis NOKm 850 i 2014 og NOKm 400 i 2016. Banklånet har en varierende nedbetalingsprofil over hele perioden.

Videre har Avinor inngått en kredittfasilitet på NOKm 2 000 med utløp i 2016.

Den viktigste begrensede faktoren for ny finansiering vil være selskapets vedtekter (sist endret av Samferdselsdepartementet 3. januar 2012). 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 % 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.

Vi har ikke identifisert spesielle selskapsspesifikke hensyn som tilsier at det er nødvendig å opprettholde en egenkapitalandel på minimum 40% fremover. En endring i selskapets vedtekter vedrørende egenkapitalandel vil imidlertid kunne medføre økte finanskostnader dersom långiver krever reforhandling av lånebetingelser.

### Basert på kontantstrømsanalysen brukt i verdivurderingen synes det som om lånebegrensningene i vedtektene vil representere et hinder for å gjennomføre planlagte investeringer

Investeringsplanen for perioden 2013 til 2017 indikerer et investeringsbehov i størrelsesorden NOKm 20 600, mens det totale investeringsbehovet i prognoseperioden er antatt å være NOKm 48 600. Det vises til egen analyse av fremtidig investeringsbehov for en nærmere analyse av dette.

Nedenfor vises utvikling i kontantstrøm og egenkapitalandel basert på følgende forutsetninger:

- Utvikling i driftsresultat er identisk med hovedscenarioet (base case) i verdivurderingen
- Avdragene på statslån og pantelån blir nedbetalt i henhold til nåværende plan
- Utbytte til eier utgjør 50 % av årlig resultat etter skatt
- Det er antatt en minimums likviditetsgrense på NOKm 1 000 tilsvarende Avinors prognosemodell

Basert på forutsetningene som er tatt vil ikke Avinor kunne finansiere investeringene fremover uten å bryte selskapets vedtekter relatert til egenkapitalandel

## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

### Utvikling i kontantstrøm

Valuta: NOKm	YTG12P	FY13B	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
Resultat før skatt	96	1 259	1 020	1 012	898	643	714	878	1 005	1 014	1 016	1 093	1 316	1 590	1 799	2 336
+ avskrivninger	365	1 199	1 194	1 233	1 302	1 646	1 691	1 707	1 784	1 863	1 967	2 035	2 061	2 069	2 076	1 791
- skatt	(2)	(405)	(341)	(228)	(212)	(180)	(20)	(74)	(125)	(177)	(199)	(216)	(258)	(320)	(407)	(473)
= Tilført fra virksomheten	459	2 053	1 873	2 017	1 988	2 110	2 385	2 512	2 663	2 700	2 784	2 912	3 120	3 339	3 468	3 654
+/- Endring varer, fordringer, lev.gjeld	109	(21)	(43)	(41)	(40)	(46)	(47)	(52)	(52)	(48)	(53)	(54)	(57)	(62)	(58)	(61)
+/- Endring øvrige kortsiktige poster	(152)	53	108	104	101	116	119	131	131	122	132	135	144	155	146	152
<b>= (A) K.s. fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>417</b>	<b>2 085</b>	<b>1 939</b>	<b>2 079</b>	<b>2 050</b>	<b>2 180</b>	<b>2 456</b>	<b>2 591</b>	<b>2 742</b>	<b>2 773</b>	<b>2 864</b>	<b>2 993</b>	<b>3 206</b>	<b>3 432</b>	<b>3 556</b>	<b>3 745</b>
- Investeringer i varige driftsmidler	(1 295)	(4 374)	(4 850)	(4 391)	(3 702)	(3 282)	(3 382)	(3 046)	(3 943)	(2 927)	(3 436)	(2 034)	(2 252)	(2 694)	(1 157)	(1 791)
<b>= (B) K.s. fra investeringsaktiviteter</b>	<b>(1 295)</b>	<b>(4 374)</b>	<b>(4 850)</b>	<b>(4 391)</b>	<b>(3 702)</b>	<b>(3 282)</b>	<b>(3 382)</b>	<b>(3 046)</b>	<b>(3 943)</b>	<b>(2 927)</b>	<b>(3 436)</b>	<b>(2 034)</b>	<b>(2 252)</b>	<b>(2 694)</b>	<b>(1 157)</b>	<b>(1 791)</b>
- Nedbetaling av rentebærende gjeld	(245)	(522)	(1 385)	(540)	(1 003)	(665)	(652)	(712)	(772)	(773)	(773)	(579)	(380)	(320)	(324)	(303)
- Utbytte betalt i regnskapsperioden	-	(455)	(453)	(367)	(364)	(323)	(231)	(257)	(316)	(362)	(365)	(366)	(394)	(474)	(572)	(648)
<b>= (C) K.s. fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>(245)</b>	<b>(977)</b>	<b>(1 838)</b>	<b>(907)</b>	<b>(1 368)</b>	<b>(989)</b>	<b>(883)</b>	<b>(969)</b>	<b>(1 088)</b>	<b>(1 134)</b>	<b>(1 138)</b>	<b>(945)</b>	<b>(774)</b>	<b>(794)</b>	<b>(896)</b>	<b>(950)</b>
+/- Endring nye lån	404	3 266	4 749	3 218	3 021	2 091	1 808	1 424	2 289	1 288	1 711	-	(195)	56	-	(2 506)
<b>(A+B+C) Netto likviditetsendring i perioden</b>	<b>(720)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>14</b>	<b>(14)</b>	<b>-</b>	<b>1 503</b>	<b>(1 503)</b>
+ Netto likviditet IB	1 720	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 014	1 000	1 000	2 503
<b>= Netto likviditet UB</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 014</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>2 503</b>	<b>1 000</b>
<b>Nøkkeltall</b>																
Egenkapital / (Egenkapital + lån)	47,4%	42,9%	38,3%	35,7%	34,0%	32,9%	32,4%	32,4%	31,9%	32,1%	32,0%	33,1%	34,5%	35,8%	37,2%	41,4%
Rentebærende gjeld	10 920	13 664	17 028	19 707	21 724	23 150	24 306	25 019	26 536	27 051	27 989	27 409	26 834	26 570	26 246	23 437

Kilde: Ernst & Young

- Som vist i tabellen utgjør bokført egenkapital i prosent av bokført egenkapital og brutto rentebærende lån (egenkapitalandelen) på det laveste 31,9 % i år 2020 i base case. På det maksimale utgjør rentebærende gjeld NOKm 28 000. Analysen inneholder en ekstra buffer ved at det er forutsatt en minimums nettolikviditet på NOK 1 000.
- Resultatet innebærer at selskapet enten må redusere utbyttegraden eller få tilført kapital i perioden for å unngå å bryte kravet til egenkapitalandel. Med de forutsetningene som ligger til grunn må Avinor tilføres minst NOKm 2 800 for å sikre en egenkapitalandel over 40 % i hele perioden. I dette tilfellet vil egenkapitalandelen være 40,3 % i 2020. Ved en tilførsel på NOKm 4 000 vil den laveste egenkapitalandelen bli 43,9 % i 2020.

## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

### Minimum egenkapitalbehov ved ulike utbyttegrader

Utbyttegrad	Minimum egenkapitalbehov (NOKm)
0%	300
10%	700
20%	1 200
30%	1 600
40%	2 200
50%	2 800

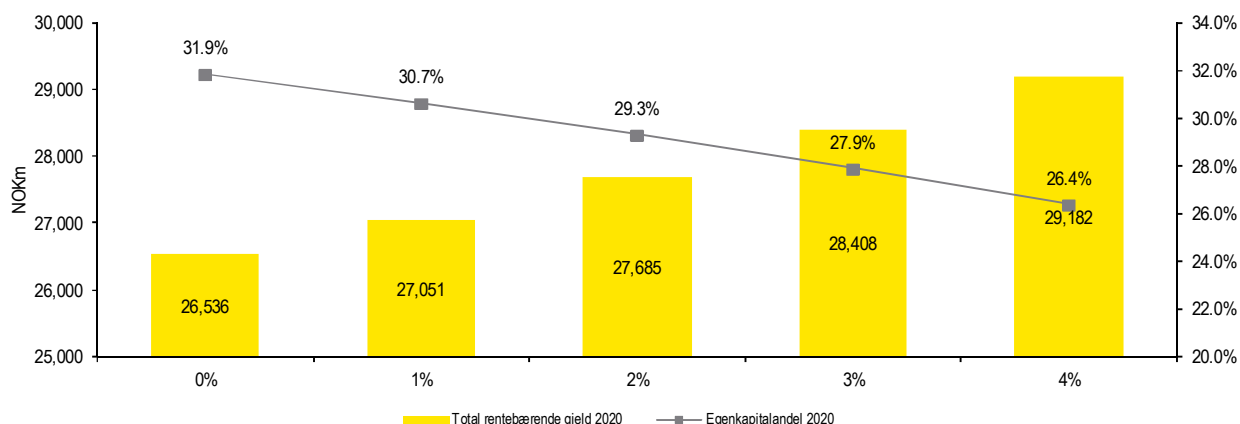
Kilde: Ernst & Young

### Sensitivitet knyttet til rentekostnader

- I grafen nedenfor har vi tatt utgangspunkt i året 2020 ettersom dette er året hvor egenkapitalandelen er lavest, og viser konsekvensen på total rentebærende gjeld og egenkapitalandel dersom man hadde endret rentekostnaden for nye låneopptak for hele perioden 2012-2027.

### Sensitivitet knyttet til rentekostnader

Kilde: Ernst & Young



- Figuren viser at i 2020 vil man måtte låne rundt NOKm 1 250 mer dersom rentekostnadene blir 2 % - poeng høyere enn forutsatt. Egenkapitalandelen i dette tilfellet ville synke fra 32 % til 29 %.

### Sensitivitet knyttet til utbytte

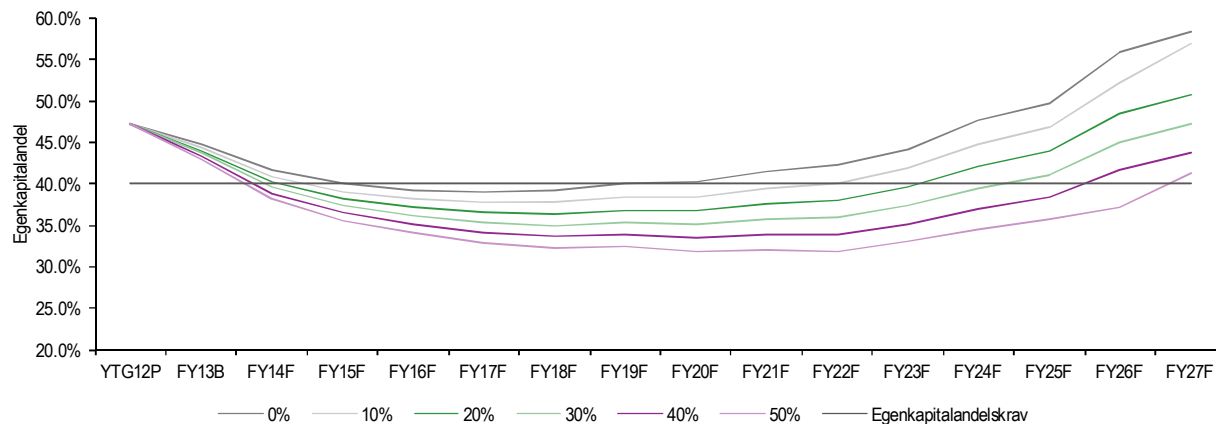
- Figuren øverst på neste side viser utviklingen i egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader. Som figuren viser, vil egenkapitalandelen bryte kravet på 40 % i alle tilfellene.
  - 50 % utbytte er forutsatt i base case i verddivurderingen. I dette tilfellet ligger egenkapitalandelen under 40 % i store deler av prognoseperioden. Med disse forutsetningene må det tilføres minst NOKm 2 500 innen utgangen av 2014 for å unngå at selskapet bryter egenkapitalandelskravet på 40 %. Tilsvarende estimeres dette behovet til NOKm 2 500 i Avinors "Plan for virksomheten 2012-2014". Forskjellen skyldes ulike forutsetningene, spesielt knyttet til lønnsomhet. Selskapets egenkapitalbehov ved ulike utbyttegrader er gjengitt i tabellen til venstre.



## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

Egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader sammenlignet med kravet i henhold til selskapets vedtekter på 40 %

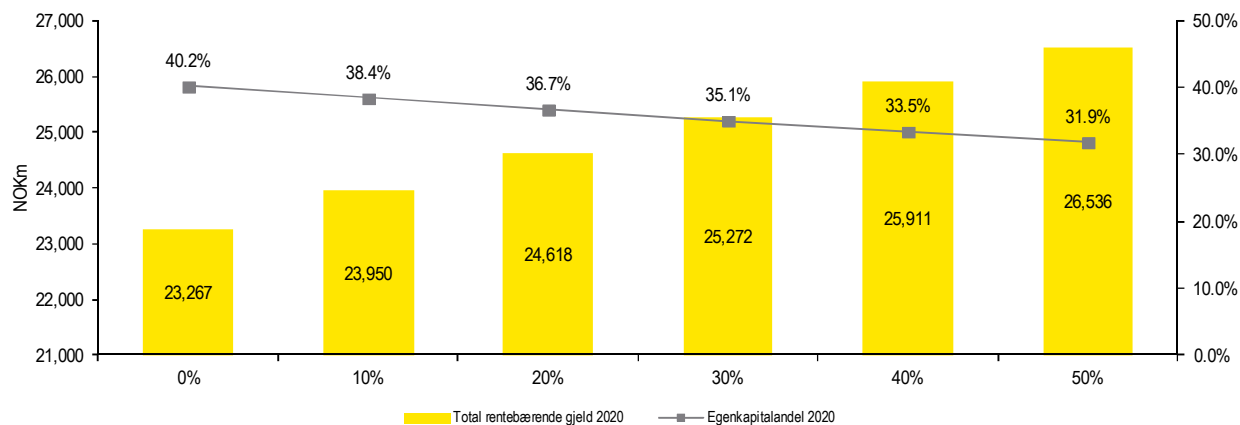
Kilde: Ernst & Young



► Grafen nedenfor viser total rentebærende gjeld og egenkapitalandel i 2020 ved utbyttegrader på henholdsvis 0 %, 10 %, 20 %, 30 %, 40 % og 50 % av resultat etter skatt.

Gjeld og egenkapitalandel ved ulike utbyttegrader

Kilde: Ernst & Young



## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

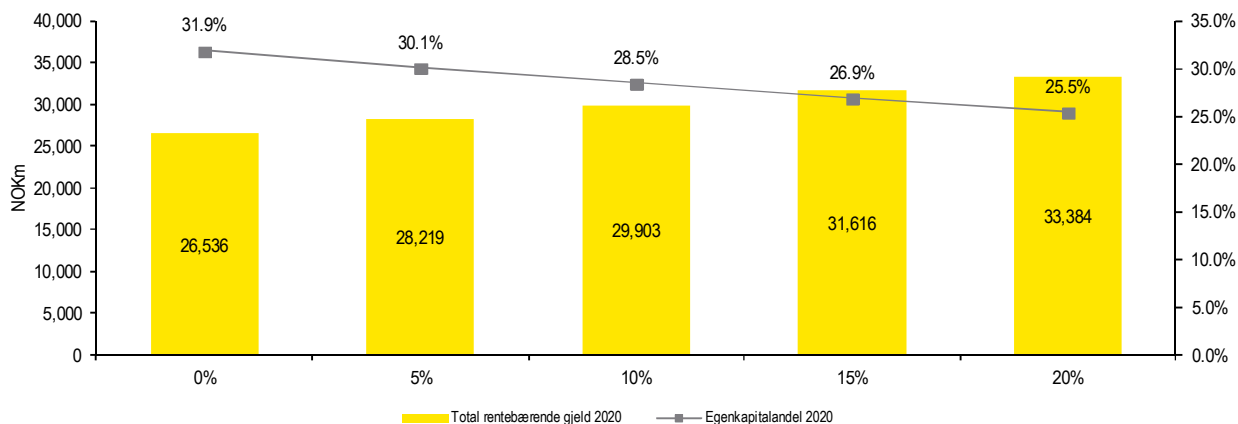
- ▶ Figuren over viser at dersom eier ikke tar ut utbytte vil rentebærende gjeld være NOKm 23 300 i 2020 og egenkapitalandelen vil holde seg over kravet på 40 % i dette året. Dersom utbyttegraden økes til 50 % er vi tilbake til base case hvor rentebærende gjeld er NOKm 26 500 og egenkapitalandelen 32 % i 2020.

### Sensitivitet knyttet overskridelse av investeringer

- ▶ Grafen nedenfor viser total rentebærende gjeld og egenkapitalandel i 2020 ved overskridelse på investeringene i perioden på henholdsvis 0 %, 5 %, 10 %, 15 % og 20 %.
  - Det er i base case ikke forutsatt noen overskridelser
  - Det er antatt at det ikke er behov for nedskrivninger som følge av kostnadsoverskridelsene

### Gjeld og egenkapitalandel ved ulike overskridelser på investeringene

Kilde: Ernst & Young



- ▶ Figuren viser at dersom investeringene overskrides med 10 % vil rentebærende gjeld øke med NOKm 3 400 og egenkapitalandelen reduseres fra 32 % til 28 %.

## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

### Sensitivitet knyttet til rentekostnad, utbytte og investeringer

- ▶ Tabellen på neste side presenterer resultatet av en sensitivitetsanalyse hvor både variablene utbyttegrad (i prosent av årlig resultat etter skatt), økt rentekostnad basert på base case antagelser og overskridelser på investeringer varierer. Det er forutsatt at investeringene ikke er kommersielle, og således ikke vil generere en positiv kontantstrøm de påfølgende år.
- ▶ Selskapets totale rentebærende gjeld i 2020 vil ligge mellom NOKm 23 300 og NOKm 33 400 avhengig av utbyttegrad, investeringsbeløp og rentekostnad. Tilsvarende vil egenkapitalandelen variere mellom 40,2 % og 25,5 %.
- ▶ Med NOKm 2 800 tilført egenkapital i 2013 vil total rentebærende gjeld i 2020 ligge mellom NOKm 19 600 og NOKm 30 000 og egenkapitalandelen variere mellom 49,6 % og 32,9 %. For å opprettholde kravet på 40 % egenkapital i alle deler av sensitivitetsanalysen må det tilføres omkring NOKm 6 000 i egenkapital.

I base case vil ikke Avinor klare å opprettholde en egenkapitalandel over 40 % uten at selskapet tilføres ny kapital. Det er estimert et behov på minimum NOKm 2 800, men behovet vil variere betydelig som følge av endringer i underliggende forutsetninger.

## Basert på forutsetningene i analysen vil Avinor ikke klare å finansiere planlagte investeringer uten å være i brudd med kravet om 40 % egenkapitalandel

### Sensitivitetsanalyse

<i>Rentebærende gjeld 2020</i>		<b>Utbyttegrad</b>					
<b>Overskridelse investeringer</b>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	
0,0%	23 267	23 950	24 618	25 272	25 911	26 536	
5,0%	25 119	25 768	26 402	27 022	27 627	28 219	
10,0%	26 971	27 586	28 186	28 772	29 344	29 903	
15,0%	28 825	29 405	29 972	30 525	31 073	31 616	
20,0%	30 702	31 266	31 816	32 352	32 875	33 384	

<i>Rentebærende gjeld 2020</i>		<b>Utbyttegrad</b>					
<b>Økte rentekostnader</b>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	
0,0%	23 267	23 950	24 618	25 272	25 911	26 536	
1,0%	23 992	24 639	25 268	25 880	26 474	27 051	
2,0%	24 751	25 360	25 967	26 560	27 133	27 685	
3,0%	25 668	26 263	26 834	27 381	27 906	28 408	
4,0%	26 656	27 209	27 734	28 233	28 712	29 182	

<i>Egenkapitalandel 2020</i>		<b>Utbyttegrad</b>					
<b>Overskridelse investeringer</b>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	
0,0%	40,2%	38,4%	36,7%	35,1%	33,5%	31,9%	
5,0%	37,7%	36,1%	34,6%	33,1%	31,6%	30,1%	
10,0%	35,4%	34,0%	32,6%	31,2%	29,8%	28,5%	
15,0%	33,3%	32,0%	30,7%	29,4%	28,2%	26,9%	
20,0%	31,3%	30,0%	28,8%	27,7%	26,6%	25,5%	

<i>Egenkapitalandel 2020</i>		<b>Utbyttegrad</b>					
<b>Økte rentekostnader</b>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	
0,0%	40,2%	38,4%	36,7%	35,1%	33,5%	31,9%	
1,0%	38,4%	36,8%	35,2%	33,6%	32,1%	30,7%	
2,0%	36,6%	35,0%	33,5%	32,1%	30,7%	29,3%	
3,0%	34,5%	33,1%	31,7%	30,4%	29,1%	27,9%	
4,0%	32,4%	31,1%	29,8%	28,7%	27,5%	26,4%	

Kilde: Ernst & Young

## Vedlegg

---

11. Vedlegg A: Beskrivelse av sammenlignbare selskaper
12. Vedlegg B: Betaberegning
13. Vedlegg C: Kildehenvisning

## Vedlegg A: 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 Vosslau 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 byen Wien (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 (31 %), 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. I tillegg eier byen Zurich sitt pensjonsfond 5 %.

### 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 52 % av selskapet.

## Vedlegg B: Betaberegning

### Betaberegning Lufthavntjenester

Sammenlignbare selskaper Lufthavntjenester	Levered Beta (5 yr monthly)	Net interest bearing debt	Market cap. equity	Debt/ Equity	Unlevered Beta (5 yr monthly)	Relevered Beta (5 yr monthly)
Sydney Airport Holdings Limited	0.7	6,498	6,540	1.0	0.4	0.7
Airports of Thailand Public Company Limited	0.8	1,873	3,818	0.5	0.6	1.1
Københavns Lufthavne A/S	1.0	682	2,768	0.2	0.9	1.5
Flughafen Zuerich AG	0.9	1,395	2,626	0.5	0.7	1.2
Beijing Capital International Airport Company Limited	1.1	2,518	2,828	0.9	0.7	1.2
Auckland International Airport Ltd.	0.4	917	2,912	0.3	0.3	0.6
Fraport AG	0.9	5,743	5,401	1.1	0.5	0.9
Flughafen Wien AG	1.1	1,050	951	1.1	0.6	1.0
Shanghai International Airport Co., Ltd.	0.8	395	3,579	0.1	0.7	1.3
Shenzhen Airport Co., Ltd.	0.7	311	1,021	0.3	0.5	0.9
SATS Ltd.	0.9	128	2,538	0.1	0.9	1.5
Malaysia Airports Holdings Bhd	0.7	875	2,307	0.4	0.6	1.0
Aeroporto di Firenze SpA ADF	0.7	22	120	0.2	0.6	1.1
Celebi Hava Servisi AS	0.5	174	277	0.6	0.3	0.6
Hainan Meilan International Airport Company Limited	1.1	196	302	0.7	0.8	1.3
Japan Airport Terminal Co., Ltd.	1.4	819	896	0.9	0.9	1.5
Grupo Aeroportuario del Sureste, SAB de CV	0.5	38	2,897	0.0	0.5	0.8
Guangzhou Baiyun International Airport Co. Ltd.	1.2	180	1,227	0.1	1.1	1.8
Gemina SpA	1.3	1,718	1,408	1.2	0.7	1.2
Save SpA	1.1	137	489	0.3	0.9	1.5
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0.9</b>	<b>1,283</b>	<b>2,245</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>

Kilde: Ernst & Young, Capital IQ, Bloomberg

## Vedlegg B: Betaberegning

### Betaberegning Flysikringstjenester

Sammenlignbare selskaper Flysikringstjenester	Levered Beta (5 yr monthly)	Net interest bearing debt	Market cap. equity	Debt/ Equity	Unlevered Beta (5 yr monthly)	Relevered Beta (5 yr monthly)
Sydney Airport Holdings Limited	0.8	6,090	3,904	1.6	0.4	0.6
Airports of Thailand Public Company Limited	0.4	-	2,055	-	0.4	0.7
Københavns Lufthavne A/S	1.0	39,482	34,284	1.2	0.5	0.9
Flughafen Zuerich AG	0.8	26,515	9,037	2.9	0.2	0.4
Beijing Capital International Airport Company Limited	0.9	76,123	33,554	2.3	0.3	0.6
Auckland International Airport Ltd.	0.7	2	845	0.0	0.7	1.2
Fraport AG	0.6	8,858	10,877	0.8	0.4	0.7
Flughafen Wien AG	0.9	16,400	21,291	0.8	0.6	1.0
Shanghai International Airport Co., Ltd.	0.5	48	1,442	0.0	0.5	0.9
Shenzhen Airport Co., Ltd.	0.7	2,560	2,526	1.0	0.4	0.7
SATS Ltd.	0.9	11,406	15,530	0.7	0.6	1.0
Malaysia Airports Holdings Bhd	0.9	1,943	1,566	1.2	0.5	0.8
Aeroporto di Firenze SpA ADF	1.0	43,277	30,503	1.4	0.5	0.8
Celebi Hava Servisi AS	0.5	2	2,674	0.0	0.5	0.9
Hainan Meilan International Airport Company Limited	1.1	6,536	1,240	5.3	0.2	0.4
Japan Airport Terminal Co., Ltd.	0.5	655	783	0.8	0.3	0.6
Grupo Aeroportuario del Sureste, SAB de CV	0.4	89	210	0.4	0.3	0.6
Guangzhou Baiyun International Airport Co. Ltd.	0.6	9,987	21,041	0.5	0.4	0.7
Gemina SpA	0.5	1	31	0.0	0.4	0.8
Save SpA	0.9	536	7,429	0.1	0.9	1.5
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0.7</b>	<b>12,526</b>	<b>10,041</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>

Kilde: Ernst & Young, Capital IQ, Bloomberg



## Vedlegg C: Kildehenvisninger

### Kildehenvisning

Generell informasjon vedrørende virksomheten og industrien

- ▶ Konkurransesgrunnlag, Åpen anbudskonkurranse, Verdivurdering av Avinor AS
- ▶ Vedtekter for Avinor AS (Sist endret 3. januar 2012)
- ▶ 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
- ▶ Avinors prognosemodell: "Kopi av Verdivurderingsmodell 2011 BASE CASE STYRET august.xlsm"
- ▶ Forskrift om avgifter vedrørende statens luftfartsanlegg og –tjenester (Takstregulativet)
- ▶ Plan for virksomheten 2012-2014 (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.meld. nr. 48 (2008-2009) Om verksemda i Avinor AS
- ▶ 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 2012
  - St.prp. nr. 1 (2011-2012) for Budsjettåret 2012.
- ▶ Konsernpolicy og retningslinjer for investeringer (Versjon 1.1)
- ▶ Nasjonal transportplan – Sektorplan for Avinor – Perspektiver mot 2040
- ▶ Avinor – Sikker og effektiv luftfart
- ▶ Transportøkonomisk Institutt – "Reisevaner med fly 2011
- ▶ Diverse artikler på norske nettsider om luftfarten

## Vedlegg C: Kildehenvisninger

### Internettsider

- ▶ [www.avinor.no](http://www.avinor.no)
- ▶ [www.sas.no](http://www.sas.no)
- ▶ [www.norwegian.no](http://www.norwegian.no)
- ▶ [www.cph.dk](http://www.cph.dk)
- ▶ [www.viennaairport.com](http://www.viennaairport.com)
- ▶ [www.fraport.de](http://www.fraport.de)
- ▶ [www.aeroportsdeparis.fr](http://www.aeroportsdeparis.fr)
- ▶ [www.zurich-airport.com](http://www.zurich-airport.com)
- ▶ [www.macquarie.com.au](http://www.macquarie.com.au)
- ▶ [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat)
- ▶ Bloomberg
- ▶ Capital IQ

### Informasjon relatert til avkastningsmål og kredittvurdering

- ▶ Erik Mamelund – Profesjonell skjønnsutøvelse knyttet til virkelig verdi og andre usikre regnskapsestimater i IFRS, Praktisk økonomi & finans nr 2/2008
- ▶ Frøystein Gjesdal og Thore Johnsen - Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 1999