



Værdiansættelse af TDC

- med redegørelse for brug af begrebsrammen

HDR afgangsprøjet

Skrevet af Martin Holm

Vejleder: Jens O. Elling

Afleveret d. 11-05-2015

1. INDLEDNING.....	4
2. PROBLEMFORMULERING:.....	4
3. METODE	5
3.1. STRUKTUR	5
3.2. AFGRÆNSNING	7
3.3. KILDEKRITIK	8
3.3.1. Validitet	8
3.3.2. Reliabilitet	8
4. VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE	9
4.1 TDCs HISTORIE.....	9
4.2. ORGANISATION	10
4.2.1. Consumer.....	10
4.2.2. Business	11
4.2.3. Channels	11
4.2.4. Operations.....	11
4.2.5. Nordic & Wholesale.....	12
4.3. PRODUKTER.....	12
4.3.1. Mobiltjenester	12
4.3.2. TV.....	12
4.3.3. Internet og netværk.....	13
4.3.4. Fastnet.....	13
4.3.5. Øvrige tjenester	13
5. DEL 1 - BEGREBSRAMMEN	14
5.1. BEGREBSRAMMEN GENERELT	14
5.2. BEGREBSRAMMEN I TDCs ÅRSRAPPORT	17
5.2.1. Brugernes informationsbehov	18
5.2.2. Kvalitative egenskaber	20
5.2.3. Definition af elementer.....	23
5.2.4. Indregning og måling	24
5.2.5. Klassifikation og præsentation.....	29
5.3. KONKLUSION BEGREBSRAMMEN.....	29
6. DEL 2 - VÆRDIANSÆTTELSE	30
6.1. STRATEGISK ANALYSE	30
6.1.1. PEST	30
6.1.2. Porters five forces.....	34
6.1.3. Værdikæden	37
6.1.4. Konklusion strategisk analyse	39
6.2. REGNSKABSANALYSE.....	40
6.2.1. Reformuleringer	40
6.2.2. Rentabilitetsanalyse	45
6.2.3. Historisk udvikling i omsætning.....	48
6.2.4. Konklusion regnskabsanalyse.....	51
6.3. SWOT	52
6.4. BUDGETTERING OG VÆRDIRIVERE	52
6.4.1. Budgetperiode	52
6.4.2. Fastlæggelse af værdidrivere	53
6.4.3. Fastlæggelse af WACC.....	57

6.4.4. Konklusion regnskabsanalyse	63
6.5. VÆRDIANSÆTTELSE	63
6.5.1. Valg af værdiansættelsesmodel	63
6.5.2. Værdiansættelse efter RIDO	65
6.5.3. Følsomhedsanalyse	66
6.6. KONKLUSION VÆRDIANSÆTTELSE	67
7. LITTERATURLISTE.....	69
8. BILAGSOVERSIGT.....	72

1. Indledning

TDC er den markant største spiller på det danske kommunikations- og underholdningsmarked, med markedsandelene 40 %, 54 %, 58 % og 67 % på henholdsvis mobil, TV, bredbånd og fast-nettelefoni markederne¹. Med divisioner i både Norge og Sverige dækker TDC stort set hele Skandinavien og med opkøbet af Get² satser TDC stort på at vende den nedadgående kurve med faldende omsætning.

TDC har efter frasalget af deres ikke-skandinaviske forretningsområder fokuseret på det skandinaviske marked og med købet af Get forventer de at igen blive en vækst virksomhed.

Når der laves en værdiansættelse benyttes årsrapporten fra virksomheden og kommunikationen heri er væsentlig for interessenterne og den efterfølgende værdiansættelse. TDC aflægger årsrapport efter IFRS da de er en børsnoteret virksomhed og derfor skal deres årsrapport også udarbejdes efter reglerne heri.

Jeg synes det kunne være interessant at undersøge værdien af TDC for at se om de kan vurderes som en god investering og derudover undersøge hvordan TDCs årsrapport er bygget op for at videregive informationer bedst muligt..

2. Problemformulering:

Ud fra indledningen har jeg følgende problemformulering som jeg vil forsøge at besvare i min opgave:

1. *Hvordan er begrebsrammens 5 niveauer indarbejdet i TDCs årsrapport?*
2. *Hvad er værdien af TDC pr. 31.12.2014? Herunder:*
 - 2.1. *Hvilken strategisk position har TDC?*
 - 2.2. *Hvordan er TDCs økonomiske udvikling?*

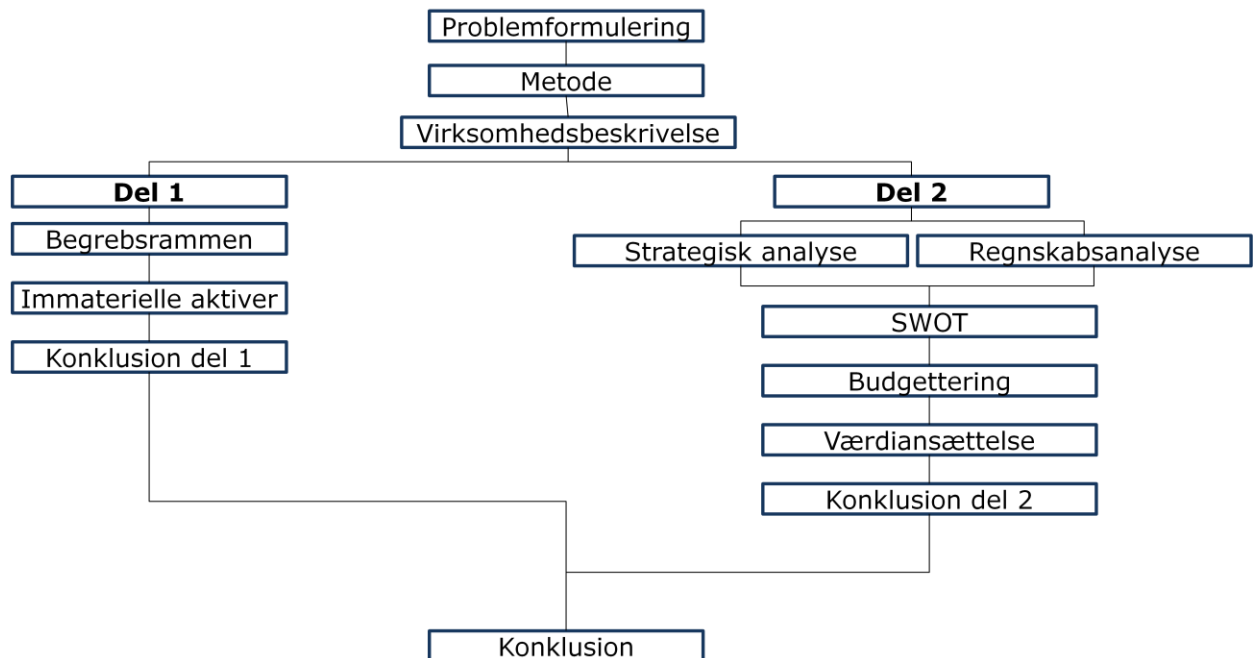
¹ TDC Årsrapport 2014

² http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/290714/tdc_opkoeber_norsk_selskab_i_kaempe_milliardhandel.html

3. Metode

3.1. Struktur

Opgaven er opdelt i 2 afsnit



3.1.1. Begrebsrammen

Indledningsvis beskrives begrebsrammen og de 5 niveauer den indeholder, for derefter at redegøre for hvorledes TDCs årsrapport er udarbejdet med henblik på de retningslinjer som begrebsrammen udsteder. Begrebsrammen i ÅRL er fra 2001 og stammer fra IASB begrebsramme fra 1989, den kan betragtes som "grundloven" for den eksterne rapportering vi har i dag.³ Dette kan hjælpe til identifikation af værdi-drivere som ikke umiddelbart fremgår af selve regnskabet.

3.1.2. Immaterielle aktiver

I dette afsnit behandles TDCs håndtering af immaterielle aktiver med udgangspunkt i begrebsrammen ovenfor, med særlig fokus på niveau 4. Jeg vil gennemgå det teoretiske grundlag bag behandlingen af immaterielle aktiver samt redegøre for TDCs håndtering af disse. Da TDC aflægger regnskab efter IFRS⁴ vil jeg tage udgangspunkt i IAS⁵ 38.

³ Jens O. Elling – Finansiell rapportering s. 196

⁴ International Financial Reporting Standards

3.1.3. Strategisk analyse

I den strategiske del af opgaven vil jeg fokusere på at identificere de faktorer som kan påvirke TDC og deres markedsposition. Jeg vil her lægge ud med at benytte PEST-modellen som bruges til at analysere de eksterne politiske, økonomiske, sociale og teknologiske faktorer som påvirker TDC.

Her efter benyttes Porters five forces som analyserer TDC på brancheniveau ved at undersøge 5 punkter:

- Kundernes forhandlingsstyrke
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Trusler fra substituerende produkter
- Adgangsbarriererne på markedet
- Konkurrenceintensitet

Det har vist sig nødvendigt at opdele PEST og Porters five forces på produktsegmenter (fastnet-telefoni, mobiltelefoni, internet og TV) da der er stor forskel på de faktorer der påvirker fra produkt til produkt.

Som afslutning på den strategiske analyse vil jeg benytte værdikæden som bruges til at identificere TDCs kernekompetencer.

3.1.4. Regnskabsanalyse

Under regnskabsanalysen vil jeg reformulere egenkapitalopgørelsen, resultatopgørelsen og balancen fra 2010-2014. Dette gøres for at adskille drift fra finansiering og derved gøre regnskabet mere brugbart til analytiske formål og til at udregne nøgletal der bruges som finansielle værdidrivere.

3.1.5. SWOT

SWOT benyttes til at opsamle de vigtigste konklusioner fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen. De organiseres efter betegnelserne styrker, svagheder, muligheder og trusler.

⁵ International Accounting Standards

3.1.6. Budgettering

Med sammenfatningen af regnskabs- og strategianalysen samt de værdidrivere der er blevet identificeret vil jeg nu budgettere de næstkommende regnskabsår indtil det vurderes at TDC når steady state. WACC⁶ udregnes også herunder.

3.1.7. Værdiansættelse

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i det fastlagte budget, hvor de indirekte modeller residualindkomstmodellen (RIDO) eller cash flow modellen (DCF) kan benyttes. De 2 modeller giver samme resultat, med forskellige udregningsmetoder. Jeg har valgt at benytte mig af RIDO i denne opgave, argumentation til metodevalg fremgår af værdiansættelsesafsnittet.

Ingen kan spå fremtiden og derfor vil der være en vis usikkerhed i værdiansættelsen, jeg vil derfor opstille forskellige scenarier der tager udgangspunkt i ændringer i væsentlige værdi-drivere.

3.2. Afgrænsning

Denne opgave er udarbejdet som ekstern analytiker, dvs. at alle informationer som er benyttet ligger offentligt tilgængelige. Det være sig lærebøger, artikler og årsrapporter.

Der ses på TDC som en samlet koncern og der vil ikke blive foretaget analyser på enkelte virksomheder. Telia og Telenors regnskaber reformuleres ikke da de blot skal bruges som indikator i sammenligningen med TDC.

Jeg vil i denne opgave ikke gå i nærmere analyse af behandlingen af henholdsvis afledte finansielle instrumenter, immaterielle aktiver, pensionsforpligtelser eller skat, men blot redegøre for disse.

Da TDC primært opererer på det danske marked og størstedelen af aktiviteterne ligger her vil den strategiske analyse kun tage udgangspunkt i det danske marked.

Der tages udgangspunkt i TDCs aktiekurs pr. 31.12.2014, hændelser herefter vil ikke blive vurderet i selve opgaven.

⁶ Weighted average capital cost

3.3. Kildekritik

Kilderne benyttet i denne opgave er artikler, udgivelser, lærebøger samt årsrapporter, før disse er blevet benyttet er de blevet vurderet ud fra 2 kriterier⁷:

- Validitet
- Reliabilitet

3.3.1. Validitet

I ordet validitet ligger gyldighed og relevans. Gyldigheden i denne opgave er sikret ved at bruge anerkendte kilder som dagligt beskæftiger sig med emner indenfor det område opgaven omhandler. Relevansen skal sikre at teori og empiri understøtter vores problemformulering, hvilket jeg mener at det gør.

3.3.2. Reliabilitet

Reliabiliteten bruges til at sikre at resultatet af undersøgelsen ikke kan påvirkes af tilfældigheder. Under del 1 er reliabiliteten meget høj da den tager udgangspunkt i en vedtaget lov og derfor burde en undersøgelse foretaget af en anden person komme frem til samme resultat. I del 2 er reliabiliteten derimod lav – på trods af at jeg har forsøgt at være så subjektiv som muligt vil empiri og budgettering blive opfattet forskelligt og derfor vil vi ikke være sikre på at få samme resultat hvis en anden person foretog en værdiansættelse af TDC.

⁷ Den skinbarlige virkelighed – s. 83

4. Virksomhedsbeskrivelse

4.1 TDCs historie

I 1876 tog Alexander Graham Bell patent på telefonen⁸ og herefter tog danskerne hurtigt opfindelsen til sig. Den første telefoncentral i Danmark blev oprettet d. 15. januar 1881 og havde kun 22 abonnenter tilknyttet, centralen var ejet af det amerikanske telefonselskab Bell.

I 1882 blev det første danske telefonselskab – Københavns Telefon-Aktieselskab (KTAS) – dannet. Dette fik danskernes lyst til at tale sammen til at stige markant og i 1900 havde de 25.000 telefonikunder i Danmark. Op til 1950 blev der dannet teleselskaber overalt i Danmark som var organiseret under regionale selskaber, de regionale selskaber var KTAS, Jydsk Telefon og Fyns kommunale Telefonselskab.

D. 14. november 1990 vedtog Folketinget en lov der skulle danne grundlag for et fælles landsdækkende telefonselskab i Danmark⁹. Tele Danmark blev stiftet og fungerede som moderselskab for de regionale selskaber. Årsagen til stiftelsen af det nationale selskab var at regeringen ville skabe et selskab der kunne konkurrere med de internationale telefonvirksomheder.

I 1994 blev Tele Danmark introduceret på børsen, hvilket ledte til en af de største aktieemissioner i verden der indbragte Tele Danmark hele 19,3 mia. DKK – Tele Danmark var altså nu på vej til at blive privatiseret. Tele Danmark havde indtil i 1996 monopol på det danske marked, men markedet er blevet liberaliseret og nye konkurrenter kan trænge ind.

I 1997 indgik Tele Danmark et strategisk samarbejde med Ameritech som er et amerikansk telefonselskab. Ameritech ejede efter indgåelsen af samarbejdet ca. 42 % af aktierne i Tele Danmark. I januar 1996 blev resten af statens aktier overdraget til Tele Danmark, hvorefter de var fuldt ud privatiseret, derudover indgik Ameritech i et samarbejde med et andet amerikansk selskab SBC.

I 2000 skiftede Tele Danmark navn til deres nuværende navn TDC, som står for Tele Danmarks Communications, målet med navneændringen var at øge kundefokus og skabe større gennem-

⁸ <http://www.business.dk/digital/telefonens-opfinder-huggede-ideen>

⁹ http://om.tdc.dk/publish.php?dogtag=o_profil_hist

sigtighed. I 2004 solgte SBC sine aktier i TDC og i 2005 blev 87,9 % af aktierne i TDC købt af NTC som er et samarbejde mellem 5 kapitalfonde.

NTC plan var at opnå en ejerandel på 90 %, hvorved de kunne afnotere TDC. Dette lykkedes ikke da blandt andet ATP ikke ville sælge sin ejerandel. NTC solgte i 2010 28,8 % af sine aktier i TDC og frem til 2013 solgte de løbende ud af deres ejerandel, hvor de i april 2013 solgte deres sidste aktier i TDC.

4.2. Organisation

TDC har løbende undergået organisationsændringer og senest er samtlige datterselskaber blevet samlet under et selskab, der nu er funktionsopdelt:



TDCs organisation, kilde: <http://i6.c.dk/pics/6/0/3/83306/org.png>

4.2.1. Consumer

Consumer leverer telekommunikationsløsninger og betalings-tv til det private segment i Danmark og i 2014 stod Consumer for ca. 51 % af den rapporterede omsætning i TDC Group. Under

Consumer hører TDC, YouSee, Fullrate, Telmore som er de 4 store brands der sælger de traditionelle produkter, fastnettelefoni, mobiltelefoni, bredbånd og TV. TDC har udover de klassiske produkter også lanceret nye tjenester så som Blockbuster¹⁰ der er en online filmudlejningstjeneste og betting- og kasino¹¹, for at forsøge at trænge ind på vækstområder.

4.2.2. Business

Business står for al levering af kommunikationsløsninger til erhvervskunder i Danmark og stod for 27 % af omsætningen i TDC Group i 2014. Under Business ligger TDC, Hosting og NetDesign, hvor TDC står for de traditionelle løsninger så som fastnettelefoni, mobiltelefoni og bredbånd, mens TDC Hosting og NetDesign leverer systemintegrationer og netværksløsninger.

4.2.3. Channels

Under Channels er samtlige kundevendte funktioner samlet, det gælder både kundeservice/fejlservice, online og butik. Channels er hovedsageligt et cost-center og bidrager derfor ikke med væsentlig omsætning. Fordelen ved at have samlet alle kundevendte funktioner i stedet for at lade hvert brand have sin egen kundeserviceafdeling er at organisationen bliver væsentligt mere fleksibel og bedre kan planlægge deres drift. Det er kun Fullrate, som stadig har sin egen kundeserviceafdeling, ellers er både TDC, YouSee og Telmores organiseret under Channels. TDC er, for at øge fleksibiliteten, begyndt at outsource dele af deres kundeservice til eksterne leverandører¹².

4.2.4. Operations

Operations står for alle aktiviteter der har med den daglige drift at gøre, det være sig IT, indkøb, produktstyring, installation og netværk. Samtlige teknikere er organiseret under Operations og driften af TDC massive netværk styres her. Operations er ligesom Channels hovedsageligt et cost-center, som sammen med Channels også er de største personalemæssige enheder i TDC

¹⁰ <http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/ECE2319548/tdc-forsoeger-sig-med-ny-blockbuster-tjeneste/>

¹¹ <http://presse.tdc.dk/pressemeddelelser/ny-dansk-spiludbyder-i-luften-i-dag-968460>

¹² <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2359099/tdc-gennemfoerer-kaempe-outsourcing-af-800-ansatte/>

Group. Ved udgangen af 2014 var der ansat 5.186 FTE'er¹³ i Channels og Operations ud af 8.594 i hele TDC Group.

4.2.5. Nordic & Wholesale

Under Nordic ligger TDC Norway, Get og TDC Sweden, sammen med Wholesale stod de for 23 % af omsætningen i TDC Group i 2014. TDC Norway leverer kommunikationsløsninger til erhvervsvirksomheder i Norge på deres eget fastnetværk, hvorimod de operer som MVNO på mobilmarkedet. Det vil sige at de lejer sig ind på andres netværk ligesom mindre operatører kan gøre på TDCs netværk i Danmark. Get leverer TV og bredbåndsløsninger på privat markedet, TDC har købt Get for 12,5 mia. i slutningen af 2014. TDC Sweden leverer samme løsninger som Norway, bare i Sverige.

4.3. Produkter

Jeg vil her kort præsentere de produkter TDC Group sælger, årsager til udviklingen vil jeg gennemgå senere i opgaven under værdiansættelsen.

4.3.1. Mobiltjenester

TDC er markedsleder på mobiltelefonimarkedet med næsten dobbelt så stor markedsandel som Telenor(24 %¹⁴), dog er TDC fra 2013 til 2014 gået fra en markedsandel på 43 % til 40%. Mobiltjenester stod i 2014 for 22 % af omsætningen i TDC, hvilket dog var et fald på 8,2 % fra 2013. Telmore, som kun sælger mobiltelefoni har i 2014 lanceret deres nye produkt Telmore Play¹⁵, hvor de prøver at redefinere markedet fra kun at fokusere på data, fri tale/sms osv. til at fokusere på indhold.

4.3.2. TV

TDC Group er markedsleder på Tv-markedet med en markedsandel på 54 % og TV stod for 18 % af omsætningen i 2014. TDC, YouSee og Fullrate tilbyder TV, hvor Fullrate henvender sig til det mere prisfølsomme segment og YouSee forsøger at henvende sig til det segment som ønsker valgfrihed. Fullrate og TDC benytter sig af kobbernetværket og fibernetværket der er lagt i hele Danmark, mens YouSee benytter sig af Coax-netværket og fibernettet, på den måde dækker

¹³ Full-time equivalents.

¹⁴ TDC årsrapport 2014

¹⁵ <http://www.flatpanels.dk/nyhed.php?subaction=showfull&id=1402564510>

TDC Group flest mulige segmenter, både kundetypemæssigt og geografisk. Derudover har TDC lanceret Blockbuster som skal fungere som alternativ til det normale flow-tv.

4.3.3. Internet og netværk

TDC Group er markedsleder på bredbåndsmarkedet med en markedsandel på 58 % og bredbånd stod for 23 % af omsætningen i 2014. Igen tilbyder både TDC, YouSee og Fullrate bredbånd på de samme netværkstyper som nævnt under TV. Derudover bidrager Erhverv og Wholesale også til omsætningen på dette punkt. TDC investerer hvert år massivt i deres netværk for at kunne holde trit med kundernes efterspørgsel på internethastigheder.

4.3.4. Fastnet

TDC er den massivt største spiller på fastnet-markedet hvilket hænger sammen med det tidligere monopol på dette område. Med en markedsandel på 67 % og 9 % af konkurrenterne som benytter TDC netværk er der ikke plads til mange andre udbydere. Dog er fastnetmarkedet presset, hvilket den faldende omsætning i TDC Group også bevidner om. Modsat de andre produkter er Erhverv den enhed som bidrager med mest omsætning på dette område.

4.3.5. Øvrige tjenester

Øvrige tjenester består af salg af mobilterminaler uden tilskud, NetDesign og Bet25. Samlet set står disse områder for 9 % af den samlede omsætning i TDC Group. NetDesign står for rådgivning om implementering af kommunikationsløsninger i virksomheder, mens Bet25 er en betingstjeneste.

5. Del 1 - begrebsrammen

I dette afsnit vil jeg kort gennemgå begrebsrammen og dens 5 niveauer, hvorefter jeg vil redegøre for hvordan TDC har indarbejdet begrebsrammen i deres årsrapport.

5.1. Begrebsrammen generelt

TDC aflægges årsrapport efter IFRS hvor IAS 1 definerer hvorledes regnskabet skal præsenteres, hvor et fuldstændigt regnskab indeholder:

- Totalindkomstopgørelse
- Balance
- Egenkapitalopgørelse
- Pengestrømsopgørelse
- Noter og anvendt regnskabspraksis

Den største forskel mellem IFRS og ÅRL i denne sammenhæng er at ledelsesberetningen ikke er en del af regnskabet i IFRS, de informationer som normalvis ville blive præsenteret i ledelsesberetningen skal i stedet fremgå af noterne eller de øvrige elementer i regnskabet¹⁶. Men da TDC aflægges regnskab i Danmark vil de stadig være reguleret af ÅRL som stiller krav til både ledelsespåtegning, ledelsesberetning og de supplerende beretninger¹⁷.

Begrebsrammens formål er at:

- Vejlede lovgivere og standardsættere.
- Danne en referenceramme for de forhold som ikke allerede er reguleret af lovgivning eller standarder.
- Forøge sammenligneligheden mellem regnskaber.
- Modvirke at enkeltpersoner kan præge årsrapporten alt efter egne interesser.
- Reducere analyseomkostningerne ved løsning af spørgsmål.
- Forøge forståelsen og tilliden hos regnskabsbrugere¹⁸.

¹⁶ Deloitte IFRS bog s. 122

¹⁷ Deloitte IFRS bog bilag E

¹⁸ Jens O. Elling – Finansiell rapportering s. 196

Og derved give det mest retvisende billede af virksomhedens situation.

Dette er gjort ved at strukturere begrebsrammen i 5 niveauer:

1. Brugernes informationsbehov
2. Kvalitative egenskaber
3. Definition og elementer
4. Indregning og måling
5. Klassifikation og præsentation

Jeg vil herunder kort gennemgå niveauerne hvorefter jeg vil redegøre for indarbejdelsen af dem i TDCs årsrapport.

5.1.1. Brugernes informationsbehov

Før en årsrapport udarbejdes er det ekstremt vigtigt at kende brugerne af årsrapporten og informationerne de har behov for, hvilket understøttes i ÅRL§12¹⁹. Dette for at give det mest retvisende billede. Brugere af årsrapporten kan kort beskrives som virksomhedens interessenter og kan fx bestå af:

- Investorer
- Leverandører
- Långivere (banker etc.)
- Medarbejdere
- Kunder
- Offentlige myndigheder

Det pointeres at ovenstående ikke kan anses som værende samtlige interessenter, men blot er et eksempel på interessenterne i en virksomhed.

Alle interessenternes behov for informationer skal søges at blive dækket via årsrapporten, dog bliver der i IAS 1 ikke taget hensyn til enkelte interessenters informationsbehov. Det antages at regnskabsbrugerne primært er investorer, som også vægtes højst da det er disse som lægger

¹⁹ <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=158560>

risikovillig kapital til rådighed og hvis deres informationsbehov er dækket vil samtlige andre interessenter også have deres behov dækket²⁰. Det forventes dog ikke at samtlige regnskabsbrugere besidder ekspertviden og derfor kan det i nogle tilfælde være nødvendigt at dele årsrapporten op.

5.1.2. Kvalitative egenskaber

De 2 fundamentale begreber der kigges på når vi snakker om kvalitative egenskaber er *relevans* og *validitet*. Kravene fremgår eksplicit af ÅRL§12, stk. 3.

Relevans skal forstås ved "*at informationen er i stand til at gøre en forskel for brugernes beslutninger vedrørende ressourceallokering*"²¹. Den relevante information skal enten have en prognoseværdi, altså hjælpe interessenter med at træffe beslutninger baseret på fremtidige skøn, eller en bekræftelsesværdi, forstået på den måde at informationen bekræfter interessenterne i om deres tidligere prognoser var korrekte eller ej.

Validitet skal forstås ved "*substansen af de underliggende økonomiske fænomener gengives i den finansielle rapportering fuldstændig, neutral og fejlfri*"²². Det vil altså sige at hvis validiteten skal sikres skal informationen der gives være et troværdigt billede af de økonomiske situationer den skal repræsentere. Validiteten opnås ved at rapporteringen er:

- Fuldstændig – alle informationer som er nødvendige for at træffe beslutninger er med.
- Neutral – rapporteringen er subjektiv og må ikke føre til et biased resultat.
- Fejlfri – der kræves nøjagtighed i de resultater der videregives.

Endvidere er der forstærkende kvalitative egenskaber som forbedrer rapporteringen såsom sammenlignelighed, konsistens, verificerbarhed, rettlighed og forståelighed.

5.1.3. Definition af elementer

Når en årsrapport bliver udarbejdet skal de elementer eller byggeklodser der indgår defineres:

²⁰ Jens O. Elling – Finansiell rapportering s. 198 & Deloitte IFRS bog s. 121

²¹ Jens O. Elling – Finansiell rapportering – Gjellerup / Gads forlag 2012 – s. 205

²² Jens O. Elling – Finansiell rapportering – Gjellerup / Gads forlag 2012 – s. 206

- Aktiver – ressourcer som er under virksomhedens kontrol og hvorfra økonomiske fordele kan forventes at tilfalde. Kan både være materielle og immaterielle.
- Forpligtelser – resultat af tidligere begivenheder hvor det ventes at økonomiske fordele vil fragå virksomheden.
- Egenkapital – forskellen mellem samtlige aktiver og forpligtelser.
- Indtægter – stigning i økonomiske fordele
- Omkostninger – fald i økonomiske fordele
- Totalindkomst – ændringer i egenkapital ekskl. transaktioner med ejerne.

5.1.4 Indregning og måling

Før indregning kan ske, skal begivenheden kunne defineres jf. niveau 3. Herefter er der 2 betingelser som skal være opfyldt:

1. Det er sandsynligt at fremtidige økonomiske fordele vil tilgå eller afgå virksomheden
2. Det skal være muligt at måle posten validt til kostpris eller værdi

Måling kan foregå på enten dagsværdi, salgsværdi, nettorealisationsværdi, kapitalværdi, genanskaffelsesværdi, historisk kostpris, amortiseret kostpris, genindvindingsværdi eller brugsværdi. Jeg vil i gennemgangen af TDCs årsrapport gennemgå de måleattributter TDC skal benytte jf. ÅRS og IAS.

5.1.5. Klassifikation og præsentation

Kort fortalt definerer niveau 5 hvordan information i årsregnskabet, ledelsesberetning og de supplerede beretninger skal klassificeres og defineres. Dette gøres vha. de grundlæggende forudsætninger; klarhed, substans, væsentlig, going concern, neutralitet, periodisering, konsistens, bruttoprincippet og kontinuitet.

5.2. Begrebsrammen i TDCs årsrapport

Som nævnt tidligere aflægger TDC årsrapport efter IFRS, hvor en ledelsesberetning ikke er et krav jf. IAS 1, men da TDC er en dansk koncern der aflægger regnskab i Danmark er de stadig reguleret af ÅRL, hvori ledelsesberetningen er et krav. Derfor starter årsrapporten også med en ledelsesberetning, hvor ledelsen gennemgår årets resultater og herefter kommer selve regnskabet, med underliggende opgørelser.

Jeg vil udover redegørelsen for begrebsrammen også forsøge at analysere eventuelle ikke finansielle værdi-drivere som fremgår af ledelsesberetningen i dette afsnit.

5.2.1. Brugernes informationsbehov

Ved første øjekast på TDCs årsrapport står det klart at de har mange forskellige interessenter og derfor forsøger at dække samtlige informationsbehov. I ledelsesberetning præsenteres de væsentlige finansielle resultater med store bogstaver og langsomt som man kommer længere og længere øges detaljegraden. Man forsøger altså at dække samtlige interressenttyper lige fra den ekstremt regnskabskyndige analytiker som er interesseret i detaljer, til den ikke så regnskabskyndige som hellere vil se det store billede. De forskellige interessenter kan være:

- Investorer
- Kreditorer
- Offentlige myndigheder
- Medarbejdere
- Leverandører

Ovenstående er ikke en udtømmende, men blot min vurdering af de vigtigste interessenter. Informationer i årsrapporten skal bruges til 3 opgaver; Prognoseopgaven, kontrolopgaven og fordelingsopgaven²³.

1. Prognoseopgaven - som nævnt tidligere antages det at hvis investorernes informationsbehov er dækket er samtlige andre interessenters behov også dækket. Dette grundet at investorerne er den gruppe som lægger risikovillig kapital i virksomheden og derved og har den største interesse i resultater og udvikling. TDCs aktiekapital består af 812 mio. aktier, geografisk med 9 % i Danmark, 47 % i USA, 12 % i Storbritannien og 32 % i øvrige lande²⁴.

Når der kigges på investorernes primære formål med at analysere en årsrapport er det at forsøge at lave en *prognose* på de fremtidige pengestrømme en virksomhed kan skabe²⁵. De vigtigste informationer her anses for at være resultatopgørelsen, balancen, samt pengestrømsop-

²³ Finansiell rapportering s. 201-204

²⁴ TDC årsrapport s. 41

²⁵ Finansiell rapportering s. 200

gørelsen, hvor de 2 første dog vurderes som de vigtigste. TDC har alle 3 opgørelser med i deres årsrapport og derudover også en egenkapitalopgørelse som ÅRL§102 foreskriver da de hører under regnskabsklasse D jf. ÅRL§7, stk. 4 og en totalindkomstopgørelse som IAS1 foreskriver. Det ovenstående kan beskrives som de finansielle værdi-drivere og fremgår direkte af regnskab.

For at kunne lave en så præcis prognose som muligt er det dog også vigtigt at oplyse om de ikke finansielle value-drivere²⁶, dette hjælper også til at give det mest retvisende billede som er et krav i ÅRL. De væsentligste ikke finansielle værdi-drivere i TDCs årsrapport er:

- Massive investeringer i opgradering af 4G-netværk i 2014, hvor effekter af dette må forventes at påvirke resultaterne på mobilområdet for 2015 og fremover. Omsætningen er faldet med 461 mio. kr. fra 2013 til 2014 på det område. TDC mistede i 2014 153.000 mobilkunder, hvilket vil have negativ effekt på resultatet i 2015.
- Erhvervelse af Get i Norge, som de seneste 4 år har haft massiv vækst²⁷. I 2014 er kun november og december medregnet, hvorfor der vil være helårseffekt i 2015.
- Store udfordringer på antallet af indgående kald til kundeservice, hvilket har ført til lange ventetider. Derved mistes muligheder for potentielle salg som vil have effekt ind i de næste års resultater, samt forringe kundetilfredsheden.
- Samarbejde med elseskab om levering på deres fibernet. Diverse elseskaber har brugt ekstreme summer på at grave deres egne fibernet ned rundt omkring i Danmark²⁸ for at træde ind på TV og bredbåndsmarkedet. TDC har indgået samarbejde med Trefor om at levere TDC løsninger på deres netværk og derved kunne levere højhastigheder på nye demografiske områder.
- Opdeling af omsætning og bruttoavance i produktsegmenter med forklaringer til udviklingen. Ved at gøre dette, synliggøre TDC over for investorer hvilke produktområder der vokster positivt eller negativt og derved gøres det nemmere at estimere fremtiden. Dette sikres derudover også gjort via ÅRL§96.

²⁶ Rene Andersen & John Nielsen – s. 64

²⁷ <http://investor.tdc.dk/releasedetail.cfm?ReleaseID=870685>

²⁸ http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/158701/elselskaber_har_gravet_75_mia_ned_i_fibernet.html

- TDC har jf. ÅRL99, stk. 8 medtaget en oversigt over risikofaktorer som kan påvirke 2015.

Jeg har vurderet ovenstående som de vigtigste, men udover det kan lanceringen af Blockbuster, Telmore Play og Bet25/Rød25 også nævnes.

2. Kontrolopgaven – informationsbehov til kontrolopgaven antages også at være dækket af den information der er givet til prognoseopgaven²⁹. Jf. ÅRL 99a skal der medtages CSR rapport hvilket TDC også gør selvom den ikke er et krav i IFRS³⁰. Hvis jeg sammenligner TDCs CSR afsnit med fx TeliaSoneras årsrapport er der en væsentlig forskel på omfanget da TDCs er meget kort og henviser til en online-version. Dette taler for at TDCs fokus er på investorer som ikke vægter CSR-rapporten som et af deres opmærksomhedspunkter i årsrapporten³¹. Jeg er ikke gået nærmere ind i analysen af forskellen, men det giver en indikation af at TDCs årsrapport henvender sig mere til den professionelle investor frem for den private investor der vægter den højere.

3. Fordelingsopgaven – ligesom under kontrolopgaven anses informationsbehovet her også at være dækket af den information som er givet under prognoseinformationen³². Dog kan der ved det brede interessent-perspektiv som ÅRL benytter, siges at fordelingsopgaven også vil have betydning for medarbejdere da løn fordeles blandt dem, både faste lønninger og performance-lønninger.

5.2.2. Kvalitative egenskaber

Med udgangspunkt i at den primære interessent er investorer vil jeg redegøre for henholdsvis *relevansen* og *validiteten* i TDCs årsrapport hvor jeg har opdelt årsrapporten i henholdsvis ledelsesberetningen og noter tilhørende årsregnskabet.

5.2.2.1. Relevans – ledelsesberetning

PWC har i samarbejde med Thomas Plenborg lavet en analyse af interessenters værdi af årsrapporten hvor de rangerer beskrivelse i ledelsesberetningen på følgende måde:

²⁹ Finansiell rapportering s. 202

³⁰ Deloitte IFRS bog bilag E

³¹ Værdianalyse af årsrapporten s. 19

³² Finansiell rapportering s. 203

1. Forventet udvikling i virksomheden, med fokus på særlige forudsætninger og usikkerhed.
2. Udvikling i virksomhedens aktiviteter i det seneste regnskabsår i sammenhold med udmeldte forventninger.
3. Oversigt over hoved- og nøgletal for de seneste fem regnskabsår.
4. Strategi
5. Forretningsmæssige og finansielle risici
6. Hovedaktiviteter
7. Aktionærinformation
8. Virksomhedsledelse/Corporate governance
9. CSR-rapport

I undersøgelsen fra PWC er interessenterne defineret som professionelle investorer, private investorer, analytikere, banker og øvrige. I gennemgangen af brugernes informationsbehov konkluderede jeg at investorer er den primære bruger af TDCs årsrapport, hvorfor jeg vægter svarene fra de professionelle investorer, analytikerne og bankerne højest i undersøgelsen og definerer dem som de primære investorer.

TDC har medtaget alle punkterne ovenfor, dog har jeg følgende kommentarer:

- Investorerne foretrækker en beskrivelse af den forventede udvikling i virksomheden frem for udviklingen i det seneste regnskabsår. TDC bruger meget af årsrapporten på at forklare udviklingen på enkelte områder i 2014, hvilket er godt, men efter min mening burde den forkortes og i stedet burde der fokuseres mere på at forklare om de bagvedliggende forudsætninger for fremtiden. Grunden til dette er at investorerne fokuserer på fremtidig værdiskabelse når de analyserer årsrapporten, hvorfor fremadliggende faktorer spiller en væsentlig større rolle end de historiske faktorer. Generelt viser PWC undersøgelsen at virksomhederne er for dårlige til at give informationer om det forgangne regnskabsår³³. Jeg mener at TDC lever fuldt op på dette punkt.

³³ Værdien af årsrapporten s. 21

- TDC har medtaget en oversigt over de væsentligste risikofaktorer i 2015, men efter min mening mangler der en kvantificering af faktorerne. Dette grundet investors fokus på værdiskabelse og følsomheden af denne værdi som kan påvirkes kraftigt af de nævnte faktorer.

5.2.2.2. Relevans – noter

Noterne bliver vurderet marginalt højere end noterne af regnskabsbrugerne hvorfor det er vigtigt at give information heri. Brugerne har vurderet følgende noteoplysninger som de vigtigste:

1. Særlige poster
2. Virksomhedssammenlutninger
3. Regnskabsmæssige skøn
4. Eventualforpligtelser
5. Finansielle instrumenter
6. Anlægsaktiver
7. Segmentoplysninger
8. Nedskrivningstest for goodwill

TDC har medtaget samtlige af de nævnte noteoplysninger som regnskabsbrugerne nævner som relevante. Jeg har følgende kommentarer:

- Jeg har igen sammenlignet med TeliaSonera's regnskabsaflæggelse. Under noten til særlige poster oplyser TDC om årsager til hver enkelt post, hvilket jeg mener, er relevant i mod sætning til Telia som blot har beskrevet beløbene.
- Der kan argumenteres for at forklaringerne til fald/vækst i omsætning medtages under noteoplysningen frem for ledelsesberetningen og i stedet fokusere på at beskrive forudsætningerne for de fremtidige perioder i ledelsesberetningen.

5.2.2.3. Validitet – ledelsesberetning og noter

Jeg har i afsnittet om begrebsrammen generelt defineret de punkter som der kræves opfyldt for at opnå validitet. Jeg antager at TDCs årsrapport er valid da den er godkendt af et anerkendt revisionsfirma og der burde ikke være årsag til at tvivle på de givne informationer i årsrapporten. TDC har både nævnt positive og negative tegn i rapporteringen og forsøger så vidt jeg kan

læse ikke at skjule eller bagatellisere faktorer, dog føler jeg at en kvantificering af risikofaktorer ville kunne hjælpe investor i værdiansættelsen.

5.2.3. Definition af elementer

TDC har i deres årsregnskab defineret følgende elementer:

- Immaterielle aktiver, herunder:
 - Goodwill
 - Kundeforhold
 - Varemærker
 - Øvrige rettigheder, software mf.
- Materielle aktiver, herunder:
 - Grunde og bygninger
 - Teleanlæg
 - Driftsmateriel og inventar
 - Materielle aktiver under opførelse
- Omsætningsaktiver, herunder:
 - Varebeholdninger
 - Tilgodehavender
 - Tilgodehavende selskabsskat
 - Afledte finansielle instrumenter
 - Periodeafgrænsningsposter
 - Likvide beholdninger
- Forpligtelser, herunder:
 - Udskudte skatte forpligtelser
 - Hensatte forpligtelser
 - Pensionsforpligtelser
 - Lån
 - Afledte finansielle instrumenter
 - Periodeafgrænsningsposter
 - Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser

- Skyldig selskabsskat
- Egenkapital
- Indtægter, herunder:
 - Omsætning fra drift og finansielle indtægter
- Omkostninger, herunder:
 - Transmissionsomkostninger og vareforbrug
 - Eksterne omkostninger
 - Personaleomkostninger
 - Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger for værdiforringelse
 - Skat
- Totalindkomst, herunder:
 - Årets resultat
 - Anden totalindkomst (Dirty surplus)
 - Transaktioner med aktionærer

5.2.4. Indregning og måling

5.2.4.1. Immaterielle aktiver

Da TDC aflægger årsregnskab efter IFRS skal de følge IAS 38 i deres behandling af immaterielle aktiver. Ultimo 2014 er der indregnet immaterielle aktiver på balancen for 40.893 mio. DKK fordelt på følgende poster:

Immaterielle aktiver	Goodwill	Kundeforhold	Varemærker	Øvrige rettigheder, software mv.	Total
Regnskabsmæssig værdi	22.004	10.151	5.970	2.768	40.893

Kilde: Egen tilvirkning

I IAS 38 bliver et immaterielt aktiv defineret som et identificerbart, ikke monetært aktiv uden fysisk substans. For at aktivet kan betegnes som identificerbart og indregnes skal det opfylde følgende kriterier³⁴:

³⁴ Deloitte IFRS bog, s. 257

- Det skal være muligt at adskille aktivet fra virksomheden og sælge, overdrage, udleje eller ombytte aktivet.
- Aktivet er fremkommet som følge af en kontraktmæssig eller juridisk rettighed.
- Aktivet kontrolleres af virksomheden
- Det er sandsynligt at fremtidige økonomiske fordele vil tilgå virksomheden som følge af kontrol af aktivet
- Aktivets kostpris kan måles pålideligt

Den indregnede værdi af goodwill er fremkommet i forbindelse med køb af virksomheder, blandt andet er der indregnet immaterielle aktiver for 6.334 mio. DKK for købet af Get, det er ikke tilladt at indregne internt oparbejdet goodwill³⁵. Det er ikke muligt at definere en brugstid for goodwill, hvorfor der heller ikke afskrives på disse aktiver. TDC indregner immaterielle aktiver til den historiske kostpris fratrasket de akkumulerede nedskrivninger, der opstår ved den årlige nedskrivningstest. Jf. IAS 36 skal alle immaterielle aktiver nedskrives til genindsvingsværdi som baseres på den højeste værdi af enten dagsværdien fratrasket salgsomkostninger eller kapitalværdien. TDC benytter kapitalværdi-metoden hvor de tilbagediskonterer de forventede pengestrømme fra en CGU³⁶, fx TDC Norge. I forbindelse med udregningen af kapitalværdien er der en del usikkerhed da der indgår en del ledelsesmæssige skøn, om blandt andet vækstrater og diskonteringsfaktorer, dog vurderer TDC at de sandsynlige ændringer der kan forekomme i disse skøn ikke vil påvirke den regnskabsmæssige værdi af goodwill.

Når amortiseringsperioden for de immaterielle aktiver med bestemt brugstid fastlægges, kigges der på blandt andet på den forventede periode aktivet skal bruges af virksomheden, eller teknologisk forældelse af aktivet. TDC har defineret følgende amortiseringsperioder:

- Varemærker: 2-10 år
- Mobillicenser: 16-22 år
- Øvrige licenser: 1-19 år
- Øvrige rettigheder: 2-5 år

³⁵ PWC Regnskabshåndbog s. 115

³⁶ Cash generating unit

- Udviklingsprojekter: 3-5 år

Varemærker og licenser og rettigheder bliver målt til historisk kostpris med fradrag for de akkumulerede afskrivninger og nedskrivninger, hvor afskrivningerne sker lineært over amortiseringsperioden. Kundeværdier indregnes også til historisk kostpris, med fradrag for akkumulerede afskrivninger og nedskrivninger, men afskrivninger opgøres vha. saldometoden som er baseret på den gennemsnitlige kundeafgang.

Jf. IAS 38 skal der oplyses om forsknings- og udviklingsomkostninger der er resultatført i løbet af året³⁷, hvilket jeg har ikke har kunnet finde i TDCs årsrapport. Jeg antager at TDC har begrænsede forskningsudgifter, men mener stadig at det forringer kvaliteten af årsrapporten at det ikke fremgår hvilke udviklingsprojekter som TDC ikke har vurderet kunne skabe værdi i fremtiden.

5.2.4.2. Materielle aktiver

Behandlingen af materielle aktiver skal behandles efter IAS 16. Ultimo 2014 har TDC indregnet materielle aktiver for 17.504 mio. DKK:

Materielle aktiver	Grunde og bygninger	Teleanlæg	Driftsmateriel og inventar	Materielle aktiver Total	Total
Regnskabsmæssig værdi	484	15.792	637	591	17.504

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående ligger størstedelen af de materielle aktiver som teleanlæg, hvilket også giver fin mening da TDC har 3 forskellige netværk i Danmark, samt netværk i Sverige og Norge.

De materielle anlægsaktiver er indregnet til den historiske kostpris, hvad enten det være anskaffelsesomkostninger eller løn for egenudviklede aktiver. Brugstiderne for aktiverne har TDC vurderet til følgende perioder:

- Bygninger: 20 år
- Teleanlæg: 1-30 år
- Driftsmateriel og inventar: 3-15 år

³⁷ Deloitte IFRS bog s. 261

Ved fastsættelse af afskrivningsgrundlaget fratrækkes scrapværdien af aktivet, altså den værdi som aktivet vil kunne sælges til og eventuelle nedskrivninger. TDC afskriver lineært over brugstiden som IAS 16 foreskriver.

5.2.4.3. Omsætningsaktiver

TDC har indregnet omsætningsaktiver for 9.846 mio. DKK³⁸.

Varebeholdninger bliver behandlet i IAS 2 som siger at varebeholdninger kan indregnes til enten kostpris eller anskaffelsespris, TDC har valgt at indregne deres varebeholdninger til kostpris, hvilket også giver fin mening der i kostprisen tillægges både direkte og indirekte produktionsomkostninger som ikke bliver benyttet under anskaffelsesprisen. Når TDC nedskriver på varebeholdninger sker der efter nettorealiseringsprincippet, hvilket er den forventede salgspris fratrukket omkostninger til at færdiggøre og sælge varen.

Tilgodehavender bliver målt til dagsværdi og efterfølgende til den amortiserede kostpris, herefter foretages der nedskrivninger ud fra en vurdering foretaget af TDC. Derudover bliver periodaafgrænsningsposterne indregnet til amortiseret kostpris.

5.2.4.4. Forpligtelser

TDC har indregnet forpligtelser for 55.714 mio. DKK.

Udskudt skat opstår når et aktiv har en forskellig værdi i henholdsvis balancen og skatteopgørelsen. Denne forskel kan enten lede til et skatteaktiv eller forpligtelse alt efter hvor aktivet har den højeste værdi, forskellen indregnes på balancen til den værdi som det forventes at realisere.

De hensatte forpligtelser bliver indregnet når det TDC har en retslig eller faktisk forpligtelse og det er sandsynligt at de må afstå økonomiske fordele som følge af denne forpligtelse. Hensatte forpligtelser måles til ledelsens skøn af beløbet og medfører derfor en grad af usikkerhed.

³⁸ Bilag 2, TDCs officielle balance

Jeg vil ikke gå nærmere ind i behandlingen af pensionsaktiverne, men blot nævne at TDC både har bidragsbaserede og ydelsesbaserede pensionsordninger. De ydelsesbaserede pensionsforpligtelser bliver målt til nutidsværdi ved at benytte "projected unit credit metoden"³⁹.

Lån bliver indregnet til det modtagne provenu, og efterfølgende til amortiseret kostpris.

5.2.4.5. Egenkapital

Egenkapitalen er et udtryk for den del af driften som er finansieret ved kapital fra virksomhedens aktionærer. Det er også den som en investor køber en andel af ved at investere i en aktie. TDC egenkapital er på 18.647 mio. DKK.

5.2.4.5. Indtægter

Indtægtsførsel bliver behandlet i IAS 18 og dette første punkt er at definere om man sælger varer eller tjenesteydelser, jeg vurderer at TDC sælger begge typer og derfor skal følgende krav være opfyldt før de må indregne indtægter fra omsætningen⁴⁰:

- Køber har overtaget de væsentligste risici og fordele ved ejendomsretten
- Sælger har hverken ledelsesmæssigt engagement eller kontrol over de solgte varer
- Omsætningen kan måles pålideligt
- Det er sandsynligt, altså over 50 % chance at de økonomiske fordele som er forbundet med salget vil tilgå sælger
- Færdiggørelsesgraden kan måles pålideligt
- Omkostninger i forbindelse med transaktionen kan måles pålideligt

TDC anvender forskellige indregningsprincipper alt efter produkttype:

- Omsætningen fra telefoni indregnes på det tidspunkt hvor samtalen foretages
- Omsætning fra taletid udskydes og indtægtsføres løbende med forbruget
- Omsætning fra udlejede produkter indregnes over lejeperioden
- Omsætning fra abonnemeter indregnes over abonnementets løbetid
- Oprettelsesindtægter bliver periodiseret ud over det forventede kundeforhold

³⁹ Deloitte IFRS bog s. 172

⁴⁰ Deloitte IFRS bog s. 169

- Salg af udstyr indregnes på leveringstidspunktet

5.2.4.6-. Omkostninger

Transmissionsomkostninger og vareforbrug relaterer sig direkte til omsætningen i TDC og indregnes herefter. Eksterne omkostninger indeholder markedsføring, IT, ejendomme, personale-relaterede omkostninger, kapacitetsvedligeholdelse og serviceaftaler. Disse omkostninger bliver indregnet efterhånden som de bliver realiseret.

Personale omkostninger indeholder udover grundløn også pension og aktiebaseret aflønning. Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger indregnes jf. ovenstående gennemgang.

5.2.5. Klassifikation og præsentation

Jeg vurderer at de punkter der er nævnt under afsnit 5.1.5 er opfyldt i TDCs årsrapport og henviser igen til at årsrapporten er godkendt af et anerkendt revisionshus og derfor giver et retvisende billede af TDCs økonomiske situation.

5.3. Konklusion begrebsrammen

Jeg har i dette afsnit af opgaven gennemgået TDCs udarbejdelse af deres årsrapport med henblik på at vurdere kvaliteten her af. Generelt vurderer jeg at TDCs rapportering er god, dog har jeg noteret mig følgende punkter jeg vil medtage til værdiansættelsesdelen:

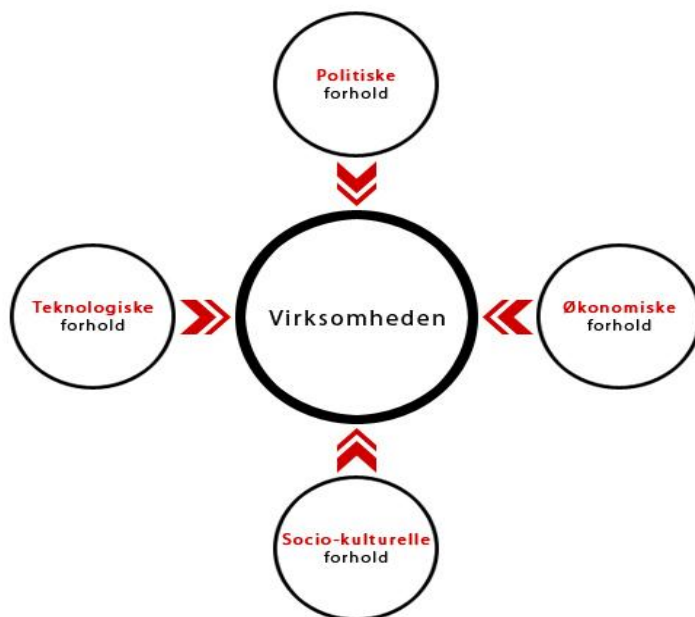
- Massiv investering i nyt 4G-net
- Erhvervelse af Get
- Store udfordringer på kundeservicen
- Ingen kvantificering af risikofaktorer
- Ingen oversigt over udviklingsprojekter

Fra afsnittet indregning og måling konkluderer jeg at TDC benytter sig af de korrekte indregnings og målingsmetoder jf. IFRS og IAS, de indregnede værdier giver et korrekt billede af TDCs økonomiske situation. Generelt konkluderer jeg at TDCs årsrapport er af høj kvalitet på nær ovenstående pointer og jeg kan fortsætte med at lave min værdiansættelse af TDC.

6. Del 2 - værdiansættelse

6.1. Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er at belyse TDCs nuværende situation og vurdere hvilke faktorer der kan påvirke deres nuværende markedsposition. Til at belyse de eksterne faktorer vil jeg benytte mig af PEST-modellen, herefter vil jeg belyse de markedsbestemte faktorer vha. Porters five forces og slutte af med at identificere TDCs kernekompetencer ved en værdikæde-analyse.



Kilde: <http://betabox.dk/onewebmedia/PEST.jpg>

6.1.1. PEST

PEST bruges til at belyse de eksterne faktorer som påvirker TDC, men hvor de har ingen eller meget lidt kontrol over dem. Dette være sig politiske, økonomiske, sociologiske eller teknologiske faktorer.

6.1.1.1. Politiske

Som nævnt i indledningen har TDC massive markedsandele i markederne hvor de opererer, derfor er offentlige myndigheder ekstremt opmærksomme på TDC og har indført en del regulerende tiltag.

- TDC er udpeget som forsyningspligtig, dvs. at de er pålagt at skulle kunne levere grundlæggende telekommunikationsløsninger så som fastnettelefoni og ISDN⁴¹.
- Erhvervsstyrelsen vurderer konkurrencen på markederne og kan pålægge virksomheder SMP-status (stærk markedsposition) hvilket fører diverse forpligtelser med sig. TDC er pålagt SMP af Erhvervsstyrelsen⁴² hvilket betyder at de skal tilbyde adgang til deres fiber, kobber og coax netværk til andre leverandører. Prisen for denne ydelse bliver fast-

⁴¹ <https://erhvervsstyrelsen.dk/forsyningspligt>

⁴² <http://investor.tdc.dk/regulatory.cfm>

sat hvert år vha. en LRAIC model⁴³, som skal forhindre TDC i at opkræve urealistiske priser for adgangen til deres netværk.

- Regeringen har sat en målsætning om at alle danskere i 2020 skal have adgang til 2020 mbit download hastigheder⁴⁴. Dette er TDC allerede i gang med at forberede sig på, specielt på kobber er der en udfordring som allerede bliver adresseret.⁴⁵
- Staten står for udstedelse af licenser til mobilnetværket.⁴⁶
- Regulering på roaming området hvor staten fastsætter prisloft på tale, sms og data, dette vil påvirke TDCs indtjening negativt⁴⁷.

6.1.1.2. Økonomiske

TDC har banklån for 14.893 mio. DKK med variabel rente⁴⁸, resten af lånene er virksomhedsobligationer med fast rente, det er blandt andet vha. obligationerne at købet af Get er finansieret. De fast forrentede obligationer udgør i sig selv en begrænset risiko for TDC, hvorimod banklånene med variabel rente både kan påvirke negativt og positivt på TDCs resultat.

Når virksomheder bliver kreditvurderet benyttes Standard & Poor's, Moody's og Fitch vurderingsskalaer. Efter købet af Get og udstedelsen af virksomhedsobligationerne faldt TDCs kreditvurdering

Fitch	S&P	Moody's	Rating grade description (Moody's)	
AAA	AAA	Aaa	Investment grade	Minimal credit risk
AA+	AA+	Aa1		Very low credit risk
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		Low credit risk
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Speculative grade	Moderate credit risk
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+	BB+	Ba1		Substantial credit risk
BB	BB	Ba2		
BB-	BB-	Ba3		
B+	B+	B1		High credit risk
B	B	B2		
B-	B-	B3		
CCC+	CCC+	Caa1		Very high credit risk
CCC	CCC	Caa2		
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca		In or near default, with possibility of recovery
C	C			In default, with little chance of recovery
DDD	SD	C		
DD	D			
D				

Kilde:

https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_reports/2011/2011_IV/boxes_and_annexes/zoi_2011_IV_box_2_tab_1_en.gif

⁴³ <http://danishbusinessauthority.dk/lraic>

⁴⁴ <https://erhvervsstyrelsen.dk/bredbaandsmaal>

⁴⁵ <http://www.recordere.dk/indhold/templates/design.aspx?articleid=10404&zoneid=5>

⁴⁶ <http://www.business.dk/digital/staten-faar-trekvart-milliard-for-4g-licenser>

⁴⁷ <https://erhvervsstyrelsen.dk/international-roaming>

⁴⁸ TDC årsrapport 2014, note 4.2

hos Moody fra Baa2 til Baa3. Derudover blev outlook hos S&P ændret fra stabilt til negativt⁴⁹.

TDC aktien anses stadig som en investment grade aktie, men ligger med en moderat kreditrisiko. Dette betyder at långivere vil have større risiko ved at låne penge til TDC og derfor vil kræve et større risikotillæg af deres investering, altså en højere rente på lånet.

6.1.1.3. Sociologiske:

Danskerne er blevet afhængige af adgang til internet og deres smartphones⁵⁰. Vi skal konstant være opdateret på alt det nye og i kontakt med vores venner og familie, dette har både positive og negative effekter for TDC. Mængden af dataforbrug i Danmark stiger markant, fra 1. halvår 2013 til 1. halvår 2014 er dataforbruget steget med 64,3 %, dog er antallet af fastnetabonnenter faldet 8,4 %⁵¹ hvilket indikerer at folk får opfyldt deres behov med mobiltelefonen og derfor ikke behøver fastnetlinjen mere. Dette afspejler sig også i TDC indtjening på dette område som falder med 427 mio. DKK fra 2013 til 2014.

Der har længe været ekstrem priskrig på mobilmarkedet og lavprisselskaberne forsøger at tiltrække kunder med lavere og lavere priser. TDC håber med Telmore's lancering af Play at man kan vende priskrigen og derved fokusere på indhold frem for pris som den altafgørende konkurrenceparameter⁵², det vides dog ikke hvordan danskerne vil tage i mod dette. Nicolas Fredriksen som er teleanalytiker mener at indhold vil vinde pga. de nye smartphones som kan mere og mere, men at det vil tage tid for danskerne at vende sig til, da fokus længe kun har været på pris.

Når det kommer til underholdning efterspørger både myndighederne og den danske befolkning større valgfrihed – vi vil selv bestemme hvilke kanaler vi vil have og hvornår vi vil se programmerne. YouSee har prøvet at efterkomme ønsket, men bliver mødt med hård kritik da pakkekonceptet stadig indgår i abonnementet⁵³. Med streaming tjenester som Netflix, HBO og CMore presses det normale flow-tv ekstremt da folk her kan bestemme hvad de vil og lige præcis

⁴⁹ TDC årsrapport 2014, note 4.3

⁵⁰ <http://www.dr.dk/levnu/psykologi/derfor-bliver-vi-afhaengige-af-smartphones>

⁵¹ Telestatistik 1. halvår 2014.

⁵² <http://telepristjek.dk/priskrig-telemarkedet-oister-telmore/>

⁵³ <http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/ECE2224849/yousee-faar-haard-kritik-af-deres-frie-valg-paa-tv/>

hvornår de vil se det⁵⁴. Dette er en ekstrem stor trussel mod TDC, da kunderne opsiger deres traditionelle tv-pakke og kun streamer fremover.

6.1.1.4. Teknologiske

Teknologien indenfor stort set alle TDCs forretningsområder på nær fastnet er i rivende udvikling og det er næsten utænkeligt at skulle klare sig uden internet og mobiltelefon i den vestlige verden.

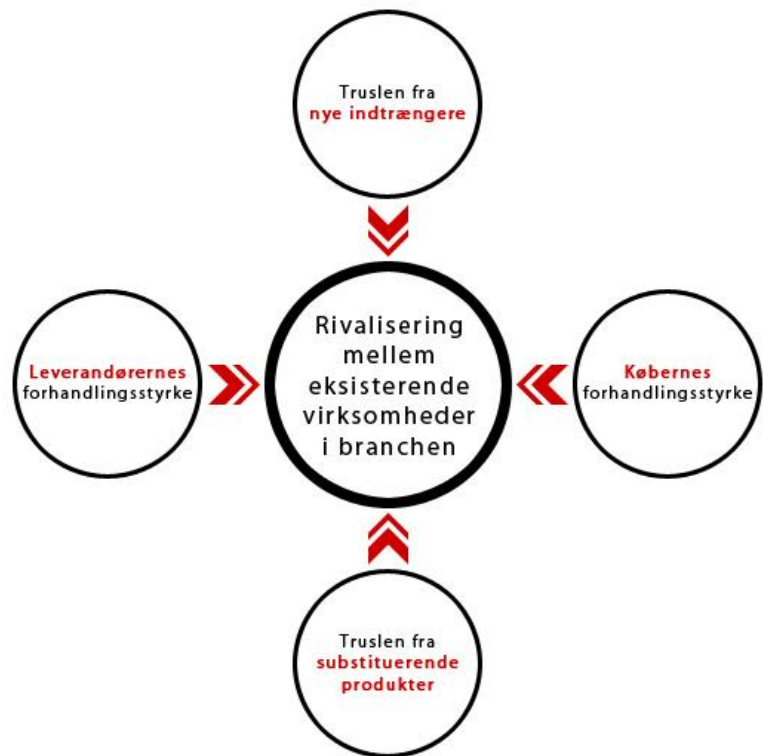
- På mobilmarkedet udvikles der konstant nye telefoner med nye funktioner, dette stiller krav til både de tjenester som en mobilabonnement skal indeholde, samt kapaciteten i netværket.
- Som tidligere nævnt har myndighederne sat et mål op om at samtlige danske husstande skal have adgang til 100mbit download i 2020, dette stiller store krav til de forskellige typer af netværk der ligger rundt omkring i Danmark og kræver at der fortsat investeres i dem.
- Befolkningen er begyndt at lede efter andre måder at se TV på og streaming er en af dem, derfor kræves det at TDC forsøger at videreudvikle deres måde at levere TV på.

⁵⁴ <http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/ECE2406228/tv-streaming-haler-ind-paa-traditionel-flow-tv/>

6.1.2. Porters five forces

Mens PEST benyttes til at analysere de omkringliggende faktorer, benyttes Porters five forces til at analysere situationen på brancheniveau. Den er et vigtigt skridt i forhold til budgetteringen senere i opgaven da den bruges til at undersøge om TDC vil kunne opretholde et overnormalt afkast på markederne.

Jeg har opdelt analysen på produkt-segmenter.



Kilde: <http://betabox.dk/onewebmedia/Porters5forces.jpg>

6.1.2.1. Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Fastnet – konkurrencen på fastnetmarkedet er ikke speciel stor, specielt ikke på privatmarkedet, hvorimod erhvervsmarkedet stadig er konkurrencepræget. På trods af den minimale konkurrence mistede TDC 147.000 fasttelefonikunder i 2014 som også førte til et fald i markedsandelen på 2%-point til 67 %⁵⁵. Konkurrencen på dette marked er næsten ikke eksisterende da det efterhånden er en kendsgerning at fastnetmarkedet er ved at dø ud og blive overtaget af mobilmarkedet. For TDC gælder det om at forsøge at fastholde de kunder som opsiger deres fastnet på andre produkter.

Mobil – konkurrencen på mobilmarkedet er ekstrem intensiv og har været det i lang tid. Årsagen til dette er at man forholdsvis billigt kan leje sig ind på et af de 3 store netværk som opereres af henholdsvis, TDC, Telia/Telenor eller 3. Dette har ført til at rigtig mange mindre teleselskaber løbende bliver opkøbt hvis de opnår en faretruende størrelse, som TDC har gjort med både Telmore⁵⁶ og Onfone⁵⁷ og Telenor gjorde med Bibob. Som nævnt under PEST-analysen har

⁵⁵ TDC årsrapport

⁵⁶ <http://www.business.dk/diverse/tdc-koeber-hele-telmore>

⁵⁷ <http://www.business.dk/digital/tdc-koeber-mobilrebellon-onfone>

prisen længe være den alt afgørende faktor, hvorfor mange af de mindre selskaber kører med ekstremt lave priser ført an af Oister. Telmore har dog forsøgt at gøre op med denne udvikling og lanceret Telmore Play der fokuserer mere på indhold frem for pris, på den måde skal tankegangen forsøges at lægges om fra pris til indhold.

TV – for 5 år siden var konkurrencen på Tv-markedet ikke særlig stor, YouSee sad på enorme markedsandele, men med tilgange af streaming tjenester og elselskabernes indgang på tv-markedet er konkurrencen blevet intensiveret og der bliver konkurreret på et helt andet plan. Som nævnt under PEST har der været et markant fald i tiden vi bruger på at se flow-tv og folk som opsiges deres tv-pakker for at holde sig til streaming-tjenester.

Bredbånd – fra 1. halvår 2013 til 1. halvår 2014 vokser markedet for bredbåndsabonnementer med 3 %⁵⁸, dog falder TDC markedsandel med 2%-point til 58% af markedet. Konkurrencen på dette marked er ligesom med mobil også forholdsvis intensiv, der bliver konkurreret på hastigheder hvor specielt fiberselskaber kan levere ekstrem høje hastigheder. TDC har dog den fordel at kunne have 3 forskellige netværk liggende i Danmark og har derfor en væsentlig større demografisk dækning. Det er meget dyrt at grave nyt netværk ned og samtidig forsøge at få nye kunder, hvilket også Dong måtte indse og derfor solgte deres fibernetværk til TDC⁵⁹.

6.1.2.2. Nye indtrængere

Fastnet – truslen for nye indtrængere på fastnet vurderes marginalt lille, i og med det er et faldende marked og TDC sidder på så massive markedsandele som de gør, vil det være svært at trænge ind på markedet.

Mobil – nye konkurrenter vil være nødsaget til at leje sig ind på et netværk da der pt. ingen ledige licenser er. Dog bliver selskaberne reguleret på den pris de kan tage for at andre selskaber lejer sig ind, hvilket taler for et konkurrencedygtigt marked. Dette afspejler sig også i alle de små mobilselskaber der findes i Danmark.

TV – præcis som under mobil vil der her være store omkostninger ved at skulle etablere sit eget netværk, men grundet Erhvervsstyrelsens beslutning om at åbne op for TDCs netværk til eks-

⁵⁸ Telestatistik

⁵⁹ <http://www.business.dk/digital/tdc-koeber-dongs-fibernet>

terne leverandører, er adgangsbarriererne ikke væsentligt høje. Dog kan der være væsentlige stordriftsfordele her da en stor kundebase kan lede til fordelagtige aftaler med underleverandører.

Samtidig er streaming en ny konkurrent som ikke behøver deres eget netværk da de leverer via internetforbindelsen, hertil kræves dog at der lægges betydelige investeringer i udvikling af platforme samt indhold.

Bredbånd – samme som for tv.

6.1.2.3. Substituerende produkter

Fastnet – mobiltelefoni og IP-telefoni substituerer fastnetlinjen.

Mobil – Jeg har vurderet at der ikke findes nogen direkte substitutter til mobiltelefonen, hvis nogle skal nævnes kan det være programmer som Skype⁶⁰, Viber og andre databaserede kommunikationsprogrammer.

TV – en direkte substitut for TV kan ikke nævnes, men andre alternativer til det normale flow-tv eksisterer som skrevet tidligere.

Bredbånd – under bredbånd vurderes mobilt bredbånd som værende den eneste substitut.

6.1.2.4. Købernes forhandlingsstyrke

Når forhandlingsstyrken skal fastsættes kigger jeg på prisfølsomhed – hvor meget vil køberen betale – og relativ forhandlingsstyrke – er køberen i stand til at forhandle prisen ned⁶¹.

Køberen vil i TDCs tilfælde være en privat/erhvervskunde eller en anden virksomhed som vil leje sig ind på TDCs netværk. Prisen bliver her bestemt af Erhvervsstyrelsen så her vil forhandlingsstyrken være begrænset og foregå mellem TDC og offentlige myndigheder. For en privatkunde vil forhandlingsstyrken generelt være dårlig, dog organiserer nogle kunder sig i foreninger og får på den måde forhandlet sig til en bedre pris. Erhvervskunders forhandlingsstyrke kan

⁶⁰ <http://www.skype.com/da/>

⁶¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 75

siges at være proportional med deres størrelse – jo større virksomhed, jo større forhandlingsstyrke.

6.1.2.5. Leverandørernes forhandlingsstyrke

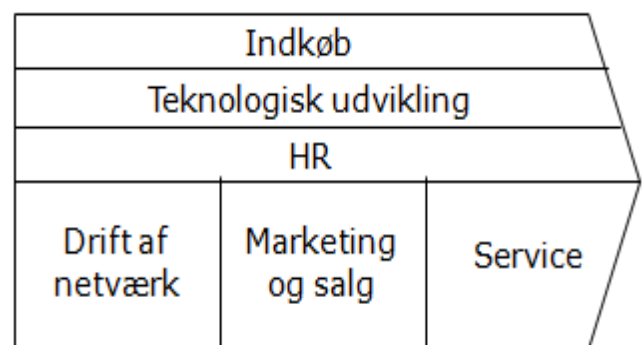
De samme principper som for købernes forhandlingsstyrke kan siges at gælde her⁶². I og med at TDC har den størrelse de har, kan de presse underleverandører til fordelagtige aftaler. Det samme kan gøre sig gældende overfor virksomheder som er større end TDC, herunder fx Apple⁶³, leverandører af Tv-kanaler eller Huawei⁶⁴.

6.1.3. Værdikæden

Værdikæden opdeler TDCs aktiviteter i primære og støttende aktiviteter, hvor de primære aktiviteter er dem som påvirker driften af virksomheden direkte. Analysen af værdikæden vil jeg bruge til at identificere TDCs kernekompetencer.

De tre primære aktiviteter for TDC er således:

- Drift af netværk – TDC har det mest omspændende netværk i Skandinavien og jeg ser dette som en klar konkurrencefordel i forhold til andre leverandører på markederne, da de kan nå ud til



Kilde: Egen tilvirkning

en væsentlig større skare af kunder.. TDC er nødt til at blive ved med at investere og holde netværkene opdateret for at kunne følge med kundernes efterspørgsel. Myndighederne regulerer dog også på dette punkt hvilket selvfølgelig påvirker konkurrencefordelen i negativ retning for TDC

- Marketing og salg – TDC er nødt til at reklamere for alle sine brands og opmande i salgskanaler. Som gennemgået tidligere har TDC haft mange ubesvarede indgående kald på deres telefonlinjer, hvilket potentielt kunne have ført til flere salg. Ledelsen nævner også dette som et kritisk punkt allerede i starten af deres beretning, da det har og vil have stor effekt på de fremtidige resultater.

⁶² Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 76

⁶³ <http://www.business.dk/digital/mangel-paa-apple-telefoner-slaar-haardt-paa-tdc>

⁶⁴ <http://ing.dk/artikel/kinesiske-huawei-skal-bygge-tdcs-4g-net-161852>

- Service – specielt TDC brand fokuserer meget på at være et eksklusivt brand og derfor skal servicen være i top. Som nævnt ovenfor er lange svartider på telefonen ikke lig med god service og TDC er nødt til at forbedre sig på dette punkt.

Støttende aktiviteter:

- Indkøb – TDC foretager massive indkøb året rundt hvilket også fremgår af deres årsrapport for 2014 hvor de har et vareforbrug på 6.252 mio. DKK. Derfor er det vigtigt for TDC at fokusere herpå og optimere deres indkøbsaftaler. Som nævnt under Porters five forces har TDC en væsentlig konkurrencefordel på dette punkt i og med de er så stor en virksomhed og derfor kan forhandle fordelagtige aftaler på plads.
- Teknologisk udvikling – med den rivende udvikling der er inden for både TV, bredbånd og mobil-verdenen er TDC nødt til at dedikere mange midler til udvikling for at få first-mover advantages. TDC er en af de førende virksomheder når det kommer til innovation, hvilket blandt andet kan ses ved lanceringer af Telmore Play og Bland-selv TV og bredbånd hos YouSee.
- HR – for at kunne fortsætte med at opretholde TDCs nuværende konkurrencefordele er det nødt til at være en attraktiv arbejdsplads som kan tiltrække de bedst kvalificerede medarbejdere

6.1.4. Konklusion strategisk analyse

Politiske	Økonomiske
• Forsyningspligtig • Reguleret grundet SMP • Licenser til mobilnetværk • Regulering på roaming	• Renteniveau grundet store lån • Kreditrating af uafhængige institutioner
Sociologiske	Teknologiske
• Større forbrug af data • "Afhængighed" af internet • Fokus på pris i stedet for indhold • Større valgfrihed på TV	• Udvikling af nye mobiltelefoner • Mål om internethastigheder • Streaming i stedet for flow tv

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående er de vigtigste pointer fra PEST-analysen.

TDC opererer på meget forskellige typer markeder indenfor deres hovedprodukter. På fastnet er konkurrencen minimal, men markedet er også på vej ned af og TDC burde ikke ligge så stor fokus her, selvom det tidligere har været – og stadig er – et af de største indtjeningsområder. Erhvervskunderne benytter sig stadig i højere grad af fastnet end privatkunderne, så muligvis fokusere mere på erhvervsdelen. På mobilmarkedet er konkurrencen hård, og specielt lavprisselskaberne presser TDC ekstremt da der ikke er specielt høje adgangsbarrierer på markedet. TV og bredbånd er det marked hvor TDC har størst vækstpotentiale, med TDC og YouSee dækker de stort set hele markedet og til de mere prisfølsomme kunder leverer Fullrate billige løsninger.

TDCs største værdiskaber er deres omfattende netværk, som er deres væsentligste konkurrencefordel, sammen med deres indkøb og teknologiske udvikling. Til gengæld er deres salg og service en negativ faktor her og skal forbedres hvis den faldende omsætning skal vendes.

6.2. Regnskabsanalyse

6.2.1. Reformuleringer

6.2.1.1. Egenkapitalopgørelsen

I løbet af et regnskabsår kan virksomheder bogføre komponenter direkte på egenkapitalen, også kaldet dirty-surplus accounting⁶⁵. Posterne som fx kan være valutakursreguleringer, bliver bogført direkte på egenkapitalen og fremgår derfor ikke af resultatopgørelsen, men vil ligge som anden totalindkomst i egenkapitalopgørelsen. Udover dirty-surplus er det også vigtigt at udskille alle transaktioner med ejerne, såsom udbyttebetalinger, aktietilbagekøb osv. da disse ikke er værdiskabende for virksomheden og derfor ikke skal fremgå af totalindkomsten.

Som det ses i den reformulerede egenkapitalopgørelse har TDC i deres resultatopgørelse fremvist et resultat på 3.228 mio. DKK, dog har der været bogføring på egenkapitalen for -2.174 mio. DKK, som ikke er resultatført og derfor ender totalindkomsten til ejerne på 1.054 mio. DKK.

⁶⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 170

Reformuleret egenkapitaloppgørelse	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital primo	20.384	21.513	22.244	20.855	27.078
Transaktioner med ejere					
Udbetalt udbytte	(2.961)	(3.116)	(3.688)	(1.799)	0
Udbytte af egne aktier	0	80	96	19	0
Køb af egne aktier	0	0	(750)	0	(9.000)
Tilgang til minoritetsinteresser	115	0	0	0	0
Aktiebaserede aflønninger	55	81	71	42	141
Transaktioner med ejere i alt	(2.791)	(2.955)	(4.271)	(1.738)	(8.859)
Totalindkomst					
Årets resultat	3.228	3.119	3.593	2.808	3.007
Anden totalindkomst					
Valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder	(913)	(149)	74	6	2.041
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder	0	0	0	0	(706)
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme	(267)	(285)	(140)	266	0
Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme overført til finansielle omkostninger	25	0	0	0	0
Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme overført til investering i virksomheder	245	0	0	0	0
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme overført til resultatoppgørelsen	0	49	134	(150)	0
Tilbageførsel af valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder	0	0	0	(1)	(1.234)
Aktuarmæssige gevinster/(tab) vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	(160)	276	(515)
Skat af aktuarmæssige gevinster/(tab) vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	39	0	0
Skat af anden totalindkomst	0	0	0	(78)	121
Eftermålingseffekter vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	(1.281)	0	0	0
Skat af eftermålingseffekter vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	280	0	0	0
Værdireguleringer vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	(1.650)	0	0	0	0
Skat af værdireguleringer vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	386	0	0	0	0
Tilbageførsel af skat vedrørende valusikring af nettoinvesteringer i udenlandske selskaber	0	0	0	0	(78)
Ændring af selskabsskatteprocent (vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger)	0	93	0	0	0
Anden totalindkomst i alt (dirty surplus)	(2.174)	(1.293)	(53)	319	(371)
Totalindkomst i alt	1.054	1.826	3.540	3.127	2.636
Egenkapital ultimo	18.647	20.384	21.513	22.244	20.855

Reformuleret egenkapitaloppgørelse, kilde: Egen tilvirkning

6.2.1.2. Resultatoppgørelsen

Formålet med at reformulere resultatoppgørelsen for analytikeren er at opdele den i primære driftsposter, usædvanlige driftsposter og finansiering og derudover fordele den rapporterede skat på de forskellige driftskategorier. Derved opnås et overblik over virksomhedens evne til at

skabe permanente overskud⁶⁶. Hertil tillægges den værdi som ikke er vist i resultat opgørelsen, men fremgår af den reformulerede egenkapitalopgørelse som dirty-surplus.

Jeg har foretaget følgende vurderinger i reformuleringen af resultatopgørelsen:

- Der kan argumenteres for at anden omsætning skal vurderes som en usædvanlig drifts-post da den ikke vedrører TDCs primære drift⁶⁷. Af noten fremgår det at anden omsætning stammer fra afståelse af materielle aktiver og diverse rådgivningsopgaver, jeg vurderer ikke at dette er en del af TDCs kerneforretning, hvorfor jeg ikke medtager anden omsætning i det fremtidige cashflow og i stedet placerer den under usædvanlige drifts-poster. Anden omsætning har historisk været omkring 2 % af den samlede omsætning, derfor reducerer jeg driftsomkostningerne med 2 % og placerer ligeledes denne procentdel under usædvanlige driftsposter.
- I 2010-2012 skulle renteomkostningen til pension medtages som en primær driftsomkostning, mens det forventede afkast på pensionsaktiver skulle være medtaget under andre driftsindtægter, men regler for pension er ændret fra og med 2013, hvorfor pensionsaktiver medtages under finansielle poster i 2010-2012 også. Dette giver også det mest rigtige billede når jeg senere skal udregne TDCs nøgletal.⁶⁸
- Skatten er beregnet med 25 % i 2010-2013 og 24,5 % i 2014

⁶⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 171

⁶⁷ TDC årsrapport, note 2.2

⁶⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 178

Reformuleret resultatoppgørelse

	2014	2013	2012	2011	2010
Primær drift					
Rapporteret omsætning	23.344	24.605	26.116	26.304	26.167
Anden omsætning	(649)	(458)	(474)	(518)	(562)
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	(6.252)	(6.814)	(7.598)	(7.132)	(6.747)
Bruttoavance fra primær drift	16.443	17.333	18.044	18.654	18.858
Eksterne omkostninger	(3.376)	(3.451)	(3.893)	(4.215)	(4.517)
Personaleomkostninger	(3.993)	(4.256)	(4.412)	(4.641)	(4.762)
Usædvanlige driftsposter	147	154	166	177	186
EBITDA fra primærdrift	9.221	9.780	9.905	9.975	9.765
Afskrivninger	(2.650)	(2.751)	(2.707)	(2.703)	(2.660)
Amortiseringer	(2.035)	(2.187)	(2.317)	(2.471)	(2.603)
EBIT fra primær drift	4.536	4.842	4.881	4.801	4.502
EBIT-margin	19,4%	19,7%	18,7%	18,3%	17,2%
Rapporteret skat	(341)	(399)	(538)	(1.131)	(782)
Skatteskjold	171	189	258	217	289
Skat allokeret til andre driftsindtægter	20	16	30	46	49
Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	(400)	(245)	(227)	(123)	(336)
Skat på primær drift	(550)	(439)	(477)	(991)	(780)
Overskud fra primær drift	3.987	4.403	4.404	3.810	3.721
Andre driftsindtægter					
Andre indtægter og omkostninger	81	65	118	185	196
Skat på andre driftsindtægter	(20)	(16)	(30)	(46)	(49)
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder, efter skat	(10)	41	763	(25)	13
Overskud fra andre driftsindtægter	51	90	852	114	160
Usædvanlige driftsposter					
Anden omsætning	649	458	474	518	562
Usædvanlige driftsomkostninger	(147)	(154)	(166)	(177)	(186)
Fortjeneste/tab ved frasalg af virksomheder og ejendomme	0	0	1	84	(38)
Nedskrivninger for værdiforringelse	(433)	(114)	(62)	(49)	(143)
Indtægter/tab vedrørende retssager	29	79	85	(58)	(85)
Omstruktureringsomkostninger m.m	(787)	(1.012)	(813)	(885)	(1.172)
Omkostninger vedrørende erhvervelse af virksomheder	(120)	(1)	(2)	(9)	(2)
Dagsværdireguleringer	(212)	63	(65)	374	115
Valutakursreguleringer	(108)	6	(51)	51	(20)
Skat på usædvanlige driftsposter	400	245	227	123	336
Dirty surplus, efter skat	(2.174)	(1.293)	(53)	319	(371)
Årets resultat fra ophørte aktiviteter, efter skat	776	0	0	(5)	1.203
Usædvanlige driftsposter i alt	(2.128)	(1.723)	(425)	286	200
Samlet driftoverskud (Efter skat)	1.910	2.770	4.830	4.210	4.081
Netto finansielle poster					
Netto finansielle poster	(918)	(1.021)	(1.112)	(1.305)	(1.591)
Forventet afkast på pensionsaktiver	0	0	933	1.290	1.263
Renteomkostning pension	0	0	(853)	(851)	(828)
Renter af pensionsaktiver	233	266	0	0	0
Skatteskjold	(171)	(189)	(258)	(217)	(289)
Netto finansielle omkostninger efter skat	(856)	(944)	(1.290)	(1.083)	(1.445)
Totalindkomst	1.054	1.826	3.540	3.127	2.636
Minoritetsinteressernes andel af totalindkomsten	(11)	0	0	0	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer	1.065	1.826	3.540	3.127	2.636

Reformuleret resultatoppgørelse, kilde: Egen tilvirkning

6.2.1.3. Balancen

Formålet med at reformulere balancen er at identificere en virksomheds driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, derved gøres den lettere at analysere. Jeg har foretaget følgende vurderinger i reformuleringen af balancen:

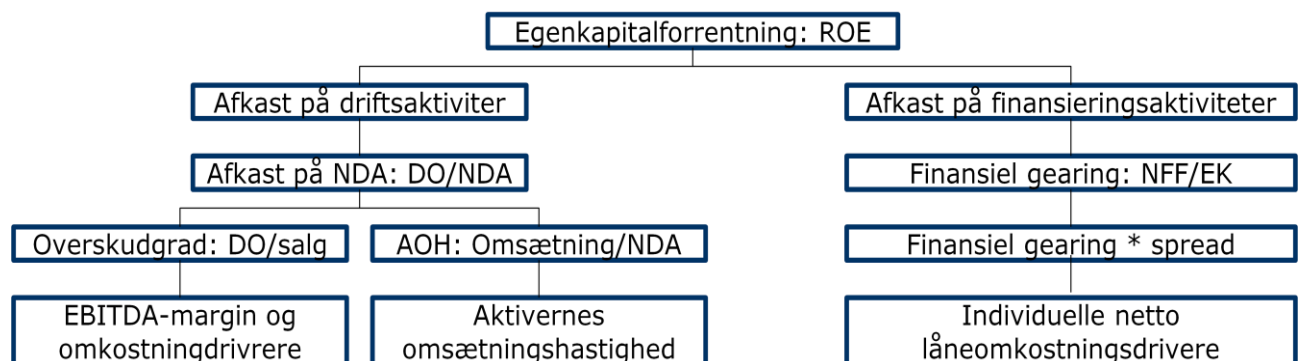
- Under kortfristede driftsaktiver er der sat 1 % af TDCs likvide midler som driftslikviditet til at dække betalinger i den daglige drift. Tommelfinger-reglen er at 0,5-2 % af likviditeten bliver sat som driftslikviditet alt afhængig af virksomhed og branche⁶⁹. Der kunne også argumenteres for at klassificere hele beholdningen af likvide midler som et finansielt aktiv, hvilket typisk vil være tilfældet i finansiell virksomhed.
- Afledte finansielle instrumenter og værdipapirer er medtaget under finansielle aktiver og forpligtelser.

Reformuleret balance	2014	2013	2012	2011	2010
Langfristede immaterielle driftsaktiver	40.893	31.411	32.762	33.543	34.799
Langfristede materielle driftsaktiver	17.504	15.403	15.337	15.343	15.531
Kapitalandele i joint ventures og associerede virksomheder	77	68	127	122	137
Netto pensionsaktiver	5.100	6.616	7.819	7.961	7.414
Tilgodehavender	312	271	251	278	241
Andre langfristede driftsaktiver	5.489	6.955	8.197	8.361	7.792
Udskudt skat	(4.271)	(3.920)	(5.369)	(6.426)	(6.420)
Periodeafgrænsningsposter	(215)	(345)	(536)	(566)	(701)
Hensatte forpligtelser	(992)	(960)	(733)	(858)	(974)
Langfristede driftsforpligtelser	(5.478)	(5.225)	(6.638)	(7.850)	(8.095)
Anlægs kapital	58.408	48.544	49.658	49.397	50.027
Driftslikviditet (1% af omsætningen)	233	246	261	263	262
Varebeholdninger	319	331	317	281	307
Tilgodehavender	3.458	3.699	4.430	4.773	4.404
Tilgodehavende selskabsskat	65	0	0	0	0
Periodeafgrænsningsposter	660	623	591	579	615
Kortfristede driftsaktiver	4.735	4.899	5.599	5.896	5.588
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	7.244	6.837	6.977	6.914	6.141
Skyldig selskabsskat	1	331	379	363	861
Periodeafgrænsningsposter	3.074	2.958	2.937	3.043	3.072
Hensatte forpligtelser	290	511	588	967	1.050
Kortfristede driftsforpligtelser	10.609	10.637	10.881	11.287	11.124
Arbejdskapital	(5.874)	(5.738)	(5.282)	(5.391)	(5.536)
Netto driftsaktiver (NDA)	52.534	42.806	44.376	44.006	44.491
Afledte finansielle instrumenter	(281)	(141)	(369)	(227)	568
Værdipapirer og andre kapitalandele	0	0	0	(5)	(7)
Lån	38.681	23.489	23.944	23.220	23.644
Overskydende likviditet	(4.513)	(926)	(712)	(1.226)	(569)
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	33.887	22.422	22.863	21.762	23.636
Minoritetsinteresser	104	0	0	0	0
Ordinær egen kapital	18.543	20.384	21.513	22.244	20.855
Samlet finansiering	52.534	42.806	44.376	44.006	44.491

Reformuleret balance, kilde: Egen tilvirkning

6.2.2. Rentabilitetsanalyse

Formålet med rentabilitetsanalysen er at identificere de værdidrivere der ligger bag væksten og forrentningen af egenkapitalen. Dette gøres ved at udregne væsentlige nøgletal som kan bruges til at analysere værdiskabelsen i TDC, illustreret med den udvidede DuPont-model der igen opdeles i drift og finansiering⁷⁰.



Kilde: Egen tilvirkning

Det er vigtigt at analytikere forstår de underlæggende finansielle værdidrivere, da det er disse som skal benyttes til budgettering senere hen. Jeg vil nu gennemgå værdidriverne, startende fra toppen.

6.2.2.1. Forrentning af egenkapitalen – ROE

ROE står for 'return on equity' og viser forrentningen af den kapital som ejerne har stillet til rådighed for virksomheden, altså egenkapitalen. Det er et af de vigtigste finansielle mål hvorpå en virksomheds værdiskabelse kan vurderes – hvis ikke ROE er positiv, så vil en investor højst sandsynligt ikke stille kapital til rådighed.

ROE kan udregnes på følgende måder:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

eller

$$ROE = ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))$$

⁷⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 210

På niveau 1 af Dupont-modellen defineres ROIC som betyder 'return on invested capital' og måler virksomhedens evne til skabe afkast ud fra de driftsaktiver (NDA) den har til rådighed. Jo bedre virksomheden til at udnytte sine driftsaktiver jo højere er ROIC og jo højere vil ROE naturligt også blive. ROIC kan udregnes således:

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. NDA}}$$

FGEAR betyder finansiell gearing og angiver forholdet mellem de netto finansielle forpligtelser (NFF) og egenkapitalen og udregnes således:

$$FGEAR = \frac{\text{Gns. NFF}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

En høj finansiell gearing kan både hjælpe til at forhøje din ROE, men den kan også forværre den. Det afhænger af din ROIC og din r , som er den gennemsnitlige lånerente som virksomheden har. r beregnes således:

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gns. NFF}}$$

Er virksomhedens ROIC højere end r betyder det at virksomheden vil kunne forrente lånte penge til et højere afkast end hvad det koster at låne og en høj gearing vil derfor forhøje din ROE. Omvendt, hvis r er større end ROIC betyder det at forrentningen på dine driftsaktiver er lavere end den rente du låner penge til, her vil en høj finansiell gearing forværre din ROE. Forskellen mellem ROIC og r benævnes SPREAD og udregnes således:

$$SPREAD = ROIC - r$$

Niveau 2 dekomponerer ROIC ned i 2 yderligere værdidrivere, henholdsvis overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Overskudsgraden viser hvor god en virksomhed er til skabe overskud ud fra sin nettoomsætning og aktivernes omsætningshastighed viser hvor mange penge der er bundet i driftsaktiver for at skabe nettoomsætning. De kan udregnes således:

$$OG \text{ (EBIT - margin)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}}$$

6.2.2.2. Udvikling i nøgletal

	2014	2013	2012	2011	2010
EBIT-margin	19,9%	19,9%	18,9%	18,5%	17,5%
AOH	0,48	0,55	0,58	0,58	
ROIC primær drift	8,4%	10,1%	10,0%	8,6%	
FGEAR	1,4	1,1	1,0	1,1	
SPREAD primær drift	5,3%	5,9%	4,2%	3,8%	
r	3,0%	4,2%	5,8%	4,8%	
ROE	5,4%	8,7%	16,2%	14,5%	

Kilde: Egen tilvirkning

Her ses vigtigheden af at reformulere resultatopgørelsen. TDC har på sin primære drift holdt en overskudsgrad 17-20 %.

Den finansielle gearing har ligget forholdsvis stabilt omkring 1 i 2011-2013, men i 2014 ligger den på 1,45. Dette skyldes primært erhvervelsen af Get, der er finansieret ved virksomhedsobligationer og derfor forhøjer TDCs netto finansielle forpligtelser markant. Dertil skal lægges at Gets bidrag til årets resultat kun er indregnet i november og december måned i resultatopgørelsen, hvor i mod hele købsprisen for selskabet er indregnet på balancen.

SPREAD er positivt i alle år, hvilket betyder at TDC har været i stand til at tjene mere på deres driftsaktiver end de kunne låne kapital til.

På niveau 2 i DuPont-modellen opdeles ROIC i 2 underliggende drivere som påvirker udviklingen, nemlig OG og AOH. TDC viser her at de på trods af en faldende omsætning er i stand til at opretholde niveauet på overskudsgraden, hvilket indikerer at de er gode til at effektivisere og reducere deres omkostninger. AOH viser hvor mange penge TDC binder i kapital for at genere deres omsætning. TDC er en ekstrem kapitaltung virksomhed, hvilket deres AOH på 0,6 også viser. For hver 0,6 kr. TDC generer i omsætning kræves der 1 kr. investeret i anlægskapital. Dette hænger meget sammen med TDCs forretningsmodel med at opkøbe mindre virksomheder hvorved mængden af materielle og immaterielle aktiver øges, sammenholdt med at de har 3

forskellige netværk i Danmark som alle er indregnet på balancen. Faldet i AOH fra 2013-2014 kan forklares ved indregningen af aktiverne fra Get-erhvervelsen, mens omsætningen kun er indregnet for november og december måned.

Det massive fald i ROE skyldes primært usædvanlige driftsposter, herunder massive fald i pensionsaktiver som er blevet indregnet på balancen.

Det er muligt at dekomponere værdidrivere yderligere, men jeg har vurderet at dette ikke vil skabe merværdi i forhold til budgetteringen og værdiansættelsen.

6.2.3. Historisk udvikling i omsætning

Udover at fokusere på TDCs strategiske markedsposition, samt udviklingen i nøgletallene er det vigtigt at undersøge udviklingen i TDCs omsætning, herunder hvilke årsager det er til et eventuelt fald eller stigning og indenfor hvilke produktområder udviklingen sker. TDCs omsætning har udviklet sig på følgende måde de sidste 5 år:

	2010	2011	2012	2013	2014	10-11	11-12	12-13	13-14
Mobiltjenester	7.175	7.267	6.601	5.835	5.357	1,3%	-9,2%	-11,6%	-8,2%
Fastnet (tale)	5.683	5.046	4.542	3.919	3.288	-11,2%	-10,0%	-13,7%	-16,1%
Internet & netværk	7.021	6.870	6.837	6.667	6.307	-2,2%	-0,5%	-2,5%	-5,4%
TV	3.298	3.588	3.939	4.139	4.464	8,8%	9,8%	5,1%	7,9%
Øvrige tjenester	2.428	3.015	3.723	3.587	3.279	24,2%	23,5%	-3,7%	-8,6%
Andet	562	518	474	458	649	-7,8%	-8,5%	-3,4%	41,7%
Total	26.167	26.304	26.116	24.605	23.344	0,5%	-0,7%	-5,8%	-5,1%

Kilde: Egen tilvirkning

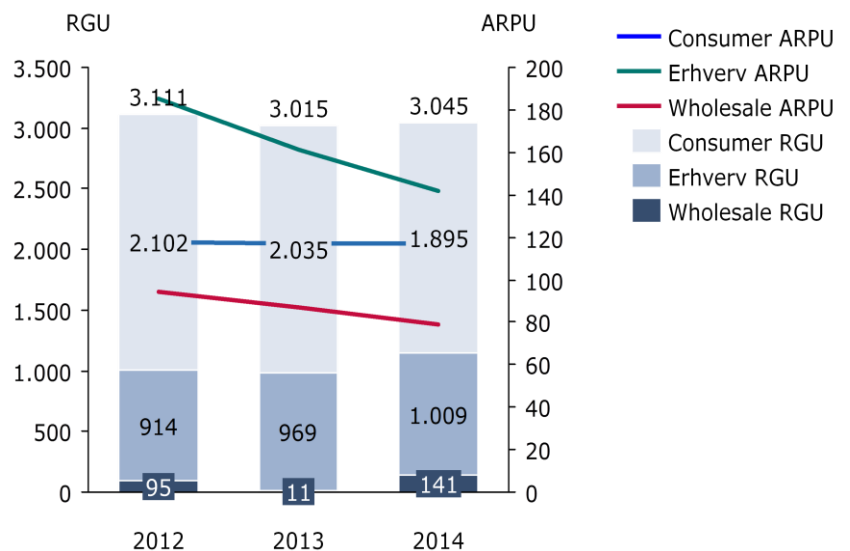
Som det ses her kunne TDC i 2010-2012 holde en stabil omsætning over 26 mia. DKK, men herefter falder omsætningen drastisk. Nedenfor vil jeg gennemgå udviklingen indenfor hvert enkelt produktsegment da jeg, ligesom under den strategiske analyse, mener at det giver et mere retvisende billede end at kommentere på den samlede omsætningsudvikling

6.2.3.1. Historisk udvikling i mobilomsætning

Som nævnt under den strategiske analyse er TDC ekstremt presset på mobilmarkedet, specielt af lav-pris selskaberne som stjæler mange kunder fra TDC. Dette afspejler sig også i omsætningen som fra 2010 til 2015 er faldet med 1,8 mia. kr. Problemerne er forskellige fra forretnings-

enhed til forretningsenhed. Consumer formår at holde deres ARPU⁷¹ nogenlunde stabil fra 2012-2014, det er derimod på RGUerne⁷² at årsaget til faldet skal findes hvor Consumer har mistet 207.000 kunder fra 2012 til 2014. Dette indikerer at TDCs mindre prisfølsomme kunder bliver hos Consumer, mens de mere prisfølsomme skifter til andre selskaber.

Hos Erhverv er ARPU'en det største problem og det som driver omsætningsfaldet, mens kundevæksten hjælper positivt. Wholesale er den enhed der vokser procentmæssigt mest på RGU-siden, dette skyldes i høj grad den større

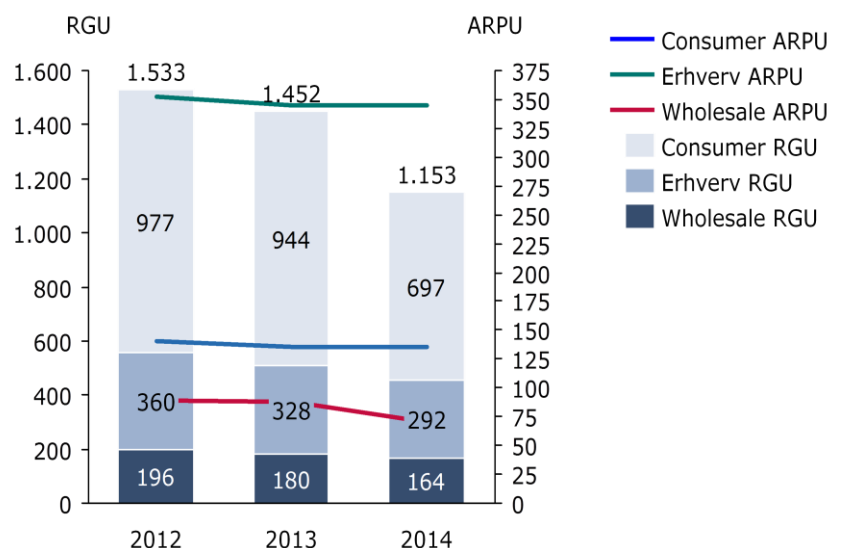


Kilde: Egen tilvirkning

del af selskaber som lejer sig ind på TDCs netværk. På ARPU siden falder Wholesale også, men grundet den store RGU-vækst vækster omsætningen i Wholesale positivt på mobil⁷³.

6.2.3.2. Historisk udvikling i fastnetomsætning

Fastnet er et produkt som er ved at dø ud, det ændrer dog ikke på at TDC stadig tjener ekstremt mange penge på det. Dog er faldet foruroligende og det er desværre begrænset hvad TDC kan gøre ved faldet i omsætning, da mobilen har overtaget stort set alle de funk-



Kilde: Egen tilvirkning

⁷¹ Average revenue pr. user

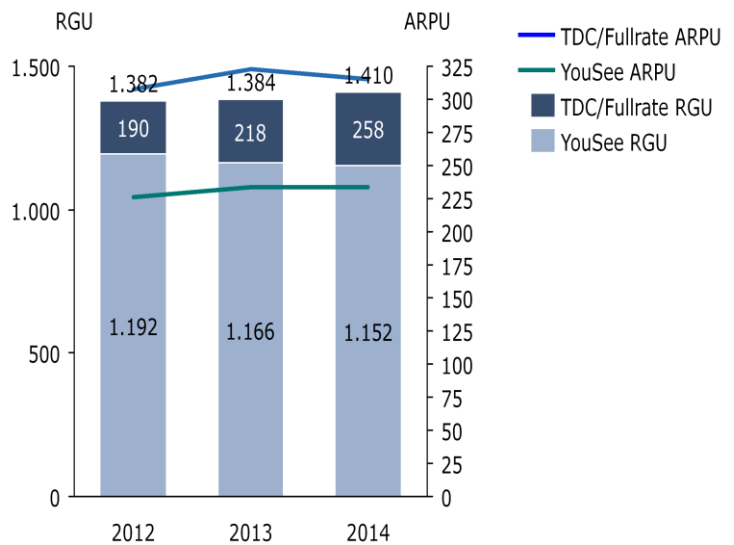
⁷² Revenue generating unit

⁷³ TDC årsrapport

tioner som fastnet har. Dette har også ledt til et massivt fald i TDCs omsætning hen over årene, som hovedsageligt er drevet af færre RGUer i Consumer og Erhverv, mens det både er RGUer og ARPU hos Wholesale. Det mest faretruende er at Erhverv mister så mange RGUer, da jeg antager at virksomheder har et større behov for fastnetlinjer end privatkunder.

6.2.3.3. Historisk udvikling i TV-omsætning

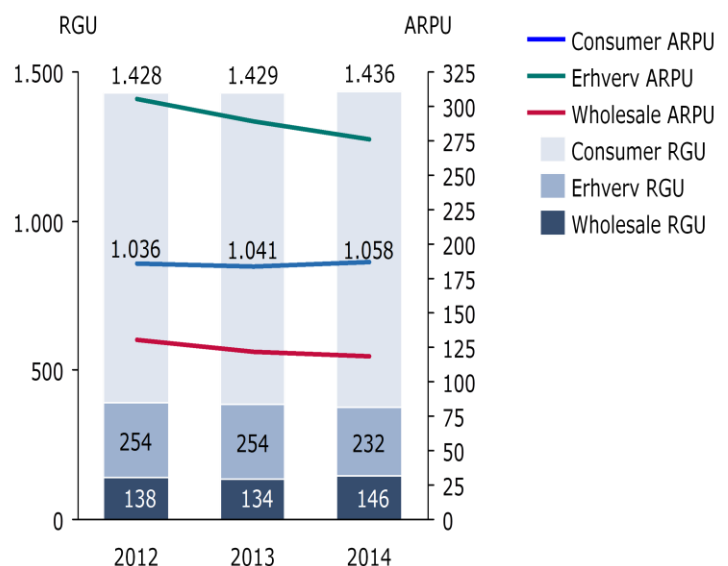
TV er TDCs primære vækstområde og her de virkelig bør satse. De omfattende netværk som TDC besidder, er en massiv konkurrencefordel og skal udnyttes hvis TDC vil vedligeholde deres omsætning. Væksten i omsætningen er primært drevet af en stor RGU-tilgang hos TDC og Fullrate. YouSee mister kunder for andet år i træk, men har alligevel været i stand til at opretholde en jævn ARPU.



Kilde: Egen tilvirkning

6.2.3.4. Historisk udvikling i internetomsætning

Efter TV, er det min vurdering at bredbåndsmarkedet er en af TDCs bedste indtjeningsmuligheder. Det er også dette område hvor TDC har tabt mindst omsætning i forhold til mobil og fastnet. Consumer bidrager med vækst til omsætningen grundet en stigning i ARPU samt RGUer. Hos Erhverv er både kundebasen samt ARPU faldende hvilket bidrager med negativ til vækst til omsætningen og hos Wholesale vokser kundebasen kombineret med et lille fald i ARPU.



Kilde: Egen tilvirkning

6.2.4. Konklusion regnskabsanalyse

På trods af en presset omsætning er TDC i stand til at holde deres forholdsvis høje overskud fra den primære, hvilket også viser sig i EBIT-marginen som stadig ligger over 19 %. TDCs omsætning har været faldende henover de seneste år, hvilket i stor stil skyldes det faldende fast-net marked og den massive konkurrence på mobilmarkedet. TDC vokser derimod på TV og skal fokusere herpå, sammen med bredbånd som har en mindre negativ vækst end mobil og fastnet. Den finansielle gearing vokser markant i 2014, dette grundet erhvervelsen af Get som er finansieret ved virksomhedsobligationer. ROE er faldet markant hvilket skyldes store nedskrivninger på pensionsaktiver der er foretaget direkte på egenkapitalen.

6.3. SWOT

SWOT står for strengths, weaknesses, opportunities og threats og bruges til opsummere de mest væsentlige eksterne og markedsspecifikke faktorer der kan påvirke TDCs konkurrence situation.

Styrker	Svagheder
• Markedsleder indenfor telekommunikation og home entertainment i Danmark. • Indtræden på det norske privatmarked • Forholdsvis stabil overskudgrad og indtægt fra primær drift • 3 typer netværk som dækker hele Danmark samt nyt 4G-mobilnetværk • Dækker flere kundegrupper	• Dårlige imagemålinger • Lav medarbejder tilfredshed • Faldende omsætning indenfor fastnet, bredbånd og mobil • Forringet service og salg
Muligheder	Trusler
• Vækst i Get • Nyt stærkt 4G-netværk • Videre udvikling af TV-produkter • Nye markeder indenfor betting og filmudlejning	• Fortsat intensiveret konkurrence på mobilmarkedet • Fald i fastnet omsætning • Manglende effektivisering • Streaming-tjenester

Kilde: Egen tilvirkning

6.4. Budgettering og værdidrivere

6.4.1. Budgetperiode

Jeg har valgt at fastlægge budgetperioden til de kommende 10 år ud fra den forudgående analyse, herefter forventes det er TDCs udvikling når steady state hvor terminalperioden vil begynde. I terminalperioden stabiliserer forretningen sig og vil følge en stabil vækst. Terminalperioden bruges til at vise værdien i uendelig tid, dvs. at den måler værdien af samtlige fremtidige cashflows efter budgetperioden. Jf. budgettet har jeg lagt omsætningsvæksten i terminalperioden til 2,9 %.

6.4.2. Fastlæggelse af værdidrivere

Den regnskabsmæssige analyse har vist at TDC primære omsætning dannes fra 4 hovedprodukter. Udviklingen i disse markeder er meget forskellig og derfor har jeg vurderet at de ikke kan budgetteres samlet, men at det skal ske hver for sig.

6.4.2.1. Mobilomsætning

Som nævnt tidligere er der ekstremt meget konkurrence på mobilmarkedet hvor TDCs omsætning har været jævnt faldende grundet massiv kundeafgang samt pres på ARPU'en. Presset på omsætningen skyldes generelt en prisrig som Oister leder an i, med meget lave priser på mobilabonnementer, samtidig med at servicen og salget er faldet drastisk. Alt dette taler for et væsentligt fald i omsætningen i de kommende år.

Det som kan forøge omsætningen for TDC er at deres nye 4G netværk er blevet færdigt og nu dækker 98 % af Danmark med 4G. Derudover har ledelsen ekstremt stor fokus på serviceniveauet og omtaler også dette i deres beretning, det må derfor forventes at de vil gøre alt for at rette op på dette i 2015.

Jeg forventer at TDC er i stand til at mindske faldet i omsætningen i 2015 til 8 % og herefter stabiliserer faldet sig henover årene til et årligt fald i omsætningen på 2 %.

6.4.2.2. Fastnetomsætning

Fastnet har historisk været en af TDCs største indtjenings-bidrager, dette er dog ved at være en uddøende forretning som beskrevet tidligere. TDC taber kunder år for år og derfor vurderer jeg at faldet i fastnet fra 2014-2015 stiger til 20 % og holder dette niveau i resten af budgetperioden. Til sidst vil kundebasen bestå af den ældre generation samt erhvervskunder.

6.4.2.3. TV-omsætning

TV er TDCs største vækstmulighed, både med tanke på deres mulighed for at levere deres produkter på 3 forskellige typer netværk sammenholdt med deres innovations og udviklingsmuligheder. TDC er nødt til at kunne konkurrere med onlinestreaming tjenester som Netflix, HBO, TV2Play osv., derfor er de nødt til fortsat at videreudvikle og nytænke deres TV-koncepter.

Omsætningsvæksten på TV har ligget stabilt mellem 5 % -10 % de sidste 4 år, dog er kundeafgangen hos YouSee faretruende og trækker væksten den modsatte vej og derfor vurderer jeg at

en omsætningsvækst på 7 % eksklusiv Get fra 2014-2015 er realistisk. Herefter vil væksten langsomt aftage indtil den nærmer sig et niveau omkring 5 %.

Den største grund til vækst på TV-området skyldes købet af Get. Get har de sidste par år vist en imponerende vækst og TDC har vurderet at vækstraten for Get gående ind i 2015, vil være lidt under det normale der historisk har været leveret⁷⁴. Dette signalerer både at TDC forventer at lidt af vækstpotentialet i Get er udtømt, men samtidig viser de historiske resultater for Get at der er grundlag for yderligere vækst. Jeg vurderer at Get vil bidrage med en massiv omsætningsvækst på TV og har fastlagt Gets samlede omsætningsvækst til 10 % som langsomt vil falde indtil den når et stabilt niveau på 6 %. Omsætningen på TV-delen af dette vil i 2015 være omkring 1,1 mia. DKK. Jeg har i budgettet ladet Get stå alene, for nemmest at kunne estimere effekterne heraf.

6.4.2.4. Bredbåndsomsætning

Efter TV, er bredbånd området hvor TDC har de største vækstmuligheder, understøttet igen af deres 3 netværk samt et generelt massivt stigende forbrug af internettet. TDC har historisk set haft en faldende omsætning på bredbånd, liggende imellem 0,5 % og 5,4 % år-til-år. Markedet for bredbånd må antages at være forholdsvis mættet, hvorfor der må konkurreres på tillægstjenester, høje hastigheder og pris. Jeg vurderer at TDC er godt stillet til at konkurrere på disse parametre på nær pris, derfor er min vurdering at omsætningen falder med 4 % ind i 2015 hvorefter den nærmer sig 0 % og efterfølgende vil vokste med 3%.

Udover TV bidrager Get også med stor omsætning på bredbånd, historisk har omsætningen på bredbånd hos Get været massivt stigende og det forventes også at dette vil ske ind i 2015. Get bidrager med 0,9 mia. DKK i 2015 og en vækst på 10 % hvorefter væksten forventes at flade ud og stabilisere sig på 5 %.

6.4.2.5. Omsætning øvrige tjenester

Øvrige tjenester består af salg af mobilterminaler uden tilskud, NetDesign og Bet25. Historisk har der de sidste 2 år været i fald i omsætningen på dette område og det forventes også at der vil være et fald på 5 % ind i 2015 som efterfølgende vil stabilisere sig med en vækst på 1 %.

⁷⁴ TDC årsrapport 2014

6.4.2.6. AOH

AOH har historisk ligget på omkring 0,55-0,6, dog ligger den på 0,49 i 2014. Dette skyldes at den fulde værdi af Get er indregnet på balancen, mens kun omsætningen for november og december er med i resultatopgørelsen. Da TDC er en ekstremt kapitaltung virksomhed vil en effekt i AOH samtidig have massiv effekt på nettodriftsaktiverne som senere påvirker cashflowet der skal bruges til værdiansættelsen.

Jeg forventer at AOH gående ind i 2015 vil falde til 0,48 grundet tilgangen af Get og den store sum af goodwill der er bogført i forbindelse med købet. Den indregnede goodwill består af know-how og potentielle synergi-effekter. Efter 2015 vil AOH langsomt stige og stabilisere sig på 0,55 som har været det hidtidige niveau.

I og med NDA udregnes som en funktion af omsætningen og AOH vil en faldende omsætning som regel også føre et fald i NDA medmindre at AOH falder tilsvarende. Hvis AOH ligeledes stiger som jeg antager den vil gøre i TDCs tilfælde, vil mængden af nettodriftsaktiver ligeledes falde. I cashflow mæssigt henseende ses et fald i nettodriftsaktiver positivt da det fremtidige cashflow udregnes ved at fratrække ændringen i NDA til driftsoverskuddet efter skat. Jeg finder dette problematisk da det i TDCs tilfælde giver et meget højt cashflow i de første år af budgetperioden indtil AOH stabiliserer sig på det hidtidige niveau. Dette er også årsagen til at jeg ikke har antaget at AOH vil stige til det historiske niveau i 2015, men langsomt vil tilpasse sig. Hvis AOH blev sat til 0,55 i 2015, ville det lede til et urealistisk cashflow, da forskellen mellem NDA ultimo 2014 og 2015 ville være ekstrem høj.

6.4.2.7. EBIT-margin

EBIT-marginen er en væsentlig værdidriver som måler overskuddet fra en kroners salg generet fra virksomhedens primære driftsaktiviteter. Udover omsætningen afhænger EBIT-marginen også af de omkostninger der henføres til den primære drift:

- Vareforbrug og transmissionsomkostninger
- Eksterne omkostninger
- Personaleomkostninger
- Afskrivninger

- Amortiseringer

Nedskrivninger er ikke medtaget her da de er klassificeret som en usædvanlig post i den reformulerede resultatopgørelse.

Historisk set har TDCs EBIT-margin på deres primære drift ligget mellem 17,5 % og 20 %, senest på 19,9 % i 2014. Dette er høj EBIT-margin, hvilket også er en nødvendighed at have hvis man vil være en rentabel kapitaltung virksomhed som TDC er.

Jeg har valgt at budgettere direkte på EBIT-marginen da jeg ikke mener at det skaber merværdi at budgettere på hver enkel af de ovenstående komponenter, men blot vil komplicere budgetteringen. Jeg har lagt vægt på følgende punkter i budgetteringen af overskudsgraden.

- Vareforbrug og transmissionsomkostninger antages at være en direkte funktion af salget, hvorfor der ikke forventes at påvirke overskudsgraden positivt eller negativt. Der kan spekuleres i optimering af blandt andet indkøb af tv-kanaler, hvor TDC efter købet af Get vil have større forhandlingskraft overfor programleverandørerne.
- Eksterne omkostninger indeholder poster så som marketing, IT og vedligeholdelse af ejendomme og kapacitet. Det vurderes at omkostningerne hertil vil følge salget og derfor ikke har nogen effekt på overskudsgraden.
- På personaleomkostninger forventes det at TDC har optimeret det meste af potentialet, dog bringer Get yderligere effektiviseringspotentiale ind. Derudover forventes der er en opmanding i Channels så serviceniveauet og ventetiden på telefonen kan blive forbedret. Jeg har vurderet at personaleomkostningerne vil påvirke overskudsgraden negativt da jeg ikke vurderer at TDC vil kunne opnå samme besparelse som de har gjort de sidste 5 år.
- Afskrivningerne de sidste 5 år har ligget forholdsvis stabilt omkring 2,6-2,7 mia. DKK, afskrivninger i Get er dog vokset med ~50-100 DKKm de sidste 3 år, så her forventes det også at de vil stige, hvilket påvirker overskudsgraden negativt.

Når alt dette holdes sammen har jeg vurderet at TDCs EBIT-margin gående ind i 2015 vil ligge på 18 % og fastholde dette niveau gennem budgetperioden.

6.4.2.8. Skat

Selskabsskatten vil i 2015 være 23,5 % og herefter 22 %⁷⁵. Skatten bliver løbende reguleret af de offentlige myndigheder, og flere mener at sænkelse af selskabsskatten vil "booste" økonomien. Det er dog vanskeligt at opsætte et estimat for korrektioner i skatten, hvorfor jeg fastholder 22 % i resten af budgetperioden. I udregningerne af beta og WACC benytter jeg en skattesats på 22%

6.4.2.9. Værdidrivere

Ud fra det ovenstående har jeg estimeret følgende værdidrivere:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår 2025
Omsætning												
Mobiltjenester	-8,2%	-8,0%	-7,0%	-6,0%	-5,0%	-4,0%	-3,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Fastnet (tale)	-16,1%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Internet & netværk	-5,4%	-4%	-4%	-2%	-2%	0%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
TV	7,9%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Øvrige tjenester	-8,6%	-5%	-3%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Get TV		10%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Get BB		10%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Get Andet		10%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Samlet omsætningsvækst		5,5%	-2,6%	-1,0%	-0,3%	0,7%	1,4%	1,8%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%
AOH	0,48	0,48	0,49	0,50	0,53	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
EBIT margin	19,4%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Skat	12%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Kilde: Egen tilvirkning

6.4.3. Fastlæggelse af WACC

WACC står for weighted average cost of capital og bruges til at estimere det gennemsnitlige afkast på kapital investeret i en virksomhed. WACC indeholder både afkastkravet som aktionærene/investorerne har, samt afkastkravet som eventuelle långivere måtte have. Når jeg værdiansætter TDC vil jeg benytte mig af RIDO⁷⁶, hvor de fremtidige residualoverskud skal tilbagediskonteres med WACC'en.

⁷⁵ http://www.revisionscentralen.dk/8320-1_Virksomhedsskatselskabsskat

⁷⁶ Argumentation for modelvalg fremgår af værdiansættelsesafsnittet

WACC kan udregnes vha. følgende ligning:

$$r_{WACC} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g$$

De individuelle komponenter er:

$$V_0^E = \text{markedsværdien af egenkapitalen}$$

$$V_0^{NFF} = \text{markedsværdien af netto finansielle forpligtelser}$$

$$r_e = \text{ejernes afkastkrav}$$

$$V_0^{NDA} = \text{markedsværdi af virksomheden}$$

$$r_g = \text{långivernes afkastkrav}$$

6.4.3.1. Markedsværdien af egenkapitalen

Når WACC fastlægges skal analytiker benytte markedsværdier i beregningerne. Markedsværdien af egenkapitalen skal således være værdien af egenkapitalen pr. 31.12.2014 til hvilken dato værdiansættelsen også finder sted. For at udregne værdien af egenkapitalen ganges antallet af aktier med kursen pr. 31.12.2014. Kursen på en aktie til den fastsatte dato var 47,23 kr.⁷⁷. og med 812 mio. aktier giver det en værdi på:

$$V_0^E = 47,23 * 812.000.000 = 38.351 \text{ mio. DKK}$$

6.4.3.2. Markedsværdien af netto finansielle forpligtelser

Det vil altid være vanskeligt at komme med et estimat på markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser på en præcis dato. Grunden til dette er at gæld ikke handles på samme måde som aktier gør. TDC har som følge af deres finansiering af købet af Get, fået sænket deres rating hos Moody's og Standard & Poor's, dette kan lede til en højere rente fremover. Dog vurderes det for vanskeligt at estimere effekten heraf, hvorfor markedsværdien sættes lig den bogførte værdi ultimo 2014, vi får altså at de netto finansielle forpligtelsers markedsværdi er:

$$V_0^{NFF} = 33.887 \text{ mio. DKK}$$

⁷⁷ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/tdc-a-s/275952>

6.4.3.3. Værdien af TDC

Nu har jeg fastlagt værdien af henholdsvis egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser, derved kan den samlede markedsværdi fastlægges:

$$V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF} = 38.351 + 33.887 = 72.238 \text{ mio. DKK}$$

Vægten af egenkapitalen vil derfor være:

$$\frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} = \frac{38.351}{72.238} = 53,1\%$$

Og vægten af fremmedkapital vil være:

$$\frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} = \frac{33.887}{72.238} = 46,9\%$$

6.4.3.3. Ejernes afkastkrav

For at fastlægge ejernes afkastkrav vil jeg benytte CAPM⁷⁸, som benyttes til at beregne det afkast en investor vil kræve for at investere i en virksomhed. Investor forventes altid at handle rationelt, hvorfor CAPM tager udgangspunkt i et efficient marked hvor investor altid vil investere i den virksomhed hvor de vil opnå det højeste afkast. Der findes dog ikke efficiente markeder, hvorfor der altid vil ligge en vis usikkerhed i benyttelse af CAPM. CAPM defineres på følgende måde:

$$r_e = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f)$$

Hvor

$$r_f = \text{risikofri rente}$$

$$\beta = \text{beta}$$

$$E(r_m) - r_f = \text{markedsrisiko præmien}$$

⁷⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 43

Den risikofrie rente bliver i praksis fastsat ud fra den effektive rente på en toneangivende statsobligation⁷⁹. Gennemsnitsrenten fra d. 1. januar 2014 til d. 31. december 2014 var 1,2 %. Jeg vurderer dette som at være en historisk lav rente, hvilket ikke afspejler den reelle risikofrie rente. For at få et mere korrekt billede har jeg valgt at benytte gennemsnitsrenten på en statsobligation for de sidste 5 år, hvorfor jeg får en risikofri rente på 2 %⁸⁰. Aswath Damodaran som underviser i corporate finance på Stern School of Business taler om en såkaldt 'equity risk premium' eller likviditetspræmie. Investorer tillægger likviditetspræmien til illikvide handelspapirer så som langfristede obligationer da han kræver et yderligere tillæg udover den risikofrie rente for at binde sine penge i længere. Kort sagt er investor interesseret i værdipapirer som kan omsættes hurtigt ved eventuelle ændringer i markeder, ved en statsobligation er dette ikke muligt i samme stil hvorfor investor kræver en likviditetspræmie⁸¹. Damodaran har udregnet disse likviditetspræmier for stort set alle lande i verden og i Danmark foreslår han at tillægge 0,72 %⁸² til den risikofrie rente, jeg har valgt at tillægge 1,5 % til den risikofrie rente som følge af det historisk lave renteniveau og ender derfor på 3,5%.

Beta-værdien bruges til at beskrive forholdet mellem risiko og afkast ved en given aktie i forhold til aktiemarkedet, da der ved større risiko vil blive krævet et større afkast. Beta-værdien bliver estimeret på baggrund af samvariationen mellem aktiens afkast målt op mod afkastet på aktiemarkedet, hvor det gælder at:

$$\beta = 0 \rightarrow \text{Risikofri investering}$$

$$0 < \beta < 1 \rightarrow \text{Investering med mindre risiko end markedsporteføljen}$$

$$\beta = 1 \rightarrow \text{Samme risiko som markedsporteføljen}$$

$$\beta > 1 \rightarrow \text{Investering med større risiko end markedsporteføljen}$$

For at beregne beta har jeg downloadet de sidste 3 års aktiekurser på hhv. TDCs aktie og C20 indexet. Her efter udregner jeg det daglige afkast på TDC aktien og C20 og finde kovariansen

⁷⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 44

⁸⁰ <http://www.statistikbanken.dk/statbank55/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

⁸¹ <http://www.morningstar.dk/dk/news/92091/er-lav-likviditet-vejen-frem.aspx>

⁸² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

mellem de 2 værdierækker. Kovariansen divideres herefter med variansen på C20 indexet og herved har jeg betaget for TDC, i dette tilfælde 0,47. Har samtidig hentet både Telia, Telenor og TDCs beta fra Bloomberg for at sammenligne, her har betaerne ligget på følgende værdi pr. 01-01-2015:

	Beta
TDC	0,622
Telia	0,543
Telenor	0,822

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående er betaerne for de respektive virksomheder markant forskellig, hvorfor jeg antager at min udregning af beta ovenfor ikke er valid nok til at foretage værdiansættelsen på.

Jeg vurderer at beta-værdien er for lav, specielt grundet TDC optagelse af nye lån og derfor tager jeg udgangspunkt i en rapport som IT- og Telestyrelsen udsender en gang hvert andet år⁸³. I rapporten fastlægger de WACC for TDC da den bruges til at bestemme de priser som TDC må opkræve for fastnetprodukter til både private og andre leverandører, samt prisen på bredbåndsprodukter til andre leverandører. I rapporten bliver det fastlagt at TDC har en ugearet beta-værdi på 0,5, hvilken vurderes pålideligt da den kommer fra en offentlig instans – dog skal det medregnes at de offentlige myndigheder har en interesse i at regulere TDC mest muligt for at kunne skabe yderligere konkurrence.

TDC er en gearet virksomhed hvorfor det er nødvendigt at omregne den ugearede beta-værdi. Dette gøres vha. Modigliani & Miller⁸⁴:

$$\beta_{gearet} = \beta_{ugearet} * (1 + \frac{D}{E} * (1 - t))$$

Hvor

$$\frac{D}{E} = \frac{\text{Fremmedkapital}}{\text{Egenkapital}}$$

⁸³ <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/tdc.pdf>

⁸⁴ <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/tdc.pdf> s.3

De netto finansielle forpligtelser i for TDC ultimo 2014 var som bekendt 33.887 mio. DKK, mens markedsværdien af egenkapitalen var 38.351 mio. DKK. Hvis vi indsætter dette i ligningen får vi:

$$\beta_{gearet} = 0,5 * \left(1 + \frac{33.887}{38.351} * 0,78 \right) = 0,84$$

Den gearede beta-værdi for TDC vil altså være 0,84. TDC har historisk haft en væsentligt lavere beta-værdi, men på grund af den store gældsoptagelse i forbindelse med købet af Get er den finansielle risiko ved TDC-aktien steget hvilket også afspejler sig i beta-værdien.

Markedsrisikopræmien skal beregnes som forskellen mellem den risikofri rente og afkastet på markedsporteføljen. Holm, Petersen og Plenborg har offentliggjort en undersøgelse der viser at en markedsrisikopræmie på 4,5 % er passende at anvende⁸⁵.

Med de estimerede komponenter i CAPM kan jeg nu udregne investors afkastkrav til:

$$r_e = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f) = 3,5\% + 0,84 * 4,5\% = 7,3\%$$

6.4.3.4. Långivernes afkastkrav

TDCs långivere kræver en præmie udover den risikofri rente for at stille kapital til rådighed for TDC. Størrelsen på denne præmie afhænger af den risiko som kreditor løber i forbindelse med et muligt tab. Her støtter man sig ofte op af ratingbureauernes kreditscore, hvor TDC som følge af deres nyligt udstedte virksomhedsobligationer har fået nedgraderet deres rating. Långivernes afkastkrav kan udregnes vha. af følgende ligning:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t_s)$$

Hvor

$$r_s = \text{selskabsspecifikt risikotillæg}$$

$$t_s = \text{selskabsskatteprocent}$$

Det selskabsspecifikke risikotillæg kan udledes ved at sammenholde renteomkostninger med de finansielle forpligtelser. Her har jeg udregnet en renteomkostning før skat i 2014 på 3,3 %, hvis

⁸⁵ http://www.skat.dk/SKAT.aspx?thisId=1813219.208529#_ftnref1

denne sammenholdes med den risikofri rente ender jeg med et negativt selskabsspecifikt risikotillæg hvilket må antages ikke at være korrekt. Jeg har derfor benyttet TDCs gennemsnitlige lånerente for de sidste 4 år, hvilken er udregnet til 4,6 % og derfor giver et tillæg på 1,1 %. Hertil skal ligges at TDC har fået nedgraderet deres rating hos kreditbureauerne og optaget lån i forbindelse med købet af Get. Jeg vurderer derfor at det er forsvarligt at tillægge et selskabsspecifikt tillæg på 2 %

$$r_g = (3,5\% + 2\%) * (0,78) = 4,3\%$$

Vi kan nu bestemme WACC til at være:

$$r_{WACC} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g = 53,1\% * 7,25\% + 46,9\% * 4,3\% = 5,9\%$$

6.4.4. Konklusion regnskabsanalyse

Omsætningen gående ind i 2015 er vurderet til at stige markant i forhold til 2014, dette skyldes omsætningen fra Get, samt en vækst på TV-omsætningen. Resten af hovedprodukterne forventes at en negativ omsætningsvækst. AOH vurderes langsomt at stabilisere sig omkring 0,55 hvilket også var niveauet før købet af Get. EBIT-margin forventes at falde til 18,5 % gående ind i 2015 og vil forblive på dette niveau i budgetperioden. Det vurderes at TDC ikke vil være i stand til at opnå samme besparelser på personaleomkostningerne sammenholdt med forhøjede afskrivninger grundet Get vil lede til faldet i EBIT-margin.

Jeg har derudover beregnet ejernes afkastkrav til 7,3 % og afkastkravet på de finansielle forpligtelser til 4,15 %. TDC har med optagelsen af nye lån fået en høj finansiell gearing på 1,4, som betyder at en stor del af finansieringen af driften kommer fra fremmedkapital. Diskonteringsfaktoren eller WACC'en er på baggrund af de 2 afkastkrav udregnet til 5,9 %.

6.5. Værdiansættelse

6.5.1. Valg af værdiansættelsesmodel

Der findes både direkte og indirekte værdiansættelsesmodeller og det første skridt i valget af model er at vurderer om finansieringsaktiviteterne i virksomheden er med til at skabe værdi. I TDCs tilfælde har jeg ikke medtaget de finansielle aktiviteter i budgettet da jeg ikke mener de er

med til at skabe værdi og derfor kan vi se bort fra de direkte værdiansættelsesmetoder da de kræver en budgettering af finansieringsaktiviteten.

De indirekte værdiansættelsesmetoder, kan være enten cash flow-modellen eller residualindkomstmodellen. Cashflow-modellen er generelt god til at værdiansætte handelsvirksomheder som ikke har så stor en balance, men generer stor omsætning på trods af dette. Fordelen ved cash flows er at vi kan måle værdiskabelsen ud fra virksomhedens evne til skabe frit cash flow i fremtiden. Ved cash flow modellen tillægger man ikke virksomhedens nettodriftsaktiver nogen værdi, hvilket kan være problematisk ved værdiansættelse af kapitaltunge virksomheder. Derudover kræves der også indblik i virksomhedens indgående og udgående pengestrømme da det i realiteten er nettoværdien af disse vi budgetterer, samt det faktum at en investering ses som et værditab, mens afståelse af aktiviteter ses som værditilvækst. Værdiestimatet i cash flow modellen fremkommer ved at tilbagediskontere de fremtidige cashflows i budgetperioden og tillægge terminalværdien som udregnes når virksomheden har nået steady-state.

Residual indkomst modellen tager udgangspunkt i det overskud som virksomhedens skaber udover investors forventninger. Et driftsoverskud er ikke værdiskabende medmindre det overstiger investors forventning, dvs. at hvis investor forventer et afkast på 6 %, så skaber virksomhedens først værdi når deres overskud overstiger dette mål. Residualoverskuddet er også grunden til at investor betaler mere for aktien end hvad den bogførte værdi af egenkapitalen egentlig er. I modsætning til cash flow modellen skal nettodriftsaktiverne tillægges værdiestimatet og har derfor stor indflydelse på den endelige værdiansættelse, hvorfor den model umiddelbart passer bedst til en kapitaltung virksomhed.

TDC er en ekstrem kapitaltung virksomhed, hvilket også bevises af omsætningshastigheden på deres aktiver, hvilken ligger omkring 0,5. De skal altså binde omkring 1 kr. i driftsaktiver for at genere 0,5 kr. omsætning. Jeg har ud fra ovenstående beskrivelse af værdiansættelsesmetoderne valgt at benytte residualindkomst modellen i min værdiansættelse. Jeg medtager dog også cash flow modellen da de 2 modeller i sidste ende giver samme resultat og derfor tjener som kontrol af mine udregninger.

6.5.2. Værdiansættelse efter RIDO

Jeg har nu fastlagt budgettet, kapitalkravet og værdiansættelsesmetoden. Med de budgetterende værdidrivere udvikler og RIDO kan beregnes på følgende måde:

$$RIDO_t = DO_t - (r_{wacc} * NDA_{t-1})$$

For 2015 giver dette os:

$$RIDO_{2015} = 3.296 - (5,9\% * 52.534) = 202 \text{ mio. DKK}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår 2025
RIDO (wacc)		202	336	437	511	672	816	843	875	903	932	963
Tilbagediskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,26	1,33	1,41	1,49	1,58	1,67	1,77	
RIDO tilbagediskonteret		191	299	368	407	505	579	565	554	539	526	
Terminal værdi												32.084

Kilde: Egen tilvirkning

Dernæst udregnes terminalværdien som repræsenterer værdien af residualoverskuddene i fremtiden efter budget perioden. Terminalværdien udregnes på følgende måde:

$$Terminalværdi_t = \frac{RIDO_{t+1}}{wacc - g}$$

Hvor g er væksten i fremtiden. For TDC giver dette en terminal værdi på:

$$Terminalværdi_{2024} = \frac{963}{5,9\% - 2,9\%} = 32.084 \text{ mio. DKK}$$

Nutidsværdien af terminalværdien fås ved at tilbagediskontere denne med faktoren fra 2024:

$$Terminalværdi_{2024} = \frac{32.084}{1,77} = 18.105 \text{ mio. DKK}$$

Markedsværdien af TDC kan nu beregnes til:

$$\begin{aligned} V_{NDA} &= (\sum PV(RIDO)) + PV_{terminalværdi} + NDA_{2014} = 4.532 + 18.105 + 52.534 \\ &= 75.172 \text{ mio. DKK} \end{aligned}$$

Herefter skal værdien af egenkapitalen udregnes, som er den investor betaler for. Dette gøres ved at fratrække værdien af de netto finansielle forpligtelser ultimo 2014, som nævnt under udregningen af afkastkravet er markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser lig med den bogførte værdi. Dette leder os til en værdi af egenkapitalen på:

$$V_E = V_{NDA} - V_{NFF} = 75.172 - 33.887 = 41.284 \text{ mio. DKK}$$

TDC har 812 mio. udestående aktier hvorfor værdien på en aktie kan udregnes til:

$$\text{Værdi pr. aktie} = \frac{41.284}{812} = 50,8 \text{ DKK}$$

Som kontrol har jeg også udregnet værdien efter DCF-modellen. Dette fremgår af bilag 6 og giver samme resultat.

TDC kurs var pr. 31.12.2014 47,23 kr., altså en forskel på 3,6 kr. og min vurdering er at TDC-aktien er undervurderet.

6.5.3. Følsomhedsanalyse

Der er store usikkerheder forbundet med en værdiansættelse. Den udregnede beta for TDC er relativt høj i forhold til tidligere beta-værdier, dette skyldes den høje grad af fremmedkapital der er optaget. Beta spiller en væsentlig rolle i udregningen af WACC'en, jeg har nedenfor opgjort effekterne på aktiekurs ved en ændret beta:

Beta	WACC	PV af RIDO	PV AF TV	Aktiekurs
0,3	4,6%	9.624	59.051	107,5
0,47	5,0%	7.969	40.306	82,4
0,622	5,4%	6.540	29.126	66,9
0,84	5,9%	4.532	18.105	50,8
1,04	6,4%	2.848	11.589	40,7
1,24	6,8%	1.196	6.811	32,8
1,5	7,5%	-848	2.449	24,9

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående har beta en enorm effekt på værdien af TDC. Hvis beta-værdien som er hentet fra Bloomberg benyttes vil værdien af en TDC-aktie være 67 DKK, altså en stigning på ca. 16 DKK og ved brug af beta-værdien som jeg udregnede med variansen i forhold til C20-indekset ville værdien af en TDC-aktie være ca. 32 DKK højere. Omvendt ville en beta-værdi

som er 0,2 højere lede til et fald i værdi på ca. 10 DKK pr. aktie. Problemet er at forskellen i værdi ved de forskellige beta-værdier hovedsageligt stammer fra terminalperioden. Dette er problematisk da terminalværdien er den mest usikre del af værdiansættelsen og derfor burde man tilstræbe sig at minimere værdien der tilgår fra denne periode så meget som muligt.

6.6. Konklusion værdiansættelse

I den strategiske analyse fastslog jeg at TDC bevæger sig på væsentlige forskellige markeder, både når man kigger på produktopdelinger, mens også kundemæssigt. På mobil er TDC ekstremt presset både i privat og erhvervsforretningen med massive tab på kundeantal og ARPU dog skal TDC udnytte deres nye udbyggede netværk til at stabilisere. Jeg forventer at omsætningen stadig vil falde stabilt henover årene. Fastnet er en døende forretning, som TDC dog stadig tjener mange penge på, dette kan dog ikke forventes i fremtiden, hvorfor jeg også har budgetteret med et væsentligt fald i omsætningen her. På TV har TDC deres største vækstmulighed og jeg vurderer at omsætningen vil stige her som følge af TDCs innovation på produktområdet sammenholdt med deres geografiske dækning i Danmark og på bredbånd forventes det at omsætningen vil falde til at begynde med, men herefter vækste langsomt. Herefter blev AOH budgetteret til langsomt at stige til et vanligt niveau på 0,55 efter et dyk på grund af indregningen af Get i november måned 2014. EBIT-margin blev sat til 18 % gennem hele budgetperioden, hvilket er et fald i forhold til det historiske niveau, grundet større personaleudgifter og afskrivninger.

Jeg fastlagde herefter WACC som skal bruges til at tilbagediskontere værdierne der findes i budget og terminalperioden. Ejernes afkastkrav blev fastlagt via CAPM og fundet til 7,3 %, mens långivernes afkast blev fast lagt til 4,3 % hvilket med fordelingen mellem egenkapital og fremmedkapital på 53/47 gav en WACC på 5,8%

I værdiansættelsen har jeg valgt at anvende RIDO-metoden da denne ligger stor vægt på virksomhedens eksisterende aktiver frem for fremtidige cashflow, da dette giver bedst mening i det TDC er en meget kapitaltung virksomhed. Resultatet af værdiansættelsen er at TDC-aktien pr 01.01.2015 var værdisat til 47,23 DKK pr. aktie, mens mit værdiestimat viste en værdi på 50,8 og aktien er derfor undervurderet hvorfor min anbefaling til investor er køb.

Derudover blev der foretaget en følsomhedsanalyse, hvilket viser at den estimerede værdi afhænger meget af den udregnede betaværdi som påvirker terminalværdien i markant grad.

7. Litteraturliste

Bøger:

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Ole Sørensen

Gjellerup/Gads forlag 4. udgave, 1 oplag 2012

Den skinbarlige virkelighed

Ib Andersen

Forlaget Samfundslitteratur 4. udgave, 3. oplag 2010

Finansiell rapportering – teori og regulering

Jens O. Elling

Gjellerup/Gads forlag 3. udgave, 1. oplag 2012

Principles of corporate finance

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen

McGraw-Hill Education 2014

Financial statement analysis and security valuation

Stephen H. Penman

McGraw-Hill Education 2013

Årsrapporter:

TDC årsrapport 2010, 2011, 2012, 2013, 2014

TeliaSoneras årsrapport 2014

Udgivelser:

Deloitte IFRS bog, Deloitte 4. udgave, 1. oplag 2013

PwC regnskabshåndbog 2015

Værdien af årsrapporten af Thomas Plenborg, Thomas Riise Johansen og PwC, udgivet i 2011

Telestatistik første halvår 2014, Erhvervsstyrelsen

René Andersen og John Nielsen – Immaterielle aktiver/IFRS 2009

Hjemmesider:

<http://borsen.dk>

<http://tdc.dk>

<http://www.business.dk/>

<http://politiken.dk/>

<http://www.flatpanels.dk/>

<https://www.retsinformation.dk/>

<http://investor.tdc.dk/>

<https://erhvervsstyrelsen.dk>

<http://danishbusinessauthority.dk/>

<http://www.recordere.dk/>

<http://www.dr.dk>

<http://telepristjek.dk/>

<http://betabox.dk/>

<https://www.cnb.cz>

<http://www.skype.com/da/>

<http://ing.dk/>

<http://www.euroinvestor.dk/>

<http://www.statistikbanken.dk/>

<http://www.morningstar.dk/>

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

<http://www.skat.dk>

8. Bilagsoversigt

Bilag 1: TDCs officielle egenkapitalopgørelse

Bilag 2: TDCs officielle balance

Bilag 3: TDCs officielle resultatopgørelse

Bilag 4: Budgetperiode

Bilag 5: Værdiansættelse ved RIDO

Bilag 6: Værdiansættelse ved DCF

Officiel egenkapitalopgørelse	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital primo	20.384	21.513	22.244	20.855	27.078
Valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder	(913)	(149)	74	6	2.041
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder	0	0	0	0	(706)
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme	(267)	(285)	(140)	266	0
Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme overført til finansielle omkostninger	25	0	0	0	0
Dagsværdiregulering af sikring af pengestrømme overført til investering i virksomheder	245	0	0	0	0
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme overført til resultatopgørelsen	0	49	134	(150)	0
Tilbageførsel af valutakursreguleringer, udenlandske virksomheder	0	0	0	(1)	(1.234)
Aktuarmæssige gevinster/(tab) vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	(160)	276	(515)
Skat af aktuarmæssige gevinster/(tab) vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	39	0	0
Skat af anden totalindkomst	0	0	0	(78)	121
Eftermålingseffekter vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	(1.281)	0	0	0
Skat af eftermålingseffekter vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	0	280	0	0	0
Værdireguleringer vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	(1.650)	0	0	0	0
Skat af værdireguleringer vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	386	0	0	0	0
Tilbageførsel af skat vedrørende valusikring af nettoinvesteringer i udenlandske selskaber	0	0	0	0	(78)
Ændring af selskabsskatteprocent (vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger)	0	93	0	0	0
Årets resultat	3.228	3.119	3.593	2.808	3.007
Totalindkomst i alt	1.054	1.826	3.540	3.127	2.636
Udbetalt udbytte	(2.961)	(3.116)	(3.688)	(1.799)	0
Udbytte af egne aktier	0	80	96	19	0
Køb af egne aktier	0	0	(750)	0	(9.000)
Tilgang til minoritetsinteresser	115	0	0	0	0
Aktiebaserede aflønninger	55	81	71	42	141
Egenkapital ultimo	18.647	20.384	21.513	22.244	20.855

Kilde: Egen tilvirkning

Officiel balance

	Aktiver				
	2014	2013	2012	2011	2010
Anlægsaktiver					
Immaterielle aktiver	40.893	31.411	32.762	33.543	34.799
Materielle aktiver	17.504	15.403	15.337	15.343	15.531
Kapitalandele i joint ventures og associerede virksomheder	77	68	127	122	137
Værdipapirer og andre kapitalandele	0	0	0	5	7
Udskudte skatteaktiver	0	33	80	50	66
Pensionsaktiver	5.205	6.708	7.918	8.060	7.487
Tilgodehavender	312	271	251	278	241
Afledte finansielle instrumenter	214	137	466	324	0
Periodeafgrænsningsposter	310	288	244	305	270
Anlægsaktiver i alt	64.515	54.319	57.185	58.030	58.538
Omsætningsaktiver					
Varebeholdninger	319	331	317	281	307
Tilgodehavender	3.458	3.699	4.430	4.773	4.404
Tilgodehavende selskabsskat	65	0	0	0	0
Afledte finansielle instrumenter	598	266	20	13	91
Periodeafgrænsningsposter	660	623	591	579	615
Likvide beholdninger	4.746	1.172	973	1.489	831
Omsætningsaktiver i alt	9.846	6.091	6.331	7.135	6.248
Aktiver i alt	74.361	60.410	63.516	65.165	64.786

	Passiver				
	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital					
Aktiekapital	812	812	825	825	992
Reserve for valutakursregulering	(1.604)	(691)	(542)	(616)	(621)
Reserve for sikring af pengestrømme	(123)	(126)	110	116	0
Overført resultat	18.656	18.603	19.222	20.129	20.484
Foreslået udbytte	802	1.786	1.898	1.790	0
Moderelskabetsaktionærernes andel af egenkapitalen	18.543	20.384	21.513	22.244	20.855
Minoritetsinteresser	104	0	0	0	0
Egenkapital i alt	18.647	20.384	21.513	22.244	20.855
Langfristede forpligtelser					
Udskudte skatteforpligtelser	4.271	3.953	5.449	6.476	6.486
Hensatte forpligtelser	992	960	733	858	974
Pensionsforpligtelser	105	92	99	99	73
Lån	18.630	23.356	23.774	19.404	23.428
Afledte finansielle instrumenter	0	186	43	38	0
Periodeafgrænsningsposter	525	633	780	871	971
Langfristede forpligtelser i alt	24.523	29.180	30.878	27.746	31.932
Kortfristede forpligtelser					
Lån	20.051	133	170	3.816	216
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	7.244	6.837	6.977	6.914	6.141
Skyldig selskabsskat	1	331	379	363	861
Afledte finansielle instrumenter	531	76	74	72	659
Periodeafgrænsningsposter	3.074	2.958	2.937	3.043	3.072
Hensatte forpligtelser	290	511	588	967	1.050
Kortfristede forpligtelser i alt	31.191	10.846	11.125	15.175	11.999
Forpligtelser i alt	55.714	40.026	42.003	42.921	43.931
Egenkapital og forpligtelser i alt	74.361	60.410	63.516	65.165	64.786

Kilde: Egen tilvirkning

Officiel resultatopgørelse	2014	2013	2012	2011	2010
Omsætning	23.344	24.605	26.116	26.304	26.167
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	(6.252)	(6.814)	(7.598)	(7.132)	(6.747)
Bruttoavance	17.092	17.791	18.518	19.172	19.420
Eksterne omkostninger	(3.376)	(3.451)	(3.893)	(4.215)	(4.517)
Personaleomkostninger	(3.993)	(4.256)	(4.412)	(4.641)	(4.762)
Andre indtægter og omkostninger	81	65	118	185	196
EBITDA (før pensionsindtægter)	9.804	10.149	10.331	10.501	10.337
Pensionsindtægter	NA	NA	80	439	435
EBITDA	9.804	10.149	10.411	10.940	10.772
Afskrivninger amortiseringer og nedskrivninger	(4.728)	(5.038)	(5.062)	(5.227)	(5.356)
Resultat af primær drift før særlige poster	5.076	5.111	5.349	5.713	5.416
Særlige poster	(1.268)	(948)	(753)	(864)	(1.347)
Driftsresultat	3.808	4.163	4.596	4.849	4.069
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	(10)	41	763	(25)	13
Dagsværdireguleringer	(212)	63	(65)	374	115
Valutakursreguleringer	(108)	6	(51)	51	(20)
Renteindtægter og rentekomkostninger	(918)	(1.021)	(1.112)	(1.305)	(1.591)
Renter af pensionsaktiver	233	266	NA	NA	NA
Finansielle poster	(1.015)	(645)	(465)	(905)	(1.483)
Resultat før skat	2.793	3.518	4.131	3.944	2.586
Skat af årets resultat	(341)	(399)	(538)	(1.131)	(782)
Årets resultat fra fortsættende aktiviteter	2.452	3.119	3.593	2.813	1.804
Årets resultat fra ophørte aktiviteter	776	0	0	(5)	1.203
Årets resultat	3.228	3.119	3.593	2.808	3.007

Kilde: Egen tilvirkning

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætning												
Mobiltjenester	5.357	4.928	4.583	4.308	4.093	3.929	3.811	3.735	3.660	3.587	3.516	3.445
Fastnet (tale)	3.288	2.630	2.104	1.683	1.347	1.077	862	690	552	441	353	282
Internet & netværk	6.307	6.055	5.813	5.696	5.582	5.582	5.694	5.808	5.982	6.162	6.346	6.537
TV	4.464	4.776	5.111	5.469	5.797	6.145	6.452	6.774	7.113	7.469	7.842	8.234
Øvrige tjenester	3.279	3.115	3.022	2.991	3.021	3.052	3.082	3.113	3.144	3.175	3.207	3.239
Get TV		1.064	1.170	1.275	1.377	1.474	1.562	1.656	1.755	1.860	1.972	2.090
Get BB		882	971	1.058	1.143	1.223	1.296	1.374	1.456	1.544	1.636	1.734
Get Andet		481	530	577	623	667	707	749	794	842	893	946
Total omsætning	22.695	23.933	23.303	23.059	22.983	23.148	23.466	23.899	24.457	25.080	25.765	26.509
EBIT før skat	4.410	4.308	4.195	4.151	4.137	4.167	4.224	4.302	4.402	4.514	4.638	4.772
Skat	-534	-1.012	-923	-913	-910	-917	-929	-946	-968	-993	-1.020	-1.050
Driftsoverskud efter skat	3.876	3.296	3.272	3.237	3.227	3.250	3.295	3.355	3.434	3.521	3.617	3.722
NDA	52.534	49.859	47.557	46.117	43.778	42.088	42.666	43.452	44.467	45.601	46.846	48.198
Delta NDA		-2.675	-2.302	-1.440	-2.339	-1.690	578	787	1.015	1.133	1.245	1.352
FCF	3.876	5.971	5.574	4.677	5.566	4.940	2.717	2.569	2.419	2.388	2.372	2.370

Kilde: Egen tilvirkning

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår 2025
RIDO (wacc)		202	336	437	511	672	816	843	875	903	932	963
Tilbagediskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,26	1,33	1,41	1,49	1,58	1,67	1,77	
RIDO tilbagediskonteret		191	299	368	407	505	579	565	554	539	526	
Terminal værdi												32.084
PV af RIDO	4.532											
PV AF TV	18.105											
Enterprise value	75.172											
Værdi af NFF	33.887											
Værdi af egenkapital	41.284											
Antal aktier mio.	812											
Værdi pr. aktier	50,8											

Kilde: Egen tilvirkning

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
WACC	5,9%											
Tilbagediskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,26	1,33	1,41	1,49	1,58	1,67	1,77	
DCF		5.639	4.971	3.939	4.427	3.711	1.927	1.721	1.530	1.427	1.339	
Terminal værdi												78.930
DCF-metoden												
PV af DCF	30.632											
PV af TV	44.540											
Enterprise value	75.172											
Værdi af NFF	33.887											
Værdi af egen kapital	41.284											
Antal aktier mio.	812											
Værdi pr. aktier	50,8											

Kilde: Egen tilvirkning

