

Strategisk analyse og værdiansættelse af TDC A/S



Maj 2010

Copenhagen Business School

HD (R) Hovedopgave

Forfatter: Dennis Jensen

Vejleder: Carsten Kyhnauv

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	5
1.1	Problemformulering	6
1.1.1	Strategisk analyse	7
1.1.2	Regnskabsanalyse	7
1.1.3	Budget	8
1.2	Model- og metodevalg	8
1.2.1	Virksomhedsbeskrivelse	9
1.2.2	Strategisk analyse	9
1.2.3	Regnskabsanalyse	10
1.2.4	Budgettering	10
1.2.5	Værdiansættelse	11
1.3	Afgrænsning	11
1.4	Kilder og kildekritik	12
2	Beskrivelse af TDC	13
2.1	Historie	13
2.2	Koncernen	15
2.2.1	TDC Privat	15
2.2.2	TDC Erhverv	15
2.2.3	TDC Nordic	16
2.2.4	TDC Operations & Wholesale	16
2.2.5	YouSee	16
2.2.6	Sunrise	17
2.3	Ambition	17
2.4	Ejerforhold	18
2.5	Ledelse	19
2.6	Økonomiske nøgletal	21
2.7	Kundetal	23
2.7.1	Fastnettelefoni	25
2.7.2	Mobiltelefoni	26
2.7.3	Bredbånd	26
2.7.4	Tv	27
3	Strategisk analyse	27
3.1	PEST-modellen	28
3.1.1	Politiske faktorer	29
3.1.2	Økonomiske faktorer	32
3.1.3	Sociale og kulturelle faktorer	32
3.1.4	Teknologiske faktorer	33
3.2	Sammenfatning - PEST-analyse	35
3.3	Porters Five Forces	36
3.3.1	Adgangsbarrierer	36
3.3.2	Leverandører	38
3.3.3	Kunder	39
3.3.4	Substituerende produkter	40
3.3.5	Konkurrenceintensitet	41
3.4	Sammenfatning - Porters Five Forces	42
3.5	Værdikæden	43
3.5.1	Drift af net	44

3.5.2	Indkøb	44
3.5.3	Salg og marketing	45
3.5.4	Service	45
3.5.5	HR.....	46
3.5.6	Teknologi	46
3.5.7	It infrastruktur	47
3.6	Sammenfatning - TDC's værdikæde	47
3.7	Boston-modellen	48
3.7.1	Fastnettelefoni.....	48
3.7.2	Mobiltelefoni	49
3.7.3	Bredbånd og netværk	49
3.7.4	Kabel-tv	50
3.8	Sammenfatning – Boston-modellen.....	50
3.9	SWOT-modellen.....	50
3.9.1	Styrker.....	51
3.9.2	Svagheder.....	52
3.9.3	Muligheder.....	53
3.9.4	Trusler.....	53
4	Regnskabsanalyse	54
4.1	Anvendt regnskabspraksis	55
4.2	Reformulering af regnskab	56
4.2.1	Egenkapitalopgørelsen.....	56
4.2.2	Balancen.....	57
4.2.3	Resultatopgørelsen.....	57
4.3	Rentabilitetsanalyse	58
4.3.1	Finansiell gearing.....	59
4.3.2	Driftsmæssig gearing	60
4.3.3	Dekomponering af ROIC.....	61
4.4	Sammenfatning - regnskabsanalyse.....	64
5	Budget.....	65
5.1	Budgetforudsætninger.....	66
5.1.1	Omsætning	66
5.1.2	Omkostninger.....	67
5.1.3	Andre budgetforudsætninger	68
5.1.4	Risikofaktorer	69
5.2	Sammenfatning - budget.....	69
6	Værdiansættelse	70
6.1	WACC	71
6.1.1	Ejernes afkastkrav	72
6.1.2	Kapitalomkostninger.....	74
6.2	Værdiansættelse af TDC	75
6.3	Følsomhedsanalyse	76
6.4	Sammenfatning - værdiansættelse	77
7	Konklusion.....	77
7.1	Strategisk analyse	78
7.2	Regnskabsanalyse	79
7.3	Budget.....	80
8	Begivenheder indtruffet efter deadline for dataindsamling.....	81

9	Litteraturliste.....	82
10	Bilag.....	85

1 Indledning

I 1990 vedtog folketinget etableringen af Tele Danmark, som opstod ved en sammenlægning af de regionale danske telefonselskaber.

Siden er fulgt en børsintroduktion i 1994, samt en fuldstændig privatisering i 1998, hvor staten solgte deres andel i virksomheden. I 2000 skiftede Tele Danmark navn til TDC (forkortelse af Tele Danmark Communications), og endelig i november 2005 fremsendte Nordic Telephone Company ApS (NTC) et tilbud om køb af aktierne i TDC.

NTC er et selskab opstået til lejligheden bestående af fem internationale kapitalfonde. De opnåede 87,9 % af aktierne, hvilket ikke var tilstrækkeligt i forhold til deres plan om at afnotere TDC fra Københavns Fondsbørs.

Købet af TDC, som blev endeligt gennemført i foråret 2006, var på det tidspunkt den største virksomhedshandel i Danmark, og pressedækningen var stor, blandt andet fordi ATP fik held til at blokere for afnoteringen af TDC på fondsbørsen.

På overtagelsestidspunktet var TDC repræsenteret på en række europæiske markeder, såsom Polen, Schweiz, Østrig og de baltiske lande. Siden er flere af selskaberne solgt fra, og senest i september 2009 blev der indgået en aftale om betinget salg af TDC's ejerandel i det ungarske selskab Invitel¹. TDC er nu kun repræsenteret i Schweiz via Sunrise samt i Norden.

NTC har samtidig i perioden foretaget effektiviseringer af den danske forretning for at få strømlinet TDC, men er blevet kritiseret for ikke at være gode nok til at skaffe fremgang for omsætningen².

TDC er stadig den dominerende virksomhed indenfor telekommunikationsområdet i Danmark og agerer indenfor en branche, hvor udviklingen af teknologier sker meget hurtigt. Det gamle kerneområde fastnettelefoni er under afvikling, og flere og flere vælger enten den moderne IP-telefoni, eller simpelthen udelukkende en mobil.

¹ <http://om.tdc.dk/publish.php?id=22511>

² <http://www.business.dk/tech-mobil/fortsatte-besparelser-redder-tdc>

Mobilområdet er anderledes konkurrencepræget med flere store udbydere, så TDC har ikke samme stærke position som på fastnetområdet. Bredbåndsområdet er et andet fokusområde, hvor IT- og Telestyrelsens højhastighedskomite netop har udgivet rapporten ”Danmark som højhastighedsamfund”.

Endelig blev danskernes tv-signaler digitaliserede den 1. november 2009, og dermed har der været stor fokus på YouSee, som er TDC's kabel-tv-selskab. IT- og Telestyrelsen har samtidig vedtaget, at konkurrencen på bredbånd over tv skal gøres mere fri, hvorfor TDC er blevet pålagt, at YouSees net skal åbnes for konkurrerende bredbåndsudbydere.

I løbet af 2010 forventes det, at NTC vil sælge TDC, enten til en anden virksomhed i branchen eller via en børsintroduktion³.

Fremtiden vil helt sikkert blive meget interessant for TDC, og derfor vil jeg med denne opgave foretage en nærmere analyse af TDC.

1.1 Problemformulering

TDC blev i 2006 solgt til et selskab bestående af internationale kapitalfonde. Siden har der været stort fokus på kapitalfondenes opkøb af virksomheder, og da TDC i manges øjne stadig var et nationalt selskab, ejet af danskerne, mente flere politikere, at det var en katastrofe for TDC. Enkelte politikere mente, at EU skulle vedtage regler til beskyttelse af selskaberne.

Kapitalfonde blev anset som værende ejere med en meget kortsigtet horisont (3-5 år), og de var ikke interesseret i at udvikle selskabet men udelukkende afvikle det. TDC var en virksomhed, som mange anså som værende en meget bureaukratisk virksomhed, som stadig blev sammenlignet med offentlige selskaber.

Med udgangspunkt i indledningen og den snarlige afslutning af NTC's ejerskab af TDC, ønsker jeg derfor at foretage en analyse og besvare spørgsmålet:

Hvad er værdien af TDC A/S pr. 15.03.2010, og er TDC dermed en potentiel god investering?

³ http://borsen.dk/it/nyhed/170805/newsfeeds_rss/

Analysen af TDC vil omfatte en strategisk analyse, hvor de fremtidige trusler og muligheder for TDC vil blive beskrevet. Analysen vil være på henholdsvis makroniveau samt mere specifikt for selve virksomheden, dvs. hvilke interne styrker er virksomheden i besiddelse af. Herudover vil produkterne også blive analyseret.

Den økonomiske udvikling, og hvordan værdiskabelsen historisk har været i virksomheden, vil blive besvaret i en regnskabsanalyse, dvs. hvilke værdidrivere er der i TDC.

Analyserne af strategien og regnskaberne vil munde ud i et budget, og risici vil blive beskrevet, inden værdiansættelsen af TDC kan foretages.

For at kunne besvare hovedspørgsmålet vil de enkelte analyser besvare underspørgsmålene i nedenstående afsnit.

1.1.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse starter på et makroniveau og vil arbejde sig ind til selve selskabet, dets interne værdier samt produktsortiment. Analysen vil besvare følgende underspørgsmål og blive konkluderet i en SWOT-analyse:

- Hvilke eksterne (økonomiske, lovgivningsmæssige og teknologiske) faktorer influerer på TDC i 2010 og fremover?
- Hvordan er konkurrencen i telebranchen?
- Hvilke indre værdier er der i virksomheden?

1.1.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen foretages for perioden 2005-2009 og tager udgangspunkt i de offentliggjorte årsrapporter. Analysen vil blive foretaget på koncernniveau, men vil inddrage de relevante selskaber, som forklaring på udviklingen. Den vil besvare disse spørgsmål:

- Hvilket afkast har TDC skabt i perioden?
- Hvordan har TDC forrentet egenkapitalen, og hvilke faktorer har haft en indflydelse?
- Hvordan er TDC finansielt gearet?

1.1.3 Budget

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil et budget blive udarbejdet på et overordnet niveau, så det er relevant i forhold til værdiansættelsen.

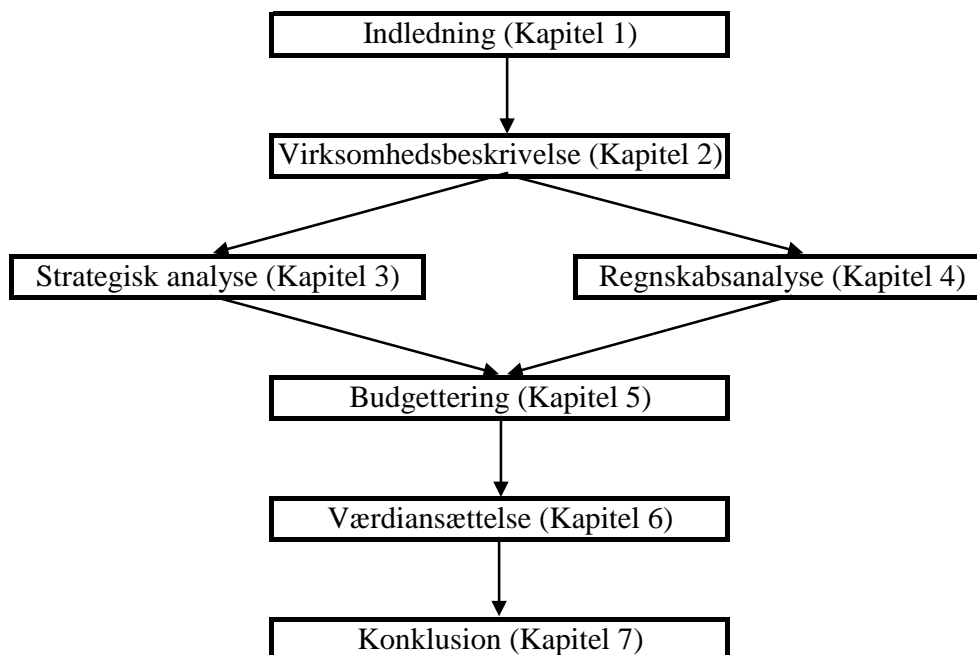
- Hvilken periode er relevant for budgettet?
- Hvordan er TDC's budget i budgetperioden?
- Hvilke risikofaktorer har indflydelse på budgettet?
- Hvilket cash flow bliver genereret?

1.2 Model- og metodevalg

Opgavens struktur fremgår af nedenstående model, hvor de to første kapitler vil indeholde en præsentation af empirien i opgaven. Anden del af opgaven vil bestå af kapitel 3-6, som dels er en analyse af virksomhedens præstationer ex post, dels de forventede præstationer ex ante, hvilket fører til en samlet værdiansættelse af TDC.

Endelig vil der blive foretaget en samlet konklusion i kapitel 7, hvor spørgsmålet i problemformuleringen vil blive besvaret.

Figur 1: Opgavestruktur



Kilde: Egen tilvirkning

1.2.1 Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen vil kort fortælle historien bag TDC, hvordan de regionale teleselskaber i Danmark efterhånden blev samlet i et landsdækkende selskab. Den nuværende ejerstruktur vil også blive beskrevet, da medierne har haft meget fokus på kapitalfondes overtagelse af danske virksomheder, hvor ISS og især TDC har været mest i fokus. Dette giver mening i forhold til hele opgaven, hvor analyseperioden vil dække TDC i tiden under NTC's ejerskab.

Selskabets organisation/struktur vil blive præsenteret ved en beskrivelse af de enkelte selskaber i koncernen, både nationalt og internationalt.

Endelig vil økonomiske nøgletal samt markedsandele blive beskrevet.

1.2.2 Strategisk analyse

Den strategiske analyse bliver gennemgået ved anvendelse af teoretiske modeller anvendt i strategiske fag. Modellerne vil blive anvendt, så man starter i et makro-perspektiv og efterfølgende arbejder sig tættere på selve virksomheden.

Alle virksomheder er en del af samfundet og vil derfor blive påvirket af samfundsforholdene. For TDC vil de blive beskrevet ved anvendelse af PEST-modellen.

Forskellige brancher har forskellige forhold, og nogle brancher er mere konkurrenceintensive i forhold til andre. Beskrivelsen af telebranchen i Danmark vil tage udgangspunkt i Porters Five Forces. Fokus vil være på TDC's primære produkter fastnet-, mobiltelefoni, bredbånd og tv, da det giver mere mening i forhold til at fokusere på de enkelte selskaber.

TDC's ressourcer og kompetencer vil blive beskrevet ved hjælp af Porters værdikæde, hvor interne forhold i TDC, som kan være en fordel eller trussel i forhold til fremtiden, bliver analyseret.

En virksomheds muligheder for fremtidig vækst i omsætningen afhænger af, at man har produkter som kunderne også vil efterspørge fremover. Til analysen af TDC's produkter anvendes Boston-modellen, som på en simpel måde illustrerer, hvor fremtidssikrede produkterne er.

Som en delkonklusion på den strategiske analyse vil jeg anvende SWOT-analysen, som vil samle trådene fra de andre modeller.

1.2.3 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i de officielle årsregnskaber for perioden 2005-2009, hvilket er en acceptabel periode i forhold til at foretage en relevant analyse af den økonomiske udvikling i selskabet.

Indledningsvist vil jeg forholde mig til den anvendte regnskabspraksis med det formål at identificere eventuelle korrektioner, som kan få betydning for selve analysen samt afslutningsvist værdiansættelsen.

For at kunne lave regnskabsanalysen vil jeg reformulere resultatopgørelsen og balancen for analyseperioden. Begrundelsen for dette vil jeg redegøre for i selve kapitlet for analysen.

Med udgangspunkt i reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen vil der blive foretaget en rentabilitetsanalyse, hvor strukturen vil følge Dupont-modellen. Interessante poster er omsætningen, EBITDA og arbejdskapitalen.

Regnskabsanalysen vil også indeholde en risikoanalyse, da investorerne er risikoaverse i større eller mindre grad. Dette får betydning for det forventede afkastkrav. Risikoanalysen vil fokusere på henholdsvis den driftsmæssige og finansielle risiko.

Kapitlet vil blive afsluttet med en delkonklusion.

1.2.4 Budgettering

Konklusionerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil udgøre forudsætningerne i budgettet. De enkelte value-drivers samt usikkerhed omkring disse vil blive beskrevet i kapitlet. Dette vil resultere i en resultatopgørelse, balance samt pengestrømsopgørelse, som kan anvendes ved værdiansættelsen.

1.2.5 Værdiansættelse

I dette kapitel vil der vil blive redegjort for valg af model for værdiansættelse. Der kan anvendes simple modeller baseret på multipler (relativ værdiansættelse), og kapitalværdibaserede modeller, som forekommer mere teoretisk korrekte. I opgaven vil værdiansættelsen blive foretaget ud fra den analyserede kapitalværdi.

Følsomheden i estimatet vil også blive foretaget i dette kapitel.

1.3 Afgrænsning

Besvarelsen af spørgsmålet stillet i problemformuleringen vil blive baseret på offentligt tilgængelige data. Besvarelsen vil være set fra en ekstern konsulents synspunkt.

De anvendte teoretiske modeller må formodes at være kendt af læseren, hvorfor de kun vil blive kort beskrevet indledningsvist i kapitlerne af læsevenlige hensyn.

Deadline for dataindsamling til opgaven er 15. marts 2010. Grunden til valget af denne dato er, at TDC afholdt sin ordinære generalforsamling primo marts. Begivenheder, som indtræffer efter denne dato, men som må formodes at ville have haft konsekvenser for konklusionen, vil blive beskrevet i afslutningen af opgaven, hvor jeg vil summere op på væsentlige begivenheder.

Den strategiske analyse vil fokusere på det danske marked, da opgavens længde ikke tillader mig at foretage en grundigere analyse af hverken det nordiske erhvervsmarked eller det schweiziske marked. Modellerne i den strategiske analyse vil indeholde de produkter, som vil være relevante at beskrive i netop den sammenhæng. Der vil ikke blive foretaget en komplet analyse for hvert selskab, henholdsvis hvert produkt.

TDC er det dominerende selskab på de danske markeder, og det vil være svært at foretage en egentlig konkurrentanalyse på de forskellige markeder i Danmark. Det vil derfor ikke give mening at foretage en egentlig strategisk sammenligning mellem TDC og fx Telenor, da deres størrelse på det danske marked ikke kan sammenlignes.

En egentlig detailanalyse af alle produkters/selskabers bidrag til det offentliggjorte resultat kan ikke foretages, da årsrapporterne ikke er detaljerede nok. Det samme gælder for omkostningerne, hvorfor det ikke er muligt at pege på den præcise årsag til udviklingen i resultatet.

Både regnskabsanalyse samt budget vil blive udarbejdet på koncernniveau.

Skatteproblematikken, som opstår når det er kapitalfonde der er ejere, vil ikke blive beskrevet i denne opgave.

1.4 Kilder og kildekritik

Kilderne, som er anvendt i opgaven, er offentliggjorte årsrapporter, børsmeddelelser og tdc.dk, som er de kilder TDC selv har indflydelse på. Årsrapporter og børsmeddelelser er underlagt formelle krav, og må derfor formodes at være objektive. Årsrapporterne indeholder selvfølgelig også virksomhedens beretning, hvordan har udviklingen været, og hvilke fokuspunkter ser direktionen for TDC i fremtiden. Selvom årsrapporterne er godkendt af revisionen, vil de stadig blive vurderet kritisk, og vil blive vurderet i henholdsvis den strategiske analyse samt regnskabsanalysen.

IT- og Telestyrelsen udgiver data vedrørende markedsudviklingen inden for telebranchen, og sammen med oplysningerne i TDC's årsrapporter vil de blive anvendt i den strategiske analyse og må formodes at være objektive.

Regeringen nedsatte en "højhastighedskomite" i foråret 2009. Komiteen udgav en rapport i januar 2010, hvori den kom med anbefalinger for udviklingen af it-infrastrukturen i Danmark i fremtiden. Rapporten vil blive inkluderet i den strategiske analyse og sammen med avisartikler vil den blive brugt til at beskrive mulige konsekvenser for TDC. Endnu er der ikke kommet nogen konkrete politiske tiltag, hvorfor konklusionerne må formodes at være farvede alt efter hvilke motiver, journalisten/politikereren har.

Anden kildeindsamling har taget udgangspunkt i offentliggjorte avisartikler på nettet, da besvarelsen som sagt tager et eksternt udgangspunkt og det derfor ikke kan forventes, at man er i besiddelse af insider information. Journalister er selvfølgelig ikke altid objektive, og artiklerne vil blive anvendt, hvor det vil give relevans og kan underbygges fra flere sider.

2 Beskrivelse af TDC

2.1 Historie⁴

Kjøbenhavns Telefon-aktieselskab var det første telefonselskab i Danmark og det blev dannet i 1882. Hurtigt efter blev der dannet lokale selskaber i andre dele af landet, som siden sluttede sig sammen i regionale selskaber. Ved indgangen til det 20. århundrede var der således 25.000 telefonkunder i Danmark. Igennem første halvdel af det 20. århundrede blev selskaberne efterhånden samlet og i 1950 hed de KTAS, Jydsk Telefon samt Fyns kommunale Telefonselskab.

Som nævnt i indledningen blev Tele Danmark dannet som moderselskab i 1990, hvor de ovennævnte selskaber, samt selskabet for international telefoni, blev samlet i moderselskabet. I 1994 foretog selskabet en aktieemission som medførte, at Tele Danmark blev ejet af private investorer. Staten beholdt dog en kontrollerende andel. Umiddelbart efter i 1995 blev selskaberne fusioneret til ét selskab. I 1996 blev det danske telemarked endelig liberaliseret og Tele Danmarks monopol brudt.

Tele Danmark indgik et partnerskab med amerikanske Ameritech i 1997, og i 1998 overtog Tele Danmark statens aktieandel, og selskabet var helt privatiseret.

I 2000 skiftede Tele Danmark navn til TDC og der foretoges yderligere investering i schweiziske Sunrise for at få aktiemajoriteten. Dette var et led i en strategi om internationalisering, hvor TDC anså sig selv for at være en europæisk koncern⁵.

I 2004 solgte SBC, som på daværende tidspunkt var den største enkeltaktionær i TDC, sin aktiepost, og dermed blev vejen banet for NTC, da der ikke var nogen enkelt aktionær med en dominerende aktiepost tilbage. I foråret 2006 købte NTC så 87,9 % af aktierne, og de nye ejere implementerede en ny generel strategi for koncernen.

I korte træk skulle der fokuseres mere på kunderne frem for produkter og teknologi. Det vil sige, at TDC ønsker at skabe mere bundlede produkter, hvor kunderne aftager mere end et produkt fra TDC. TDC har udviklet produkter som Play, HomeDuo og HomeTrio for at fastholde kunderne og dermed foretaget en kommerciel optimering.

⁴ <http://om.tdc.dk/>

⁵ TDC Årsrapport 2000

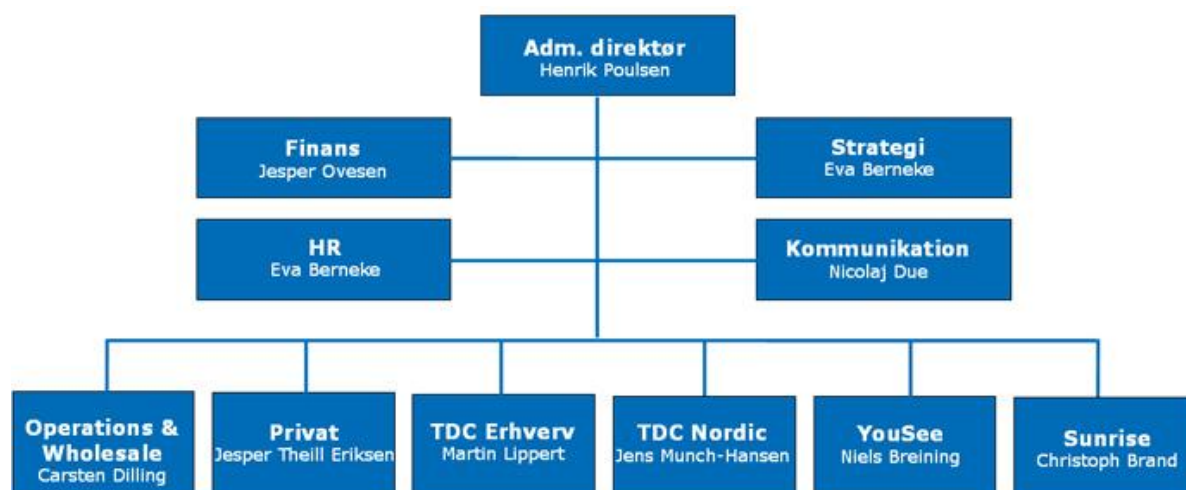
TDC skulle være en nordisk orienteret virksomhed, og derfor blev der foretaget en række frasalg af udenlandske selskaber i Litauen, Tyskland, Østrig, Polen og Ungarn. Som led i bestræbelserne på at blive en klar og fokuseret leder i Norden har TDC samtidig foretaget en række opkøb i Danmark, hvor flere kommunale kabel-tv-aktiviteter i blandt andet Esbjerg og Køge er købt.

En konsolidering af bredbåndsmarkedet er også sket, og TDC har i 2009 opkøbt Fullrate og A+, som var de største uafhængige selskaber. Med uafhængige menes der, at de ikke er ejet af et af de tre store selskaber TDC, Telenor og Telia.

Endelig har TDC købt DONG Energys fibernet for at have en stærkere platform inden for denne teknologi. TDC's kobbernet anses af flere eksperter for at være gårsdagens platform, som er begrænset set i fremtidsperspektiv, hvor der vil komme mere fokus på kundens oplevelse af hastighed på internettet og en større efterspørgsel efter nye tjenester.

TDC har også frasolgt og outsourcet alle indenlandske aktiviteter, som ikke var en del af kerneområdet, såsom TDC Forlag og TDC Produktion. TDC er derfor i dag organiseret som vist i nedenstående organisationsdiagram, hvor de enkelte selskaber vil blive beskrevet senere i kapitlet.

Figur 2: Organisationsdiagram



Kilde: TDC.dk

Et andet fokuspunkt for de nye ejere er en operationel optimering, hvor driften er effektiviseret og omkostningerne er reduceret. Det betyder, at alle dobbeltfunktioner er skåret bort og antallet af medarbejdere i Danmark er reduceret svarende til 4.451 fuldtidsbeskæftigede medarbejdere.

Opkøbene af DONG Energys fibernet og de kommunale kabel-tv-net skal ses som et udtryk for TDC's strategi for infrastrukturen, hvor de ved dannelsen af virksomheden fik kontrol over fastnettet, som er ved at være en gammeldags teknologi. Det har derfor været nødvendigt at styrke positionen på coaxnet (kabel-tv-net) og fibernet. TDC dækker hele landet med fastnet, tæt på 100 % på GSM (2G) og 90 % har adgang til UMTS (3G), endelig dækkes 55 % af landet med coaxnet.

2.2 Koncernen⁶

Den nye organisation skal ses som en konsekvens af de tidligere beskrevne fokuspunkter vedrørende flere løsninger til samme kunde, hvor TDC tidligere var delt op i Fastnet Norden, Mobil Norden, YouSee samt Sunrise i 2008. Tidligere var internetforretningen også udskilt i et selvstændigt selskab. Nedenfor bliver de enkelte selskaber beskrevet, hvilke produkter har de, hvem henvender de sig til og eventuelle datterselskaber.

2.2.1 TDC Privat

TDC Privats nøgleprodukter er fastnet- og mobiltelefoni, bredbånd, IP-tv og mobilbredbånd til danske privatkunder. Koncernen har tre datterselskaber ved udgangen af 2009, Telmore (primært mobiltelefoni), Fullrate (primært bredbånd) og M1 (primært mobiltelefoni).

TDC's opkøb af Fullrate, Telmore og M1 skal ses som et udtryk for, at TDC ønsker at appellere til kunder, som traditionelt ikke ønsker at købe produkter hos TDC, da de har et støvet image. Derfor bliver de opkøbte virksomheder stadig markedsført under deres eget brand.

2.2.2 TDC Erhverv

TDC Erhverv er målrettet mod følgende kundesegmenter: koncerner & den offentlige sektor, store virksomheder samt små virksomheder. Kerneproduktet er at sælge en samlet løsning til virksomheden, hvori der indgår skræddersyede løsninger til at dække virksomhedens kommunikationsbehov. Eksempler på dette er, at TDC den 14. december 2009 kunne udsende en pressemeddelelse om, at

⁶ TDC Årsrapport 2009

TDC skulle levere hjemmearbejdsplader til statens ansatte. I forvejen supporterede TDC også data-nettet til statens institutioner.

Udskilningen af Erhverv fra Privat har sikret, at der kunne fokuseres mere målrettet på disse kunders mere specielle behov. TDC Erhverv har et enkelt datterselskab, Netdesign, hvis speciale er at dække kundernes specifikke behov inden for IP-kommunikationsløsninger.

2.2.3 TDC Nordic

TDC Nordic udbyder fastnet- og mobiltelefoni samt internet til primært erhvervskunder i Sverige, Norge og Finland. TDC Nordic sælger til kunderne via eget fibernet, som er fra det tidligere Song Networks opkøbt af TDC. Under TDC Nordic findes også TDC Hosting, som henvender sig til hele Norden. TDC Hosting leverer it- og driftsløsninger til virksomheden, primært administreret hosting, samhusning og delt hosting. Administreret hosting indebærer, at TDC er primært ansvarlig for forretningskunders brug af it. Ved samhusning køber kunden sig til serverplads, men står selv for administration og drift. Delt hosting er fx domæner, e-mail m.v.

2.2.4 TDC Operations & Wholesale

TDC Operations & Wholesale står for driften af TDC's net, både mobil og fastnet samt engrossalg (wholesale). Kunderne i Operations køber vedligeholdelse af it-systemer, support i forbindelse med indkøb og leverandørstyring. Anlægsinvesteringerne foretages også i Operations. I slutningen af 2009 blev DONG Energys fibernet tilkøbt, og driften af dette foregår i Operations.

Wholesales kunder er serviceprovidere, som køber sig ind på TDC's net og gensælger til slutbrugeren. Indtil 2009 har det primært været på internettet og mobilnettet, mens fastnettet udgør en mindre del. Med købet af fibernet fra DONG Energy vil TDC også kunne levere IP-telefoni, bredbånd og tv til serviceprovidere over fiber.

2.2.5 YouSee

YouSee er det tidligere TDC Kabel TV, men det skiftede navn for at blive markedsført som et selvstændigt brand i forhold til TDC. YouSees produkter er tv over coaxnet, som dækker 55 % af de danske husstande, til henholdsvis privatpersoner og antenneforeninger. Selskabet leverer også bredbånd over deres net, samt IP-telefoni. YouSee er den største kabel-tv-udbyder i Danmark.

YouSee har datterselskaberne Dansk Kabel TV, som primært er en installationsforretning, samt Fast TV, som sælger tv over fibernet. Kunderne i YouSee er generelt private, samt hoteller som ønsker at aftage enkelte tv-kanaler.

2.2.6 Sunrise

Sunrise er et schweizisk selskab, som udbyder mobil- og fastnettelefoni samt internettjenester. Sunrise er det næststørste selskab i Schweiz. TDC har indgået en betinget aftale med France Telecom om at sammenlægge Sunrise med Orange, som forventes afsluttet i 2. kvartal af 2010. Dette under forudsætning af at handelen bliver godkendt af de schweiziske myndigheder. Handlen vil resultere i, at TDC vil få en ejerandel på 25 % af det nye selskab.

2.3 Ambition⁷

TDC har en ambition om at blive det stærkeste teleselskab i Europa i 2012 målt på kundetilfredshed, indtjening og medarbejderstolthed, og TDC har derfor identificeret nogle 2010 "must-win battles". De vil blandt andet fokusere på en forbedret kundeoplevelse med en ny "end-to-end" proces, da kunderne i fremtiden får flere alternativer end TDC. Der skal være fortsat stor fokus på likviditeten, og omkostningerne skal minimeres. TDC vil fortsat investere i deres brands og telenet for at skabe meromsætning på den enkelte kunde.

For at opfylde denne ambition har TDC en strategi, som tager udgangspunkt i, at TDC opnår:

- Førende markedsposition i alle segmenter i Danmark.
- Førende leverandør på alle platforme og stærke brands, som appellerer til alle kundesegmenter, kanaler og produktkategorier.
- Operationel optimering og effektivitet.
- Stærk position, som udfordrer i erhvervssegmentet i Norden.

TDC's ambition og strategi signalerer tydeligt, at TDC i fremtiden kun vil operere på det nordiske marked, og med ovenstående udmeldinger forventes det, at Sunrise bliver frasolgt i løbet af 2010. TDC har allerede nu en førerposition i alle væsentlige segmenter i Danmark, men fokus i fremtiden vil være på udviklingen inden for fiberteknologien, hvor TDC primært er repræsenteret i Øst- og

⁷ TDC Årsrapport 2009

Nordsjælland. Elselskaberne har dannet et fælles selskab for at være attraktive for fremtidige kunder på fiberteknologien. TDC's strategi vil blive nærmere analyseret i den strategiske analyse.

For at opfylde ambitionen om at være det stærkeste selskab målt på medarbejderstolthed, har TDC et program for at få flere kvindelige ledere. I marts 2009 blev TDC tildelt Female Leader Focus' ligestillingspris. Ligesom de fleste andre selskaber i Danmark har TDC programmer for at sikre mangfoldigheden, hvor der er oprettet fleksjob for ansatte med særlige behov.

Endelig opmuntrer TDC nybagte fædre til at udnytte deres barselsorlov, hvilket har resulteret i, at i 2009 holdt de mandlige ansatte i gennemsnit ni ugers orlov.

En væsentlig forhindring i at opnå den højest mulige medarbejderstolthed har været den konstante nedskæring i medarbejderantallet, som jeg også har beskrevet tidligere i opgaven.

2.4 Ejerforhold

I november 2005 fremsatte NTC, som kontrolleres af kapitalfonde, der hver især direkte eller indirekte rådgives eller forvaltes af Apax Partners Worldwide LLP, The Blackstone Group International Limited, Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P., Permira Advisers KB og Providence Equity Partners Limited, et offentligt købstilbud lydende på 382 kr. pr. aktie.

Tilbuddet var bindende, såfremt NTC opnåede 90 % af aktierne, hvorefter den resterende del kunne tvangsindløses, og NTC kunne få TDC afnoteret fra OMX, Den Nordiske Børs København.

I januar 2006 stod det klart, at NTC havde opnået tilsagn fra 87,9 % af aktionærerne, mens blandt andet ATP, som var den største aktionær i selskabet, havde takket nej. Selvom forudsætningen på 90 % ikke blev opnået, accepterede NTC tilsagnene og blev dermed den kontrollerende aktionær i selskabet.

NTC forsøgte med hjælp af en vedtægtsændring at få gennemtruffet en tvangsindløsning af de resterende 12,1 % af aktierne, hvilket ATP anfægtede lovligheden i. ATP stævnedes efterfølgende NTC. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen afviste også NTC, som lagde sag an. Både Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og ATP fik medhold i Østre Landsret. Ingen af parterne appellerede afgørelsen til

Højesteret, og NTC måtte dermed acceptere, at de stadig var underlagt børsreglerne i Danmark med deraf følgende oplysningspligter ved væsentlige ændringer i virksomheden.

2.5 Ledelse

De nye ejere i TDC indkaldte til en ekstraordinær generalforsamling i 2006, hvor den daværende bestyrelse trådte tilbage, og NTC indsatte en ny bestyrelse. Bestyrelsen i 2010 er sammensat således:

Figur 3: TDC's bestyrelse 2010

Stilling	Navn	Baggrund	Indvalgt
Formand	Vagn Sørensen	Cand.merc., medlem af diverse bestyrelser både nationale og internationale	2006
Næstformand	Pierre Danon	Civilingeniør og jurist, adm. direktør i Numericable og Completel	2008
Medlem	Kurt Björklund	MSc i økonomi, formand for bestyrelsen i NTC	2006
Medlem	Lawrence Guffey	BA, senior managing partner i Blackstone Group, bestyrelsesmedlem i bl.a. NTC og Deutsche Telekom	2006
Medlem	Oliver Haarmann	MBA, managing director i Kohlberg Kravis Roberts, bestyrelsesmedlem i NTC	2006
Medlem	Gustavo Schwed	MBA, managing director i Providence Equity, bestyrelsesmedlem i NTC	2006
Medlem	Andrew Sillitoe	MBA, partner i Apax Partners, bestyrelsesmedlem i NTC	2008
Medlem	Lars Rasmussen	EMBA, CEO i Coloplast, diverse bestyrelsesposter	2010
Medlem	Søren Thorup Sørensen	MSc Aud, CEO i KIRKBY A/S	2010
Medlem	Leif Hartmann	Valgt af medarbejderne	1996
Medlem	Steen M. Jacobsen	Valgt af medarbejderne	1996
Medlem	Jan Bardino	Valgt af medarbejderne	2004
Medlem	Bo Magnussen	Valgt af medarbejderne	1996

Kilde: Egen tilvirkning

Der har ikke været foretaget de store udskiftninger i bestyrelsen siden 2006, men hvis der ses på medlemmernes baggrunde, virker det som om, at bestyrelsen har gode muligheder for at opnå enighed om den strategi, som skal følges. Fem af medlemmerne er ikke uafhængige, men har deres baggrund hos selskaberne, der kontrollerer NTC. Formanden har siddet siden 2006 og er uafhængig, hvilket også bestyrker antagelsen omkring enighed vedrørende strategien. Bortset fra de medarbejdervalgte repræsentanter, så har medlemmerne samtidig en solid teoretisk og praktisk baggrund, så principperne fra Corporate Governance kan efterfølges.

Medarbejderrepræsentanterne har været med i mange år, og de har dermed opnået en hvis erfaring i bestyrelsesarbejdet.

Direktionen har været udsat for flere ændringer siden 2006. Den daværende CEO, Henning Dyremose, fratrådte i 2006, og blev indvalgt som bestyrelsesformand i TDC i 2007. Den post fratrådte han i 2008, hvor Vagn Sørensen, den daværende næstformand, blev ny formand.

Jens Alder, den daværende adm. direktør og koncernchef for Swisscom tiltrådte som ny CEO, og skulle dermed føre de nye ejeres planer med TDC ud i livet. På daværende tidspunkt blev Jens Alder med sin solide baggrund inden for telebranchen vurderet til at være den ideelle mand på posten, men i november 2008 blev han fyret af bestyrelsen grundet manglende resultater⁸.

Henrik Poulsen blev ansat som ny CEO. ”Han har tidligere været ansat som Executive Vice President i LEGO koncernen og som Operating Executive i KKR Capstone, der er associeret med Kohlberg Kravis Roberts & Co.” (citater TDC Årsrapport 2008). Han er uddannet cand.merc. (finansiering og regnskabsvæsen) og med sin baggrund i kapitalfondene, har han stor erfaring i den finansielle styring af en virksomhed, og mindre erfaring inden for den salgsmæssige del.

Direktionen i 2010 er sammensat således:

Figur 4: TDC's direktion 2010

Stilling	Navn	Baggrund	Direktionsmedlem
CEO	Henrik Poulsen	Cand.merc. (finansiering og regnskabsvæsen), ansat i TDC siden 2008	2008
CFO	Jesper Ovesen	Master i Finance, ansat i TDC siden 2008	2008
Direktør for Privat	Jesper Theill Eriksen	Cand.jur., ansat i TDC siden 1996	2007
Koncern HR- og strategidirektør	Eva Berneke	Maskiningeniør, ansat i TDC siden 2007	2007
Direktør for Business Nordic	Jens Munch-Hansen	Cand.merc., ansat i TDC siden 2009	2009
Direktør for Operations & Wholesale	Carsten Dilling	HA, ansat i TDC siden 2007	2007
Direktør for Erhverv	Martin Lippert	Cand.oecon, ansat i TDC siden 2009 samt 2000-2005	2009
Direktør for You-See	Niels Breining	Cand.oecon, ansat i TDC siden 1996	2008

Kilde: Egen tilvirkning

⁸ <http://www.business.dk/boersnyt/manglende-resultater-faeldede-jens-alder>

Den eneste direktør i koncernen, som ikke er ansat af NTC, er direktøren for YouSee, Niels Breining. Der har været op til flere udskiftninger af direktører i de andre TDC selskaber, nogle som følge af organisationsændringer, hvor selskaberne er blevet delt op efter nye forretningsområder, andre er stoppet efter uenighed med bestyrelsen om den valgte strategi.

Den oprindelige bestyrelse i 2006 bestod af direktøren for Totalløsninger (Fastnet), Mobil, HR samt CEO Jens Alder og CFO Hans Munk Nielsen. Ændringerne i direktionen er altså sket som følge af nye selskaber, men først i 2008 blev YouSee repræsenteret i direktionen. Så det virker som om, at mens bestyrelsen har været meget stabil, så har der været anderledes store uoverensstemmelser mellem dem og direktionen, som skal sørge for den daglige udførelse af bestyrelsens strategier.

2.6 Økonomiske nøgletal⁹

TDC koncernen har præsteret konstante overskud igennem analyseperioden på trods af et faldende marked for fastnettelefoni. En oversigt over udvalgte hoved- og nøgletal ser således ud:

Tabel 1: Udvikling i udvalgte hoved- og nøgletal

TDC koncern (DKKmio.)	2005	2006	2007	2008	2009
Omsætning	37.597	38.452	36.779	35.609	35.939
EBITDA	12.213	12.642	11.763	12.201	13.046
Årets resultat	7.450	3.445	3.632	557	2.383
Aktiver i alt	91,4	79,0	106,1	100,0	86,4
Egenkapital i alt	42,1	2,0	32,2	31,7	27,1
Udbyttebetaling pr. aktie	12,5	223,9	3,5	3,6	39,3

Kilde: Egen tilvirkning

Omsætningen har i perioden været rimelig stabil, dog med en nedadgående tendens. Dette skyldes som tidligere nævnt, at fastnetforretningen bidrager med en faldende omsætning igennem perioden, og denne tendens forventes fortsat fremover. I 2009 blev der realiseret en lille fremgang på 0,9 %. Fremgangen skyldes primært en stigning i Sunrise på 13,3 %, mens den nordiske forretning trækker ned med 3,1 %. De største fald i Norden sker i Nordic (8,8 %) og Erhverv (7,3 %), mens YouSee er det eneste nordiske selskab med omsætningsfremgang (12,8 %).

Faldet i den nordiske omsætning bliver dæmpet, da TDC blandt andet har købt Fullrate.

⁹ TDC Årsrapport 2009

EBITDA i perioden er svagt stigende, og da omsætningen er faldende, er det et udtryk for en tilpasning af aktiviteterne, hvor TDC har foretaget løbende reduktioner af andre eksterne omkostninger. Dette kan også illustreres ved en opgørelse af EBITDA margin:

Tabel 2: TDC EBITDA margin

TDC koncern (DKKmio.)	2005	2006	2007	2008	2009
EBITDA margin %	32,5	32,9	32,0	34,3	36,3

Kilde: Egen tilvirkning

Foruden reduktionen af andre eksterne omkostninger har der samtidig været lavere omkostninger vedrørende særlige poster, primært en lavere nedskrivning for tab ved værdiforringelse og regulering af goodwill.

Udviklingen i aktiver i alt samt egenkapitalen er et udtryk for de frasalg af selskaber, som har været foretaget i perioden. De vigtigste frasalg er:

- Bite – 2007
- Talkline – 2007
- One – 2007
- Polkomtel – 2008
- Invitel – 2009

Frasalgene er sket som et led i den nye strategi, hvor TDC fremadrettet er et regionalt selskab med fokus på Norden.

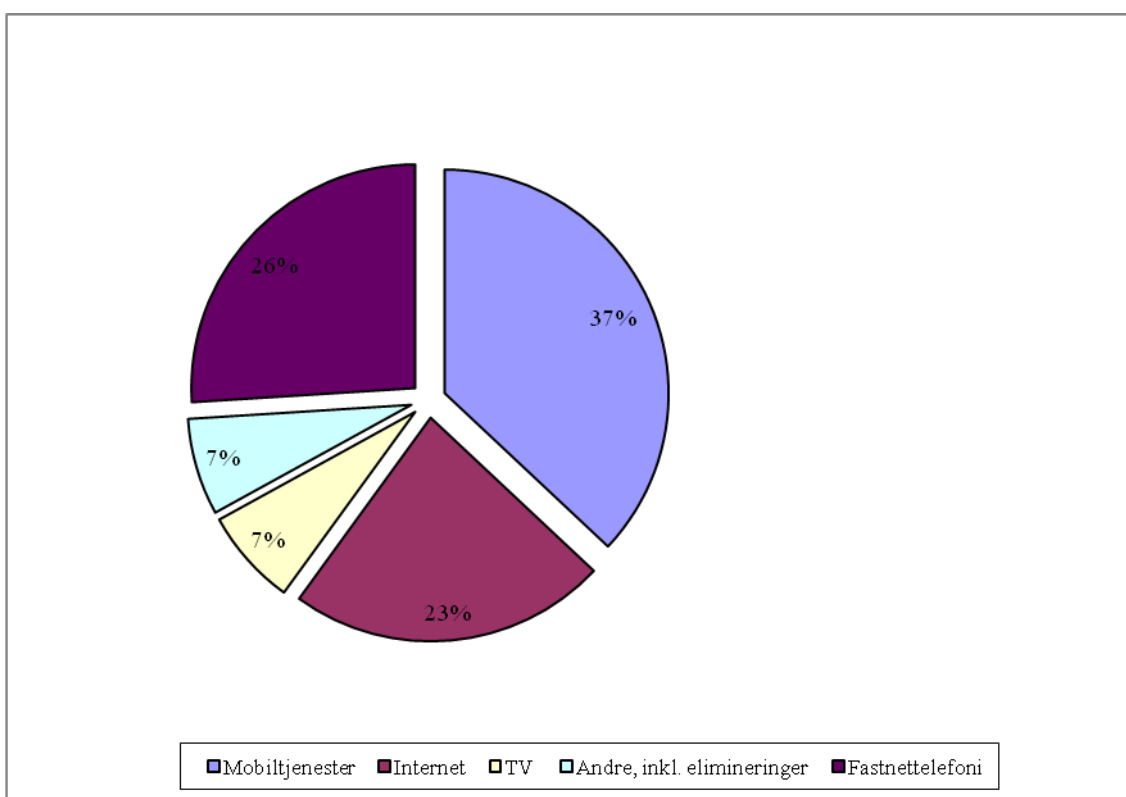
TDC har fokuseret på en konsolidering på det danske marked, hvor følgende er opkøbt:

- Esbjerg kommunes kabel-tv-aktiviteter – 2006
- Fredericia Bynet (kabel-tv) – 2007
- Guldborgsund Bynet (kabel-tv) – 2008

- Køge Bynet (kabel-tv) – 2008
- Fullrate (bredbånd) – 2009
- A+ (bredbånd) – 2009
- DONG Energys fibernet – 2009

Historisk har fastnetområdet været den største bidragsyder til omsætningen, men i 2009 er det mobiltjenester, som er klart det største område, hvilket nedenstående figur illustrerer.

Figur 5: TDC omsætning 2009



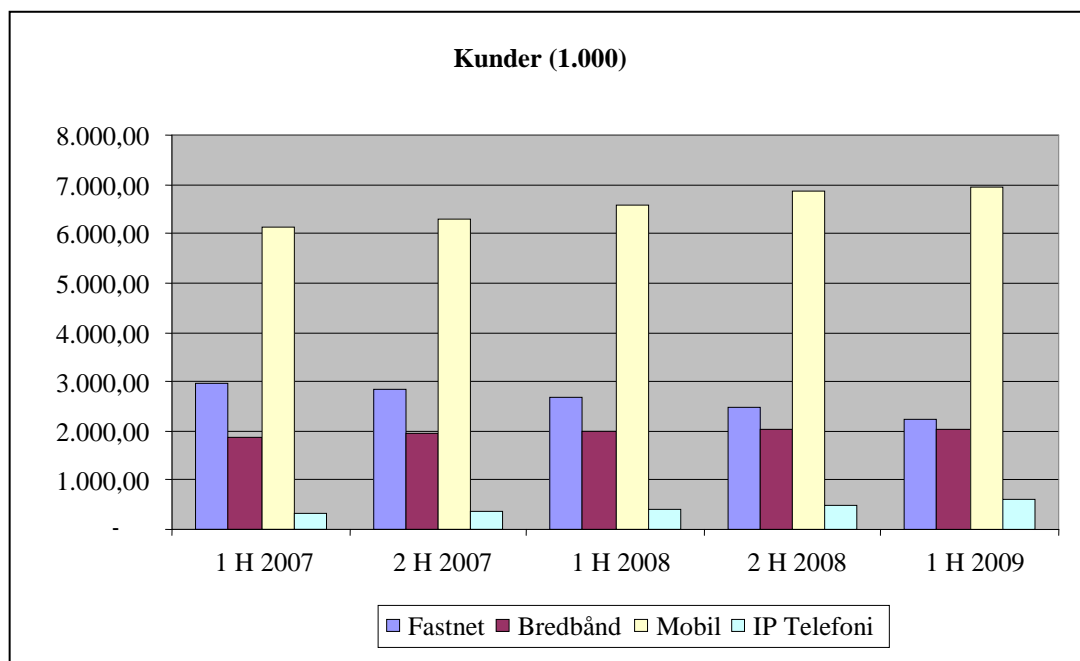
Kilde: Egen tilvirkning

2.7 Kundetal

For at forstå TDC bedre, vil de fire forretningsområder blive nærmere beskrevet. Hvordan er den historiske udvikling, og hvilken markedsandel har TDC. Danmark er det primære område, og derfor vil det være danske tal fra IT- og Telestyrelsen og TDC, der vil blive anvendt.

Nedenstående tabel viser udviklingen i abonnementer for totalmarkedet for henholdsvis fastnettelefoni, bredbånd, mobiltelefoni og IP telefoni.

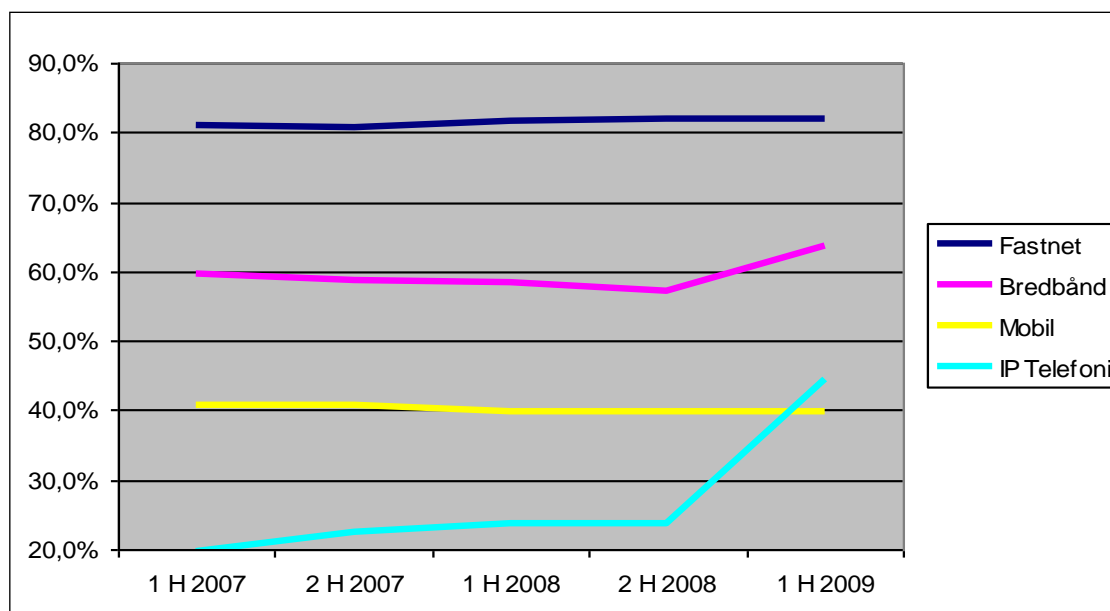
Figur 6: Udviklingen i TDC's kundetal



Kilde: Egen tilvirkning

TDC's markedsandele for samme produkter fremgår af nedenstående tabel.

Figur 7: Udviklingen i TDC's markedsandele



Kilde: Egen tilvirkning

2.7.1 Fastnettelefoni

Da flere og flere mennesker klarer sig med et mobilabonnement, er udviklingen i fastnettelefoni nedadgående, selv hvis IP-telefoni blev inkluderet i opgørelsen af det samlede antal fastnetabonnementer.

I forbindelse med fusionen og privatiseringen af de offentlige telefonselskaber, som siden er blevet til TDC, fulgte det landsdækkende kobbernet med. Selvom der er blevet åbnet op for konkurrence på fastnettelefoni, har TDC formået at fastholde positionen som markedsleder. Nogle af årsagerne skal blandt andet findes i det landsdækkende net, som har bevirket, at ingen andre har investeret i tilsvarende struktur. Dette bliver nærmere belyst i den strategiske analyse, men det kan konkluderes, at konkurrencen på fastnettelefoni har været minimal, og TDC har da også en markedsandel på ca. 82 %, jf. IT- og Telestyrelsens telestatistik 1h 2009.

Et alternativ til fastnettelefoni er IP-telefoni, hvor opkaldet bliver foretaget via internettet. Kunder, der egentlig ikke har ønsket at være kunder hos TDC, men stadig ønsker at have en fastnettelefon,

køber IP-telefoni som et supplement til deres bredbåndsabonnement. Telenor tilbyder fx et telefoniabonnement til 0 kr. til deres bredbåndskunder. Udviklingen i kundetallet er stigende, og der har fundet en fordobling af kundetallet sted i perioden fra 1. halvår 2007 til 1. halvår 2009.

Netop ønsket om at købe hos en anden udbyder end TDC kan aflæses i TDC's markedsandel af IP-telefoni, som er under det halve i forhold til fastnettelefoni. Stigningen i 2009 skyldes TDC's opkøb af A+ Arrownet, Fascom, FastTV og Fullrate, men selv hvis deres kundetal bliver fraregnet, ville markedsandelen være steget til 32 %.

2.7.2 Mobiltelefoni

Antallet af kunder med et mobiltelefoniabonnement har været jævnt stigende siden mobiltelefoni blev introduceret, og i Danmark er der tæt på 7 mio. mobilabonnementer. TDC har et landsdækkende net, når man ser på det traditionelle 2G net. I 1999 blev det besluttet at udbyde fire licenser til 3G net i Danmark, hvorefter der blev afholdt en auktion over licenserne. Dette betyder, at de tre store selskaber i Danmark, TDC, Telia, Telenor samt 3 har deres eget net, hvor konkurrenter kan leje sig ind. I 2009 dækker TDC ca. 90 % af befolkningen. 3G og turbo 3G er den teknologi, som gør det muligt for kunderne at opnå adgang til internettet.

TDC er ligesom på fastnettet det dominerende selskab målt på mobiltelefoniabonnementer, og TDC har en konstant markedsandel på ca. 40 %. Markedsandelene for de store selskaber er generelt meget stabile, Telenor har 27,3 %, Telia 19,0 % og 3 har 6,4 %. Væksten indenfor mobiltelefoni kommer primært ved akquisitioner, hvor TDC i januar 2004 købte den største udbyder af lavpris mobiltelefoni, Telmore, og samme år som modtræk opkøbte Telenor (daværende Sonofon) CBB Mobil, som er den næststørste udbyder af lavpris mobiltelefoni.

Konkurrencesituationen bliver nærmere beskrevet i den strategiske analyse.

2.7.3 Bredbånd

Bredbånd leveres primært via TDC's kobbernet, hvorfor konkurrenterne er nødt til at leje sig ind på centralerne hos TDC. Nogle konkurrenter har deres eget net ud til slutkunden, mens andre er rene serviceprovidere og derfor intet net har selv. De primære kundegrupper er xDSL, kabelmodem eller Fiber-To-The-Home (FTTH). Udviklingen i totalmarkedet er jævn, og den eneste gruppe, som op-

lever vækst, og også vil opleve det i fremtiden med de nye teknologier, er FTTH. TDC har udrullet fiber til 390.000 husstande.

TDC's markedsandel har haft en faldende tendens igennem perioden indtil 1. halvår af 2009, hvor TDC's markedsandel er 63,7 %. Opkøbene af blandt andet Fullrate og A+ bidrager med henholdsvis 94.000 og 41.000 kunder, så hvis der ses bort fra akquisitionerne, ville TDC have haft en markedsandel på 56,1 % i 1. halvår 2009, hvilket er et fald på 1,2 procentpoint i forhold til ultimo 2008.

2.7.4 Tv

Der bliver ikke lavet en samlet opgørelse af tv-markedet, så derfor kan jeg kun holde mig til TDC's årsrapporter, som opgør YouSees kundetal til at være:

Tabel 3: YouSee kundetal

Kunder (1.000)	2005	2006	2007	2008	2009
YouSee	1.029	1.059	1.092	1.113	1.153

Kilde: Egen tilvirkning

YouSees markedsandel på coaxnet er 68 %, og historisk har den samlede markedsandel på alle platforme været 42-44 %. Det samlede marked for tv-distributører er under stor forandring i øjeblikket, hvor nye konkurrenter og teknologier er blevet gjort tilgængelige for kunderne. Boxer anslås at have ca. 100.000 kunder¹⁰, mens den største udbyder af IP-tv, TDC, har 96.000 kunder ved udgangen af 2009, jf. TDC årsrapport 2009.

3 Strategisk analyse

For at kunne foretage en værdiansættelse af TDC er det nødvendigt dels at forstå, hvordan den historiske vækstskabelse har været, dels hvilke muligheder og trusler der er for selskabet i fremtiden. Analysen skal sammen med regnskabsanalysen gøre det muligt at fastlægge et budget, som danner grundlaget for den endelige værdiansættelse af TDC.

Den strategiske analyse vil først belyse de makroøkonomiske faktorer, som TDC er påvirket af, dels i Danmark og dels i EU. Den mest relevante model til dette formål er PEST-modellen, som analyserer det samfund, virksomheden er en del af.

¹⁰ <http://www.presswire.dk/default.asp?o=1&pid=33349>

Brancheanalysen vil beskæftige sig med de specifikke forhold, der gør sig gældende på primært det danske telemarked. En almindelig anerkendt model er Porters Five Forces, som beskriver hvilke forhold, der gør sig gældende indenfor den specifikke branche.

Analysen af TDC's interne processer, dvs. hvilke ressourcer og kompetencer der gør sig gældende for virksomheden, udarbejdes ved brug af Porters værdikæde, som belyser de primære og sekundære aktiviteter.

TDC's produkter befinder sig på forskellige stadier i deres livscyklus, og der kan man anvende enten PLC-kurven eller BCG-modellen. Jeg har valgt at anvende BCG-modellen til at analysere, hvordan TDC's produktsortiment er rettet mod fremtidig vækst.

Delkonklusionerne på de enkelte modeller vil blive sammenfattet i en SWOT-model, som vil opsummere de vigtigste faktorer.

3.1 PEST-modellen

PEST-modellen analyserer de politiske (P), økonomiske (E), sociale og kulturelle (S) og teknologiske (T) faktorer, der er gældende for det samfund alle virksomheder er en del af. I dette tilfælde vil det være dels det danske og dels det europæiske (EU) marked, som TDC opererer i. Modellen er siden sin introduktion blevet udvidet med miljø (E) og lovgivning (L), men jeg mener, at lovgivning også dækkes af de politiske faktorer, mens miljø for TDC ikke har samme prioritet i forhold til produktionsvirksomheder som fx Rockwool. Jeg vil derfor anvende PEST og ikke PESTEL.

Analysen vil blive foretaget på de vigtigste produkter, som er fastnet, mobil, bredbånd og tv, men ikke nødvendigvis for alle fire produkter hver gang, hvis ikke der er faktorer, som har afgørende indflydelse.

De specifikke politiske faktorer for andre nordiske lande samt Schweiz vil ikke blive gennemgået, da de ikke vurderes at være vigtige. Sverige og Finland er underlagt EU lovgivning ligesom Danmark, mens Sunrise og dermed det schweiziske marked ikke er en del af den fremtidige strategi.

3.1.1 Politiske faktorer

Fastnet

Med privatiseringen af TDC og ejerskabet af det landsdækkende kobbernet fulgte også en pligt til at forsyne hele Danmark med fastnettelefoni. Forpligtelsen omfatter etablering af én forbindelse i modtagerens hjem¹¹. Forpligtelsen stammer helt tilbage fra 1997 og blev senest fornyet i 2008. Forpligtelsen er delt op i flere pakker, men TDC fik tildelt den på alle fire områder.

Pakke 1 + 2 inkluderer foruden basale taletelefonitjenester også pligt til at levere ISDN-tjenester til kunderne, dette selvom TDC har gjort opmærksom på den forældede ISDN-teknologi¹². Samtidig er TDC, som den dominerende aktør på det danske marked, underlagt restriktioner på hvilken pris, kunden kan blive opkrævet. Det vil sige, at uanset om du bor midt i byen eller på en mindre ø, skal du betale det samme for dit abonnement, selvom det må formodes, at omkostningerne varierer.

TDC er samtidig forpligtiget til at levere en teksttelefonitjeneste til grupper af handicappede, hvilket i 2008 blev vurderet til at koste TDC 10-15 mio. kr. årligt, jf. fodnote 8. Omkostninger som TDC's andre kunder kommer til at betale via deres abonnement.

Pakke 3 indeholder en landsdækkende nummeroplysningstjeneste, hvor vilkårene samtidig fastlægger hvilke priser, der må opkræves. Dette krav kan synes lidt overflødigt, når internettet har flere gratis telefonbøger.

Endelig pålægger pakke 4 TDC, at de stadig skal varetage radiobaserede maritime nød- og sikkerhedstjenester i Danmark og Grønland. Denne pligt forsøgte TDC forgæves at slippe for igen, jf. fodnote 8, men uden den fornødne politiske vilje i Danmark blev det private TDC stadig pålagt pligten.

Internet

I øjeblikket er det kun bredbåndsforretningen i TDC, som er reguleret via engrosmarkedet for bredbåndstilslutninger (marked 5), men den 22. december 2009 traf IT- og Telestyrelsen en beslutning

¹¹ <http://www.itst.dk/tele-og-internetregulering/forsyningspligt/filarkiv-forsyningspligt/vilkar-for-forsyningspligten/FSP-vilkar%20pakke%201%20og%202.pdf>

¹² <http://www.business.dk/diverse/tdc-vil-slippe-af-med-forsyningspligten>

om, at de fremtidige restriktioner på dette marked også er gældende for TDC's datterselskaber¹³. Den afgørelse indebærer, at YouSee, som sælger bredbånd via tv-stikket, også er ramt af denne lovgivning. YouSee er, iflg. Telestatistik for 1. halvår 2009, den andenstørste udbyder på det samlede bredbåndsmarked med en markedsandel på ca. 16 %, når Dansk Kabel TV bliver talt med. Yderligere har YouSee, som tidligere nævnt, opkøbt A+ og Fast TV med en markedsandel på ca. 3 %.

Afgørelsen er anket af TDC, men med så markant en markedsandel for TDC koncernen er det tvivlsomt, om de får held med dette. Et af TDC's hovedargumenter er, at YouSee leverer bredbånd både på egne antennenet og til privatejede antennenet, som også vil blive inkluderet. Dette finder TDC problematisk¹⁴.

Marked 5 er et område udpeget af EU-Kommissionen, som skal sikre en fair og reel konkurrence på teleområdet og stække virksomheders muligheder for at udnytte en stærk markedsposition til skade for forbrugeren.

Reguleringen indebærer, at TDC skal acceptere alle indkomne anmodninger om samtrafik, under forudsætning af at de er rimelige. TDC skal samtidig give plads til konkurrenter på deres centraler, jf. forpligtelsen for samhusning. For at forhindre TDC i at opkræve urealistiske priser, for dermed at holde konkurrenterne ude, er TDC underlagt en priskontrol.

Priskontrollen udregnes med udgangspunkt i Long Run Average Incremental Costs (LRAIC) metoden. Metoden søger at definere de langsigtede omkostninger, som opstår ved brug af produktet¹⁵.

Afgørelsen ventes endeligt implementeret i slutningen af 2010.

Indtil videre er der ikke foretaget nogen restriktioner fra politikernes side i forbindelse med TDC's køb af DONG Energys fibernet, selvom flere har udtrykt bekymring for, om konkurrencen lider

¹³ <http://www.itst.dk/tele-og-internetregulering/smp-regulering/filarkiv-samtrafik-og-brugerregulering/markedsundersogelser/2-runde-af-markedsundersogelser/markedsafgoelser/marked-5/Markedsafgoelse%20over%20for%20TDC%20pa%20engrosmarkedet%20for%20bredbandstilslutninger%20-%20marked%205.pdf>

¹⁴ <http://www.recordere.dk/indhold/templates/design.aspx?articleid=3559&zoneid=5>

¹⁵ <http://www.itst.dk/tele-og-internetregulering/smp-regulering/filarkiv-samtrafik-og-brugerregulering/markedsundersogelser/2-runde-af-markedsundersogelser/markedsafgoelser/marked-5/Markedsafgoelse%20over%20for%20TDC%20pa%20engrosmarkedet%20for%20bredbandstilslutninger%20-%20marked%205.pdf>

skade¹⁶. TDC har forklaret, at de ikke lukker for konkurrenternes adgang til dette net, hvilket jeg vurderer, er afgørende for, om der senere bliver foretaget et indgreb.

Mobiltelefoni

TDC bliver ikke reguleret mere restriktivt end andre udbydere af mobiltelefoni på det danske marked. TDC er som tidligere nævnt indehaver af en af de fire danske licenser til 3G mobiltelefoni. I den forbindelse blev vinderne af licenserne pålagt, at de skal dække en nærmere defineret procentdel af befolkningen. Samtidig er de udelukket fra at indgå aftaler om at dele licenserne med hinanden.

Teleselskaberne har mulighed for at binde deres kunder i seks måneder, hvilket blandt andet sker, når en kunde tager imod et favorabelt tilbud om at gentegne sit abonnement mod at kunne købe en ny mobiltelefon med tilskud. Selskabets motiv er at sikre en fast omsætning på en kunde, hvilket blandt andet kan anvendes ved nyinvesteringer¹⁷.

EU regulerer priserne, som danske mobiludbydere kan opkræve deres kunder, når kunderne anvender deres telefon i udlandet¹⁸. Priserne, som selskaberne kan opkræve af internationale selskaber, når deres kunder anvender deres telefon i Danmark, er ligeledes reguleret af EU.

Tv

YouSee er den primære udbyder af tv i TDC, og deres primære forretningsområde, som er tv, er ikke reguleret på samme måde som fastnet og bredbånd. YouSee er forpligtiget til at leve op til must carry reglerne, som siger, at DR1, DR2 og TV2 skal tilbydes kunderne i basispakken.

Selskaberne må sammensætte deres tv-pakker som de finder optimalt, men flere forbrugere og senest også politikere ønsker at gøre op med de faste tv-pakker og tilbyde kunderne en a la carte model, hvor de selv bestemmer antal tv-kanaler, som de ønsker at købe. Tv-udbyderne argumenterer, at dette vil føre til et lavere tv-udvalg, da flere små tv-kanaler overlever på, at de bliver distribueret ud til kunderne, og derfor kan de skabe flere indtægter fra reklamer.

¹⁶ <http://www.computerworld.dk/art/54022>

¹⁷ http://www.itst.dk/filer/Publikationer/strategisk_eftersyn/html/chapter07.htm

¹⁸ <http://www.itst.dk/tele-og-internetregulering/international-roaming>

Et andet argument er, at udbyderne mener, at det bliver for dyrt for kunderne, da nogle kanaler vil stige i pris, når de deres indtægter fra reklamer falder grundet større usikkerhed om seertal.

I øjeblikket er der ikke konkrete lovforslag, som skal gøre op med dette.

3.1.2 Økonomiske faktorer

TDC er som alle andre selskaber med gæld følsomme overfor renteutviklingen i samfundsøkonomien. Ved NTC's overtagelse af TDC steg den rentebærende nettogæld i virksomheden, hvilket blandt andet også kan ses i den tidligere oplyste soliditetsgrad. Jeg gennemgår gælden nøjere i kapitel 4 Regnskabsanalyse, men i november 2009 blev TDC's kreditrating hævet til BB¹⁹, hvilket betyder, at TDC får bedre muligheder for at optage nye lån til en gunstigere pris.

I tilfælde af at TDC ikke har leveret de forventede resultater, vil der være nogle betingelser om indfrielse af gælden i forbindelse med lånoptagelsen, der vil træde i kraft.

TDC's produkter har en forholdsvis lille priselasticitet, da privatkunderne opfatter en mobiltelefon, et tv-abonnement og en bredbåndsforbindelse som en standardvare. Det vurderes dog, at tv-kunder vil foretage en omprioritering af tv-pakker, hvor det ikke er den dyreste tv-løsning, der bliver valgt, men en billigere pakke. Det samme gør sig gældende for bredbåndskunder.

TDC Erhverv og TDC Norden oplever et fald i kundetal, da flere virksomheder skærer ned på ansatte og som følge heraf opsiger nogle erhvervsabonnementer. Samtidig foretrækker flere virksomheder billigere telefoni-løsninger, hvor man enten skifter til IP-telefoni, eller udelukkende har et mobilabonnement.

3.1.3 Sociale og kulturelle faktorer

Det er ikke kun den ældre teknologi som gør, at der sker et skifte fra fastnettelefoni over til mobiltelefoni. Et stort flertal af den unge generation føler et behov for altid at kunne komme i kontakt med andre, hvilket blandt andet kan dokumenteres ved en opgørelse af sms'er. Mobiltelefonen gør, at vennerne hele tiden er i nærheden.

¹⁹ http://news.dk/Erhverv/Erhverv/1613621/TDC_Fitch_haever_kreditrating_til_BB.htm

Samtidig har sociale fænomeners popularitet, som fx Facebook og Twitter, været fremmende for, at brugerne har fået øjnene op for mobilens muligheder for at gå på internettet. Dataforbruget i Danmark er stigende, og selvom det giver muligheder for øget omsætning for TDC, betyder det også øget konkurrence og et øget behov for investeringer i mobilnettet.

Kunder efterspørger også muligheden for at kunne aftage flest mulige produkter fra samme udbydere, hvilket YouSee har stor succes med, da de giver mulighed for tv, bredbånd samt telefoni igennem samme stik. Dette har været TDC's store udfordring, men med lanceringen af Home Trio, hvor du får samme produkter som hos YouSee igennem telefonstikket, har TDC været i stand til at mindske afgangene af fastnetkunder.

Endelig, som en konsekvens af kunders ønske om, selv at kunne bestemme hvilke kanaler/begivenheder, de ønsker at se, vil flere få øjnene op for internettets muligheder for at opnå adgang til en specifik begivenhed. For flertallet af befolkningen er tv stadig en vigtig social/kulturel faktor, hvor begivenheder som et royalt bryllup, et tv-show osv. kan samle mange.

3.1.4 Teknologiske faktorer

Den teknologiske udvikling indenfor tele- og kommunikationsområdet har været meget stor inden for de sidste 15 år, hvor begreber som mobiltelefon, internet og e-mail er blevet en del af danskerne hverdag. Denne udvikling vil fortsætte i fremtiden, og det giver TDC såvel som andre teleudbydere en mængde muligheder og udfordringer.

Fastnettelefoni

Fastnettelefoni over kobbernettet har i lang tid vist en nedadgående tendens, og denne vil kun blive forstærket i de kommende år. Teknologier som IP-telefoni og Skype vil opfylde behovet for fastnettelefoni, som virksomheder stadig har. Private kunder har efterhånden accepteret, at et mobiltelefonabonnement er nok for dem.

Blandt erhvervskunder vil TDC stadig stå stærkt også i fremtiden, da TDC har samarbejdet med både offentlige myndigheder og private virksomheder igennem flere år og vil kunne tilbyde samlede løsninger til at opfylde kundens behov.

Privatkunder er mindre loyale i forhold til erhvervskunder, så TDC vil få stor konkurrence fra mindre udbydere, som har en mindre bureaukratisk struktur, hvor det vil være hurtigere at få udviklet nye produkter, som kan blive en succes i fremtiden.

Bredbånd

Udviklingen af bredbånd har været stor med stadig højere hastigheder for både download og upload. Nye typer af net, såsom først coaxnet og i de sidste år el-selskabernes store satsning på fibernet, giver større muligheder for nye anvendelsesområder. Digitaliseringen af tv-signalet og nye typer af fjernsyn, hvor det er muligt at downloade tjenester på sit fjernsyn gør, at der kommer et større behov for høje upload-hastigheder.

Dette er også en del af politikernes vision og spørgsmålet bliver, om de investeringer som skal foretages, skal betales af samfundet, eller om udbyderne ved indførelse af en forsyningspligt skal betale for dem.

Visionen om det digitale hjem, hvor flere apparater kommunikerer sammen, vil også i fremtiden kræve nye teknologiske udviklinger. Løsningerne vil blive ressourcekrævende og nødvendiggør en investering i højere kvalitet af bredbånd.

Mobiltelefoni

I løbet af maj 2010 vil der blive afholdt en auktion i Danmark, hvor licenser til at drive 4G net udbydes. Det ventes, at de fire selskaber som allerede har en 3G licens også vil byde på den nye generation. Den nye teknologi vil gøre det muligt at opnå højere hastigheder for internet via sin mobiltelefon. En stadig større andel af kunder køber såkaldte smartphones, som giver flere muligheder for at være i kontakt med andre hele tiden. Se også afsnittet om de sociale faktorer.

Mobilt bredbånd udgør også en stadig større andel af det samlede bredbåndsmarked, som har oplevet en fordobling i abonnenter på bare et år²⁰.

²⁰ <http://www.business.dk/tech-mobil/mobilt-bredbaand-i-heftig-vaekst>

Tv

Overgangen til digitale tv-signaler giver YouSee og TDC nye forretningsmuligheder i forhold til det traditionelle kabel-tv-produkt. Kunder, som vælger at leje eller købe en set top box, kan tilkøbe ydelser som fx Video on Demand, hvor man lejer en film uden at skulle ind i en fysisk butik. I fremtiden vil der blive udviklet flere og mere avancerede produkter, da set top boxen har forbindelse til internettet.

3.2 Sammenfatning - PEST-analyse

De politiske faktorer har stor indflydelse på en virksomhed som TDC. TDC har en dominerende position på henholdsvis fastnettelefoni og bredbånd, hvorfor myndighederne løbende foretager analyser af konkurrencesituationen på områderne. TDC er forpligtiget til at give adgang til sit net til konkurrenterne, så længe det ikke er til gene for TDC. Priserne for dette er reguleret, så TDC ikke kan gøre det umuligt for konkurrenterne at tilbyde konkurrencedygtige produkter.

TDC har samtidig en forsyningspligt, hvilket indebærer, at selvom stadig færre anvender fastnettelefoni, skal de stadig have muligheden for dette. Forsyningspligten indebærer også, at der skal være mulighed for internetforbindelse. Forsyningspligten kræver, at TDC stadig investerer i og vedligeholder det landsdækkende net, også selvom det ikke er rentabelt.

TDC's produkter er ikke ramt af konjunkturerne i samfundet på samme måde som luksuriøse forbrugsgoder er. Produkterne anses for at være basale, men indtjeningen pr. kunde kommer under pres, da kunderne vælger billigere løsninger. Dette gælder både på privat- såvel som på erhvervs-markedet.

Kulturen i Danmark og andre vestlige lande gør, at mange mennesker ønsker at være på hele tiden og kommunikere via mobil, Facebook og andre sociale medier. Folk er blevet fortrolige med at søge informationer på internettet også via deres mobiltelefon. Denne kultur sammenholdt med en øget e-handel gør, at der også i fremtiden vil være stor fokus på tele- og kommunikationsområdet. Dette giver mange muligheder for teleudbydere.

En udfordring for tv-området bliver, at folk efterspørger mere fleksible løsninger, hvor de ikke er bundet af en pakkeløsning af faste programmer. Kan de ikke opnå dette hos udbyderen, vil der komme en stigende konkurrence fra internetbaserede løsninger.

Teknologisk vil der også i fremtiden komme til at ske store ændringer. Kunderne vil hele tiden efterspørge nye løsninger, så deres muligheder for kommunikation vil blive stadig bedre. Smartere mobiltelefoner gør, at kunderne nemmere kommer på internettet. Det mobile bredbåndsmarked vil derfor stadig vækste i Danmark.

TDC og andre selskaber vil fortsætte med at udvikle teknologierne på henholdsvis fiber- og mobilnettet, dels når 4G skal introduceres i 2011, dels med en skærpet konkurrence på markedet for fiberløsninger.

3.3 Porters Five Forces

For at kunne vurdere TDC's indtjeningsmuligheder i fremtiden er det nødvendigt at foretage en analyse af den branche, som de opererer i. Porters Five Forces anvendes til at analysere telebranchen, da man ved at anvende denne beskriver de gældende adgangsbarrierer i branchen. Det vil sige, hvor store investeringer er det nødvendigt at foretage for at trænge ind på markedet. Den beskriver samtidig, om der er andre restriktioner forbundet med telemarkedet.

Den beskriver hvilken forhandlingsstyrke TDC har over for kunderne og leverandørerne. Forhandlingsstyrken indikerer i hvor høj grad det er muligt at påvirke prisen på ydelserne.

I tilfælde af at priserne er for høje, eller nye produkter bliver udviklet, vil der finde en substituering sted, altså har kunden mulighed for at købe et tilsvarende produkt til opfyldelse af sit behov.

Endelig vil konkurrenceintensiteten blive beskrevet.

3.3.1 Adgangsbarrierer

TDC ejer det landsdækkende kobber-baserede accesnet, og med dette ejerskab har TDC forhindret konkurrenter i at investere i deres eget net. Investeringerne i opbygning af et nyt net vil være for høje i forhold til muligheden for at opnå en tilfredsstillende forrentning af investeringen. Samtidig har teknologien sine begrænsninger i forhold til fremtidens krav om hastigheden på up- og download.

Konkurrenters realistiske mulighed for at trænge ind på markedet for traditionel fastnettelefoni er, at TDC er forpligtiget til at give dem adgang til TDC's net, hvor afregningen, som tidligere beskrevet, beregnes ud fra en LRAIC model.

De samme overvejelser gør sig gældende på coaxnettet, hvor der leveres kabel-tv samt bredbånd til kunderne. YouSees net dækker 55 % af alle danske husstande, og YouSee er ikke forpligtiget til at give adgang til konkurrerende tv-udbydere. Nye udbydere skal derfor opbygge deres eget net, eller alternativt opkøbe kommunale og foreningsejede antenneanlæg.

Fibernet er et godt alternativ til henholdsvis kobber- og coaxnettet. Elselskaberne har de sidste år investeret mange penge i at opbygge et fibernet for at blive en konkurrent til TDC. Investeringen har indtil videre ikke båret frugt, hvor DONG Energy, som tidligere skrevet, har solgt sit net i Nord- og Østsjælland til TDC. De resterende 16 selskaber er nu gået sammen om at danne et selskab, frem for at de hver især skal konkurrere med TDC. Med denne beslutning lukker de samtidig for eksterne leverandører på deres net²¹, hvilket skaber en adgangsbarriere for konkurrenter på fibernet. Tilbage for nye selskaber er TDC's fibernet, da TDC har valgt, at deres net er åbent for konkurrenter. Adgangen vil formentlig blive på samme vilkår, som er gældende på det kobberbaserede accesnet.

Alle kan opbygge deres eget mobilnet i Danmark, og i øjeblikket er der tre selskaber, TDC, Telenor og Telia, som har et landsdækkende 2G net. 3 har deres eget 3G net, som også dækker væsentlige dele af Danmark, ligesom de tre store selskaber også har et 3G net. Nye udbydere på markedet vil ikke kunne opnå licens til deres eget 3G net, da der kun gives fire licenser i Danmark.

Konkurrenter kan leje sig ind på et eksisterende net, hvis de vil undgå investeringer i eget net. Nye indtrængere har dog svært ved at opnå en tilstrækkelig mængde kunder, så de kan skabe et positivt afkast, da de dels skal betale for brug af nettet og dels skabe en avance. TDC, Telenor og Telia har alle lavprisselskaber, som gør det svært at skabe det fornødne fundament for stordriftsfordele i driften.

²¹ <http://www.computerworld.dk/art/54112/finn-helmer-lukkede-fibernet-er-en-oekonomisk-bet>

3.3.2 Leverandører

TDC's position over for leverandørerne kan overordnet deles ind i tre hovedområder. Nemlig levering af materiel/drift af deres accesnet, levering af indhold primært Play og tv, og endelig levering af arbejdskraft.

I arbejdet med at identificere besparelser søgte TDC at udlicitere driften og vedligeholdelsen af både fast- og mobilnettet, og mens der var forgæves forhandlinger for så vidt angår fastnettet, indgik TDC og Ericsson en aftale i februar 2008 om drift og udbygning af TDC's mobilnet²². Ericsson er en international virksomhed, og en vurdering af andre potentielle samarbejdspartnere er, at der kun er få virksomheder, som kan løfte denne opgave. TDC er et regionalt selskab, som kun er stort på hjemmemarkedet, hvilket gør, at forhandlingspositionen over for Ericsson ikke er stærk. Dette understreges også af pressemeddelelsen fra TDC som fortæller, at Ericsson på det tidspunkt har over 100 lignende aftaler internationalt. Det tæller dog til TDC's fordel, at Ericsson er en svensk virksomhed, som kan se fordelen i at have et godt samarbejde med en nordisk virksomhed.

TDC hyrer underentreprenører, når der skal foretages nye investeringer i accesnet, og for mange af leverandørerne har TDC en stærk position, hvilket blandt andet har gjort, at TDC har indført 60 dages betalingsbetingelser, hvis man vil være leverandør til TDC.

De primære leverandører af indhold til TDC's produkter er pladeselskaberne og musikerne, som leverer musik til TDC Play, som er en gratis tjeneste for TDC's og YouSees bredbånds- og mobilkunder, samt tv-selskaber som leverer tv til YouSee og TDC IP-tv.

På det danske marked er TDC det eneste selskab, som tilbyder gratis og lovlig download af musik og dette sikrer, at TDC har en gunstig position i forhold til pladebranchen, som begge har nytte af.

YouSee er vigtig for tv-selskaberne, fordi de med en aftale hos YouSee er sikret, at de kommer ud til et stort antal kunder i Danmark, hvilket vil øge reklameindtægterne hos tv-selskabet. De største udbydere er TV2, Viasat og SBS. Tv-selskaberne, som har attraktive kanaler, profiterer også af, at de har et attraktivt produkt og formår dermed at presse priserne i forhold til YouSee. Deres position vil også i fremtiden være god, når nye distributører som elselskaberne og Boxer vinder markedsan-

²² <http://om.tdc.dk/publish.php?id=15525>

dele. Stadig er det min vurdering, at afhængighedsforholdet mellem YouSee og tv-selskaberne går begge veje.

I fremtiden vil filmselskaberne også blive en væsentlig leverandør, da kunderne fremover vil leje flere film via deres tv-boks, og det er derfor vigtig for TDC at have aftaler om distribuering af de nyeste film. Kundetallene er stadig små, og TDC står derfor svagt.

Medarbejderne leverer arbejdskraft til TDC, og med en stigende arbejdsløshed i Danmark forbedres TDC's position som arbejdsgiver. TDC gennemfører løbende effektiviseringer, hvor medarbejderantallet bliver reduceret. TDC har indgået aftaler med blandt andet Dansk Metal, som er en af de faglige foreninger, der har en overenskomst med TDC. Dansk Metal står traditionelt stærkt i en virksomhed som TDC, da de organiserer blandt andet teknikerne, som er en af de grupper der løbende er blevet reduceret.

3.3.3 Kunder

TDC's kundesammensætning er meget forskellig, og derfor er dens forhandlingsstyrke umiddelbart ikke særlig stor. TDC er den vigtigste udbyder af fastnettelefoni, og når de samtidig kan levere pakker med samlet telefoni og bredbånd, henholdsvis telefoni, bredbånd og tv, står TDC meget stærkt.

I Norden er der tre selskaber med mulighed for at levere en samlet erhvervs-løsning nemlig Telenor, Telia Sonera samt TDC. I Danmark er TDC en stærk udbyder med kunder blandt flere større virksomheder og offentlige myndigheder, der outsourcer mest muligt af telefoni og drift af bredbånd. Når først TDC har vundet udbuddet på en kommunikations-løsning, vil det være dyrt og besværligt for kunden at skifte til en alternativ udbyder, som der er få af. Det er derfor vigtigt for TDC at have mulighed for at tilbyde en samlet løsning for hele Norden, da flere private virksomheder også har kontorer i andre skandinaviske lande.

I Danmark har selskaberne mulighed for at binde deres mobilkunder i seks måneder, men der er mange udbydere, som via subsidierede køb af nye mobiltelefoner, lokker nye kunder til. Udviklingen af mobiltelefoner går meget stærkt, og for mange kunder er der et ønske om at have den nyeste teknologi hele tiden. De vil derfor være mindre loyale over for deres mobiludbydere. TDC forsøger at binde sine kunder dels ved billige mobiltelefoner, dels ved at tilbyde gratis Play. De downloadede sange er kun tilgængelige for kunden, så længe kunden har et TDC abonnement. TDC's position er

dog stadig forholdsvis svag, selvom TDC forsøger at styrke den ved opkøb af små mobilselskaber, hvilket bliver beskrevet under konkurrenceintensiteten.

YouSee er den største udbyder, som tilbyder kanaler fra alle store tv-selskaber, og de står derfor stærkt i kampen om at levere tv til antenneforeninger. Andre konkurrenter er Telia Stofa, som dog kun står stærkt i udvalgte områder. Canal Digital er en anden konkurrent, men de har ikke mulighed for at tilbyde kanaler fra Viasat, som med TV3 og 3+ er nogle af de mest sete kanaler. YouSee har de sidste par år opkøbt kommunale anlæg i Esbjerg, Fredericia, Guldborgsund og Køge for at sikre et fortsat kundeforhold. Efterhånden som tv vinder frem over for internettet, vil YouSees position blive svagere.

3.3.4 Substituerende produkter

Truslerne fra substituerende produkter vil primært være inden for udveksling af datatrafik, hvor kunderne kan vælge bredbåndsforbindelse via DSL (kobbernettet), mobilt bredbånd, coaxnettet, fibernettet eller faste trådløse forbindelser. Efterhånden som dækningen af fibernettet, som i øjeblikket er på 28 % af samtlige husstande, og mobilt bredbånd med 97 % dækning, øges, vil der ske en migrering af kunder fra det traditionelle kobbernet. Kunderne vil efterspørge højere hastigheder, hvilket stadig er en udfordring for mobilt bredbånd, hvor selskabet 3 i dag kan levere downloadhastigheder på 16 Mbit/s og ca. 1 Mbit/s download, og hvor fibernettet i øjeblikket tillader 100/100 Mbit/s. Hastigheden på mobilt bredbånd kan dog i øjeblikket opfylde de fleste kunders behov.

Fastnettelefoni bliver enten helt fravalgt, men blandt kunder som stadig ønsker denne løsning, vil IP-telefoni blive et foretrukket alternativ.

Kabel-tv er truet af både Boxer, som primært leverer tv til parcelhus-ejere, samt elselskaberne med dannelsen af et fælles selskab. En konkurrent, som kan levere enkelte kanaler til kunderne til konkurrencedygtige priser, kan også blive et alternativ men findes ikke i dag.

Mobiltelefoni kan ikke umiddelbart substitueres af andre produkter.

3.3.5 Konkurrenceintensitet

Fastnettelefoni

Konkurrencen på området for fastnettelefoni er forholdsvis lille, da TDC har en markedsandel på ca. 82 %, jf. Telestatistik for 1. halvår 2009. De største konkurrenter Telenor og Telia har en markedsandel på henholdsvis 6 % og 4 %. Telenor og Telia tilbyder det som et gratis tillægsprodukt for deres bredbåndskunder. Alle selskaber har dog et faldende kundetal.

Mobiltelefoni

Konkurrencen på mobiltelefoni er kendetegnet ved, at de tre traditionelt store udbydere har 68,6 % af det samlede antal abonnemeter på deres eget brand, jf. Telestatistik for 1. halvår 2009. Mulighederne for at differentiere sig i konkurrencen er på prisen eller finde en niche som fx 3, som var de første der opbyggede 3G mobilnet. Denne status som "first-mover" har 3 siden fastholdt og udbygget ved at være de førende til at tilbyde mobilt bredbånd²³. Deres markedsandel er dog fortsat beskedne 5,2 % af alle abonnemeter. 3's markedsandel på mobilt bredbånd er 22,7 % mod TDC's 47,4 % (inklusive Telmore).

Selskaber som CBB Mobil og Telmore blev de første selskaber, som integrerede internettets muligheder i deres forretningskoncept, hvilket appellerer til kunder som betjener sig selv og dermed opnår lavere priser på deres abonnement. For at mindske konkurrencen fra "discountselskaberne" opkøber de store selskaber de små konkurrenter og fortsætter med at markedsføre dem under deres eget brand.

Bredbånd

Konkurrenceintensiteten på bredbåndsmarkedet er høj, selvom TDC koncernen er markedsleder med 63,7 % i 1. halvår 2009. Konkurrenterne lejer sig enten ind på TDC's accesnet, eller har som Telia Stofa eget coaxnet. Nye vigtige platforme i fremtiden er som tidligere skrevet mobilt bredbånd samt fibernet. Konkurrencen på fibernet bliver meget lille, da el-selskaberne og TDC står som de primære ejere af fibernet. El-selskabernes nydannede fælles selskab lukker for tilgangen af nye konkurrenter på deres net, hvilket politikerne indtil videre ikke har haft nogen indvendinger imod.

²³ <http://www.3.dk/Privat/Mobilt-bredband/Hastighed-og-dakning/Bedst-i-test/>

Politikkerne i Danmark vedtog ved privatiseringen af TDC, at selskabet fik ejerskab af henholdsvis kobbernettet og coaxnettet. I andre europæiske lande, blandt andet Sverige, har man for at øge konkurrencen på bredbåndsmarkedet krævet, at det dominerende teleselskab ikke måtte eje det dominerende kabel-tv-selskab, hvorfor Telia Sonera er blevet tvunget til at frasælge ComHem. I Danmark lider konkurrencen under, at TDC også ejer YouSee og det er set i dette lys, at politikkerne nu ønsker at åbne op for YouSees coaxnet.

Konkurrenceintensiteten samt den teknologiske udvikling har medført, at selskaberne enten sætter priserne ned på eksisterende hastigheder eller alternativt opgraderer kundens forbindelse, så kunden får hurtigere internet til samme pris. Selskaberne vil altså enten markedsføre sig som et lavprisselskab eller konkurrere på parametre som kvalitet (garanteret hastighed) eller kundeservice.

Et andet vigtigt salgsargument er muligheden for såkaldt bundtledede løsninger, hvor kunden kan få et telefoni- og eventuelt et tv-abonnement med i deres bredbåndsabonnement.

Tv

Konkurrencen på tv-markedet er hård, hvor konkurrenter på forskellige tv-platforme kæmper om de samme kunder. YouSee dominerer markedet qua deres landsdækkende coaxnet, hvor det meste af Danmark dækkes. For at fastholde positionen opkøbes kommunale antennenet, som tidligere skrevet. De største konkurrenter er Telia Stofa, som har deres eget coaxnet, Viasat og Canal Digital. Telia Stofa og Canal Digital har det dog svært i konkurrencen, og nye trusler som IP-tv, Boxer og tv over fibernet bliver større i fremtiden. Boxer har opnået ca. 100.000 kunder ved udgangen af 2009²⁴. Den største udbyder af IP-tv er TDC med ca. 96.000 kunder i 2009, jf. TDC Årsrapport 2009.

3.4 Sammenfatning - Porters Five Forces

Porters Five Forces modellen viser, at telebranchen generelt har høje adgangsbarrierer, hvor en investering i opbygning af eget net er svært at forrente. TDC's kobberbaserede accesnet er landsdækkende, og kundebasen for produktet er vigende. Nye leverandører har mulighed for at leje sig ind på TDC's net til regulerede priser. Der er fire selskaber, som har en 3G mobillicens, og nye konkurrenter er primært serviceprovidere, som lejer sig ind på et eksisterende net og gensælger et produkt til

²⁴ <http://www.presswire.dk/default.asp?o=1&pid=33349&keyword=>

kunden. På bredbåndsmarkedet kan nye konkurrenter leje sig ind på TDC's net, enten det kobberbaserede eller det nytilkøbte fibernet i Nordsjælland (DONG). I fremtiden forventes det, at TDC også skal åbne for adgangen til coaxnettet, så konkurrenter kan tilbyde bredbåndsløsninger til de samme kunder som YouSee.

TDC's position over for leverandørerne er forskellig alt efter leverandøren. TDC har udliciteret driften af deres mobilnet til Ericsson, hos hvem TDC kun er en lille kunde blandt mange. TDC's position over for medarbejderne er blevet styrket de senere år, efterhånden som arbejdsløsheden i Danmark er stigende. TDC har en aftale med de faglige organisationer om en gradvis reduktion af medarbejderstaben, både ved ikke at genbesætte ledige stillinger og ved at afskedige medarbejdere.

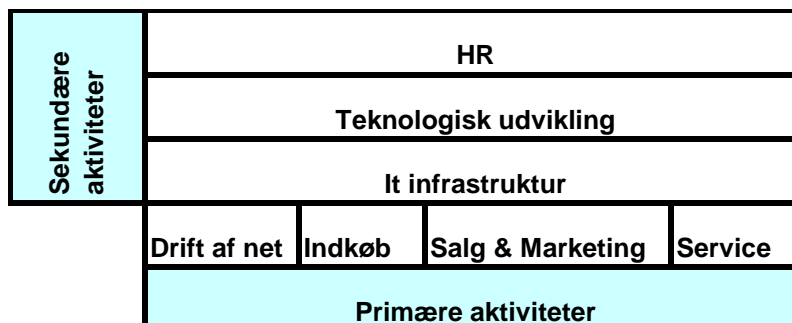
Kunderne hos TDC har en lille magt, da mange kunder har et lille kundeforhold i TDC's samlede omsætning. Erhvervskunder kan vælge mellem tre leverandører, som kan opfylde behovet for en samlet løsning. Det kan medføre store omkostninger, hvis man ønsker at skifte leverandør, når først kundeforholdet er veletableret. Mobil- og bredbåndskunder har større muligheder for at skifte selskab, men har ikke mulighed for at påvirke prisen på deres produkt.

I fremtiden vil mobilt bredbånd substituere det traditionelle bredbånd, når kunderne ønsker at komme på internettet, uanset hvor de befinder sig. Fastnettelefoni bliver erstattet af mobiltelefoni og IP-telefoni, som dækker samme behov. Traditionelt tv som kabel-tv kan blive erstattet af IP-tv eller andre fleksible løsninger, hvor kunden kun køber adgang til få udvalgte kanaler.

Et selskab som TDC tilbyder både nicheprodukter, hvor flere produkter tilbydes som en bundtlet løsning, og produkter til den prisbevidste køber under brands som Telmore og Fullrate. Konkurrencen på bredbånd bliver svagere, når de store selskaber opkøber små konkurrenter, og el-selskaberne har med dannelsen af et fælles selskab besluttet at lukke deres fibernet for andre udbydere.

3.5 Værdikæden

Analysen af TDC's interne værdikæde vil vise de kompetencer og ressourcer, som TDC er i besiddelse af, og som kan anvendes i opfyldelsen af de strategiske mål. Jeg har valgt at fokusere på de områder af værdikæden, som er specielt anvendelige i TDC's tilfælde.

Figur 8: TDC's værdikæde

Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra Exploring Corporate Strategy, s. 110

Virksomhedens aktiviteter er delt op i henholdsvis primære og sekundære aktiviteter, hvor de primære aktiviteter viser, hvordan den daglige omsætningen genereres, og de sekundære aktiviteter er støtte-aktiviteter som gør salget muligt.

3.5.1 Drift af net

TDC har som tidligere beskrevet sine egne net inden for alle forretningsområder, hvilket er en styrke, når produkterne skal "produceres". Driften af egne net gør, at TDC kan nå ud til kunder i det meste af landet uden at være afhængige af, om de kan leje sig ind på et eksisterende net. TDC er dog også omfattet af forsyningspligten som gør, at TDC hele tiden skal investere i udviklingen og vedligeholdelse af nettet. De seneste fem år har TDC foretaget anlægsinvesteringer på 14-15 % af omsætningen²⁵. TDC er derfor afhængige af et godt samarbejde med leverandørerne af materialer og arbejdskraft, da en del af vedligeholdelsen foretages af underentreprenører.

3.5.2 Indkøb

Teleselskaberne subsidierer priserne på køb af en ny mobiltelefon i konkurrencen om at skaffe nye kunder og fastholde eksisterende kunder, hvis bindingsperiode er ophørt. Det er derfor et vigtigt parameter, at TDC opnår gode aftaler med mobilproducenterne, så der hele tiden kan tilbydes de mest attraktive produkter. Et eksempel er Apples Iphone, hvor Apple indgik aftaler med teleselskaber om eneret på et nationalt marked. I Danmark var det Telia, som fik eksklusiviteten. Efterhånden bliver eneretten dog brudt, da det ikke er muligt at forhindre, at andre selskaber importerer samme

²⁵ TDC Årsrapport 2009 s. 21.

model. Stadig har det været et vigtigt produkt i markedsføringen fra Telias side og det illustrerer vigtigheden i, at TDC kan tilbyde de rigtige produkter.

Tilsvarende hård konkurrence er der på bredbåndsmarkedet, og tilbud om gratis oprettelse til trådløst netværk, og i nogle tilfælde gratis mobilt bredbånd, medfører, at selskaberne skal være sikre på at kunne levere på rette tidspunkt.

3.5.3 Salg og marketing

TDC har en landsdækkende telekæde, hvor kunder, som ønsker at se produkterne i virkeligheden, kan komme ind og få dem demonstreret. Det kan forekomme at være en dyr investering at skulle betale husleje og medarbejderes løn, men for nogle føles det mere trygt at kunne gå ind i en rigtig butik frem for at skulle handle over internettet. Butikkerne forhandler alle TDC's og YouSees produkter.

For mange vil det dog i sidste ende være afgørende, at det skal være nemt at handle via TDC selskabernes hjemmesider.

Marketing og branding af TDC er vigtigt for virksomheden, da TDC tidligere har haft et støvet image som den gamle statsstyrede monopolvirksomhed. Det kan ikke læses specifikt af TDC's årsrapporter, hvor meget der bruges hvert år på marketing, men iflg. 2009 årsrapporten har TDC haft færre marketingomkostninger i det forløbne år. I 2007 har TDC ændret brand for deres kabel-tv-selskab, som nu bliver markedsført under navnet YouSee. Dette skete for at YouSee kan markedsføre sig som et mere ungt og moderne brand end TDC. De tilkøbte virksomheder som Telmore og Fullrate bliver også stadig markedsført under eget navn, for at sammenhængen med TDC ikke er så åbenlys.

3.5.4 Service

TDC's kunder forventer at kunne få en omfattende service, da TDC er markedsleder på alle markeder i Danmark. Service kan tilbydes både telefonisk, via internettet og i telebutikkerne. Denne service er en del af differentieringen af TDC's produkter. Grundet den store teknologiske udvikling, hvor nye produkter bliver lanceret, vil kunder for at kunne få det optimale ud af deres produkt forvente, at de kan blive serviceret hurtigt.

Teleankenævnet offentliggør statistikker over antallet af klagesager over de forskellige teleselskaber. Statistikkerne for 2009 viser, at TDC klarer sig gennemsnitligt inden for mobil- og fastnetområdet, mens deres andel af klager over bredbånd er lavere end deres markedsandel, hvor de har ca. 36 % af alle klager og en markedsandel på 52,6 %²⁶. Der skal derfor stadig være fokus fra TDC's side på at nedbringe antallet af klager, så markedsdominansen kan fastholdes.

3.5.5 HR

En vigtig ressource for alle virksomheder er deres medarbejdere, og i TDC foretog man en organisationsændring i 2009, hvor koncernstrategichef Eva Berneke også blev ansvarlig for HR²⁷. Denne ændring illustrerer meget godt, hvor stor fokus virksomheder har på HR. Kampen om medarbejdere med de rette kvalifikationer er vigtig, og hvis man tænker de strategiske tanker ind i hele ansættelsesforløbet af medarbejdere med kernekompetencer, kan man måske ramme mere rigtigt.

TDC har indgået en "borgfredsaftale" med de faglige organisationer for at sikre, at reduktionerne af medarbejderantallet forløber så gnidningsfrit som muligt. Aftalen sikrer, at medarbejderne bliver så godt rustede som muligt, når de skal forlade virksomheden, og samtidig sætter den et tal på, hvor stor den årlige reduktion skal være.

TDC's direktion er blevet udskiftet løbende, og med bestyrelsens ansættelse af nye direktører på alle områder, YouSee undtaget, vurderer jeg, at bestyrelsen har ansat direktører med de rette kompetencer i forhold til at virkeliggøre strategien. Dette understøttes af, at CEO Jens Alder blev udskiftet, da bestyrelsen ikke følte, at han havde de rette kvalifikationer.

3.5.6 Teknologi

Udvikling af nye produkter er en funktion, som TDC bør have stor fokus på, da det tidligere kerneområde fastnetteknologi er under afvikling. Det er derfor afgørende for TDC at udvikle sig i takt med teknologierne. TDC vælger i nogle tilfælde at lade konkurrenter lancere produkter først, hvilket blandt andet skete i forbindelse med lanceringen af 3G mobiler. Dette var et bevidst valg, da TDC vurderede, at markedet endnu ikke var klar til den nye teknologi. Så 3 fik lov at foretage de fornødne investeringer og fik dermed first-mover fordelene, men til en høj pris.

²⁶ http://www.teleanke.dk/t2w_432.asp, tabel 4.2, 4.3 og 4.4

²⁷ <http://om.tdc.dk/publish.php?id=20759>

Under afsnittet om substituerende produkter har jeg beskrevet de vigtigste ændringer, som er sket de senere år. Med købet af DONG Energys fibernet skal TDC til at udvikle en forretningsplan for, hvilke produkter og teknologier der skal markedsføres/anvendes for at opnå et tilfredsstillende afkast på investeringen.

3.5.7 It infrastruktur

TDC's it-systemer skal kunne håndtere hele processen lige fra oprettelse af en kunde, som skal kommunikerer videre til enten en tekniker, hvis der skal foretages arbejde hos kunden, eller til en servicemedarbejder som kan sørge for provisioneringen af kundens bredbåndsforbindelse. Endelig skal kundens regninger udskrives og betalinger registreres. En stor virksomhed som TDC med mange forskellige produkter har betydelige omkostninger til drift og videreudvikling af de nødvendige systemer. En del af driften blev via indgåelsen af en aftale i 2005 outsourcet til CSC. Aftalen koster ca. 385 mio. kr. årligt og løber i syv år²⁸.

3.6 Sammenfatning - TDC's værdikæde

I kampen om at være konkurrencedygtig skal TDC hele tiden foretage betydelige investeringer i accesnettet til kunderne. Et andet vigtigt parameter på mobil- og bredbåndområdet er subsidieringen af produkter, som kunderne finder tilstrækkeligt attraktive, så de enten ønsker at skifte udbyder til TDC eller forlænge bindingsperioden på deres mobilabonnement.

Salg og marketing foregår dels via telebutikkerne, dels via internettet og man kan på denne måde komme i kontakt med alle kundesegmenter, uanset hvilken handelsform kunden måtte foretrække. Et højt serviceniveau er et andet vigtigt parameter for differentiering af TDC's produkter, hvor en tilfreds kunde er nemmere at foretage mersalg til.

De primære støttefunktioner er en HR-politik som sikrer, at der kan foretages reduktioner af medarbejderstaben på en ordentlig måde. HR-området er samtidig lagt ind under den strategiansvarlige for at sikre en sammenhæng mellem personale og strategi.

Udviklingen af nye produkter samt håndteringen af kundeforholdene varetages i henholdsvis udvikling af nye produkter samt i it-afdelingen. Begge er nøgleområder i TDC's fortsatte dominans på hjemmemarkedet.

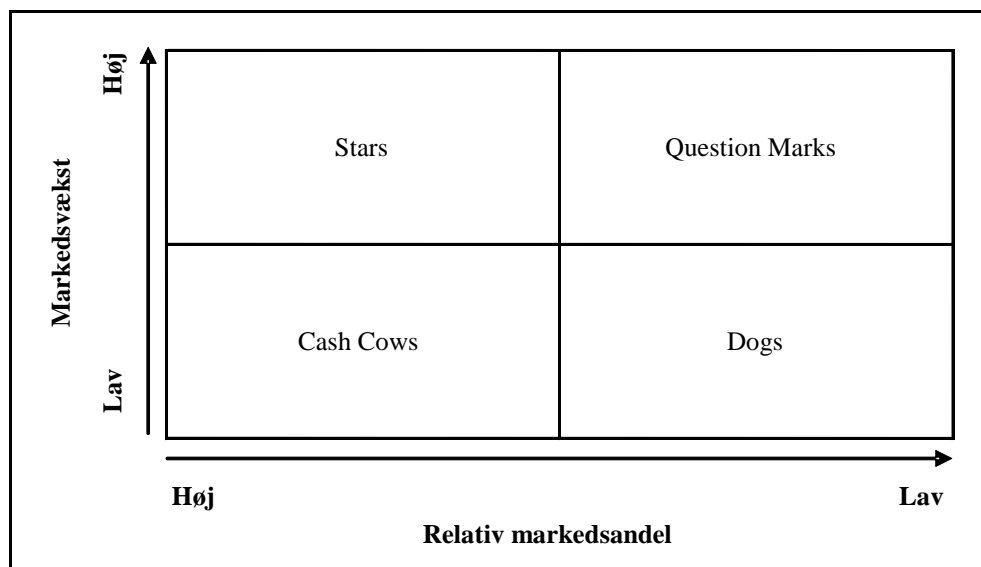
²⁸ <http://om.tdc.dk/publish.php?id=7556>

3.7 Boston-modellen

Boston-modellen anvendes til at analysere en virksomheds produktsortiment. Modellen er forholdsvis simpel, men giver stadig et indtryk af, hvordan en virksomhed er positioneret i forhold til fremtidig vækst. Modellen er delt op i fire kasser, og læses fra Question Marks og ender til sidst i Dogs. Modellen er en anden opgørelse af PLC-kurven, som viser et produkts livscyklus.

Et kritikpunkt af modellen er, at selvom man se, hvor produkterne er i deres forløb, så giver den ikke et billede af, hvor stor indflydelse på omsætningen det enkelte produkt har. Jeg mener stadig, at den er anvendelig til at beskrive fremtiden for TDC's hovedprodukter. Jeg vil beskrive, hvor de enkelte produkter befinder sig.

Figur 9: Boston-modellen



Kilde: Egen tilvirkning, med inspiration fra Exploring Corporate Strategy, s. 279.

3.7.1 Fastnettelefoni

Fastnettelefoni udgør en stadig mindre del af TDC's samlede omsætning, og i 2009 er andelen på ca. 25 %. Markedsvæksten på fastnettelefoni er negativ, og væksten på IP-telefoni kan ikke kompensere for faldet. TDC har en dominerende position i Danmark, både på privat- og erhvervsmarkedet. Samtidig er TDC udsat for større konkurrence på markedet for IP-telefoni, hvor fortjenesten samtidig er lavere i forhold til fastnettelefoni, grundet den hårde konkurrence.

I Norden er TDC til gengæld i hård konkurrence fra større konkurrenter som Telenor og Telia Sonera. TDC tilbyder kun løsninger til virksomheder og organisationer i de øvrige nordiske lande, da TDC har vurderet, at det private marked ikke er attraktivt grundet den hårde konkurrence. På det schweiziske marked tilbyder TDC fastnettelefoni både til detail- og erhvervs-kunder, men er i hård konkurrence med det nationale selskab Swisscom.

Fastnettelefoni inklusiv IP-telefoni er på grænsen mellem Cash Cows og Dogs, som er kendetegnende for produkter i slutningen af deres livscyklus. TDC's strategiske mulighed for dette produkt er at tilbyde Home Trio og Home Duo, som er tilpasset kundernes øgede efterspørgsel efter pakkeløsninger, og derved kan levetiden for produktet forlænges.

3.7.2 Mobiltelefoni

Mobiltelefoni inklusiv mobilt bredbånd er det vigtigste produkt for TDC, og det udgør en stigende andel af omsætningen (35 % i 2009). Markedet for mobiltelefoni er mættet, når man ser på antallet af abonnenter i Danmark. Fremtidig vækst bliver drevet af folks stigende efterspørgsel på datatrafik, som bliver drevet af stadig højere hastigheder på mobilt bredbånd. I dag kan hastigheden tilfredsstille en almindelig forbrugers behov.

Mobiltelefoni for TDC har passeret grænsen fra Star til Cash Cow, som også i fremtiden vil udgøre den største del af omsætningen. Isoleret set er mobilt bredbånd et Question Mark for TDC, da markedsandel er forholdsvis lav set i forhold til TDC's markedsandel for andre produkter. I fremtiden vil mobilt bredbånd bevæge sig over mod Star, da der ikke er nogen tvivl om produktets succes. Question Marks kan blive både en succes eller fiasko for en virksomhed, men for TDC er det et fokusområde for fremtidig vækst.

3.7.3 Bredbånd og netværk

TDC's bredbåndsoomsætning er næsten ligeså stor som fastnettelefoni, og er en Cash Cow for TDC. Markedets vækst i Danmark er stagnerende, og konkurrencen bliver stadig hårdere, dels fra mobilt bredbånd, og kunder som foretrækker bredbånd over fibernet. Samtidig bliver YouSee også udsat for hårdere konkurrence fra 2011, når de efter planen skal give adgang til bredbåndskonkurrenter på coaxnettet.

I fremtiden vil muligheden for at skabe meromsætning på bredbåndsområdet være at udbyde pakkeløsninger, som beskrevet på fastnettelefoni. Priserne på bredbånd er faldende, og muligheden for yderligere vækst er at udvikle indholdstjenester, som kunden vil efterspørge.

3.7.4 Kabel-tv

Kabel-tv udgør efterhånden ca. 8 % af omsætningen, og er forretningsområdet med den største fremgang målt i %. Tv-markedet vokser ikke, hvis man måler på antal abonnenter, men YouSee øger omsætningen ved at udbyde nyt indhold til kunderne, hvor kunderne kan tilkøbe sig nichekanaler og andre tillægsydelser. Væksten i markedet består i at tilfredsstille kundernes efterspørgsel efter nye produkter, og dermed skabe højere omsætning på den samme kunde.

Kabel-tv er med digitaliseringen af tv-signalerne ved at udvikle sig til en Star, hvor de digitale produkter tidligere har været Question Marks, og analog kabel-tv er på grænsen mellem Cash Cow og Dog.

3.8 Sammenfatning – Boston-modellen

Mobiltelefoni samt internet og netværk er begge Cash Cows og udgør ca. 58 % af den samlede omsætning i 2009. Samtidig er fastnettelefoni på grænsen mellem Cash Cow og Dog. TDC vil i fremtiden stå overfor udfordringen i at kunne skabe nye produkter i takt med den teknologiske udvikling. I fremtiden vil mobiltelefoni udgøre en stadig større andel af den samlede omsætning, og det vil derfor være et produkt, som TDC hele tiden skal udvikle.

Kabel-tv er et vækstområde i TDC, selvom det stadig udgør mindre end 10 % af den samlede omsætning. Det vil dog også i fremtiden være et fokuspunkt for TDC, og TDC vil kunne drage nytte af erfaringerne fra kabel-tv, hvor on-line tjenester er mere udbredt.

3.9 SWOT-modellen

SWOT-modellen er ikke en selvstændig analyse, men er en konklusion på de tidligere foretagne analyser. Den opsummerer, hvad der er TDC's:

- Styrker (**S**)
- Svagheder (**W**)
- Muligheder (**O**)
- Trusler (**T**)

Vurderingen af de enkelte punkter sker på baggrund af makro-, branche- og værdikædeanalysen, og kan sammenfattes således:

Figur 10: SWOT

Intern	
Styrker <ul style="list-style-type: none"> • Dominans på væsentlige markeder • Ejer accesnet kobber, mobil, coax og fiber • YouSee udbyder digitalt tv til størstedelen af landet • Stærk erhvervspartner • Stærk ledelse 	Svagheder <ul style="list-style-type: none"> • Stort bureaukrati • Høje priser • Fastnettelefoni udgør stadig mindre del • Forsyningspligt medfører behov for store investeringer
Ekstern	
Muligheder <ul style="list-style-type: none"> • Nye muligheder med købet af DONGs fibernet • Videreudvikling af bundlede produkter • Mobilt bredbånd • Flere On-line produkter 	Trusler <ul style="list-style-type: none"> • Åbning af coaxnet for bredbåndskonkurrenter • Politiske indgreb mod TDC • Nye konkurrenter som f.eks. elselskaberne • Priskrig på mobil og bredbånd • Større valgfrihed på tv-markedet

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Exploring Corporate Strategy, s. 199

3.9.1 Styrker

TDC er markedsleder inden for alle væsentlige forretningsområder, med markedet for mobilt bredbånd som den eneste undtagelse. Dette er en styrke for TDC, da alle potentielle kunder kender selskabet, og konkurrenterne er nødt til at forholde sig til TDC's position i konkurrencen om nye kunder. I kampen for at vinde nye kunder samt fastholde eksisterende kunder er ejerskabet af accesnetene et stort aktiv. TDC er ikke afhængige af at skulle leje sig ind på konkurrenternes net.

YouSee udgør en stadig stigende andel af den samlede forretning i TDC, og med digitaliseringen af tv-signalerne i efteråret 2009 formåede YouSee at fastholde deres basiskunder da de tilbød, at kunderne ikke skulle ud og investere i nyt tv-udstyr.

TDC fremstår som en stærk erhvervspartner, da de kan tilbyde kunderne komplette løsninger. En erhvervskunde er mindre tilbøjelig til at skifte udbyder, da det kan være forbundet med store omkostninger.

TDC's ledelse er blevet udskiftet, og den nye direktion fremstår stærk og kvalificeret. Henrik Poulsen blev headhuntet af NTC, da den tidligere CEO ikke leverede resultater tids nok. TDC har formået at levere et konstant EBITDA på trods af den økonomiske krise og nedgangen på fastnetmarkedet.

3.9.2 Svagheder

Bureaukrati er en svaghed, som TDC endnu ikke har elimineret. Lanceringen af nye produkter foregår ikke så hurtigt som hos mindre konkurrenter. Dette har blandt andet givet 3 et forspring i kampen om kunder på mobilt bredbånd.

Mobil- og bredbåndskunder har mange muligheder for at skifte udbyder, og for mange er prisen et vigtigt parameter. TDC har opkøbt Telmore og Fullrate for at kunne tilbyde kunderne et billigt alternativ, hvor kunden forventes at betjene sig selv i højere grad i forhold til TDC's kunder. Mobilt bredbånd har stort fokus, og flere konkurrenter tilbyder dette gratis i en periode for nye kunder, hvilket TDC endnu ikke har gjort.

Fastnettelefoni har traditionelt været det område, som har bidraget med den største andel af forretningen, og TDC forbindes uvægerligt med dette produkt. TDC er derfor nødt til at skabe mere omsætning på andre og mere konkurrenceprægede markeder.

TDC er pålagt forsyningspligten i Danmark og skal derfor stadig foretage investeringer inden for forretningsområder med stadig mindre omsætning. Omkostningerne bliver pålagt andre kunders forhold til TDC, som dermed kommer til at betale mere.

3.9.3 Muligheder

Købet af DONG Energys fibernet giver TDC muligheden for at udvikle nye produkter på dette accesnet. TDC får dermed mulighed for med tiden at tilbyde kunderne samme muligheder for høje hastigheder for datatrafik, som konkurrenter på fibernet kan. Fibernet anses som fremtidens teknologi sammen med dataudveksling over mobilnettet.

Udvikling af nye mobilnet (4G) giver teleselskaberne mulighed for at tilbyde endnu højere hastigheder på bredbånd over mobiltelefonen. Den større kapacitet og udviklingen af mobiltelefonerne giver nye indtjeningsmuligheder. Mobilnettet bliver samtidig et stadigt mere realistisk alternativ til traditionelt bredbånd.

Bundtling af produkter bliver også i fremtiden et fokuspunkt for TDC, og der vil opstå nye muligheder for at tilbyde kunder flere produkter i samme løsning. TDC's ejerskab af forskellige typer accesnet giver muligheder for nytænkning og for at nå nye segmenter.

Folk er begyndt at leje film hjemme fra dagligstuen, og ved hjælp af en set top box vil selskaberne tilbyde stadig flere ydelser. Folk bliver dermed i stand til at se, hvad de har lyst til når det passer dem.

3.9.4 Trusler

TDC's og YouSees dominerende position på bredbåndsmarkedet har medført, at YouSee skal give adgang til konkurrenter på deres coaxnet. Antenneforeninger med egne anlæg, som bliver forsynet fra YouSee, har truet med at opsige aftalerne med YouSee, da de ikke ønsker at give andre adgang. I øjeblikket forhandles der om udarbejdelsen af afregningsmodellen.

Opkøbet af mindre konkurrenter og DONG Energys fibernet har fået politikerne til at frygte, at konkurrencen lider skade i Danmark, og forbrugerne bliver ringere stillet. Samtidig er TDC i den unikke position i Europa, at de ejer det førende kabel-tv-selskab, hvilket ikke er tilfældet på andre markeder. TDC bliver dermed ikke udsat for konkurrence om bredbåndskunder fra den kant. Samtidig kan man også frygte, at tv-konkurrencen lider skade. Indtil videre er der ikke fremsat nogen konkrete lovforslag, men TDC vil også i fremtiden være underlagt stort opsyn.

Elselskaberne har investeret flere mia. kroner i at opbygge en infrastruktur for fibernet, men har stået dårligt i konkurrencen mod TDC, da de har konkurreret enkeltvis. I deres fælles selskab har de ansat flere telefolk fra TDC²⁹, hvilket anses at være klogt, da de dermed får mere viden om telemarkedet.

Konkurrencen på både mobil- og bredbåndsmarkedet bliver også i fremtiden hård, hvor konkurrenter vil differentiere sig på blandt andet prisen. Nye udbydere og nye muligheder for bredbåndsmarkedet vil også fremover presse priserne ned.

Kunder ønsker mere frihed i deres valg af tv-kanaler og ønsker at betale mindre ved kun at modtage udvalgte kanaler. Konkurrenter som Boxer tilbyder deres kunder, at udover must carry kanalerne kan kunderne selv vælge hvilke kanaler de ønsker i pakken. Samtidig får forbrugerne bedre muligheder for at se tv over internettet og dermed fravælge tv som det foretrukne medie.

4 Regnskabsanalyse

Årsrapporterne viser TDC's historiske præstationer, og en analyse af regnskaberne skal afdække virksomhedens rentabilitet, vækst og risiko³⁰. For at kunne tolke på regnskaberne vil der blive udregnet diverse finansielle nøgletal.

Analysen vil blive foretaget ud fra en tidsserie, hvor TDC's regnskaber for perioden bliver analyseret, og har som hovedformål at identificere de finansielle værdidrivere. Analysen tager udgangspunkt i de officielle årsrapporter for perioden 2005-2009.

TDC's nuværende organisation blev indført i 2009, hvilket får konsekvenser for tidsserieanalyserne for de enkelte forretningsområder, hvor det kun er muligt at foretage en analyse på forretningsenhedsniveau for perioden 2007-2009. YouSee og Sunrise er undtaget disse ændringer, og derfor kan analysen foretages for den samlede periode for disse selskaber. Samtidig har der været frasalg af flere udenlandske selskaber, som tidligere nævnt i opgaven.

²⁹ <http://www.business.dk/tech-mobil/telefolk-skal-redde-elskabers-fibernet>

³⁰ Petersen og Plenborg: Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 116

4.1 Anvendt regnskabspraksis

Formålet med at beskrive anvendt regnskabspraksis er at få identificeret, om TDC har foretaget ændringer i den anvendte praksis igennem analyseperioden, som dermed får effekt på vurderingen af de finansielle nøgletal.

TDC har i hele analyseperioden aflagt koncernregnskaber i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS), hvorfor dette ikke giver anledning til nogen støj i regnskaberne.

Pr. 30. december 2009 fusionerede TDC og NTC, hvor TDC er det fortsættende selskab. Denne fusion har haft konsekvenser for værdien af de immaterielle aktiver, da man i overensstemmelse med IFRS baserer regnskabet på værdierne for det overtagende selskab (NTC)³¹.

Nedenstående tabel, som er taget fra TDC årsrapport 2009 s. 135, viser nøgletallene for 2008 som illustration af konsekvenserne ved fusionen.

Tabel 3: Udvalgte nøgletal i forbindelse med fusionen mellem NTC og TDC

	DKK mio.	
	2008	
	Efter fusionen	Før fusionen
Omsætning	35.609	35.609
Resultat før afskrivninger, amortiseringer og særlige poster (EBITDA)	12.201	12.231
Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivning for værdiforringelse	(6.100)	(5.189)
Årets resultat af fortsættende aktiviteter eksklusive særlige poster	3.737	4.723
Årets resultat	557	2.771
Immaterielle aktiver	53.361	26.130
Aktiver i alt	100.005	75.124
Egenkapital	31.680	11.601
Rentebærende nettogæld	34.873	35.139

Kilde: TDC Årsrapport 2009

Den primære årsag til det lavere resultat i 2008 er amortiseringer af kundeforhold samt særlige poster, da TDC har opnået lavere gevinster ved frasalg af virksomheder.

³¹ TDC Årsrapport 2009 s. 135.

Denne fusion har konsekvenser for regnskabsanalysen, når poster fra TDC's balance indgår, da tallene for perioden 2007-2009 ikke er umiddelbart sammenlignelige med 2005-2006.

Der er foretaget to ændringer i anvendt regnskabspraksis i 2009. Det første område er indtægtsprincippet i forbindelse med salg af mobiltelefoner til under kostprisen. Dette foregår typisk i forbindelse med nye kunde akquisitioner. Salget bliver ikke længere indregnet som omsætning, og omkostninger forbundet med salget indregnes ikke i vareforbruget. I stedet indregnes tabet under andre eksterne omkostninger. Dette får den konsekvens, at TDC forbedrer sin bruttoavance, da tabet "skubbes" ned under øvrige faste omkostninger. På EBITDA får det ingen effekt.

Den anden ændring vedrører pensioner, hvor gevinster og tab vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger bliver flyttet fra resultatopgørelsen til anden totalindkomst. TDC har vurderet, at denne post ikke skal inkluderes i opgørelsen af den indtjening, som vurderes at være tilbagevendende i hver periode. Totalindkomsten er inklusiv poster, som ikke forekommer regelmæssigt.

Konsekvenserne af ovennævnte vil jeg beskrive i forbindelse med reformuleringen af regnskaberne til analyseformål.

4.2 Reformulering af regnskab³²

Reformuleringen af regnskabet har det formål, at få delt posterne op i henholdsvis drifts- og finansieringsposter. Driftsposterne er den primære årsag til virksomhedens resultat mens finansieringsposterne viser, hvordan driften er finansieret. Det traditionelle årsregnskab sonderer ikke mellem disse poster, hvorfor analytikeren selv må foretage reformuleringen for bedre at kunne forstå den underliggende forretning.

4.2.1 Egenkapitalopgørelsen

For at kunne foretage en rentabilitetsanalyse er det nødvendigt at få identificeret alle poster, som har indflydelse på driftsresultatet. Posterne fremgår af resultatopgørelsen, men urealiserede gevinster kan også findes på virksomhedens egenkapital. For at sikre et mere korrekt billede har jeg vedlagt TDC's egenkapitalopgørelse, hvoraf det fremgår, hvad totalindkomsten har været i analyseperioden. Opgørelsen viser perioden 2005 og 2006, mens 2007-2009 fremgår af TDC's resultatopgørelse.

³² Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Posterne vedrørende udenlandske virksomheder kan ikke betegnes som ikke-permanente, og jeg har derfor vurderet, at posterne skal inkluderes i NOPLAT-beregningen.

4.2.2 Balancen

Reformuleringen af balancen er vedlagt i bilag nr. 5, som også viser TDC's officielle balance. Oplysningerne tager yderligere udgangspunkt i noterne, som danner baggrund for reformuleringen.

Den officielle balance er ikke optimal til analyseformål, da den ikke tydeligt viser de aktiver, som ikke har indflydelse på driften, og omvendt heller ikke viser de forpligtelser, som relaterer til driften, og de forpligtelser, som er finansielle.

Bilag nr. 5 viser, hvilke omposterings der er foretaget. I den forbindelse kan likvider og værdipapirer kategoriseres som både drift og finansiering, da enhver virksomhed har behov for likvider i den daglige drift. I denne opgave har jeg valgt at placere det hele under finansieringsdelen, da jeg ikke finder, at det får nogen afgørende indflydelse på analysen.

TDC solgte i 2007 flere af deres ejendomme, og leasede bygningerne tilbage igen. Leasingforpligtelserne er kategoriseret som operationel leasing, hvorfor forpligtelserne kun fremgår af noter, og bliver kun indregnet i resultatopgørelsen under finansielle poster. Dermed bliver EBITDA ikke påvirket af de øgede leasingforpligtelser. Nogle eksperter mener, at man bør overveje, at inkludere leasingforpligtelserne under balancen, hvis det er forhold som har betydning for den fremtidige drift.

De tre sidste år er korrigerede for de frasalg, der er foretaget i 2007 og 2008.

4.2.3 Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen indeholder poster som stammer fra henholdsvis den primære drift og finansieringen, og reformuleringen foretages for at identificere driftsposterne, som danner grundlag for de fremtidige resultater i virksomheden. I den endelige opgørelse medtages som tidligere nævnt også poster fra egenkapitalopgørelsen som bruges i beregningen af totalindkomsten.

I forbindelse med udregningen af skat, har jeg valgt at anvende den effektive skatteprocent, som fremgår af TDC's noter vedlagt i bilag 2. Skat af anden totalindkomst er taget fra årsrapporten.

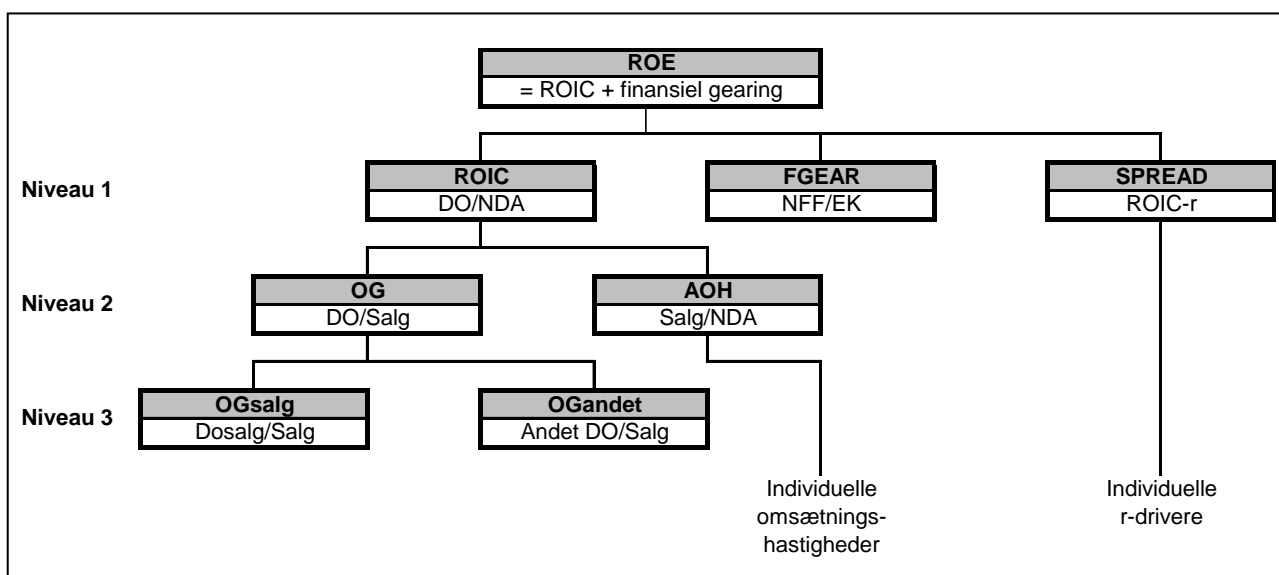
I det officielle regnskab er posten særlige poster placeret særskilt efter EBITDA og afskrivninger, men af noterne fremgår det, at særlige poster blandt andet indeholder omstrukturingsposter samt nedskrivninger for tab ved værdiforringelse og regulering af goodwill. Begge poster vurderes at være en del af den primære drift, hvorfor jeg har skilt posterne ud og indregnet dem henholdsvis inden EBITDA og sammen med afskrivninger.

Resultat af joint ventures og associerede virksomheder kan være både et drifts- og finansieringsaktiv. På baggrund af TDC's strategi om at være en nordisk virksomhed, og jf. note 15 i 2009 årsrapporten, hvoraf det fremgår, at posten tidligere har inkluderet ejerandele i Polkomtel og One, som begge er frasolgt, vurderes det ikke at være et driftsaktiv.

4.3 Rentabilitetsanalyse

Analysen af TDC's historiske rentabilitet tager udgangspunkt i den udvidede Dupont-model, som fremgår af figur 2. ROE, som er virksomhedens totalindkomst i forhold til den samlede egenkapital, er et udtryk for virksomhedens evne til at forrente egenkapitalen. ROE består af en driftsdel (ROIC) samt en finansieringsdel (finansiell gearing). I analysen vil niveau 1 og niveau 2 blive anvendt i dekomponeringen af TDC's rentabilitet.

Figur 11: Dupont-model



Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 173.

Til min dekomponering af ROE har jeg dog valgt at bruge formelen som fremgår af ovenstående figur, da den giver et bedre overblik over de forskellige elementers indflydelse på ROE. De eksakte beregninger har jeg valgt at vedlægge i bilag 6 og 7, hvorfor det kun er resultaterne, som bliver vist i dette kapitel. Beregningerne tager udgangspunkt i gennemsnitlige balanceposter i de relevante beregninger. Nøgletallene vil således kun være for perioden 2006-2009. TDC's ROE, ROIC, FGEAR samt SPREAD har historisk været således:

Tabel 4: Dekomponering af ROE

	2009	2008	2007	2006
ROE	11,8 %	-0,3 %	21,9 %	14,5 %
ROIC	7,5 %	1,3 %	10,1 %	9,4 %
FGEAR	1,21	1,21	2,66	1,47
SPREAD	3,6 %	-1,4 %	4,4 %	3,5 %

Kilde: Egen tilvirkning

TDC har altså været i stand til at forrente egenkapitalen positivt i tre ud af fire år med 2008 som undtagelsen. I 2008 var SPREAD negativt, hvilket er et udtryk for, at TDC ikke var i stand til at tjene penge på fremmedkapitalen, da en negativ SPREAD viser, at rentekomkostningerne (r) har været højere end ROIC. ROIC i 2008 var ligeledes meget lav i forhold til de andre år i analyseperioden, og årsagerne til dette vil blive beskrevet senere i analysen.

4.3.1 Finansiell gearing

Den finansielle gearing (FGEAR) viser finansieringen af nettodriftsaktiverne, og finansieringen kan findes i henholdsvis egenkapital samt de finansielle forpligtelser. FGEAR i TDC viser, at virksomheden igennem hele perioden har haft højere finansielle forpligtelser i forhold til egenkapitalen. Størst var den i 2007, hvor forpligtelserne var 2,66 gange højere end egenkapitalen, men har ligget på ca. 1,2 i 2008 og 2009. Dette skyldes blandt andet en nedgang i lån, som er reduceret med 41 % i 2009 målt i forhold til 2006. Samtidig steg TDC's egenkapital i 2007 til 32.021 mio. kr., hvor den til sammenligning i 2006 var 3.289 mio. kr. Stigningen skyldes fusionen af TDC og NTC, hvor de immaterielle anlægsaktiver steg som en konsekvens af fusionen. Umiddelbart vurderet ud fra noterne, så er det kundeforhold og varemærker, som TDC har valgt at aktivere. Værdien af de to poster er i 2007 ca. 31.000 mio. kr.

SPREAD er som sagt et udtryk for, om virksomheden er i stand til at tjene penge på de finansielle forpligtelser, og hos TDC har det været tilfældet i tre ud af fire år. Udviklingen i r fremgår af bilag 7 hvoraf det fremgår, at TDC's netto finansielle omkostninger har været faldende siden 2007, og det samme har de finansielle forpligtelser. TDC's negative SPREAD i 2008 skyldes altså ikke stigende r, men alene et meget lavt ROIC i 2008.

Så længe virksomheden har et positivt SPREAD, vil det altså kunne betale sig at have en høj finansiell gearing. TDC's gearing har til gengæld været faldende, og det har umiddelbart haft konsekvenser for ROE. Man vil måske mene, at TDC bør øge sin finansielle gearing, hvilket til en grad også er sandt. Det kan dog have konsekvenser for den rente, som virksomheden kan låne til, hvis den finansielle gearing bliver for høj.

4.3.2 Driftsmæssig gearing

Ligeså vel som TDC kan tjene penge på den finansielle gearing, så kan de også tjene penge på driftsforpligtelserne. TDC kan øge sin ROIC ved at øge driftens forpligtelser i forhold til driftsaktiverne, da ROIC jo er driftens overskud i forhold til netto driftsaktiverne. De finansielle forpligtelser er fx vareleverandører, som tager en rente for at give kredit, samt medarbejdernes pensioner, som først kommer til udbetaling senere.

Beregninger og formler fremgår af bilag 6 og 7, og tabel 5 viser en sammenfatning. Til lånerente har jeg anvendt CIBOR 12 rente pr. 26. april 2010³³. Det kan diskuteres, om pengemarkedsrenten er det korrekte valg, da virksomheder ikke kan låne til denne rente. For at kompensere for dette har jeg undladt at fratække skatten, som ville være mest korrekt.

Tabel 5 viser udviklingen i TDC's ROOA og ROIC i perioden 2006-2009, der er en lille difference mellem denne beregning af ROIC og beregningen vist i tabel 4.

³³ <http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Valuta.nsf/side/Pengemarkedsrenter?OpenDocument>

Tabel 5: Driftsmæssig gearing

	2009	2008	2007	2006
ROOA	5,3 %	0,7 %	7,3 %	6,7 %
ROIC	7,6 %	1,4 %	9,8 %	9,4 %

Kilde: Egen tilvirkning

ROOA er et udtryk for TDC's driftsoverskud efter skat tillagt en implicit rente efter skat i forhold til de samlede driftsaktiver. En øgning af driftsoverskudet, uden at øge de samlede driftsaktiver vil påvirke ROOA positivt. En højere ROOA vil dermed betyde en højere ROIC. En anden mulighed er at øge driftsforpligtelserne og dermed mindske nettodriftsaktiverne, for efterfølgende igen at øge ROIC, hvis driftsoverskuddet er uændret.

Udviklingen i ROOA er nedadgående i TDC, selvom 2009 er højere end 2008, som er signifikant anderledes end de andre. Dette skyldes en halvering af driftsoverskuddet fra 2006 til 2009, mens driftsaktiverne er øget med ca. 9 % i samme periode. TDC har som tidligere nævnt øget de immaterielle anlægsaktiver og har ikke formået at øge leverandørgælden. Begge dele har en negativ effekt på ROOA og dermed ROIC

4.3.3 Dekomponering af ROIC

I afsnit 4.3.2 blev den driftsmæssige gearings indflydelse på ROIC beskrevet, men ROIC kan samtidig beskrives som overskudsgraden (OG) * aktivernes omsætningshastighed (AOH). Overskudsgraden er et udtryk for driftsoverskuddet divideret med nettoomsætningen, hvilket altså viser TDC's evne til at skabe overskud, når alle de driftsrelaterede omkostninger er fratrukket.

AOH viser TDC's formåen til at skabe omsætning i forhold til den investerede kapital udtrykt som netto driftsaktiver. Jo højere omsætning skabt i forhold til den investerede kapital, jo højere effekt har det på ROIC under forudsætning af, at OG er positivt. AOH kan også tolkes for, hvor meget omsætning der bliver skabt pr. 1 krone investeret.

I dekomponeringen vises nøgletal for hele koncernen, som er udregnet på basis af det reformulerede regnskab. Samtidig har jeg beregnet tilsvarende tal for TDC's nordiske konkurrenter for bedre at

kunne vurdere, om niveauet i TDC er tilfredsstillende. Jeg har ikke omformuleret konkurrenternes årsregnskaber, men har alene brugt omsætning, driftsoverskud efter skat samt de samlede aktiver. Altså er tallene ikke helt sammenlignelige, men tjener som en indikator.

Tabel 6: TDC, Telenor og Telia Sonera – udvalgte nøgletal

TDC	2009	2008	2007	2006
ROIC	7,5 %	1,3 %	10,1 %	9,4 %
OG	13,5 %	2,6 %	18,0 %	11,6 %
AOH	0,6	0,5	0,6	0,8
Telenor				
	2009	2008	2007	2006
ROIC	6,0 %	8,6 %	11,5 %	13,5 %
OG	10,8 %	15,6 %	19,3 %	20,2 %
AOH	0,6	0,6	0,6	0,7
Telia Sonera				
	2009	2008	2007	2006
ROIC	8,0 %	8,9 %	9,8 %	9,6 %
OG	19,5 %	20,7 %	21,1 %	21,2 %
AOH	0,4	0,4	0,5	0,5

Kilde: Egen tilvirkning

TDC's AOH ligger på niveau med konkurrenternes, og er dermed typisk for telebranchen. Televirksomhederne som ejer deres accesnet vil typisk have en AOH under 1 i modsætning til andre brancher, som ikke er ligeså kapitalkrævende. Deres accesnet udgør en stor del af de samlede aktiver, og er en forudsætning for, at de kan skabe omsætning i denne forretningsmodel. Overskudsgraden er lige i underkanten af konkurrenternes, selvom Telenor har en negativ trend. Årsagerne til konkurrenternes udvikling vil jeg ikke analysere nærmere i denne opgave, og jeg vil alene beskæftige mig med TDC's tal.

Tabel 7 viser udvalgte nøgletal opgjort som indekstal, hvor 2005 = 100.

Tabel 7: TDC indekstal

	2009	2008	2007	2006	2005
Omsætning	77	76	79	102	100
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	59	61	66	101	100
Andre eksterne omkostninger	82	80	80	102	100
Personaleomkostninger	72	81	89	99	100
Samlet driftsoverskud	60	12	82	68	100
Immaterielle aktiver	150	161	167	97	100
Materielle aktiver	77	86	81	96	100
Varebeholdninger	50	75	99	101	100
Tilgodehavender	78	96	88	104	100
Leverandørgæld og andre forpligtelser	87	94	88	91	100
Netto driftsaktiver	104	115	123	97	100

Kilde: Egen tilvirkning

TDC's omsætning har været faldende siden 2006, hvilket blandt andet skyldes frasalg af flere selskaber i 2007. Det skal bemærkes, at 2007-2009 er umiddelbart sammenlignelige, og selvom TDC har opkøbt flere selskaber i perioden, så ses der en svag tilbagegang i omsætningen, dog en lille fremgang i 2009 grundet opkøb af flere selskaber. Omsætningen for de forskellige produkter i den periode ser således ud:

Tabel 8: TDC omsætning fordelt på produkter

Omsætning	2009		2008		2007	
Fastnettelefoni	9.049	25,2 %	8.196	23,0 %	9.150	24,9 %
Mobiltelefoni	12.463	34,7 %	11.649	32,7 %	11.608	31,6 %
Internet og net	8.375	23,3 %	8.933	25,1 %	8.129	22,1 %
Kabel-tv	2.822	7,9 %	2.480	7,0 %	2.154	5,9 %
Andet	3.230	9,0 %	4.351	12,2 %	5.738	15,6 %
I alt	35.939	100,0 %	35.609	100,0 %	36.779	100,0 %

Kilde: Egen tilvirkning

Fremgangen i fastnettelefoni kan synes overraskende, men en af årsagerne er, at Sunrise har købt Tele 2, og denne omsætningsfremgang er fuldt indregnet i 2009. Samtidig har TDC i Danmark formået dels at øge markedsandelen på markedet for IP-telefoni, dels lanceret bundtledede produkter som Home Trio og Home Duo. Lanceringen af bundtledede produkter er med til at skabe højere omsætning pr. kunde. TDC øger omsætningen på mobiltelefoni, hvilket bliver vigtigt at fortsætte med i fremtiden, da det er TDC's største forretningsområde. Internet bør vække bekymring og vil også være

under pres fremover med den øgede konkurrence fra el-selskaberne. Det største vækstområde er kabel-tv, men det udgør stadig en begrænset del af den samlede omsætning og vil ikke kunne dække for fald i omsætningen på større områder.

Omkostningerne er faldet igennem perioden, også hvis der udelukkende ses på perioden fra 2007 og fremefter. Andre eksterne omkostninger er dog ikke faldet så meget som omsætningen, hvilket må være et fokuspunkt, hvis OG i fremtiden skal kunne fastholdes. Det fremgår ikke af nogen noter, hvilke poster som er skyld i stigningen på andre eksterne omkostninger fra 2007 til 2009, og reversibiliteten i omkostningerne kan derfor ikke analyseres nærmere. Samtidig har TDC valgt at bogføre nettotabet på akquisition af nye kunder, primært mobil, under andre eksterne omkostninger.

Udviklingen på netto driftsaktiver skyldes, som allerede beskrevet, en stigning i immaterielle anlægsaktiver. Positivt er det, at TDC har nedbragt lagerbeholdningerne, hvilket frigør kapital til forretningen. Nedgangen i leverandørgæld er til gengæld negativt, dels for AOH, dels for likviditetsbudgettet, og er samtidig overraskende med tanke på den øgede kredittid. TDC har formentlig ikke kunnet presse alle leverandørerne til at acceptere en kredittid på 60 dage, hvis leverandørens styrke har været stærk nok i forhold til TDC.

4.4 Sammenfatning - regnskabsanalyse

TDC's forrentning af egenkapitalen har generelt været faldende igennem analyseperioden, hvilket skyldes en lavere finansiell gearing og en lavere ROIC.

Den lavere finansielle gearing er sket, selvom TDC tjener penge på fremmedkapitalen udtrykt ved et positivt SPREAD. Gearingen har til gengæld en positiv effekt på soliditeten i virksomheden, hvor fusionen af TDC og NTC øgede den samlede egenkapital. Samtidig er netto finansielle omkostninger faldet som en konsekvens af den lavere gældssætning.

Den driftsmæssige gearing, som er et udtryk for TDC's evne til at tjene penge på driftsmæssige forpligtelser, som primært er leverandørgæld, er ligeledes faldende igennem hele analyseperioden. Faldet er en konsekvens af, at TDC's leverandørgæld er faldet igennem hele perioden på trods af de ændrede betalingsbetingelser til leverandørerne. Immaterielle anlægsaktiver blev øget, da det blev valgt at aktivere flere kundeforhold og varemærker.

TDC's ROIC har ligeledes været under pres igennem analyseperioden, og TDC har oplevet et fald ligesom de største nordiske konkurrenter. Telia Sonera har været mest stabile, men havde også det laveste udgangspunkt i 2006. TDC placerer sig i midten af sammenligningen. AOH i 2009 er faldet en smule i forhold til 2006, og OG er steget i samme periode. Faldet i AOH er en konsekvens af, at selvom TDC's netto driftsaktiver er steget, så er omsætningen ikke steget tilsvarende.

TDC har løbende tilpasset omkostningerne til den faldende omsætning, hvor både transmissionsomkostninger og vareforbrug, samt personaleomkostninger er faldet mere end omsætningen. Andre eksterne omkostninger er ikke faldet tilsvarende, og bidrager dermed negativt til OG.

TDC's omsætning steg i 2009 i forhold til 2008, men en del af forklaringen på dette er de tilkøbte virksomheder, herunder Fullrate og A+. Mobilomsætningen, som er størst i TDC, steg også i 2009 på trods af den hårde konkurrence. TDC skal dog være opmærksom på faldet i internetomsætningen, da den udgør mere end 23 % af den samlede omsætning.

5 Budget

Analyserne af regnskabet samt strategien leverer forudsætningerne for TDC's budget. Ud af budgettet vil de fremtidige pengestrømme blive opgjort som i den sidste ende vil føre til en værdiansættelse af selskabet.

Budgettet vil være en simpel opstilling i forhold til den officielle og reformulerede resultatopgørelse. Dette skyldes blandt andet, at en ekstern analytiker ikke har den fornødne mængde data til at kunne budgetlægge på detailniveau, og ved værdiansættelsen er der brug for udvalgte nøgletal, hvorfor et meget detaljeret budget ikke er nødvendigt.

Budgettet skal udarbejdes for en periode, hvor der vil ske ændringer i forskellige poster, hvorefter terminalperioden vil indtræffe, som er kendetegnet ved stabil udvikling i de forskellige poster. I TDC's tilfælde kan der argumenteres for en periode længere end de fem år, som jeg har valgt, da teknologien udvikles hele tiden, hvorfor nye forretningsmodeller og produkter opstår. Jeg vælger alligevel de fem år, da jeg mener, at det er en egnet periode til denne opgaves formål, og fordi jeg simpelthen ikke kan komme med kvalificerede bud på, hvad der sker langt ud i fremtiden i markedet.

5.1 Budgetforudsætninger

Budgettet vil blive på koncernniveau, inklusiv Sunrise, da fremtiden indtil videre er meget usikker for dette selskab. Omsætningen vil blive opgjort på produktniveau, da der, jf. den strategiske analyse, er meget forskellige forhold og muligheder for de enkelte produkter. Forudsætningerne for fastnettelefoni, mobiltelefoni samt internet og netværk vurderer jeg til at være sammenlignelige for henholdsvis det nordiske og schweiziske marked.

5.1.1 Omsætning

Den budgetterede omsætning vil blive udregnet ud fra forskellige vækstrater for fastnettelefoni (inklusive IP-telefoni), mobiltelefoni, internet og netværk, kabel-tv samt øvrig omsætning (terminaler, installationer og andet). Vækstraterne fremgår af bilag 8.

Fastnettelefoni vil også i fremtiden udgøre en stadig mindre del af TDC's samlede omsætning, og jeg vurderer, at der vil komme betydelige fald i omsætningen. Faldet i traditionel fastnettelefoni vil blive kompenseret ved større omsætning på IP-telefoni og ved lanceringen af Home Duo og Home Trio produkterne. IP-telefoni er dog et billigere produkt i forhold til fastnettelefoni. Samtidig vil adgangen til 290.000 potentielle kunder på DONG Energys fibernet give TDC muligheder på både IP-telefoni, bredbånd samt kabel-tv.

Mobiltelefoni er præget af hård konkurrence, og de største uafhængige selskaber er opkøbt af et af de dominerende selskaber på markedet. Samtidig har antallet af abonnenter efterhånden nået det maksimale, hvorfor det er svært at vækste på dette område. Samtaletrafikken er dog stigende, og i fremtiden vil datatrafikken ligeledes være i kraftig vækst. Det øgede fokus vil sætte priserne under pres, men jeg mener stadig, at det er muligt for TDC at vækste på markedet. Dette vil have stor betydning for TDC's værdi i fremtiden, da den udgør den største del af forretningen.

Internet og netværk er et marked, hvor antallet af abonnenter er stagnerende, og samtidig er der sket en konsolidering af selskaberne. TDC har oplevet et fald i omsætning blandt andet på grund af den økonomiske krise i Danmark, som har ført til flere konkurser. I fremtiden vil TDC vinde noget af den tabte omsætning på erhvervs kunderne tilbage igen, når den økonomiske krise i samfundet aftager. TDC vil i lighed med fastnettelefoni få adgang til nye potentielle kunder på fibernet, men er i hård konkurrence med andre selskaber. Samtidig er der truslen mod YouSee, som formentlig i 2011

skal give adgang til konkurrenterne på deres net. Jeg vurderer stadig, at TDC kan opnå en fremgang på dette område.

Kabel-tv har været et stort vækstområde for TDC (YouSee) og tendensen vil fortsætte nogle år endnu. YouSee tilbyder alle betydende kanaler til deres kunder, i modsætning til konkurrenterne, hvor ingen har samme udbud. Truslen for YouSee bliver kundernes ønske om mere frihed i sammensætningen af kanaler, samt de bedre muligheder på internettet. YouSee kan levere bundtledede produkter i lighed med TDC's Home Trio, hvilket kan være et plus i forhold til at fastholde kunder og skabe mere omsætning.

5.1.2 Omkostninger

Transmissionsomkostninger samt vareforbrug er variable omkostninger, og jeg vurderer, at de vil følge udviklingen i forhold til den samlede omsætning. Den øgede mængde trafik vil øge omkostningerne til kapaciteten, samtidig vil programomkostningerne i YouSee ligeledes stige i takt med den øgede omsætning.

Andre eksterne omkostninger vil stige konstant i gennem hele budgetperioden. TDC sparer huslejeomkostninger på et tocifret millionbeløb grundet flytningen af YouSee³⁴. Den øgede konkurrence vil også i fremtiden kræve betydelige marketingbudgetter, så selvom TDC forventes at gennemgå posterne for besparelser, vil der stadig være en lille vækst.

TDC har meldt ud, at der i år vil være færre fyringer i den danske forretning, og samtidig er borgfredsaftalen med de faglige organisationer forlænget, så den udløber i 2011. På denne baggrund kan det vurderes, at der vil ske en mindre reduktion i personaleomkostningerne i 2010 og 2011, hvorefter de vil stige svagt igen.

Omstruktureringsposterne er en smule under gennemsnittet for de forgangne tre år, men er i overensstemmelse med udviklingstrenden i 2008 og 2009. TDC har, som tidligere skrevet, foretaget flere tilpasninger af medarbejderkapaciteten, hvilket har givet omkostninger. Også de næste par år vil der som sagt ske reduktioner, men jeg vurderer, at den nuværende struktur i selskabet vil bestå de kommende år, og derfor er posten under gennemsnittet.

³⁴ <http://www.business.dk/tech-mobil/yousee-flytter-ind-hos-tdc>

Andre indtægter og omkostninger vurderes at følge gennemsnittet for de tidligere år.

5.1.3 Andre budgetforudsætninger

Afskrivningerne vurderes at udvikle sig med en svagt stigende %-sats i forhold til de immaterielle anlægsaktiver. Anlægsaktiverne i TDC er blandt andet kundeforhold, og jeg vurderer, at kundeloyaliteten vil være svagt faldende efterhånden som kunderne får nye alternativer. De materielle anlægsaktiver afskrives med en konstant faktor igennem hele perioden.

AOH for nettodriftsaktiver, som er på niveau med konkurrenternes, vil også i fremtiden være konstante, da de har været på et næsten uændret niveau de sidste tre år. De materielle anlægsaktiver vurderer jeg vil være stigende de kommende år, da TDC skal gøre klar til at udbyde 4G-mobiltelefoni. Samtidig vil der skulle foretages yderligere investeringer i forbindelse med det tilkøbte fibernet. De immaterielle anlægsaktiver vil være faldende, som beskrevet under forudsætningerne for afskrivninger.

Øvrige driftsposter, som også indeholder posterne anden totalindkomst, har jeg valgt at sætte til 0 kr. Jeg er klar over, at der også i fremtiden vil være henholdsvis indtægter og omkostninger, men posterne har jeg ikke forudsætninger for at budgettere, da de blandt andet indeholder valutakursreguleringer for udenlandske virksomheder. Samtidig opgøres aktuariemæssige gevinster/tab vedrørende pensionsordninger også under denne post.

I regnskabsanalysen brugte jeg den effektive skatteprocent, som i 2009 var en smule højere end 25 %, som jeg har valgt at anvende i budgettet.

TDC's finansielle gearing har i perioden 2008-2009 været stabil, og gælden er nedbragt ved frasalg af selskaber, som ikke var en del af kerneforretningen. I budgettet vil den finansielle gearing være uændret, så længe salget af Sunrise ikke er endeligt godkendt. Jeg har derfor fastholdt den finansielle gearing på 2009-niveau, selvom den er højere end de nordiske konkurrenter.

De finansielle omkostninger er beregnet ud fra netto finansielle forpligtelser ganget med 4,5 %. 4,5 % er en smule højere end gennemsnittet for de tre sidste år, da renteutviklingen i samfundet har indflydelse på denne.

5.1.4 Risikofaktorer

Risikofaktorerne for omsætningen på de enkelte produkter er nævnt under i afsnit 5.1.1, men andre risikofaktorer kan have indflydelse på TDC's muligheder for at skabe vækst i fremtiden. Købet af DONG Energys fibernet er indtil videre godkendt af politikerne, men flere politikere har udtrykt frygt for, at det vil skade konkurrencen på bredbåndsmarkedet, hvis konkurrenter ikke tilbydes adgang til fibernet på tilstrækkeligt gunstige vilkår.

EU har udpeget 18 delmarkeder indenfor teleområdet, og TDC er udpeget til at have en stærk markedsposition (SMP) på 11 af delmarkederne. I den forbindelse bliver markedet pålagt reguleringer fra myndighedernes side for at skabe mere konkurrence. Den fremtidige vækst i omsætningen tager højde for disse reguleringer, men i fremtiden vil TDC kunne blive tildelt SMP på flere markeder, eller pålagt yderligere restriktioner hvis det skønnes, at der stadig ikke konkurreres på lige vilkår.

TDC har afgivet bud på at drive en af de fremtidige licenser for 4G telefoni, men den endelige pris er endnu ikke offentliggjort. Prisen kan blive så stor, at det kan blive svært for TDC at skabe et positivt afkast på sin investering, når der tages højde for konkurrencen på mobilområdet, inklusiv mobil bredbånd, hvor TDC ikke har samme dominerende position som andre områder.

TDC er underlagt kontraktlige forpligtelser i forbindelse med optagelsen af lån, og hvis TDC ikke kan leve op til betingelserne kan TDC risikere, at lånene bliver opsagt eller skal refinansieres til dårligere vilkår. Højere finansielle omkostninger vil måske føre til, at TDC ikke er i stand til at foretage de investeringer som er nødvendige for at fastholde kunder og udbygge kundebasen.

5.2 Sammenfatning - budget

I bilag 9 fremgår TDC's budgetterede resultatopgørelse, balance samt pengestrømsopgørelsen i en aggregeret form, hvor posterne med relevans for værdiansættelsen fremgår.

Af budgetforudsætningerne fremgår det, at TDC er et selskab i en moden branche, hvor det er svært at skabe yderligere vækst på en del af kerneområderne.

I budgetperioden vil det være nødvendigt for TDC at foretage større investeringer i deres anlæg i forbindelse med erhvervelsen af nye net samt en fremtidig mobiltelefoni-licens. Udviklingen i AOH er på linje med de nordiske konkurrenter.

OG_{core} vil være svagt stigende, men dette er et udtryk for tilpasning af omkostningerne, hvilket er fokusområdet for TDC, hvis der skal skabes yderligere vækst i fremtiden.

Tabel 9: Budgetterede nøgletal

	2010	2011	2012	2013	2014
Bruttoavance %	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %
OG _{core} %	16 %	17 %	18 %	17 %	17 %

Kilde: Egen tilvirkning

TDC's finansielle gearing vil ikke ændres markant, så længe fusionen af Sunrise og Orange ikke er endeligt godkendt af de schweiziske myndigheder. En fusion vil formentlig betyde en forbedring af den finansielle gearing, samt et ekstraordinært udbytte til aktionærerne. Fusionen er usikker, og derfor er budgettet lagt under den forudsætning, at Sunrise indtil videre er en del af TDC koncernen. En fusion vil ændre på dets status, så det ville være et associeret selskab.

6 Værdiansættelse

På baggrund af det opstillede budget og det budgetterede frie cash flow (FCF) er det nu muligt at foretage en egentlig værdiansættelse af TDC. Værdiansættelsen foretages pr. 15.03.10, som dels er problemformuleringen for denne opgave, dels er det datoen for informationssøgningen.

Der findes forskellige modeller til at foretage en værdiansættelse, men i teorien giver modellerne samme resultat, når der tages udgangspunkt i samme budget. Denne værdiansættelse foretages med udgangspunkt i de tilbagediskonterede cash flow (DCF-modellen). Den findes i to varianter, enten en direkte opgørelse (FCFE) eller en indirekte opgørelse (FCFF). Forskellen på modellerne består i, at FCFE tilbagediskonterer betalingsstrømmene, som er til rådighed for aktionærerne efter fradrag af betalingsstrømme til långiverne. FCFF tager ikke højde for de finansielle omkostninger, som indgår i perioden.

I denne opgave vælger jeg at fokusere på den primære drift i TDC og ikke eventuel værdiskabelse som følge af den valgte kapitalstruktur. Modellen forholder sig ikke til TDC's valgte dividendepoli-

tik, hvilket gør den mere attraktiv for en ekstern analytiker, som ikke har adgang til de fornødne oplysninger, med mindre virksomheden benytter sig af en konsekvent dividende politik.

$$V_o^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_o$$

FCFF = frit cash flow til virksomheden; DO – ΔNDA

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_o^E = Egenkapitalværdi

g = vækst

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 33

Første led er lig med budgetperiode, mens andet led er lig med terminalværdi.

Delelementerne i modellen vil blive forklaret i forbindelse med beregningen af det enkelte element. Kort fortalt beregner man virksomhedens værdi og fratrukket de finansielle netto forpligtelser, vil resultatet give værdien af egenkapitalen. Alle udregninger vil blive vist i bilag 10 og 11, mens jeg i dette kapitel argumenterer for de valgte forudsætninger.

6.1 WACC

WACC er et udtryk for investorernes og långiverne afkastkrav for at stille kapital til rådighed for virksomheden. DCF-modellen bygger, som tidligere beskrevet på en tilbagediskontering af de fremtidige cash flows, og WACC benyttes til tilbagediskonteringen. WACC får dermed en stor indflydelse på den endelige værdiansættelse af TDC.

Formelen for WACC er:

$$Wacc = \frac{V_O^E}{V_O^{NDA}} * k_e + \frac{V_O^{NFF}}{V_O^{NDA}} * k_g$$

Wacc = vægtede gennemsnits kapitalomkostninger

V_O^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_O^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_O^{NDA} = markedsværdi af virksomheden

k_e = ejernes afkastkrav

k_g = finansielle omkostninger efter skat

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 54

6.1.1 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav kan udregnes ved hjælp af flere modeller, men i denne opgave vil jeg kun beskrive CAPM-modellen, som er den mest benyttede. Modellen opstilles således:

$$R_e = R_f + \beta[E(r_m) - R_f]$$

R_f er den risikofrie rente, som er den rente en investor altid vil kunne forvente at få forrentet sit indskud med uden nogen som helst risiko. I dette tilfælde vil den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation blive benyttet, som blandt andet er anbefalet her³⁵. I nationalbankens statistikbank har jeg fundet et gennemsnit af de daglige observationer for perioden fra den 1. januar 2009 til den 15. marts 2010, som er datoen for min dataindsamling. Denne er 3,6 %.

Beta som er et udtryk for en akties volatilitet og kan tolkes som:

- $\beta = 0$ – Risikofri investering
- $0 < \beta < 1$ – Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
- $\beta = 1$ – Risiko som markedsporteføljen
- $\beta > 1$ – Investering med større risiko end markedsporteføljen

³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 51

Betaværdien bør udregnes som en historisk samvariation af en enkelt aktie i forhold til aktiemarkedet. Jeg vurderer, at denne metode ikke vil være optimal i forhold til TDC's Beta. Dette skyldes blandt andet, at TDC's aktie siden 2006 ikke har været blandt de likvide aktier i OMXC20, da NTC besidder 87,9 % af aktierne. Yderligere blev der i 2005 spekuleret meget i TDC aktien, da de første rygter om en overtagelse af selskabet kom til offentlighedens kendskab, og kursen steg som følge af den øgede spekulation. I denne opgave vil jeg derfor støtte mig til en common-sense betragtning, og samtidig underbygge denne med en opgørelse af teleselskabers Beta foretaget af IT- og Telestyrelsen i 2008.

I oktober opgjorde IT- og Telestyrelsen en Betaværdi for TDC's fastnet-aktiver³⁶, hvor de kom frem til en ugearet Aktiv Beta på 0,5. Betaværdien er lidt under gennemsnittet, og under de to nordiske selskabers Beta. Fastnettelefoni er ikke udsat for samme konkurrence som mobiltelefoni og bredbånd, som samtidig udgør en større del af TDC's samlede omsætning, så derfor vil jeg i denne opgave benytte en ugearet Beta på 0,7.

Modigliani og Miller³⁷ har opstillet forskellige modeller for, hvilken effekt gearingen af en virksomhed får for værdien af virksomheden. Proposition II har opstillet en model for, at WACC for hele selskabet ikke bliver påvirket, men ejernes afkastkrav vil blive større ved en højere gearing. Årsagen til dette er, at den systematiske risiko vil stige, da de finansielle omkostninger vil være uændrede, så långiverne vil være sikret deres afkast uanset selskabets resultat. Det vil sige, at det er ejerne, som vil modtage et lavere afkast ved deres investering, hvis resultatet ikke lever op til forventningerne. Formlen som anvendes til beregning af den gearede Betaværdi er:

$$\beta_{\text{gearet}} = \beta_{\text{ugearet}} * (1 + (1 - T_c) * D/E)$$

Den gearede Beta vil således blive 1,6 ved anvendelse af TDC's gældsandel i 2009. Gældsandelen er udregnet ved en egenkapital på 27.078 mio. kr. og netto finansielle forpligtelser på 34.553 mio. kr. T_c er selskabets skat, som er 25 % i udregningen.

³⁶ <http://www.itst.dk/tele-og-internetregulering/smp-regulering/engrospriser/filarkiv-engrospriser/lraic/lraic-priser/2009/endelig-afgorelse/Bilag%202%20Notat%20om%20estimat%20af%20beta.pdf>

³⁷ Principles of Corporate Finance, s. 482

E_{rm} er et udtryk for markedets risikopræmie, og er det tillæg som investorerne kræver for at investere i aktier frem for risikofrie aktiver. Forskellige undersøgelser viser, at man for det danske marked typisk vil anvende en værdi mellem 3-5 %. Givet den økonomiske situation de fleste finansielle markeder befinder sig i i øjeblikket, har jeg valgt at sætte værdien til 4,5 %.

De valgte forudsætninger resulterer i, at ejernes afkastkrav = 10,6 %.

6.1.2 Kapitalomkostninger

Kapitalomkostningerne er et udtryk for, hvilken rente TDC kan låne penge til. Beregningen er:

$$k_g = (r_f + r)(1 - t)$$

k_g = kapitalomkostninger for gælden

r_s = selskabstillæg

t = selskabsskatteprocent

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 56

R_s er et selskabsspecifikt tillæg. Det ideelle vil være, at analytikeren har adgang til betingelserne vedrørende selskabets lån, men da det ikke er tilfældet, kan man vurdere på virksomhedens kreditrating, som i TDC's tilfælde er B på den kortfristede gæld, og BB- på den langsigtede gæld. Dette er Standard & Poor's rating. TDC er vurderet til at have et positivt outlook, men BB er stadig et udtryk for, at der er en mindre sandsynlighed for betalingsstandsning. Derfor sætter jeg værdien til 3 %.

Skatteprocenten på 25 % er identisk med den benyttede skatteprocent i budgetlægningen, og derfor vil kapitalomkostningerne være lig med 4,9 %.

På baggrund af de ovennævnte oplysninger kan WACC for TDC nu beregnes, og i dette tilfælde er den 7,4 %

6.2 Værdiansættelse af TDC

På baggrund af ovennævnte beregninger vil værdien af TDC's egenkapital være:

Tabel 10: Værdiansættelse ved DCF-model

DKKm	Budget					I alt
	2010	2011	2012	2013	2014	
FCFF	2.125	2.599	6.094	5.894	5.984	
Nutidsværdi	1.978	2.252	4.916	4.426	4.182	17.754
Terminalværdi						77.110
Virksomhedens værdi						94.864
NFF						34.425
Egenkapitalens værdi						60.439
WACC	7,4 %					
Vækst	1,9 %					

Kilde: Egen tilvirkning

Terminalværdien er et udtryk for en uendelig række af cash flows, og jo tidligere man beregner denne, jo større usikkerhed er der ved værdiansættelsen. I dette tilfælde vurderes det, at forudsætningerne i 2014 vil fortsætte fremover med en vækst på 1,9 %. Væksten er baseret på budgettet.

Antallet af aktier i TDC er 198.091.356 og dermed vil den beregnede kurs være 305. Kursen på Københavns Fondsbørs den 15. marts 2010 var 242,5 så iflg. mine beregninger er kursen ca. 25 % undervurderet. En del af denne undervurdering skyldes, at da NTC opkøbte aktiemajoriteten i TDC, blev TDC en illikvid aktie, hvor den før var blandt de mest handlede aktier og en naturlig del af OMXC20 indekset. Kursen på en aktie som TDC's bliver mere påvirket af enkelte handler³⁸, hvorfor det er vanskeligere at vurdere en fair værdi på aktien.

Regnskabsanalysen og det efterfølgende budget giver mig et grundlag for at vurdere, at TDC aktien meget vel kan være undervurderet, da TDC igennem de senere år har optimeret deres forretning, både med hensyn til strategien og med tilpasningen af omkostningerne i forhold til indtægterne. TDC har en stærk position på deres kerneområder.

³⁸ <http://www.business.dk/tech-mobil/nye-mistaenkelige-handler-i-tdc-aktien>

6.3 Følsomhedsanalyse

Den beregnede kurs på 305 er et udtryk for, at de i budgettet givne forudsætninger holder i budgetperioden, samt væksten som er anvendt ved beregningen af terminalværdi holder. Jeg har allerede tidligere redegjort for de risikofaktorer, som har indflydelse på den økonomiske udvikling i TDC. Mange forudsætninger kan blive ændret, og derfor har jeg opstillet nogle alternative kursberegninger, hvis enten væksten for terminalperioden ændres eller WACC ændres.

Tabel 11: Følsomhedsanalyse

WACC	6,5 %	7,0 %	Uændret	8,0 %	8,5 %
Vækst					
0,0 %	258	225	200	171	149
1,0 %	323	280	248	211	183
Uændret	407	347	305	258	223
2,5 %	483	408	355	297	256
3,0 %	567	472	407	338	289

Kilde: Egen tilvirkning

En ændring i WACC kan ske, når den risikofrie rente ændres. Den risikofrie rente er et dynamisk element, men en virksomhed vil typisk fastholde den samme rente over en længere periode, med mindre der sker store ændringer af denne. Mere sandsynligt er det, at det selskabsspecifikke tillæg vil ændres, hvilket blandt andet vil ske, når en virksomheds rating hos fx Standard & Poor ændres. Dette skete i forbindelse med gældssætningen af TDC i 2006.

Værdiansættelsen af TDC afhænger i høj grad af, hvilken vækst TDC er i stand til at realisere i fremtiden. Væksten i markederne er aftagende, og TDC's muligheder for at skabe vækst afhænger i høj grad af, at der skal skabes mere omsætning pr. kunde. En fortsat konsolidering af markederne vil være en mulighed for TDC, som i de sidste par år har opkøbt flere mindre selskaber. Den tendens vil formentlig også fortsætte fremover, og vil kunne ændre på væksten i beregningen.

Estimeringen af den ugearede Beta har ligeledes stor indflydelse på værdiansættelsen af TDC. Ved en ændring af den ugearede Beta til 0,5, som IT- og Telestyrelsen fastslog for fastnettelefoni, vil kursen ændres til 401, hvis alle andre faktorer i WACC-beregningen holdes uændret.

Baseret på ovennævnte faktorer kan kursen på TDC's aktier variere i intervallet 149-567, hvilket må vurderes at være et stort interval.

6.4 Sammenfatning - værdiansættelse

I værdiansættelsen af TDC har jeg anvendt DCF-modellen, som tilbagediskonterer TDC's fremtidige betalingsstrømme. Diskonteringsfaktoren er baseret på en udregnet WACC-værdi. Flere faktorer har indflydelse på de beregnede værdier.

WACC består dels af ejernes afkastkrav, dels långivernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav er beregnet ud fra CAPM-modellen, da ejerne ønsker en præmie for den risiko som de tager ved at investere i aktier frem for det risikofrie afkast, som i dette tilfælde er en dansk statsobligation med en løbetid på 10 år. Betaværdien er udregnet ud fra en common-sense betragtning, men er understøttet af IT- og Telestyrelsen. Markedets risikopræmie og den selskabsspecifikke risikopræmie er ligeledes estimeret ud fra common-sense. Dette har resulteret i en WACC på 7,4 %.

Ved anvendelse af WACC blev værdien af TDC's egenkapital vurderet til at være 60.439 mio. kr., svarende til en kurs på 305. Endelig viste følsomhedsanalyser med variabel WACC og vækst for terminalperioden, at kursen er meget følsom overfor ændringer, og kan findes i et interval på 149-567.

7 Konklusion

Formålet med denne rapport har været at analysere TDC ud fra henholdsvis strategiske og finansielle modeller. TDC blev i 2006 opkøbt af NTC, som er fem internationale kapitalfonde, som under stor omtale i medierne fremsatte et købstilbud på aktierne i TDC. NTC ønskede at få TDC afnoteret fra børsene i henholdsvis New York og København. Kapitalfonde ejer virksomheder i en begrænset årrække på typisk 5-7 år, og derfor vil denne rapport vurdere:

Hvad er værdien af TDC A/S pr. 15.03.2010, og er TDC dermed en potentiel god investering?

I løbet af analyseperioden har TDC skiftet struktur flere gange, hvor de forskellige selskaber har fået nye ansvarsområder. Den seneste omstrukturering har skiftet fokus, så selskaberne tilpasses de forskellige kundesegmenter frem for de forskellige produkter. Ændringen skal ses som et led i den nye strategi, hvor der skal være mere fokus på kunderne.

NTC har frasolgt alle udenlandske selskaber med undtagelse af Sunrise i Schweiz, som endnu er en del af koncernen. Den nye strategi er fokuseret på de nordiske markeder, og man har indgået en betinget salgsaftale af Sunrise til France Telecom. Aftalen er ikke godkendt af de schweiziske myndigheder, og derfor har denne rapport behandlet Sunrise som en fortsættende del af koncernen.

7.1 Strategisk analyse

TDC har en dominerende position på det danske telemarked, og ved privatiseringen af Tele Danmark fik de samtidig det landsdækkende kobbernet. TDC er derfor påvirket af flere politiske faktorer, som jeg belyste i PEST-modellen. TDC har fortsat en forsyningspligt i Danmark, og de er forpligtet til at give adgang til konkurrenterne på kobbernettet for at opretholde en konkurrence på henholdsvis fastnettelefoni- og bredbåndsmarkedet. Senest har politikerne vedtaget, at YouSee ligeledes skal give adgang til andre bredbåndsselskaber på coaxnettet.

Teknologien vil ligeledes have stor indflydelse på TDC's forretning i fremtiden. Elselskaberne har efterhånden fået opbygget et landsdækkende fibernet, hvor de har mulighed for at tilbyde bredbånd med højere hastigheder. Ligeledes giver teknologien mobilselskaberne mulighed for at tilbyde kunderne konstant adgang til internettet via deres mobiltelefon.

Konkurrencen på teleområdet er ligeledes påvirket af den teknologiske udvikling. TDC's fastnettelefoni er ikke længere det primære forretningsområde, da både IP-telefoni og primært mobiltelefoni har været substitutter for kunderne. Mobiltelefoni er præget af hård konkurrence, hvor der er 4 teleselskaber med eget accesnet.

Bredbåndsområdet er ligesom mobiltelefoni præget af høj konkurrenceintensitet på trods af de høje adgangsbarrierer. Elselskaberne har dannet et fælles selskab, som skal sælge indhold til de danske forbrugere. Samtidig har de lukket for konkurrenternes adgang til deres fibernet.

TDC's position over for leverandørerne er forholdsvis lille, da leverandørerne er få og i nogle tilfælde globale. I den sammenhæng er TDC kun en mindre kunde. TDC har styrket positionen over for medarbejderne, da samfundsøkonomien i øjeblikket medfører mindre pres på lønnen og samtidig er arbejdsløsheden stigende.

Kunderne i TDC har en svag position, da TDC ikke er afhængig af få store kunder. Samtidig kan det have store omkostninger for en erhvervskunde, hvis man ønsker at skifte udbyder, hvis udbyderen varetager hele driften af virksomhedens kommunikationssystem.

Det traditionelle kabel-tv kan i fremtiden opleve større substituering fra nye platforme, hvor kunden ikke på samme måde er bundet til at købe en pakke af kanaler, hvis man kun ønsker at købe få kanaler.

TDC's værdikæde skal i fremtiden sørge for, at kunderne kan tilbydes nye produkter, hvor især efterspørgselen efter bundtledede produkter er stigende. Samtidig er TDC nødt til at investere i et fortsat moderne accesnet for at få den rette infrastruktur. Marketing og kundeservice er vigtige parametre for at holde fokus på tilfredse kunder, da kampen for at skabe nye kunder bliver stadig hårdere.

Endelig viste Boston-modellen, at mere end 80 % af TDC's samlede omsætning kommer fra produkter, som kan betegnes som Cash Cows. Kun kabel-tv kan placeres som Stars, hvilket giver TDC en udfordring i fremtiden.

7.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen blev foretaget for perioden 2005-2009 og viste, at TDC's regnskabspraksis ikke er blevet ændret nævneværdigt i perioden. Fusionen af NTC og TDC gjorde det vanskeligt at foretage en analyse for hele perioden, da opgørelsen af de immaterielle anlægsaktiver blev ændret.

Analysen viser, at ROIC igennem perioden har været ujævn, og 2009 er på et lavere niveau end 2006. Dette skyldes en lavere AOH i 2009 sammenlignet med 2006. TDC har aktiveret værdien af kundeforhold og brands, som har medført en stigning i nettodriftsaktiverne på trods af frasalget af virksomheder. Samtidig er omsætningen faldet igennem perioden.

TDC har formået at realisere et højere OG igennem analyseperioden på trods af en lavere omsætning. Personaleomkostningerne er reduceret betydeligt gennem effektiviseringer og afskedigelse af medarbejdere. Fald i transmissionsomkostninger og vareforbrug har ligeledes bidraget til den positive udvikling i OG.

ROE er faldet fra 14,5 % i 2006 til 11,8 % i 2009, og i 2008 var ROE negativ. Foruden den lavere OG bidrager en lavere FGEAR også negativt til ROE. TDC har igennem analyseperioden nedbragt gearingen, ved at frasælge aktiver og dermed nedbringe forholdet mellem egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser. SPREAD er stort set uændret, da finansielle omkostninger er faldet tilsvarende ROIC. Driftens gearing udtrykt som ROOA har ligeledes været faldende og bidraget negativt til udviklingen i ROE.

7.3 Budget

Til budgettet har jeg valgt en femårig periode, hvorefter jeg vurderer, at væksten stabiliserer sig. TDC vil igennem perioden skulle investere i nye anlægsaktiver, hvilket vil påvirke FCF negativt i starten af perioden. Igennem hele perioden vil TDC være i stand til at genere et positivt cash flow. Estimatet af cash flow udgør sammen med terminalværdien grundlaget for værdiansættelsen af TDC.

Der er flere risikofaktorer, som skal tages i betragtning ved budgetlægningen. De er blandt andet identificeret i den strategiske analyse og vil derfor ikke blive gentaget i dette afsnit.

På baggrund af budgettet vurderer jeg, at TDC's aktie er ca. 25 % undervurderet, da jeg mener en fair værdi er 305. Følsomhedsanalysen viser dog, at der kun skal ske små ændringer i forudsætningerne for henholdsvis væksten eller WACC før at kursen ændres markant. Værdien af TDC's egenkapital er på 60.439 mio. kr. ved kurs 305.

Om TDC aktien er en potentiel god investering for en fremtidig investor afhænger selvfølgelig af, hvordan investorens risikoprofil ser ud. Baseret på kursen pr. 15. marts 2010 vil jeg mene, at TDC stadig har gode forudsætninger for at skabe et højere afkast i fremtiden.

8 Begivenheder indtruffet efter deadline for dataindsamling.

Den 22. april 2010 offentliggjorde de schweiziske myndigheder, at fusionen mellem Sunrise og Orange er blevet afvist³⁹. Denne afgørelse kan få stor betydning dels for børsnoteringen af TDC, da forretningsmodellen for salg af TDC var betinget af en godkendelse af fusionen i Schweiz. Med afvisningen af fusionen bliver det svært at spå om, hvornår NTC er klar til at sælge TDC igen.

TDC's fortsatte ejerskab af Sunrise bidrager dog med positive resultater i 1. kvartal 2010, hvilket det også har gjort i de foregående år⁴⁰. Min regnskabsanalyse samt værdiansættelse er ikke baseret på frasalget, og det vil derfor ikke få nogen effekt på min konklusion.

I maj måned blev det besluttet, at TDC som ventet købte en af de fire licenser til at drive 4G netværk. Købet af licensen er en forudsætning for den fortsatte vækst på primært mobilt bredbånd. Prisen blev lavere, end da TDC købte 3G licensen. TDC forventer allerede at være klar med test i løbet af sommeren 2010.⁴¹

³⁹ <http://www.business.dk/tech-mobil/tdc-i-store-problemer-efter-nej-til-salg>

⁴⁰ <http://www.finansnyheder.dk/news/ShowNewsstory.aspx?StoryID=11049211>

⁴¹ <http://crn.dk/nyheder/LTE-4G-licenser-skaepper-statskassen-med-en-milliard-1.354789.html>

9 Litteraturliste

Bøger:

Exploring Corporate Strategy, 8th Edition

Gerry Johnson, Kevan Scholes, Richard Whittington

Prentice Hall

ISBN 978-0-273-71191-9

Udgivelsesår 2008

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 2. udgave

Jens O. Elling, Ole Sørensen

Gjellerup

ISBN 87-13-04903-8

Udgivelsesår 2005

Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Christian V. Petersen, Thomas Plenborg

Forlaget Thomson

ISBN 87-619-1242-5

Udgivelsesår 2005

Principles of Corporate Finance, 9th Edition

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

McGraw Hill

ISBN 978-007-126675-8

Udgivelsesår 2008

Årsrapporter

TDC Årsrapport 2000, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009

Telia Sonera Årsrapport 2006, 2007, 2008, 2009

Telenor Årsrapport 2006, 2007, 2008, 2009

Øvrig litteratur

IT- og Telestyrelsen

Telestatistik for 1. halvår 2007

Telestatistik for 2. halvår 2007

Telestatistik for 1. halvår 2008

Telestatistik for 2. halvår 2008

Telestatistik for 1. halvår 2009

Vilkår for TDC's varetagelse af visse forsyningspligtigheder på telekommunikationsområdet (pakke 1 og 2), august 2008

Markedsafgørelse over for TDC på engrosmarkedet for bredbåndstilslutninger (marked 5), d. 22. december 2009

Strategisk eftersyn af telereguleringen, 2007

International roaming, 2010

Måling af en betaværdi for fastnetaktiviteter, d. 31. oktober 2008

Højhastighedskomiteen

Danmark som højhastighedssamfund

Avisartikler

"Fortsatte besparelser redder TDC", Business.dk d. 5. november 2008

"Hovedaktionær åbner for salg af TDC", Borsen.dk d. 23. november 2009

"Manglende resultater fældede Jens Alder", Business.dk d. 11. november 2008

"100.000 danskere ser tv med Boxer", Presswire.dk d. 10. februar 2010

"TDC vil slippe af med forsyningspligten", Business.dk d. 17. marts 2008

"YouSee anker afgørelse om åbning af net", Recordere.dk d. 19. januar 2010

"Forbrugerrådet: TDC får monopol efter DONG-køb", Computerworld.dk d. 25. november 2009

"TDC: Fitch hæver kreditrating til BB", News.dk d. 26. november 2009

"Mobilt bredbånd i heftig vækst", Business.dk d. 13. november 2009

"Finn Helmer: Lukkede fibernet er en økonomisk bet", Computerworld.dk d. 2. december 2009

"Telefolk skal redde elselskabernes fibernet", Business.dk d. 15. marts 2010

"YouSee flytter ind hos TDC", Business.dk d. 16. januar 2010

”Nye mistænkelige handler handler i TDC-aktien”, Business.dk d. 31. december 2008

”LTE/4G licenser skæpper statskassen med en milliard”, Crn.dk d. 11. maj 2010

”TDC: Undersøger stadig muligheder i Sunrise-sag”, Finansnyheder.dk d. 7. maj 2010

”TDC i store problemer efter nej til salg”, Business.dk d. 22. april 2010

Internetsider

www.tdc.dk

www.itst.dk

www.teliasonera.com

www.telenor.com

www.3.dk

www.borsen.dk

www.nationalbanken.dk

www.teleanke.dk

www.standardandpoors.com

10 Bilag**Bilag 1: Egenkapitalopgørelser**

Koncernegenkapitalopgørelse	DKK mio.	
	2006	2005
Valutakursregulering af udenlandske virksomheder	-665	-291
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder	911	107
Tilbageførsel af valutakursregulering af udenlandske virksomheder	-3	27
Skat af egenkapitalbevægelser	-249	-34
Nettogevinster/tab indregnet direkte på egenkapitalen	-6	-191
Årets resultat	3.443	7.450
Totalindkomst i alt	3.437	7.259
Udbetalt udbytte	-44.406	-2.706
Udbytte, egne aktier	63	266
Køb af egne aktier	-10	-310
Salg af egne aktier	809	116
Skat ved salg af egne aktier	-74	0
Aktiebaseret aflønning	-48	40
Årets tilgang, minoritetsinteresser	5	280
Egenkapital ultimo året	3.571	43.795

Bilag 2: Koncernresultatopgørelse

	DKK mio.				
	2009	2008	2007	2006	2005
Omsætning	35.939	35.609	36.779	47.429	46.588
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-10.149	-10.433	-11.206	-17.258	-17.104
Andre eksterne omkostninger	-7.491	-7.281	-7.268	-9.330	-9.110
Personaleomkostninger	-5.486	-6.166	-6.808	-7.559	-7.628
Driftsomkostninger i alt før afskrivninger mv.	-23.126	-23.880	-25.282	-34.147	-33.842
Andre indtægter og omkostninger	233	472	266	373	257
Resultat før afskrivninger, amortiseringer og særlige poster (EBITDA)	13.046	12.201	11.763	13.655	13.003
Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger for værdiforringelse	-6.319	-6.100	-7.446	-6.551	-6.790
Resultat af primær drift før særlige poster	6.727	6.101	4.317	7.104	6.213
	-9%	-8%	-10%	-11%	-11%
Særlige poster	-1.187	-3.070	503	-319	-968
Resultat af før finansielle poster og skat	5.540	3.031	4.820	6.785	5.245
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	76	200	266	449	334
Dagsværdireguleringer	-223	-708	391	164	-184
Valutakursreguleringer	-184	760	226	0	0
Finansielle indtægter	1.059	2.680	2.026	1.910	2.454
Finansielle omkostninger	-2.534	-4.451	-5.044	-4.771	-3.326
Finansielle poster	-1.882	-1.719	-2.401	-2.697	-1.056
Resultat før skat	3.734	1.512	2.685	4.537	4.523
Skat af årets resultat	-987	-588	326	-1.094	-1.026
Årets resultat af fortsættende aktiviteter	2.747	924	3.011	3.443	3.497
Årets resultat af ophørte aktiviteter	-364	-367	621	0	3.953
Periodens resultat	2.383	557	3.632	3.443	7.450
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	460	90	-915	-665	-291
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder	0	-2.304	769	911	107
Tilbageførsel af valutakursreguleringer af udenlandske virksomheder	171	103	14	-3	27
Aktuarmæssige gevinster/tab vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	588	1.166	793	0	0
Skat af anden totalindkomst	-144	280	-374	-249	-34
Anden totalindkomst i alt	1.075	-665	287	-6	-191
Totalindkomst i alt	3.458	-108	3.919	3.437	7.259
Heraf minoritetsinteresser	-61	-128	-341	2	-32

	2009	2008	2007	2006	2005
Effektiv skatteprocent	26,4%	38,9%	-12,1%	24,1%	22,7%

Bilag 3: Reformuleret koncernresultatopgørelse

	DKK mio.				
	2009	2008	2007	2006	2005
Omsætning	35.939	35.609	36.779	47.429	46.588
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-10.149	-10.433	-11.206	-17.258	-17.104
Andre eksterne omkostninger	-7.491	-7.281	-7.268	-9.330	-9.110
Personaleomkostninger	-5.486	-6.166	-6.808	-7.559	-7.628
Omstruktureringsomkostninger	-992	-1.266	-446	-1.338	-968
Andre indtægter og omkostninger	233	472	266	373	257
Resultat før afskrivninger, amortiseringer og særlige poster (EBITDA)	12.054	10.935	11.317	12.317	12.035
Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger for værdiforringelse	-6.319	-6.100	-7.446	-6.551	-6.790
Nedskrivning for tab ved værdiforringelse og regulering af goodwill	-119	-1.879	-135	-123	0
Resultat af primær drift	5.616	2.956	3.736	5.643	5.245
Skat af resultat af primær drift	-1.483	-1.150	452	-1.360	-1.191
Resultat af primær drift efter skat	4.133	1.806	4.188	4.283	4.054
Årets resultat af ophørte aktiviteter netto	-364	-367	621	0	3.953
Øvrige driftsposter	0	275	1.350	1.591	334
Skat af øvrige driftsposter	0	-107	163	-383	-76
Anden totalindkomst					
Valutakursregulering, udenlandske virksomheder	460	90	-915	-665	-291
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder	0	-2.304	769	911	107
Tilbageførsel af valutakursreguleringer af udenlandske virksomheder	171	103	14	-3	27
Aktuarmæssige gevinster/tab vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	588	1.166	793	0	0
Skat af anden totalindkomst	-144	280	-374	-249	-34
Samlet driftsoverskud	4.844	942	6.609	5.485	8.075
Finansielle poster netto	-1.882	-1.719	-2.401	-2.697	-1.056
Skat af finansielle poster	497	669	-291	650	240
Periodens resultat	3.459	-108	3.918	3.438	7.258

Bilag 4: Koncernbalance

Aktiver	Type	DKK mio.				
		2009	2008	2007	2006	2005
Anlægsaktiver						
Immaterielle aktiver	DA	49.550	53.361	55.365	32.193	33.118
Materielle aktiver	DA	19.998	22.396	21.227	24.956	26.054
Kapitalandele i joint ventures og associerede virksomheder	DA	168	171	5.897	1.651	2.126
Værdipapirer og andre kapitalandele	FA	7	9	7	7	9
Udskudte skatteaktiver	DA	52	65	125	534	784
Pensionsaktiver	DA	7.606	7.030	5.270	6.004	5.645
Tilgodehavender	FA	231	96	95	368	464
Afledte finansielle instrumenter	FA	0	11	39	171	90
Periodeafgrænsningsposter	DA	243	211	147	259	325
Anlægsaktiver i alt		77.855	83.350	88.172	66.143	68.615
Omsætningsaktiver						
Varebeholdninger	DA	323	489	641	657	650
Tilgodehavender	DA	6.758	8.282	7.575	8.994	8.617
Tilgodehavende skat	DA	2	9	14	12	9
Afledte finansielle instrumenter	FA	49	372	781	790	1.042
Periodeafgrænsningsposter	DA	673	785	665	713	654
Værdipapirer	FA	0	0	0	0	3.687
Likvide beholdninger	FA	763	6.718	8.297	3.455	10.063
Aktiver bestemt for salg	DA	0	0	0	5	187
Omsætningsaktiver i alt		8.568	16.655	17.973	14.626	24.909
Aktiver i alt		86.423	100.005	106.145	80.769	93.524
Egenkapital og forpligtelser						
Egenkapital						
Aktiekapital	Fin	992	992	992	992	992
Reserver	Fin	-644	-1.295	263	69	78
Overført resultat	Fin	26.730	29.887	30.130	1.534	42.450
Foreslået udbytte	Fin	0	2.035	636	694	0
Aktionærernes andel af egenkapitalen		27.078	31.619	32.021	3.289	43.520
Minoritetsinteresser	Fin	0	61	189	282	275
Egenkapital i alt		27.078	31.680	32.210	3.571	43.795
Langfristede forpligtelser						
Udskudte skatteforpligtelser	DF	7.313	7.430	7.666	3.401	3.494
Hensatte forpligtelser	DF	1.519	1.355	1.275	1.174	1.274
Pensionsforpligtelser mv.	DF	244	365	296	239	332
Lån	Fin	30.611	37.037	45.667	56.774	24.890
Afledte finansielle instrumenter	Fin	0	23	141	0	0
Periodeafgrænsningsposter	DF	1.245	1.350	956	1.088	1.141
Langfristede forpligtelser i alt		40.932	47.560	56.001	62.676	31.131
Kortfristede forpligtelser						
Lån	Fin	3.787	4.713	4.146	1.975	5.425
Leverandørgæld og andre forpligtelser	DF	8.004	8.691	8.080	8.384	9.210
Skyldig selskabsskat	DF	1.270	820	1.856	617	295
Afledte finansielle instrumenter	Fin	1.205	2.007	312	232	500
Periodeafgrænsningsposter	DF	3.183	3.449	2.953	2.729	2.661
Hensatte forpligtelser	DF	964	1.085	587	585	436
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	Fin	0	0	0	0	71
Kortfristede forpligtelser i alt		18.413	20.765	17.934	14.522	18.598
Forpligtelser i alt		59.345	68.325	73.935	77.198	49.729
Egenkapital og forpligtelser i alt		86.423	100.005	106.145	80.769	93.524

Bilag 5: Reformuleret koncernbalance

		DKK mio.				
		2009	2008	2007	2006	2005
Immaterielle aktiver	DA	49.550	53.361	55.365	32.193	33.118
Materielle aktiver	DA	19.998	22.396	21.227	24.956	26.054
Kapitalandele i joint ventures og associerede virksomheder	DA	168	171	5.897	1.651	2.126
Udskudte skatteaktiver	DA	52	65	125	534	784
Pensionsaktiver	DA	7.606	7.030	5.270	6.004	5.645
Periodeafgrænsningsposter	DA	916	996	812	972	979
Varebeholdninger	DA	323	489	641	657	650
Tilgodehavender	DA	6.758	8.282	7.575	8.994	8.617
Tilgodehavende skat	DA	2	9	14	12	9
Aktiver bestemt for salg	DA	0	0	0	5	187
Driftsaktiver i alt		85.373	92.799	96.926	75.978	78.169
Udskudte skatteforpligtelser	DF	7.313	7.430	7.666	3.401	3.494
Hensatte forpligtelser	DF	1.519	1.355	1.275	1.174	1.274
Pensionsforpligtelser mv.	DF	244	365	296	239	332
Periodeafgrænsningsposter	DF	4.428	4.799	3.909	3.817	3.802
Leverandørgæld og andre forpligtelser	DF	8.004	8.691	8.080	8.384	9.210
Skyldig selskabsskat	DF	1.270	820	1.856	617	295
Hensatte forpligtelser	DF	964	1.085	587	585	436
Driftsforpligtelser		23.742	24.545	23.669	18.217	18.843
Netto driftsaktiver		61.631	68.254	73.257	57.761	59.326
Egenkapital ex. minoritetsinteresser		27.078	31.619	32.021	3.289	43.520
Minoritetsinteresser	Fin	0	61	189	282	275
Egenkapital i alt		27.078	31.680	32.210	3.571	43.795
Værdipapirer og andre kapitalandele	FA	7	9	7	7	9
Tilgodehavender	FA	231	96	95	368	464
Afledte finansielle instrumenter	FA	49	383	820	961	1.132
Værdipapirer og likvide beholdninger	FA	763	6.718	8.297	3.455	13.750
Finansielle aktiver i alt		1.050	7.206	9.219	4.791	15.355
Lån	Fin	34.398	41.750	49.813	58.749	30.315
Afledte finansielle instrumenter	Fin	1.205	2.030	453	232	500
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	Fin	0	0	0	0	71
Finansielle forpligtelser i alt		35.603	43.780	50.266	58.981	30.886
Egenkapital og finansielle poster		61.631	68.254	73.257	57.761	59.326

Bilag 6: Nøgletalsformler

ROE: Totalindkomst / gns. Egenkapital (alternativt: ROIC + (FGEAR * Spread))

ROIC: Samlet driftsoverskud / gns. Netto driftsaktiver

FGEAR: gns. Netto finansielle forpligtelser / gns. Egenkapital

r: Netto finansielle omkostninger / gns. Netto finansielle forpligtelser

Spread: ROIC – r

OG: Driftsoverskud efter skat / Netto omsætning

AOH: Netto omsætning / gns. Netto driftsaktiver

ROOA = (Driftsoverskud efter skat + Implicit rente) / Driftsaktiver = (DO + ir) / DA

ROIC = ROOA + [(ROOA – r_{rb})*(DF_{rb}/NDA) + (ROOA-r_{irb})*(DF_{irb}/NDA)]

$R_{rb} = Ir/DF_{rb}$

$Ir = KLR \times (DF_{rb} - NPY) + NRNPY$

Ir = implicit rente

KLR = kortsigtet efter skat lånerente (F.eks. CIBOR12)

DF_{rb} = rentebærende driftsforpligtelser (inkl. NPY)

NPY = balanceført netto pensionsforpligtelse

NRNPY⁴² = netto renteomkostning på netto pensionsforpligtelse

⁴² Note 26 i TDC Årsrapport 2009 og Note 29 i TDC Årsrapport 2006

Bilag 7: Udregning af nøgletal

	2009	2008	2007	2006	2005
ROE	11,8%	-0,3%	21,9%	14,5%	
Totalindkomst	3.459	-108	3.918	3.438	7.258
Samlet egenkapital	27.078	31.680	32.210	3.571	43.795
ROIC	7,5%	1,3%	10,1%	9,4%	
Samlet driftsoverskud	4.844	942	6.609	5.485	8.075
Nettodriftsaktiver	61.631	68.254	73.257	57.761	59.326
FGEAR	1,21	1,21	2,66	1,47	
Netto finansielle forpligtel	34.553	36.574	41.047	54.190	15.531
Samlet egenkapital	27.078	31.680	32.210	3.571	43.795
r	3,9%	2,7%	5,7%	5,9%	
Netto finansielle omkostni	-1.385	-1.050	-2.692	-2.047	-816
Netto finansielle forpligtel	34.553	36.574	41.047	54.190	15.531
Spread	3,6%	-1,4%	4,4%	3,5%	
TDC koncern	2009	2008	2007	2006	2005
Nettoomsætning	35.939	35.609	36.779	47.429	46.588
Driftsoverskud efter skat	4.844	942	6.609	5.485	8.075
Netto driftsaktiver	61.631	68.254	73.257	57.761	59.326
ROIC	7,5%	1,3%	10,1%	9,4%	
OG	13,5%	2,6%	18,0%	11,6%	
AOH	0,6	0,5	0,6	0,8	

Bilag 7: fortsat

	2009	2008	2007	2006	2005
Telenor					
Omsætning	97.650	96.167	92.473	91.077	66.566
Driftsoverskud efter skat	10.514	15.043	17.803	18.380	8.949
Aktiver i alt	166.031	187.172	160.832	148.608	124.257
Telia Sonera					
Omsætning	109.161	103.585	96.344	91.060	87.661
Driftsoverskud efter skat	21.280	21.442	20.298	19.283	13.694
Aktiver i alt	269.670	264.286	216.702	199.392	203.775

TDC	2009	2008	2007	2006
ROIC	7,5%	1,3%	10,1%	9,4%
OG	13,5%	2,6%	18,0%	11,6%
AOH	0,6	0,5	0,6	0,8
Telenor				
ROIC	6,0%	8,6%	11,5%	13,5%
OG	10,8%	15,6%	19,3%	20,2%
AOH	0,6	0,6	0,6	0,7
Telia Sonera				
ROIC	8,0%	8,9%	9,8%	9,6%
OG	19,5%	20,7%	21,1%	21,2%
AOH	0,4	0,4	0,5	0,5

	2009	2008	2007	2006	2005
CIBOR (KLR)	1,81%				
Leverandørgæld og andre forpligtelser (DF)	8.004	8.691	8.080	8.384	9.210
Pensionsforpligtelser (NPY)	244	365	296	239	332
Ydelsesbaserede ordninger (NRNPY)	287	385	465	489	474
Renteudgifter	-861	-879	-862	-808	-736
Forventet afkast pensionsmidler	1.148	1.264	1.327	1.297	1.210
Samlet driftsoverskud	4.844	942	6.609	5.485	8.075
Driftsaktiver i alt	85.373	92.799	96.926	75.978	78.169
Netto driftsaktiver	61.631	68.254	73.257	57.761	59.326
Ikke-rentebærende driftsforpligtelser	15.494	15.489	15.293	9.594	9.301
rrb	-1,6%	-2,7%	-3,7%	-3,6%	
ir	-136	-233	-316	-330	-391

	2009	2008	2007	2006
ROOA	5,3%	0,7%	7,3%	6,7%
ROIC	7,6%	1,4%	9,8%	9,4%

Bilag 8: Finansielle drivere til budget

Vækst %								
Omsætning	2007 R	2008 R	2009 R	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E
Fastnettelefoni		-10,4%	10,4%	-7,0%	-8,0%	-10,0%	-10,0%	-15,0%
Mobiltjenester		0,4%	7,0%	8,0%	8,0%	6,5%	6,0%	6,0%
Internet og netværk		9,9%	-6,2%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Kabel-tv		15,1%	13,8%	12,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Øvr. omsætning		-24,2%	-25,8%	-23,0%	-23,0%	-20,0%	-15,0%	-15,0%
Total		-3,2%	0,9%	1,3%	1,6%	1,3%	1,6%	1,0%
Andre eksterne omkostninger		0,2%	2,9%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Personaleomkostninger		-9,4%	-11,0%	-6,0%	-6,0%	0,0%	1,5%	3,0%
r	5,7%	2,7%	3,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Skatteprocent	-12,1%	38,9%	26,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
AOH								
Immaterielle aktiver	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Materielle aktiver	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9
Varebeholdninger	56,7	63,0	88,5	85,4	85,3	85,7	86,2	85,6
Driftsaktiver i alt	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Netto driftsaktiver	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
FGEAR	2,66	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21

Bilag 9: Budget

	DKK mio.				
	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E
Omsætning					
Fastnettelefon	8.416	7.742	6.968	6.271	5.331
Mobiltjenester	13.460	14.537	15.482	16.411	17.395
Internet og netværk	8.878	9.321	9.694	9.985	10.185
Kabel-tv	3.161	3.477	3.790	4.093	4.420
Øvr. omsætning	2.487	1.915	1.532	1.302	1.107
Total	36.401	36.992	37.466	38.062	38.438
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-10.279	-10.446	-10.580	-10.749	-10.855
Bruttoavance	26.121	26.546	26.886	27.313	27.583
Andre eksterne omkostninger	-7.603	-7.717	-7.795	-7.873	-7.951
Personaleomkostninger	-5.157	-4.847	-4.847	-4.920	-5.068
Omstruktureringsomkostninger	-800	-720	-684	-650	-617
Andre indtægter og omkostninger	300	300	300	300	300
Resultat før afskrivninger, amortiseringer og særlige poster (EBITDA)	12.861	13.561	13.860	14.171	14.247
Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger for værdiforringelse	-6.849	-6.897	-6.790	-7.087	-6.936
Nedskrivning for tab ved værdiforringelse og regulering af goodwill	-120	-500	-500	-500	-600
Resultat af primær drift	5.892	6.164	6.570	6.584	6.711
Skat af resultat af primær drift	-1.473	-1.541	-1.642	-1.646	-1.678
Resultat af primær drift efter skat	4.419	4.623	4.927	4.938	5.033
Årets resultat af ophørte aktiviteter netto	0	0	0	0	0
Øvrige driftsposter	0	0	0	0	0
Skat af øvrige driftsposter	0	0	0	0	0
Samlet driftsoverskud	4.419	4.623	4.927	4.938	5.033
Finansielle poster netto	-1.575	-1.625	-1.596	-1.573	-1.549
Skat af finansielle poster	394	406	399	393	387
Periodens resultat	3.238	3.405	3.730	3.759	3.871
Balance					
Immaterielle aktiver	47.568	45.665	43.839	42.085	40.402
Materielle aktiver	21.998	21.698	21.888	20.619	20.119
Varebeholdninger	529	338	536	347	552
Tilgodehavender	14.701	15.920	16.128	16.165	15.831
Driftsaktiver i alt	84.797	83.622	82.391	79.216	76.904
Driftsforpligtelser i alt	20.872	17.673	17.609	15.389	14.028
Netto driftsaktiver	63.925	65.949	64.782	63.826	62.875
Netto finansielle forpligtelser	34.999	36.108	35.469	34.945	34.425
Egenkapital	28.925	29.841	29.313	28.881	28.450
Pengestrømsopgørelse					
Samlet driftsoverskud	4.419	4.623	4.927	4.938	5.033
Ændring netto driftsaktiver	2.294	2.024	-1.167	-956	-951
FCF	2.125	2.599	6.094	5.894	5.984
Nettodividende	1.390	2.489	4.258	4.191	4.302
Gældsfinansiering	735	110	1.836	1.703	1.682
Samlet finansiering	2.125	2.599	6.094	5.894	5.984

Bilag 10: WACC

$$Wacc = \frac{V_O^E}{V_O^{NDA}} * k_e + \frac{V_O^{NFF}}{V_O^{NDA}} * k_g$$

Wacc = vægtede gennemsnits kapitalomkostninger

V_O^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_O^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_O^{NDA} = markedsværdi af virksomheden

k_e = ejernes afkastkrav

k_g = finansielle omkostninger efter skat

$$V_O^E = \text{DKKmio. } 27.078$$

$$V_O^{NFF} = \text{DKKmio. } 34.553$$

$$V_O^{NDA} = \text{DKKmio. } 61.631$$

$$k_e = 10,6 \%$$

$$k_g = 4,9 \%$$

Bilag 11: Værdiansættelse ved DCF-modellen

$$V_o^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_o$$

FCFF = frit cash flow til virksomheden; DO – ΔNDA

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_o^E = Egenkapitalværdi

g = vækst

DKKm	Budget					I alt
	2010	2011	2012	2013	2014	
FCFF	2.125	2.599	6.094	5.894	5.984	
Nutidsværdi	1.978	2.252	4.916	4.426	4.182	17.754
Terminalværdi						77.110
Virksomhedens værdi						94.864
NFF						34.425
Egenkapitalens værdi						60.439
WACC	7,4 %					
Vækst	1,9 %					