

2013

Kandidatafhandling Værdiansættelse af TDC



Michael Chen

Institut for finansiering (CBS)

Vejleder: Jimmy Lundby

Maj. 2013

1 Indholdsfortegnelse

Executive summary

1. Problemfelt

- 1.1 Indledning.....5
- 1.2 Problemstilling.....5
- 1.3 Problemformulering7
- 1.4 Afgrænsning.....7

2. Metode

- 2.1 Struktur.....8
- 2.2 Teoretisk framework8
- 2.3 Kilder og kildekritik.....9

3. Beskrivelse af TDC og TDCs produkter

- 3.1 TDCs historie.....11
- 3.2 Ejerforhold.....12
- 3.3 Ledelse.....12
- 3.4 Målsætning og strategi13
- 3.5 Organisationsstruktur14
- 3.6 Forretningsenheder15
- Privat15
- Erhverv16
- Nordic.....17
- Wholesale.....17
- YouSee.....18
- Operations og hovedkontoret19

4. Analyse af TDC

- Trin 1: Strategisk analyse.....19
- Trin 1.1: Eksternt analyse20
- Trin 1.1.1 PEST analyse.....20
- Trin 1.1.2 Porters Five Forces.....26
- Trin 1.2: Intern analyse.....33

• Trin 1.2.1 Værdikæde.....	33
• Trin 2: Regnskabsanalyse.....	37
• Trin 2.1 Revisionens påtegninger.....	38
• Trin 2.2 Den anvendte regnskabspraksis.....	38
• Trin 2.3 Reformulering af regnskabet.....	38
• Trin 2.4 Rentabilitetsanalyse.....	42
• Trin 2.5 Risikoanalyse.....	50
• Trin 2.6 Konklusion af regnskabsanalysen.....	53
• Trin 3: Corporate Governance	54
• Trin 4: Budgettering.....	61
• Trin 4.1 Budgetforudsætninger for omsætning og omkostning.....	61
• Trin 4.2 Andre budgetforudsætninger.....	66
• Trin 4.3 Risikofaktorer.....	67
• Trin 4.4 Konklusion på budgetteringen.....	68
• Trin 5: Værdiansættelse	69
• Trin 5.1 DCF-model.....	69
• Trin 5.2 Værdiansættelse med multipler P/E.....	76
• Trin 5.3 Konklusion af værdiansættelse og følsomhedsanalyse.....	77
5. Konklusion.....	78
6. Ordliste	81
7. Litteraturliste	82
8. Websideliste.....	83
9. Bilagsoversigt	85
10. Bilag	86

Executive summary

TDC is the dominant company in the field of telecommunications and entertainment solutions in Denmark. In 2006 Nordic Telephony Company (NTC) bought 87.9% of TDC. During the NTC's ownership, TDC has changed its focus on the Nordic market, and implemented a number of efficiency plans to provide more returns to investors. In 2010 NTC began to sell TDC's shares on the Copenhagen Stock Exchange. Therefore I make a valuation to answer the main question:

What is the fair value of one TDC share and what should the recommendation should be in TDC's share on April 5th 2013?

The issue was analyzed through the use of a theoretical framework, and it has resulted in the following answer to the main question.

In order to complete this thesis it was necessary to understand TDC's business platform and the competitive surroundings in which the company conducts its ongoing business. The strategic analysis concludes that the competition between the telecommunication companies in Denmark is very strong. TDC set a new strategy focusing on the core business area and by making great investment in infrastructure and rationalizations, which is expected to give the company a competitive advantage. The financial analysis showed that TDC in the last three years has been improving their profitability.

The primary valuation was based on the DCF-model along with a multiple valuation based on P/E, in order to determine the fair value of a TDC share the 5th of April 2013 which was calculated at 47 DKK. This shows that the share is underestimated with approximately 7 %. Therefore, there should be a **BUY** recommendation on TDC

1. Problemfelt

1.1 Indledning

I den seneste tid har vi oplevet en ganske voldsom stigning på aktiemarkedet. Skal en aktieinvestor stadigvæk være ekstra påpasselig, når han skal udvælge den virksomhed, han gerne vil investere i? Det er almen viden, at der er et potentielt højere afkast ved at investere i aktier end ved at sætte pengene i banken eller i at investere i obligationer. Til gengæld er der en større risiko forbundet med aktieinvesteringer, idet aktiekursen kan falde meget, eller virksomheden kan gå konkurs.

De sidste par år har jeg brugt størstedel af min fritid på at handle aktier på Københavns Fondsbørs, og det er sådan, jeg har stiftet bekendtskab med TDC A/S (fremover TDC) på godt og ondt. I den seneste tid har man hørt meget om TDC, idet Nordic Telephone Company (fremover NTC), som har ejet størstedel af TDC siden 2006, er i gang med at sælge TDCs aktier. Jeg synes derfor, at det er interessant at foretage en strategisk analyse og værdiansættelse af virksomheden.

1.2 Problemstilling

NTC er et selskab bestående af fem internationale kapitalfonde. Siden 2006 har de opnået en ejerandel på 87,9 % af TDCs aktier, hvilket ikke er tilstrækkeligt til at afnotere TDC fra Københavns Fondsbørs, som de havde planlagt. For at afnotere et selskab fra børsen kræves det, at man ejer over 90 % af aktierne i selskabet. Aktionærerne, bl.a. ATP, forhindrede, at TDC blev afnoteret fra børsen.¹

På overtagelsestidspunktet havde TDC datterselskaber i en række europæiske lande, bl.a. Schweiz og Polen. Under NTCs ejerskab har TDC gennemgået flere store strukturændringer for at gøre selskabet mere strømlinet, og de har bl.a. solgt en del af virksomheden fra. Senest i 2010 blev Sunrise, TDCs datterselskab, solgt for 18,6 mia. kr., mens TDC i 2001 købte det for 32 mia. kr..² Sunrise var TDCs sidste ikke-nordiske aktiv, og i dag er TDC stadigvæk den dominerende virksomhed inden for telekommunikationsområdet og underholdningsløsninger i Danmark.

¹ Tdc.dk årsrapport 2011

² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/191400/tdc_bekraefter_salg_af_sunrise.html

TDC er igen kommet i offentlighedens søgelys, efter at NTC har solgt 210 mio. stk. aktier i december 2010, og senest den 27. marts 2013, hvor NTC solgte 56,3 mio. stk. aktier³. Dermed har NTC nedbragt sin ejerandel af TDC-aktier til 32,8 %.⁴ Det ser ud til, at NTC vil nedbringe sin ejerandel i den kommende tid, hvilket vil gøre TDCs ejerkreds mere spredt, som igen betyder, at aktien er blevet mere likvid, hvilket kan ses igennem gennemsnit handelsomsætning på TDCs aktie pr. dag på Københavns Fondsbørs i sidste 6 måneder, som er mere end tredobbelt i forhold til for 5 år siden. Tabel 1 viser gennemsnit handelsomsætning på TDC aktie pr. dag i kr. på Københavns fondsbørs⁵

Perioder	Omsætning pr. dag i kr. - gennemsnit
6 måneder	101.517.049
1 år	79.550.386
3 år	51.269.157
5 år	32.656.784

Kilde: egen tilvirkning

Analysen⁶ (Kapitalfonde i Danmark) fra Økonomi- og Erhvervsministeriet i 2006 viser, at virksomheder ejet af kapitalfonde er mere effektive, og de har i gennemsnit en større vækst i omsætningen, idet kapitalfonde udøver aktivt ejerskab og udvikler derigennem de opkøbte virksomheder. Derudover betaler de mindre skat, idet de opkøbte virksomheder har en generelt mere aggressiv skatteplanlægning fra de nye ejeres side. Samtidig stiger udbyttebetalingerne.⁷ Det ses ofte, at kapitalfonde vælger at realisere investeringen i løbet af en periode på 3-7 år, for derefter at sælge videre til en anden kapitalfond, som stadig kan se udviklingsmuligheder i virksomheden⁸. Den nye fond køber som regel hele aktieposten på en gang. NTC har arbejdet hårdt på at opnå dette, men uden held. Det åbenlyse slagsmål med ATP ved overtagelsen i 2006 har afskrækket andre kapitalfonde, og dermed er TDC forsat noteret på Københavns Fondsbørs. Den 12. november 2010 annoncerede NTC, at de regner med at sælge en del af deres aktier på Københavns Fondsbørs, hvor udbudsprisen ligger inden for et prisspænd mellem 47 – 56 kr. pr. aktie⁹. Investorerne må derfor stille spørgsmålet, om NTCs ejerskab gjorde TDC til en mere profitabel virksomhed, og om TDC er

³

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/254800/storaktionaer_i_tdc_udbyder_56_mio_aktier_til_salg.html

⁴ <http://www.business.dk/digital/kapitalfonde-saelger-endnu-10-procent-af-tdc>

⁵ <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/historik.html?identifier=1154&marketplace=14>

⁶ Kapitalfonde (2006) s.1

⁷ Kapitalfonde (2006) s. 15

⁸ ATP alpha (2006) s. 3

⁹ <http://om.tdc.dk/publish.php?dogtag=o&id=27361>

en potentiel god investering - også i tilfældet af, at NTC forlader TDC? Jeg vil derfor i denne opgave undersøge, hvorvidt TDCs aktiekurs afspejler selskabets værdi pr. 5. april 2013.

1.3 Problemformulering

Med ovenstående beskrivelse som grundlag bliver min problemformulering således:

Hvad er fair value af en TDC aktie, og hvilken anbefaling bør foreligge på TDCs aktie den 5. april 2013?

Min analyse vil dermed besvare følgende:

- Hvilke eksterne forhold kan påvirke TDCs fremtidige indtjening?
- Hvilke karakteristika har branchen, og hvordan påvirker det TDCs fremtidige indtjening?
- Hvilke forretningsområdesammensætninger bidrager til TDCs omsætning i fremtiden?
- Hvordan har den regnskabsmæssige udvikling været for TDC fra 2010 til 2012?
- Hvordan har den økonomiske udvikling været for TDC til at sammenlignes med deres to nordiske konkurrenter: Telia og Telenor?
- Hvad har NTCs ejerskab betydet for TDC?
- Hvad værdien af TDC med DCF samt multiplen P/E?

1.4 Afgrænsning

Som nævnt i problemstillingen vil jeg i min analyse vise og dernæst benytte en praktisk indgangsvinkel til, hvordan TDC kan værdiansættes.

Værdiansættelsen af TDC er baseret på fundamentalanalyser. Dette indebærer, at alle væsentlige aspekter omkring TDCs strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske forhold vil blive identificeret og analyseret.

Til dette formål vil jeg benytte TDCs årsrapport fra 2005, 2009 -2012, Danmarks statistik, telestatik fra Erhvervs- og Vækstministeriet, Danmarks Nationalbank og anden offentlig tilgængelig information. Der vil ikke blive foretaget interview med TDC. Besvarelsen vil være set fra en ekstern analytikers synspunkt.

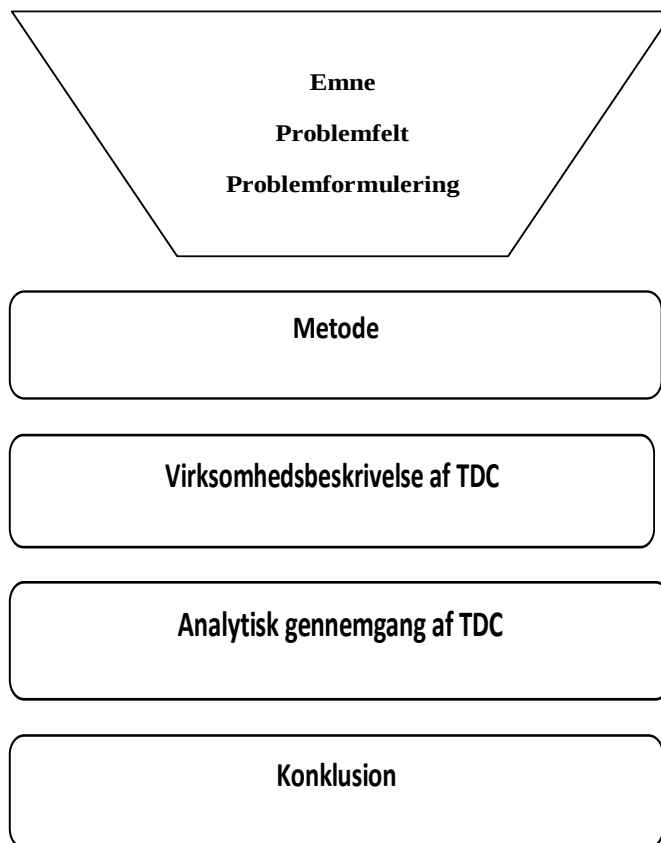
Værdiansættelsen af TDC udarbejdes med udgangspunkt i TDCs aktiekurs pr. 5. april. 2013. Afgørende begivenheder, som indtræffer efter denne dato, vil blive diskuteret sidst i opgaven.

Regnskabsanalysen vil blive foretaget på koncernniveau, og den strategiske analyse vil kun fokusere på det danske marked.

2. Metode

2.1 Struktur

Figur 1: Struktur



Kilde: egen tilvirkning

2.2 Teoretisk framework

Til at udvikle det teoretiske framework har jeg taget udgangspunkt i den overordnede struktur ved værdiansættelse af en virksomhed.¹⁰ Derudover har jeg benyttet teorier fra bl.a. Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance.¹¹

Opgaven struktureres efter modellen. Først laver jeg en kort beskrivelse af opgavens interesseområder. Derefter giver jeg en indsnævring af problemstillingen samt en præsentation af den udvalgte empiri, og derefter gennemgår jeg problemformuleringen.

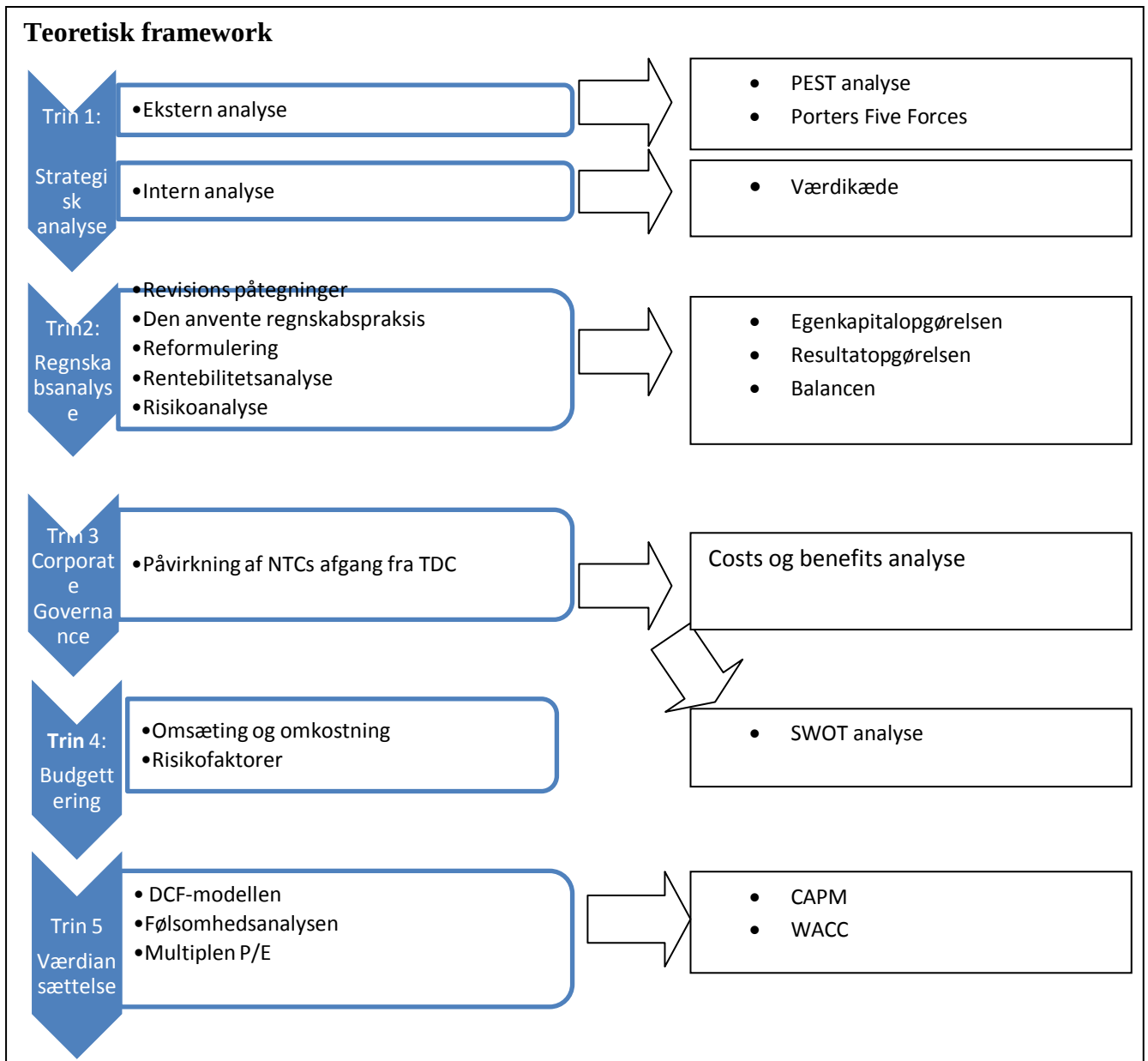
I analysedelen vil jeg benytte empiri og teorier til at lave en gennemgående analyse af TDC, så jeg kan besvare problemformuleringens spørgsmål.

Til sidst vil jeg, på basis af de fremkomne resultater, give min konklusion.

¹⁰ Regnskabsanalyse (2007) s. 37

¹¹ J. Fred Weston, Mark Mitchell and J. Mulherin.

Figur 2: Teoretisk framework



Kilde: egen tilvirkning

2.3 Kilder og kildekritik

Dataindsamlingen består hovedsagligt af sekundære data, som primært er blevet hentet via Internettet.

Der stilles store krav til det empiriske grundlag, for at en undersøgelse kan siges at være videnskabelig korrekt funderet. Følgende forhold skal overholdes¹²:

- Validitet
- Pålidelighed

Jeg vil i de følgende afsnit redegøre for, at disse forhold er opfyldt i forhold til denne opgave.

2.3.1 Validitet¹³

Der er to punkter, der skal være opfyldt, for at en undersøgelse er valid. Det drejer sig om gyldighed af de fundne data, og om relevans i forhold til det undersøgte.

Gyldigheden er tilsikret ved at benytte flere kilder for at tjekke de indsamlede oplysninger, således at eventuelle misforståelser har kunnet rettes. Derudover har læseren mulighed for at læse de selvsamme kilder igennem.

Relevansen afgør, om empirien og teorien har været anvendt korrekt i forhold til problemstillingen.

2.3.2 Pålidelighed¹⁴

En opgaves pålidelighed afgøres af, i hvor høj grad studiet kan gentages for at opnå de samme resultater.

Jeg har været så objektiv som overhovedet muligt i min afdækning af problemstillingen, og jeg har ikke haft egen interesse i at påvirke resultater i opgaven. Derfor kan opgaven anses for at være så pålidelig som mulig.

2.3.3 Kritik af data

Kilderne, som er anvendt i opgaven, er offentliggjorte årsrapporter, børsmeddelelser fra Nordnet.dk, Npinvestor.dk og TDC.dk. TDCs årsrapporter er en af de væsentligste informationskilder til min opgave, og den uafhængige revisor er med til at sikre, at årsrapporterne giver et retvisende billede af TDCs økonomi. Dog skal jeg være opmærksom på, at ledelsen har haft mulighed for at udarbejde årsrapporterne på en sådan måde, at selskabet virker mere appetitvækkende og indbydende, end det

¹² Problemorienteret projektarbejde (2003) s. 194

¹³ Problemorienteret projektarbejde (2003) s. 194

¹⁴ Problemorienteret projektarbejde (2003) s.195

er i realiteten. Det er derfor nødvendigt at være kritisk overfor disse data, idet andres subjektive tilkendegivelser og holdninger kan påvirke værdiansættelsen af TDC. Men årsrapporter og børsmeddelelser er underlagt formelle krav, og derfor formodes de at være objektive.

3. Beskrivelse af TDC og TDCs produkter

Efter at have redegjort for mit valg af teori og metode, vil jeg nu kort beskrive TDC, TDCs produkter, TDCs nuværende situation samt give et skøn af deres fremtidige situation.

3.1 TDCs historie

Den 21. august 1882 overtog den daværende førende finansmand i Danmark, C. F. Tietgen, den amerikansk – ejede telefoncentral i Lille Kongensgade i København, og han stiftede efterfølgende Københavns Telefon Aktieselskab (KTAS). Omkring 1950 var der 4 telefonselskaber, som fordelte driften i hver deres område i Danmark: KTAS, Jydsk Telefon, Fyns Kommunale Telefonselskab og Post & Telegrafvæsenet (i 1986 blev det til Tele Sønderjylland). I 1990 blev Tele Danmark stiftet som moderselskab for de gamle telefonselskaber for at kunne klare sig i konkurrencen på et frit internationalt telemarked. I 1994 indbragte verdens hidtil største aktiemission 19,3 mia. kr. til Tele Danmark, som fik over 40.000 investorer.

I 1996 blev den danske telesektor liberaliseret, hvilket gav Tele Danmarks konkurrenter mulighed for at trænge sig ind på markedet. For at stå stærkere på det internationale marked indgik Tele Danmark et strategisk partnerskab med det amerikanske telefonselskab Ameritech. Aftalen betød, at Ameritech nu ejede ca. 42 % af aktierne i Tele Danmark. I 1998 overtog Tele Danmark resten af statens aktier i det danske teleselskab, hvormed Tele Danmark blev fuldt ud privatiseret. Et år senere blev Ameritech overtaget af det amerikanske selskab SBC, og TDC blev dermed en del af et af verdens største teleselskaber.¹⁵

I 2000 skiftede Tele Danmark navn til TDC. Nye selvstændige datterselskaber og en ny struktur blev dannet bl.a. for at øge kundefokus, skabe større gennemsigtighed og dermed sikre en fremtid med vækst.

¹⁵ http://om.tdc.dk/publish.php?dogtag=o_profil_hist

I efteråret 2005 dannede fem kapitalfonde selskabet NTC med det formål for at købe TDC. NTC overtog 87,9 % af aktierne i TDC. Men i 2010 begyndte NTC at sælge ud aktierne i TDC.¹⁶

3.2 Ejerforhold

NTC består af Apax Partners Worldwide LLP, The Blackstone Group, Kohlberg Kravis Roberts & CO, Permia Advisers KB og Providence Equity Partners Limited, som afgav et offentligt købstilbud på 382 kr. pr. aktie i TDC i november 2005. Tilbuddet var bindende, såfremt NTC opnåede 90 % af aktierne, hvorefter den resterende del kunne tvangsindløses, og herved afnoteredes selskabet fra Københavns Fondsbørs. Ejerforholdet i mellem de 5 kapitalfonde i NTC ser således ud¹⁷, se bilag 1.

Men efter budfristen i januar 2006 havde NTC kun opnået 87,9 % af aktierne, idet ATP, som den største aktionær i selskabet, havde takket nej. Selv om NTC havde ikke opnået 90 %, accepterede NTC alligevel overtagelsen af aktiemajoriteten. Derefter forsøgte NTC at tvangsindløse de resterende aktier ved hjælp af en vedtægtsændring, men det blev afvist af først Erhvervs – og Selskabsstyrelsen, og senere i Østre Landsret¹⁸.

TDCs aktie blev ”genintroduceret” på Københavns Fondsbørs i den 13. december 2010, hvor NTC solgte 28,8 % af aktierne i TDC, og hele 210 mio. aktier til kurs 51 kr. blev handlet verden over gennem Fondsbørsen i København¹⁹. Ved udgangen af 2012 havde TDC mere end 48.000 aktionærer. Ejerskab pr. 31. december 2012 så således ud. Se bilag 2.

3.3 Ledelse

NTC indsatte en ny bestyrelse lige efter de opnåede majoriteten i TDC i 2006, og Henning Dyremose, tidligere direktør, overtog formandsposten indtil 2008, hvorefter næstformanden, Vagn Sørensen, tog over indtil den dag i dag. Bestyrelsen består af 6 uafhængige medlemmer (inkl. formanden), 5 ikke uafhængige medlemmer (de blev udpeget af NTC) og 4 medarbejderrepræsentanter. TDCs bestyrelse har en international profil, og der er mangfoldighed i forhold til alder og køn. Derudover har medlemmerne en solid teoretisk og praktisk baggrund. Bestyrelsens sammensætning giver den mulighed for at træffe uafhængige og velfunderede strategiske beslutninger og samt at kontrollere ledelsen, hvilket også er bestyrelsens opgave.

¹⁶ http://om.tdc.dk/publish.php?dogtag=o_profil_hist

¹⁷ TDC årsrapport 2011 s. 56

¹⁸ <http://politiken.dk/erhverv/ECE264957/slagsmaal-mellem-atp-og-tdc-ejere-fortsaetter/>

¹⁹ <http://www.proinvestor.com/aktieanalyser/114/TDC%20-%20Faktaark>

Ledelsen har set betydelige ændringer siden 2006. For at føre NTCs planer med TDC ud i livet, blev Henning Dyremose udskiftet med Jens Alder, en mand med solid baggrund inden for telebranchen og som har været direktør for Swisscom i mange år. I slutningen af 2008 blev han dog fyret på grund af manglende resultater. Bestyrelsen udnævnte i stedet Henrik Poulsen som direktør, og 2012 tog Carsten Dilling over som koncerndirektør²⁰.

3.4 Målsætning og strategi

I 2012 fremsatte TDC deres 2015-ambition om at være blandt verdens bedste teleselskab målt på indtjening, kundetilfredshed og medarbejderstolthed²¹. Derudover vil TDC forsætte med at investere i Danmarks kommunikationsinfrastruktur, som er en af de førende i verden.

For at opfylde denne ambition satser TDC på en række strategiplaner:

- TDC satser kun på det nordiske marked, og TDC vil være markedsleder i Danmark. Derfor frasolgte TDC alle datterselskaber, der ligger uden for dette område, som bl.a. Sunrise, og i stedet for købte TDC en række danske selskaber, herunder Fullrate, M1, Telmore og Onfone, som er en multi-brand strategi²². For at være blandt verdens bedste, i henhold til strategien, er TDC derudover i gang med at udbygge net-infrastrukturen, hvilket vil gøre TDC endnu stærkere over for konkurrenterne. Derfor planlægger TDC at investere 25 mia. kr. i net-infrastrukturen fra 2011 til 2020²³. I dag er det TDCs mobilnet, der kan tilbyde den bredeste geografiske dækning for både tale og data på tværs af teknologier i Danmark. TDC har desuden forsat sine investeringer i udbygningen af accessnettet med det formål at kunne levere højere datahastigheder til deres slutbrugere, og så har TDC fokus på fiberteknologien for at levere Home Trio via fiber til mere end 90.000 husstande i Nordsjælland²⁴.
- Strategien for 2013-2015 er baseret på et nyt fokus på integrerede løsninger til husstande, hvilket er et skift væk fra et fokus på enkel kunder²⁵.
- Siden 2009 har TDC iværksat forbedringsprogrammet TAK (tag ansvar for kunden) for at øge kundetilfredshed på alle fronter. TDC ønsker at tage ansvar for at sikre, at deres kunde føler sig trygge i brugen af deres produkter og har tillid til TDC som virksomhed. Derfor

²⁰ <http://presse.tdc.dk/pressemeddelelser/carsten-dilling-ny-koncernchef-hos-tdc-776976>

²¹ TDCs årsrapport 2012 s. 16

²² TDC årsrapport 2012 s.9

²³ TDC årsrapport 2011 s. 29

²⁴ TDC årsrapport 2012 s. 13

²⁵ TDC årsrapport 2012 s. 13

søger TDC at skabe dialog i øjenhøjde med kunderne. Oven i det vil TDC gerne blive endnu bedre til at forventningsafstemme med kunden i salgssituationen, opnå færre driftsforstyrrelser, udføre hurtig og effektiv fejlhåndtering og yde et bedre serviceniveau i call-centre²⁶.

- TDC har gennem mange år stræbt efter at opnå en bedre måling på medarbejderstolthed. For at fastholde dygtige medarbejdere har TDC sat fokus på mangfoldighed i forhold til køn, etnicitet, funktionsevne eller seksualitet samt på medarbejdernes trivsel. Til at støtte dette formål har TDC en arbejdsmiljøpolitik med klare mål for nedsættelse af arbejdsulykker samt mål for nedsættelse af langtidssygefravær (fx reducerede TDC det gennemsnitlige antal sygedage med 8 % i 2011 sammenlignet med 2010) og som resultat heraf, har medarbejdertilfredshedsscorerne været stigende. Dette understøtter også ledelsens målsætning om at forbedre kundetilfredsheden²⁷.
- TDC fortsætter med at reducere deres omkostninger for at bevare den førende position. TDC har derfor igangsat en række programmer, der sigter mod at opnå omkostningsbesparelser på tværs af organisationen. TDC Pro (procesoptimering, restrukturering og outsourcing) er en gennemgang af driftsmodellen, der skal skabe øget effektivitet, forenklet produktion, reducere leveringstider og spild, øge fleksibiliteten og styrke samarbejdet på tværs af alle funktioner²⁸.

3.5 Organisationsstruktur

TDC har en kundefokuseret organisationsstruktur med 5 forretningsområder og en fælles driftsfunktion for at understrege fokus på kundetyper og deres behov. TDCs produkter over alle kerneproduktsegmenter indenfor telekommunikation i Danmark med priser fra discount mobilselskaber som M1, Fullrate, Onfone og Telmore til premium som TDC og Yousee. TDCs produkter distribuerer igennem bl.a. TDCs egne butikker, forhandlernet, account managers, call-centre og hjemmesider. Organisationsstrukturen ses i figur ²⁹3:

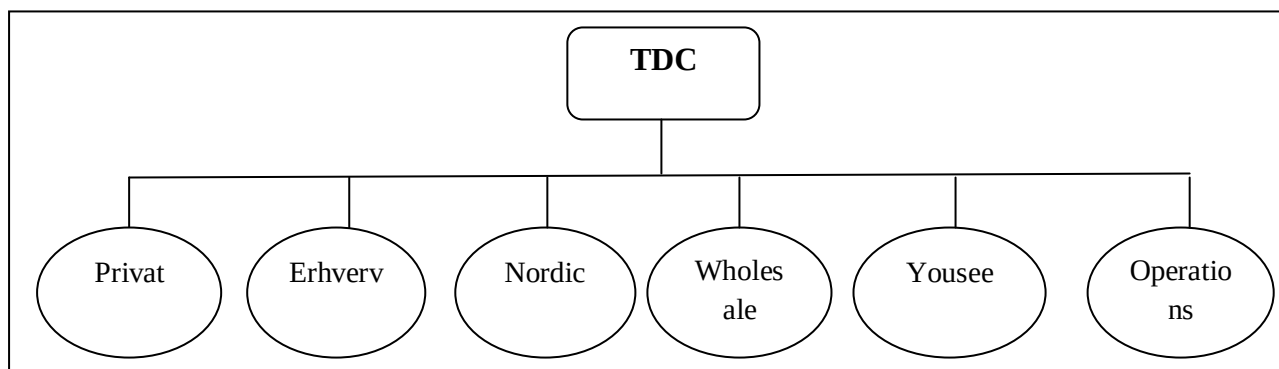
²⁶ TDC årsrapport 2011 s. 28

²⁷ TDC årsrapport 2011 s. 52

²⁸ TDC årsrapport 2011 s. 52

²⁹ TDC årsrapport 2012 s. 10

Figur 3: TDCs organisationsstruktur



Kilde: Egen tilvirkning

3.6 Forretningsenheder³⁰

I dette afsnit vil jeg analysere TDCs forretningsområder for at skabe overblik over de forskellige produkter og services, som TDC tilbyder. Oplysningerne kommer hovedsagelig fra TDCs årsrapport 2011 og 2012. Jeg vælger opdelingen af forretningsområder i stedet for af de forskellige produkter, fordi nogle produkter overlapper hinanden i mange situationer i de forskellige forretningsområder. Jeg kan fx se, at årsagerne, som påvirker de forskellige produkters udvikling, kan variere på hvert enkelt forretningsområde, og jeg skønner derfor, at en analyse af forretningsområder vil skabe et bedre overblik over udviklingen i TDC.

3.6.1 Privat

TDC Privat tilbyder telekommunikationsløsninger på privatmarkedet i Danmark, som forbinder venner, familier og små virksomheder med fastnettelefoni, mobil, internet og TV. For at kunne opfylde de forskellige kundesegmenters behov har Privat opkøbt en række selskaber: Telmore, M1, Fullrate og Onfone. Derudover tilbyder Privat de populære kombinationsprodukter TDC HomeDuo og TDC HomeTrio, hvilket gav Privat 29.000 nye kunder i 2012.³¹

Selv om TDC har en meget domineret position indenfor fastnet med 100 % dækning i Danmark, har omsætningen for fastnettelefoni oplevet et markant fald på 14 % sammenlignet med 2011 på grund af den forsat faldende markedsstørrelse³². Mange mennesker kan i dag klare sig med et mobilabonnement eller IP telefoni alene, og som konsekvens heraf vil udviklingen i fastnettelefoni være forsat nedadgående.

³⁰ TDC årsrapport 2011 og 2012

³¹ TDC Årsrapport 2012

³² TDC Årsrapport 2012

Markedet for mobiltelefoni har været stigende siden 1992 ved lanceringen af 2G-nettet, ligesom teknologiens udvikling har været markant. I 2005 blev 3G lanceret, og 4G blev allerede introduceret i 2011 med hastigheder på op til 80 Mbit/s. I dag dækker TDC henholdsvis 99 % af 2G, 96 % af 3G og 29 % af 4G af den danske befolkning. Fra 2011 har TDC investeret 25 mia., og dermed forventer TDC at dække 99 % af den danske befolkning med 4G i 2015. For at fastholde den dominerende position på mobilmarkedet har TDC været i gang med at opkøbe en række mobilselskaber – fx købte TDC maj 2011 Onfone. Markedet for mobiltelefoni var dog præget af hård konkurrence i 2011 på grund af priskrige, hvilket førte til, at omsætningen faldt med 3,7 % sammenlignet med 2010.

I 1995 begyndte TDC at udbyde internetadgang i Danmark, og lige siden har TDC været den ubestridte førende udbyder af teknologiplatforme som fx accessnet. I dag kan langt de fleste danske husstande modtage bredbånd med hastigheder på op til 20 Mbit/s, og med TDCs VDSL-produkt kan hastigheden nå op på til 100 Mbit/s. Men konkurrencen fra selskaberne blev dog øget, idet de tilbød den nyeste fiberteknologi med højere hastigheder og lavere priser. Resultatet var, at TDCs omsætning 2012 faldt med 3,4 % sammenlignet med 2011. Så for at TDC skal stå stærkt til det fremtidige marked for højhastighedsbredbånd og data, forsætter TDC med at udrulle optiske fibre tættere på kunderne.

I 1985 blev infrastrukturen for kabel-tv-nettet etableret i Danmark. Efterfølgende har løbende opgraderinger af infrastrukturen gjort det muligt for danske husstande at modtage og at se digitalt TV og HD. TDC dækker 58 % af alle danske husstande i dag, og man har mulighed for at vælge og sammensætte en TV abonnement efter eget valg blandt TDCs 70 kanaler som et alternativ til pakked løsninger. Siden TDC kabel-tv blev lanceret i 1985, har TDC oplevet fortsat vækst i kundebasen. Derudover efterspørger folk efter mere og mere TV-supplerings tjenester.

3.6.2 Erhverv

I Danmark er TDC Erhverv markedsleder på alle de største erhvervsmarkeder, hvor Erhverv udbyder telekommunikationsløsninger til alle typer virksomheder og offentlige institutioner. TDC har henholdsvis 73 % af alle virksomheder i Danmark og 77 % af alle danske kommuner som kunder.

Erhvervsmarkedet for fastnettelefoni er nogenlunde i overensstemmelse med privatmarkedet for fastnettelefoni, idet kunderne forsætter med at flytte fra traditionel fastnettelefoni til mobiltelefoni

og VOIP. På trods af, at det lykkedes Erhverv at tilbyde deres VOIP-konvergensløsning med succes, faldt omsætningen for fastnettelefoni med 12,3 % i 2012 sammenlignet med 2011.

Der var hård priskonkurrence på markedet for mobiltelefoni i 2012, men markedet var i markant vækst på grund af smartphones og datatrafik. Selv om markedsvilkårene for mobiltjenester var vanskelige, var Erhverv i stand til at tilbyde de nye produkter som TDC Pro og TDC Erhverv Mobil og dermed at fastholde omsætning på samme niveau som året før.

Elselskaberne var, takket været deres fiberløsninger og lavere pris, stærke konkurrenter på markedet for internet. Derudover flyttede en del af erhvervskunderne til privatsegmentet da multimedieskatten blev indført i 2010, så omsætningen blev påvirket negativt med et fald på 7 % sammenlignet med 2010.

På markedet for terminaludstyr og systemintegration lykkedes det for NetDesign (datterselskabet af TDC Erhverv) at få omsætning til at stige med 1,5 %.

3.6.3 Nordic

Nordic udbyder et komplet sortiment af operatørtjenester i Finland, Norge og Sverige. Kundesegmentet består primært af den offentlige sektor og erhvervskunder i disse lande. Nordic har sit eget pan-nordiske netværk, som hovedsageligt dækker mellemstore og store byer i Norden. Derfor har Nordic mulighed for at udbyde konkurrencedygtige fællesnordiske telekommunikationsløsninger til deres kunder. Derudover udbyder Nordic hosting og it-drift til virksomheden gennem TDC Hosting i hele Norden.

Udviklingen for traditionel fastnettelefoni var identisk fra disse nordiske lande i forhold til Danmark, hvor kunderne flyttede fra fastnettelefoni til mobiltelefoni. Derfor havde det en negativ effekt på omsætningen fra fastnettelefoni.

Omsætningen fra mobiltjenester har haft en stærk udvikling, og i Sverige og Norge især takket være storkundekontrakter vundet i 2010 og 2011.

På markedet for internet har Nordic også haft en betydelig fremgang takket være flere kundekontrakter og en større ordretilgang, mens effektivt salg og mange nye kunder medførte en stigning i salget af terminaludstyrer.

3.6.4 Wholesale

Wholesale udbyder fastnettelefoni, mobiltjenester, samt internet og net tjenester til brandpartnere, såvel som national og international trafik, og især indenfor de fire nordiske lande har TDC en stærk position. Derfor har TDC mulighed for at udbyde en fællesnordisk løsning i form af en One-stop-shop, men Wholesale's priser er regulerede af Erhvervsstyrelsen³³.

TDC står for driften af TDCs net, og tilbyder også rådgivning, forretningsudvikling indenfor mobildatatjenester (en række accesstjenester såsom fuld og delt adgang til rå kobber, BSA og videresalg af ISDN), infrastrukturtjenester, IP-VPN og fibernet.

Markedet for fastnettelefoni var faldende, og havde den samme tendens i forhold til TDCs andre forretningsområder på grund af mobiltelefoni og prisreguleringen.

Markedet for mobil har haft en positiv udvikling takket være det samlede antal indenlandske trafikminutter fra MVNO-kunder, som steg markant fra 418m i 2011 til 647m i 2012. Derudover har Wholesale stor succes med at hjælpe brandpartnere til at udvikle produkter, som fx Nettalk og Coop Mobil, hvilket er blevet godt modtaget af slutbrugerne.

3.6.5 YouSee

YouSee er den førende danske distributør af kabel-tv, som har en markedsandel på 49 %, og YouSees netværk dækker 58 % af de danske husstande. YouSee udbyder kabel-tv samt en række andre produkter og tjenester, herunder internet og fastnettelefoni som supplerings tjenester.

YouSees hovedprodukt er YouSee Clear, som giver kunderne mulighed for at vælge mellem ikke-krypterede standard digital-tv-pakker eller det nye vælg-selv-produkt "ekstrakanaler". YouSee Clear har en omsætningsandel på 66,4 % på hele YouSee. Selv om tv-markedet var præget af hård konkurrence fra lavprisudbydere i 2011, lykkedes det YouSee at fastholde YouSee Clear-RGU'er på niveau med 2010 ved fx at give nye kunder tilmeldingsfordele og tilføjelse af gratis ekstra HD-kanaler. Derudover har YouSee Clear forøget omsætning med 6,9 % i 2011 på grund af forhøjelse af abonnementsafgifterne.

For at imødekomme den stigende efterspørgsel efter fleksibilitet udbyder YouSee suppleringsproduktet YouSee Plus, som giver kunderne mulighed for features som bl.a. at starte forfra, video-on-demand og 100 film, hvilket var en stor succes. Video-on-demand havde en stigning på 167 % på antallet af lejede film i forhold til 2011.

³³ Erhvervsstyrelsen (2012)

Selv om bredbåndsmarkedet var mættet, lykkedes det YouSee at vinde markedsandele, og dermed få stigning med omsætning.

3.6.6 Operations og hovedkontoret

Operations og hovedkontoret står for en række støttefunktioner i organisationen: Fejlretning, it, forsyningskæde og indkøb, installation og netttjenester samt stabsfunktioner. For at opnå omkostningsreduktioner har Operations og hovedkontoret øget fokus på en række transformationsprogrammer som fx TDC Pro, TDC 2.0 og TAK. Dette er resulteret i, at eksterne omkostninger er blevet reduceret med 171 mio. kr., mens personaleomkostningerne faldt med 139 mio. kr. sammenlignet med 2010. Disse besparelser var resultatet af adskillige tiltag, herunder³⁴:

- Tre outsourcing tiltag, som blev gennemført i første halvår 2011: 1) outsourcing af Shared Services i økonomifunktion til Indien, 2) outsourcing af reparation af mobiltelefoner i Supply & Logistics til danske samarbejdspartnere, og 3) outsourcing af udbygningen af fibernet til Fiber & Anlæg. Disse tiltag påvirkede ca. 260 medarbejdere.
- Fokus på fejlretning reducerede fejlretningstimer med 21.000 timer.
- TPM (Technical Product Management) som har til formål at overvåge og optimere alle nye produktudviklingsprojekter i hele TDC koncernen for at sikre effektiv produktion ved lancering.
- Implementering af TDC 2.0, som omhandler daglige arbejdsrutiner i alle teams og fokuserer på bedre operationel planlægning, mere effektiv performance management, opbygning af en lean virksomhedskultur samt højere synlighed på ledelsen over for medarbejdere. Dette tiltag har reduceret medarbejderstaben med ca. 900.

4. Analyse af TDC

Jeg vil i dette afsnit analysere TDC trin fra trin for at denne et overblik over problemstillingerne i denne case. Først vil jeg udarbejde en strategisk analyse, derefter vil jeg udarbejde en regnskabsanalyse for at denne en forudsætning for budgettingen, og til sidst vil jeg foretage en værdiansættelse på baggrund af budgettingen.



³⁴ TDC årsrapport 2011 s. 51

Trin 1: Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse af TDC er at identificere de faktorer, som ikke er finansielle værdidrivere, men som kan påvirke virksomheden internt og eksternt. Den strategiske analyse muliggør en vurdering af udviklingen i TDCs nuværende og fremtidige økonomiske situation, samt af den strategi, som TDCs ledelse har valgt. Analysen danner dermed grundlag for en kritisk vurdering af de anvendte budgetforudsætninger.

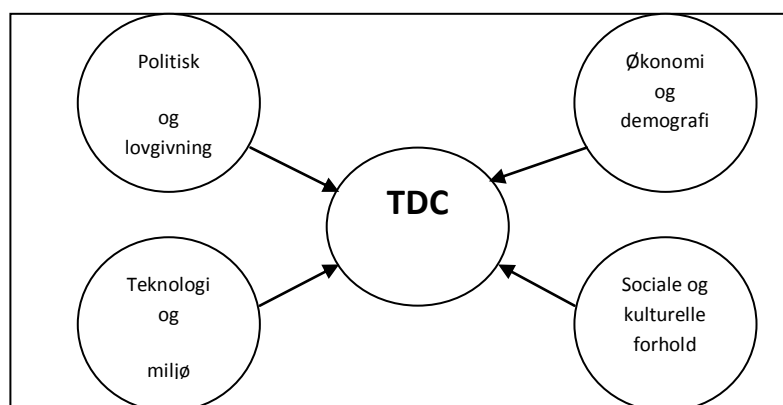
For at gennemføre den strategiske analyse vil jeg foretage en PEST analyse, Porters Five Forces, samt en analyse af TDCs værdikæde.

Trin 1.1 Eksternt analyse

Trin 1.1.1 PEST analyse

Formålet med PEST analysen er at identificere de samfundsmæssige faktorer (politiske, økonomiske, sociale og kulturelle, og teknologiske), der påvirker TDCs udvikling nu og fremtiden. Undervejs i analysen vil de vigtigste faktorer blive undersøgt.

Figur 4: ³⁵ PEST



Kilde: Egen tilvirkning

Trin 1.1.1.1 Politiske faktorer

TDCs forretningsaktiviteter ligger hovedsagligt i Danmark og andre nordiske lande. De nordiske lande er underlagt EUs lovgivning for telekommunikationsbranchen, og EU-rammelovgivningen³⁶

³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 69

³⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-316_da.htm

er fuldt implementeret i Danmark. Analysen vil tage udgangspunkt i det danske marked, mens betydelige forhold for EU's lovgivning også vil blive beskrevet. Teleloven udgør den primære lovmæssige danske regulering, og den indeholder de overordnede regler vedrørende slutbrugerforhold, forsyningspligt, nummerforhold og samtrafik.

Da TDC blev udpeget af Erhvervsstyrelsen som havende SMP (en stærk markedsposition)-status, blev TDC samtidig pålagt en række forpligtelser ifølge EU's lovgivning for at sikre, at konkurrencen på det pågældende marked er tilstrækkelig. Ud fra Erhvervsstyrelsens telelov § 2 -8³⁷ kan jeg beskrive TDC forpligtelser som følger³⁸:

- Imødekommelse af alle rimelige anmodninger om adgang til samtrafik
- Ikke-diskrimination
- Gennemsigtighed i forbindelse med samtrafik og nye samtrafikprodukter
- Regnskabsmæssig opsplitning
- Priskontrol § 41 og 46³⁹

Disse forpligtelser forhindrer TDC i at opkræve urealistiske høje priser på engrosmarkedet for at holde konkurrenterne ude. Priskontrollen fastsætter priserne ved hjælp af LRAIC-prismodeller (Long Run Average Incremental Costs), som har til formål at beregne omkostningerne ved levere infrastrukturprodukter og derved tillige at estimere en ”fair pris”, som kan ses på modellens beskrivelse fra ”Modification and development of the LRAIC model for fixed networks 2012-2014 in Denmark”⁴⁰. TDC er blevet reguleret via engrosmarkederne 4 (netinfrastrukturadgang via kobber), 5 (adgang til bredbånd) og 7 (mobilnet).

Derudover er TDC udpeget som forsyningspligtsudbyder helt tilbage fra 1997, og fik tildelt 4 såkaldte pakker fra Erhvervsstyrelsen⁴¹. Dette medførte at TDC har forsyningspligt på basale telefonitjenester, ISDN-net- og tjenester, handicaptjenester, faste kredsløb, nummeroplysningsservice og radiobaserede maritime nød – og sikkerhedstjenester.

³⁷ <http://erst.lovportaler.dk/showdoc.aspx?docId=bek20080701-full>

³⁸ Udkasttilanalyse (2012)

³⁹ <http://erst.lovportaler.dk/ShowDoc.aspx?docId=bek20110385-full>

⁴⁰ Udkasttilanalyse (2012)

⁴¹ <http://erst.lovportaler.dk/showdoc.aspx?docId=bek20080701-full>

Forsyningspligten løber indtil den 31. december 2014, men TDC har i lang tid forsøgt at slippe af med den, idet den koster TDC et stort tocifret millionbeløb om året.⁴²

Det kræver radiofrekvenser at drive mobilnet i Danmark, så derfor køber mobiloperatørerne licens af den danske stat. I 2001 betalte de 4 operatører, TDC, Orange, 3 og Telia, hver 950 mio. kr. for en 3G – licens. I 2010 betalte 4 operatører, TDC, Telenor, Telia og 3, et ukendt beløb for 4G – licens⁴³. Teleselskaberne har mulighed for at binde deres kunder i 6 måneder i deres abonnement ved at købe en mobil hos dem. Mobilselskaberne vil gerne ændre loven for at få mulighed for at binde deres kunder længere tid lige som andre EU-lande, og dette vil give teleselskaberne mulighed for at tjene mere.

En ny EU-roamingforordning, som kan beskrives at nye prislofter for mobil dataroaming, blev vedtaget i 2012, og den pålægger en række forpligtelser til teleselskaberne, som fx et loft på en gros- og detailpriser for tale, sms og data. Denne ordning vil medføre et lavere niveau for roamingtakster, hvilket på nogle områder vil give negativ indvirkning på TDCs omsætning og indtjening⁴⁴.

Ifølge Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har Danmark 6 store TV-distributører⁴⁵. TDC sidder på ca. 48 % af det danske TV-marked. Forbrugernes valgmuligheder er begrænset af, at det i dag kun i meget lille omfang er muligt at købe TV-kanalerne enkeltvis⁴⁶. Derfor kommer forbrugerne til at købe store TV-pakker, som bliver leveret af de få store TV-distributører. Ifølge en undersøgelse, som blev lavet af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, betaler 90 % af forbrugerne for kanaler, de slet ikke bruger.⁴⁷ Derfor ønsker styrelsen mere regulering på dette område, hvilket vil give forbrugerne mulighed for at vælge de kanaler, som de ønsker købe, og dermed vil de betale mindre.

Trin 1.1.1.2 Økonomiske faktorer

Efter finanskrisen har samfundets økonomi været ganske svag. Selv om mange af TDCs produkter bliver betragtet som en basisvare, dvs. at de fleste mennesker har behov for telefon, kabel-tv og internet uanset om det er i krisetider eller ej, vil den nuværende situation påvirke TDC negativt på mange måder.

⁴² <http://www.business.dk/diverse/tdc-vil-slippe-af-med-forsyningspligten>

⁴³ <http://www.computerworld.dk/art/56053/her-er-vinderne-af-licenser-til-4g-mobilnet-i-danmark>

⁴⁴ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-316_da.htm

⁴⁵ Konkurrence- og forbrugerstyrelsen (2011) s. 27

⁴⁶ Konkurrence- og forbrugerstyrelsen (2011) s. 27

⁴⁷ <http://www.business.dk/digital/frit-valg-vil-goere-tv-billigere>

Privatkunderne vil vælge billigere løsninger mht. deres telefonabonnement, internet, TV-pakker osv. Derudover vil TDC opleve en stigende grad af kunder, som ikke kan betale deres regninger.

Mange virksomheder er nødt til at skære ned på deres telekommunikations udgifter, hvor man skifter fastnettelefoni til IP- eller mobiltelefonis løsning. Flere virksomheder kan gå konkurs, og dermed øges risikoen for at påføre tab på grund af tab på uerholdelige kreditorer.

På grund af TDCs finansielle gearing er TDC følsom overfor renteudviklingen i samfundet, og denne kan påvirke TDC finansielle omkostninger både positivt og negativt, hvilket vil blive analyseret nærmere senere. Det kan muligvis opstå en situation, hvor bankerne og investorerne bliver mere forsigtige i krisetiden for at gøre det sværere for TDC at få adgang til billigere finansieringskilder, selv om TDCs finansielle situation er ganske stabil henover analyseperioden.

Trin 1.1.1.3 Teknologiske faktorer

I de sidste 20 år har der været en rivende udvikling indenfor tele- og kommunikationsbranchen, hvilket har fået forbrugerne til at ændre deres måde at kommunikere og forbinde sig med hinanden. Derudover løser forbrugerne flere og flere dagligdags ting over internettet, og dette skaber en høj grad af afhængighed af internettet samt et større behov for en bedre teknologi. Dette giver teleselskaberne både muligheder og udfordringer. For at beskrive den teknologiske udvikling mere tydeligt, vælger jeg at bruge en række af tallene fra telestatistikken.

Fastnettelefonen var det eneste kommunikationsredskab i de fleste hjem for 20 år siden. Men flere og flere har gradvist valgt fastnettelefonen fra til fordel for mobiltelefoni eller IP-telefoni, som er faldet med næsten 163.000 fra midten 2011 til midten af 2012⁴⁸. Mobiltelefonerne bliver bedre, mindre og billigere. På grund af teleselskabernes investering i mobilnetværket fra 2G til 4G og udviklingen af smartphone er det nu muligt at komme på internettet via sin mobiltelefon. Og i dag bruger man fx smartphone til meget mere end at tale med andre mennesker, som fx at spille spil, se tv, høre musik. Datatrafikken fra mobiltelefoner er på et år steget med hele 240 %⁴⁹. Hos telefonselskaberne er ca. 80 % af al trafik i mobilnettene nu data, men ca. 80 % af indtægterne kommer fra tale.⁵⁰ Denne udvikling kan blive en trussel for teleselskaberne, og det er grunden til, at teleselskaberne forsøger at tage betaling for at benytte ydelser som Skype og Viber.

⁴⁸ Telestatistik (2012) s.20

⁴⁹ Telestatistik (2012) s. 8

⁵⁰ <http://www.business.dk/digital/teleselskaber-klar-til-at-spaerre-for-skype>

Computeren er næsten blevet alle mands eje i dag. Man bruger tit computer til at downloade musik og film. En undersøgelse fra Børsen viser, at omkring halvdelen af danskerne ikke orker langsomme downloadhastigheder⁵¹. Og ifølge telestatistikken 2012 steg antallet af fastnet bredbåndsabonnementer med downloadhastighed på mindst 100 Mbit/s på 16 % på et år⁵². For at opfylde kundernes behov er det nødvendigt for at teleselskaberne og elselskaberne at investere i nye typer af net, såsom fibernet, som giver større muligheder for at nye anvendelsesmuligheder, især da forbrugerne køber flere og flere smart-tv, hvor man kan benytte programmer som Stofa, webtv, YouSeeplay osv.

Trin 1.1.1.4 Sociale og kulturelle faktorer

Ud fra ovenstående beskrivelse af den teknologiske udvikling inden for tele- og kommunikationsområdet kan man godt se, at forbrugernes dagligdag er blevet mere og mere afhængige af internettet, hvilket for altid har ændret deres adfærd.

I dag har man mange muligheder for at være i kontakt med andre uden at skulle være fysisk tilstede takket være internettet og mobiltelefoni. Computeren og Smartphonen giver adgang til sociale netværk på internettet, såsom Facebook, Twitter, LinkedIn eller til at chatte igennem fx Skype, Messenger osv.

På underholdningsområdet vil man have større frihed til at bestemme, hvilke tv kanaler eller hvilken slags musik, man gerne vil se eller høre – og det tilmed, når man selv har tid eller lyst! Dette er blevet muligt takket være teleselskabernes teknologiske udvikling, og de mange nye produkter og muligheder som har ført dette med sig.

Der kommer flere og flere nyere og bedre produkter, og at teleselskaberne tilbyder flere og flere tjenester er et tegn på, at forbrugernes efterspørgsel af produkterne er stigende. Teleselskabernes omsætning vil blive øget, men der er behov for større investeringer i infrastrukturen. Forbedret infrastruktur vil give teleselskaberne mulighed for at tilbyde mange forskellige produkter til hver enkel kunde, fx har TDC stor succes med at tilbyde Home Trio til deres kunder, hvor man får mange produkter, som bredbånd, telefoni og tv igennem telefonstikket.

Trin 1.1.1.5 Opsummering af PEST analyse

⁵¹ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3190235/artikel.html?hl=dXBsb2FkaGFzdGlnaGVk>

⁵² Telestatistik (2012) s. 15

Ud fra min analyse har jeg lavet en opsummering af de faktorer, som påvirker TDC mest - Se figur 5:

Figur 5: PEST

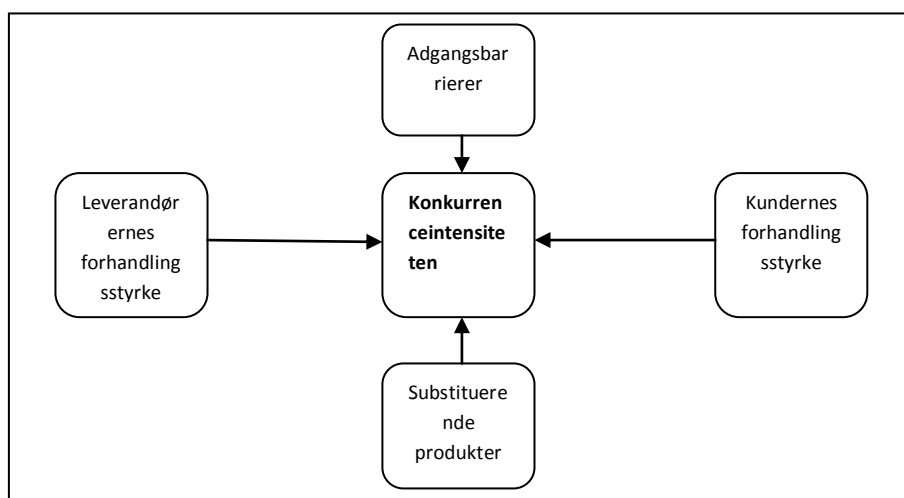
Politiske faktorer	Økonomiske faktorer
• Lovreguleringen fra både EU og Danmark, idet TDC har en dominerende position. • TDC er udpeget som forsyningspligtsudbyder. Derfor skal TDC investere i det landsdækkende net og have forsyningspligten på en række af tjenester, som ikke er rentable. • Reguleringen af bindingsperiode. • Reguleringen af TV-pakker, idet forbrugerne ønsker fleksible løsninger, hvor man frit kan vælge de kanaler, som man ønsker at se og dermed købe.	• Lavkonjunktur kan påvirke TDCs indtjening negativt. På trods af, at TDCs produkter betragtes som basisvare, kan kunderne vælge billigere løsninger. • Lavkonjunktur får mange virksomheder til at skære ned på deres telekommunikations udgifter. Fx vil man kunne skifte fastnettelefoni til en IP- eller mobiltelefoni løsning. • Renteudviklingen i samfundet, som kan medføre, at TDC får højere/lavere finansielle omkostninger.
Teknologiske faktorer	Sociale og kulturelle faktorer
• En hurtig udvikling på både mobilnet og fastnet. • Nye produkter, som smartphone, smart-tv osv. giver forbrugerne en større adgang til mobile- /internettjenester. Derfor har de behov for hurtigere forbindelse, som 4G, fibernet. • Benyttelsen af en række programmer som Skype og Viber kan blive en trussel for teleselskabernes indtægter.	• En gradvis ændring af kommunikationen imellem mennesker på grund af mobiltelefoner og sociale medier. • Forbrugerne bliver mere og mere afhængige af deres mobiltelefon.

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 1.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces er en model, der analyserer konkurrencesituationen på brancheniveau, og derved udpeger de vigtigste forhold i et værdimæssigt perspektiv⁵³. Analysen vil afdække de muligheder, der eksisterer for at skabe et afkast i telebranchen - den vil senere blive afspejlet i budgetteringen.

Figur 6:⁵⁴ Porters Five Forces



Kilde: Egen tilvirkning

Trin 1.1.2.1 Adgangsbarrierer

Som tidligere beskrevet, dominerer TDC næsten alle forretningsområder inden for telebranchen i Danmark. TDC har derved mulighed for at opnå stordriftsfordele, samt mulighed for at købe de små konkurrenter ud af markedet. Dog findes der en række lovgivninger for at forhindre i at TDC misbruger sin dominerende position til at forhindre nye virksomheder at komme ind på markedet.

- **Fastnet:** Som den eneste i Danmark ejer TDC accessnet, som til gengæld medfører, at TDC har forsyningspligten – dette giver fx en konkurrent mulighed for at leje sig ind på TDCs net, og prisen beregnes ud fra en LRAIC model. Fastnetområdet er dog aftagende, og det kræver mange ressourcer at investere i opbygning af et nyt netværk⁵⁵. Derudover kan accessnet ikke længere levere den nødvendige hastighed, som kunderne efterspørger.

⁵³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 73

⁵⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 73

⁵⁵ <http://www.kfst.dk/?id=15535>

- **TVog Bredbånd:** TDC ejer også Coaxnet (kabelnet), som bliver brugt til at levere kabel-tv og bredbånd til kunderne, og som har en dækning på 58 % af alle danske husstande. Her havde konkurrenterne ikke mulighed for at leje sig ind på TDCs netværk indtil 2010, så konkurrenterne skulle selv bygge deres egne netværk. Men IT- og Telestyrelsen afgjorte, at TDCs Coaxnet skulle åbnes for at skabe bedre konkurrencemuligheder,⁵⁶ hvilket formindsker adgangsbarriererne.
- **Fibernet:** For at konkurrere på de to ovenstående områder mod TDC, er elselskaberne begyndt at investere i fibernettet i de sidste år, idet fibernettets teknologi er mere tidssvarende for at leve op til fremtidens efterspørgsel fra kunderne. 15 selskaber fusionerede den 26. februar 2010 og skabte derved selskabet Wao for at opnå stordriftsfordele⁵⁷. For at konkurrere mod TDCs dominans i tv-bredbåndsmarkedet opkøbte elselskaberne Stofa i 2013⁵⁸. TDC er også begyndt at investere inden for dette område, og de er endda villig til at leje deres net til de kommende konkurrenter i forhold til elselskaberne, hvilket også formindsker adgangsbarriererne.
- **Mobil:** I dag har 4 selskaber (TDC, 3, Telenor og Telia) deres eget mobilnet i Danmark. Men der er ikke mulighed for at opbygge et nyt netværk, idet der kun gives 4 licenser⁵⁹. Til gengæld har konkurrenterne mulighed for at leje sig ind på et eksisterende netværk, og som følge heraf opstod der en række lavprisselskaber. De store selskaber foretager løbende opkøb af disse selskaber, fx har TDC alene købt i alt 6 lavprisselskaber⁶⁰. De nye tilkommende lavprisselskaber vil få en hård konkurrence fra de store selskaber, idet de også har lavprisselskaber, som kan opnå stordriftsfordele.

Ud fra ovenstående analyse kan man se, at adgangsbarriererne er ganske store.

Trin 1.1.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Generelt set er kundernes forhandlingsstyrke begrænset, idet kundesammensætningen er meget forskellig, og omsætningen udgør heller ikke en kritisk størrelse.

- **Fastnet:** Inden for fastnettelefoni er TDC den største udbyder i Danmark, og TDC dominerer både private og offentlige selskaber og organisationer, ligesom TDC har

⁵⁶ <http://www.telemarkedet.dk/coax-nettet-aabnes-tdc-og-yousee-skal-dele-deres-kabelnet>

⁵⁷ http://www.energy-supply.dk/article/view/49530/15_elselskaber_bag_selskabet_wao

⁵⁸ <http://www.computerworld.dk/art/224567/fremadstormende-fiber-boss-lurer-paa-mega-fusion>

⁵⁹ <http://npinvestor.dk/nyheder/der-tildeles-sandsynligvis-fire-landsdaekkende-mobillicenser-10200.aspx>

⁶⁰ TDC årsrapport 2012 s.11

mulighed for at tilbyde en samlet kommunikationsløsning for virksomheder gældende i hele Norden.

- **Mobil:** I Danmark har teleselskaberne mulighed for at binde en kunde i 6 måneder, når den kunde køber en ny mobiltelefon, som jf. forbrugeraftaleloven §14 stk. 2⁶¹. Mobiltelefonis udvikling har gjort, at kunden har behov for at købe en nyere og bedre mobiltelefon for at bruge alle nye funktioner. Derfor tilbyder TDC deres kunder nyere og bedre mobiltelefon for at fastholde dem, og derudover tilbyder TDC deres kunder Play, hvor de kan downloade gratis musik, så længe kunden har et abonnement. Mange kunder skifter dog ofte til et discountselskab med et billigere abonnement, når 6 måneders bindingsperiode er gået, hvilket er grundet til, at de (og andre store teleselskaber) opkøber lavprisselskaber for at forhindre kunderne til at flytte til andre lavprisselskaber. Med andre ord - kundernes forhandlingsstyrke begrænses.
- **TV:** TDC sidder også tungt på tv-markedet. Dels er TDC den største leverandør til antenneforeninger, og dels kan TDC levere de fleste kanaler til deres kunder⁶². I dag har husstanden en tilslutningspligt til antenneforeningen, men Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen vil gøre op med dette, så forbrugerne har mulighed for at selv vælge både TV-leverandør og TV-kanaler⁶³ ⁶⁴. Derudover vil mange elselskaber, som har investeret i fibernettet, igennem fusioner og opkøb, betyde større konkurrence på tv-marked. Derfor vil kunderne få større forhandlingsstyrke i fremtiden.

På den anden side har TDC mulighed for at levere en pakkedøsning med samlet telefoni, tv, mobil og bredbånd til deres kunder, hvilket vil øge TDCs forhandlingsstyrke.

Trin 1.1.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

TDC har været igennem løbende effektiviseringer, hvor de outsourcer en del af funktionerne til deres leverandører både i Danmark og en del til lavtlønnede lande (fx Indien) for at spare omkostninger. Da TDC er en stor virksomhed i Danmark, har TDC en stærk forhandlingsstyrke over for de fleste leverandører på det nationale plan. Selv om nogle af deres leverandører er store internationale virksomheder, er opgaverne fra TDC forholdsmæssig store for deres datterselskaber i

⁶¹ <http://www.forbrugerombudsmanden.dk/Om-Forbrugerombudsmanden/Hoeringssvar-og-indberetninger/ovrigt/bindingsperioder/bindingsperioder>

⁶² <http://m.business.dk/?article=2573202-TDCs-guldaeg-slaar-revner>

⁶³ <http://www.business.dk/bolig/styrelse-der-skal-gribes-ind-mod-tv-pakker>

⁶⁴ <http://ing.dk/artikel/tv-seere-frigoeres-fra-antenneforeningers-stavnsband-135685>

Danmark. Hvis de vil have fodfæste på det danske marked, er de nødt til at få opgaver fra et stort selskab som TDC. Jeg nævner et par eksempler nedenfor:

I sidste mange år har Ericsson stået for udbygningen og vedligeholdelsen af TDCs mobilnettet⁶⁵. Ericsson er en stor svensk virksomhed indenfor mobilteknologi, som har mange aftaler på det internationale plan. En anden eksempel er CSC, som er en stor amerikansk virksomhed indenfor IT, som har afdelinger over i 70 lande. CSC har gennem en årrække overtaget flere IT- opgaver fra TDC, men de blev i 2010 fyret til fordel for indiske Tata Consulting Services, hvilket har haft en stor konsekvens for CSCs økonomi og ansatte i Danmark⁶⁶. Både Ericsson og CSC har foretaget store investeringer i Danmark, og de vil også gerne have overskud her i landet. TDC er sandsynligvis en af vigtigste kunder for de begge virksomheder i Danmark på grund af TDCs størrelse, så TDC har derfor forholdsvis stor forhandlingsstyrke over de to i Danmark.

Medarbejderne er en vigtig leverandør for TDC. På grund af den økonomiske krise har det danske arbejdsmarked haft det svært med hensyn til beskæftigelsen. En undersøgelse fra HK viser, at mange frygter en fyring, hvis de ikke kan komme på arbejde på grund af sygdomme⁶⁷. Dermed har TDC for tiden en ”stærk” forhandlingsstyrke over deres medarbejdere, som en høj grad er bange for at miste deres job, og det er svært fået et nyt. Men i Danmark er fagforeninger meget organiseret, og de forhandler med virksomhederne på deres medlemmers vegne for at begrænse virksomhedens forhandlingsstyrke over deres medarbejder.

Trin 1.1.2.4 Substituerende produkter

- **Fastnet:** Fra den traditionelle fastnettelefoni til IP-telefoni og mobiltelefoni, de foretrukne alternativer.
- **Mobil:** Der findes ikke nogen direkte substituerende produkter til mobiltelefonien, men der findes en række gratis programmer som Skype, Viber, WhatsApp osv. Disse programmer kan benyttes til at gratis at kontakte andre via en mobiltelefon. Mobilselskaberne tjener næsten ikke nogen penge på disse programmer, idet de benytter mobil-bredbånd til at

⁶⁵ <http://om.tdc.dk/publish.php?id=15525>

⁶⁶ <http://www.version2.dk/artikel/tdc-fyrer-csc-43420>

⁶⁷ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-65695755:to-ud-af-tre-g%C3%A5r-syge-p%C3%A5-job.html>

gennemføre en telefonsamtale. Så det er med god grund, at mobilselskaberne forsøger at blokere eller tage ekstra betaling for at benytte disse programmer⁶⁸.

- **Dataoverførsel:** Der findes mange muligheder for dataoverførsel, hvor man kan vælge imellem bl.a. mobil-bredbånd, bredbånd, Wi-fi og fibernettet. Disse netværker kan i høj grad substituere hinanden inden for internet-markedet. Udviklingen af fibernettet er begyndt med at påvirke tv-markedet, idet det kan bruges til både dataoverførsel og IP-TV. Forbrugerens præference, som downloadhastighed og mobilitet, er afgørende for, om man vælger en eller flere løsninger. TDC kan have en konkurrencefordel på grund af deres størrelse, da TDC kan levere en samlet løsning til deres kunder.

Trin 1.1.2.5 Konkurrenceintensiteten

- **Fastnet:** TDC har en markedsandel på over 80 % på fastnettelefoni, men konkurrencen vil være begrænset i fremtiden på grund af den fortsatte migrering fra fastnettelefoni til mobiltelefoni og IP-telefoni. Telestatistik for første halvår af 2011 viser, at antallet af fastnettelefoni-abonnenter er faldet mere end 25 % i løbet af de seneste 2 år, mens antallet af IP-telefoni-abonnenter er vokset med 40 %.⁶⁹ Det er således disse produkter, der skaber den reelle konkurrence i markedet, som har en lav grad af konkurrenceintensitet.
- **Mobil:** De store mobilselskaber dominerer det danske mobilmarked, som fortsætter med at stige og nu nærmer sig 8 mio. forbrugere, mens datatrafikken fra mobiltelefoner står godt for 2/3 af den samlede mængde overførte data, og resten 1/3 igennem bredbåndet.⁷⁰ Disse selskabers markedsandele fordeles således: TDC 42,9 %, Telenor 25,2 %, Telia 18 % og 3 8,7 % i 2011.⁷¹ Konkurrencen har været hård i sidste mange år, og de store selskaber er blevet truet af discountselskaberne som Onefone, CBB, M1 og Telemore, da de tilbyder lavere pris på deres abonnement. Disse selskaber er dog hurtigt blevet opkøbt af de store selskaber, og de fortsætter med at markedsføres dem under deres egen brand for at begrænse konkurrence. Selskaberne tilbyder næsten de samme produkter, hvilket gør det svært at differentiere sig, og prisen vil stadig være en vigtig faktor i konkurrencen.

⁶⁸

http://www.tomshardware.dk/nyheder/nyhed.cfm/2012/09/12/teleselskaberne_kan_blokere_for_skype_og_gratis_ms-tjenester

⁶⁹ Telestatistik (2011) s. 17

⁷⁰ Telestatistik (2011) s. 8

⁷¹ <http://telia.dk/omtelia/telia/fakta/nogletal/tal>

- **TV og bredbånd:** TDC har været meget dominerende inden for fastnetbredbånd, idet de ejer et landdækket accesnet og coaxnet. Konkurrenterne må leje sig ind på TDCs net eller Telia Coaxnet. Markedet forsætter forholdsvis stabilt i 2012 med en lille stigning på ca. 2 %. XDSL og kabelmodem forsætter med at være dominerende med henholdsvis markedsandele på henholdsvis 55,2 % og 26,3 % i 2012. Men der er sket en del ændringer på tværs af de forskellige teknologier. Antallet af XDSL-abonnenter faldt således med 2,9 %, mens fiberabonnenterne steg med ca. 28 % fra 171.000 til 219.000, som derved har en markedsandel på 10 %.⁷² Fiberforbindelsens store fordel er hurtigere upstreamhastigheder såvel som downstreamhastigheder. Konkurrencen vil intensivere i den kommende tid efter dannelsen af Waoo, som vil forsætte med opkøb af andre virksomheder for at opnå endnu flere stordriftsfordele. I februar 2013 blev Stofa opkøbt af elskabet SE, som er medejer af Waoo. Resultat: de kan tilbyde billigere produkter på markedet. Denne udvikling påvirker ikke kun på fastnetbredbåndsmarkedet, men også konkurrencens situation på tv-markedet. TDC konkurrerer normalt mod Stofa og Boxer, men med opkøbet af Stofa vil Waoo blive en endnu større trussel på grund af muligheden for at kunne levere og se TV over fibernet, så TDC begyndte derfor også at investere i fibernet.

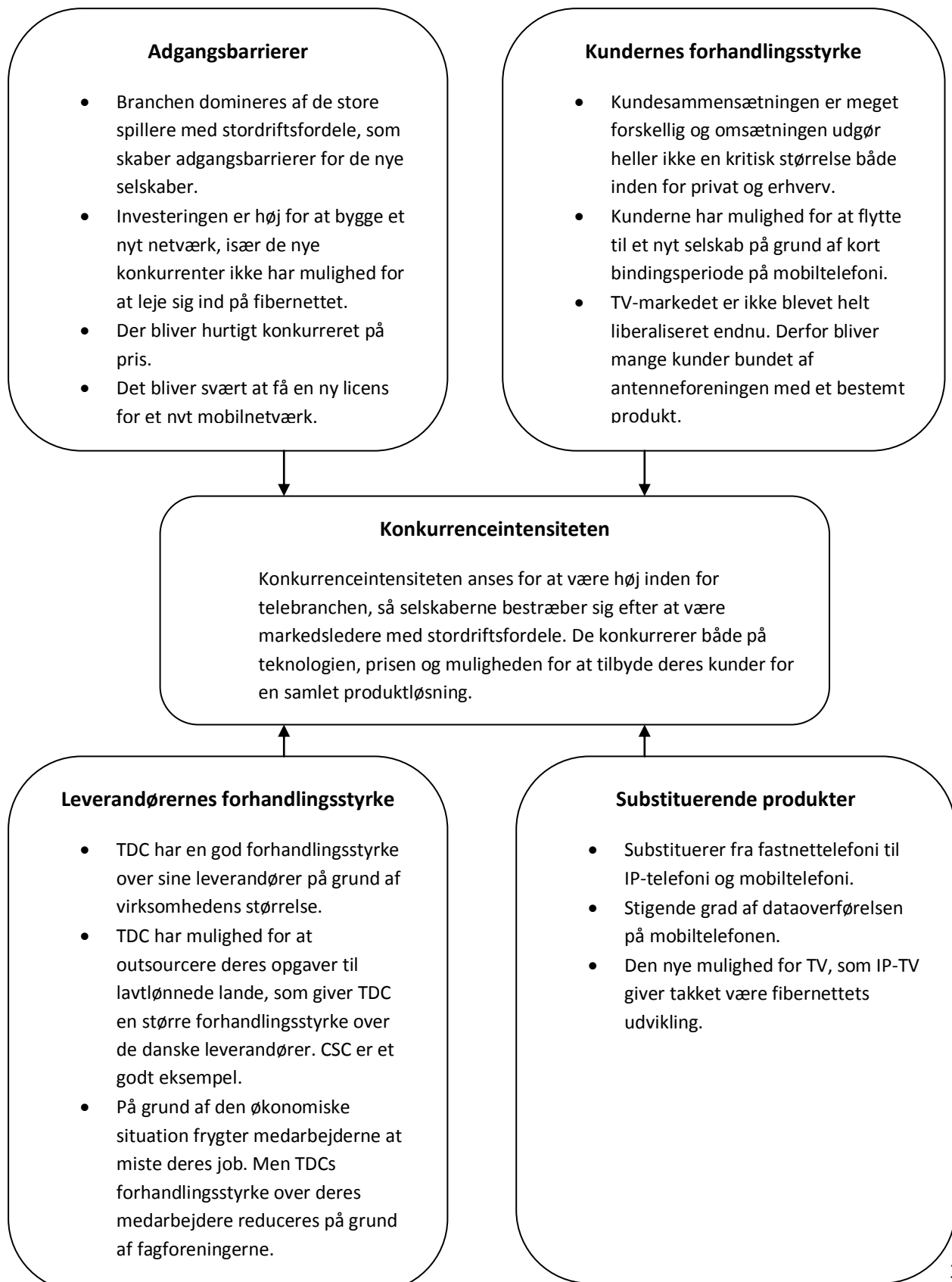
Selskaberne vil konkurrere med hinanden ved at tilbyde deres kunder et kombineret produkt. Derfor har TDC fået et nyt fokus på integrerede løsninger til husstande⁷³.

⁷² Telestatistik (2011) s.12

⁷³ TDC årsrapport 2012 s. 13

Trin 1.1.2.6 Opsummering for Porters Five Forces

Ud fra ovenstående analyse har jeg fundet frem til de faktorer, som har den største påvirkning på konkurrenceintensiteten. Se figur 7:



Trin 1.2 Intern analyse

Trin 1.2.1 Værdikæde

Jeg vil bruge værdikæde til at analysere TDCs ressourcer og kernekompetencer og derved vise, hvordan TDC kan få konkurrencemæssige fordele. Aktiviteterne kan deles op i henholdsvis primære og støttende aktiviteter. De primære aktiviteter viser, hvordan virksomhedens omsætning genereres, mens de støttende aktiviteter er støtter virksomhedens drift.

Figur 8:⁷⁴ TDCs værdikæde

Drift af netværk	Indkøb	Salg og marketing	Service
Teknologisk udvikling			
HR			

Kilde: Egen tilvirkning

Primære aktiviteter

Trin 1.2.1.1 Drift af netværk

Netværket er en af de vigtige materielle anlægsressourcer for TDC. Udbygningen og driften af netværkerne er omkostningstunge, men det er en nødvendighed for at sikre produkternes kvalitet. Derudover er TDC nødt til at investere i ny teknologi for at leve op kundernes efterspørgsler og dermed bevare deres konkurrencefordele. I 2011 investerede TDC 2,6 mia. kr. i infrastruktur, bl.a. fibernet og 4G/LTE mobilteknologi, og de planlægger at investere 25 mia. kr. i perioden 2012 til 2020.⁷⁵

I 2011 forsætter TDC sin effektiviseringsplan, og derfor har TDC outsourcet en del af funktionerne indenfor udbygningen og driften af netværkerne bl.a. til Fiber & Anlæg. Dermed har TDC mulighed for at reducere sin medarbejderstab.

Trin 1.2.1.2 Indkøb

⁷⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 79

⁷⁵ TDC årsrapport 2011 s. 29

TDCs størrelse er en afgørende faktor for TDCs indkøb, idet det giver TDC en klar forhandlingsstyrke over deres leverandører på national plan. Det betyder bl.a., at TDC kan opnå rabatter og fordelagtige aftaler og derved forblive konkurrencedygtigt. Det er strategisk vigtigt, at et telefonselskab binder en kunde i 6 måneder for abonnementet, for derefter at lokke kunden til at købe en ny mobiltelefon, digital-box eller computer. Det betyder også, at de skal kunne levere det nyeste og billigste produkt til deres kunde for at vinde over konkurrenterne.

Trin 1.2.1.3 Salg og marketing

TDC har en ambition om at være Europas stærkeste teleselskab målt på indtjening og kundetilfredshed. Derfor skal salg og marketing være en af de kompetencer for at opnå denne ambition.

TDC markedsfører deres produkter igennem fx TV, internet, forhandlere og supermarkeder. Derudover forsætter TDC at markedsføre de opkøbte selskaber som Fullrate, Telmore, M1 og Onefone under deres egne brand.

TDC sælger deres produkter gennem deres egne landsdækkende telebutikker, hvor deres medarbejdere kan demonstrere produkterne. For at ramme flest mulige kundesegmenter, benytter TDC flere distributionskilder, som telebutikker, supermarkeder og internettet.

Da TDC har et meget bredt produktsortiment til at afdække forskellige kundegrupperes behov, har TDC mulighed for at differentiere priser for at øge indtjening.

Trin 1.2.1.4 Service

Man kan få hjælp og rådgivning igennem TDCs landsdækkende telebutikker, call-centre og internettet.

I 2009 iværksatte TDC forbedringsprogrammet TAK for at øge kundetilfredshed, da den har en stor betydning for kundernes loyalitet over for TDC. Nogle af punkterne i TAK er bl.a. bedre tilpasning af forventninger med kunden i salgssituation, færre driftsforstyrrelser i brugtagningsfasen, hurtig og effektiv fejlhåndtering og et bedre serviceniveau i call-centrene mv. I 2011 kunne TDC allerede måle forbedringerne på indsatsområderne, fx faldt fejlretning med 2,8 %, fejlprocenterne efter

levering faldt med 6 %, antallet af tilbagevendende fejl faldt med 8 %, og kundetilfredsheden steg fra 71 i 2010 til 72 i 2011.⁷⁶

Støttende aktiviteter

Trin 1.2.1.5 Teknologisk udvikling

TDC er på forkant med innovativ tænkning inden for produkter, tjenester og processer. De skaber nye måder at udnytte teleinfrastrukturen på tværs af alle teknologiplatforme, hvilket igen forøger værdien for deres kunder.

For at sikre effektiv produktion og hurtig lancering af nye produkter benytter TDC TPM (Technical product management) til at overvåge og optimere alle nye produktudviklingsprojekter i hele koncernen.

TDC er nødt til at investere i ny teknologi for at holde trit med konkurrenterne, mens de samtidig skal mindske omkostningerne ved hjælp af en effektiviseringsplan. En del af funktionerne bliver derfor outsourcet til deres leverandører. Aktiviteterne vedrørende udbygningen af fibernet er outsourcet til Fiber & Anlæg for at reducere leveringstiden og forbedre leveringspræcisionen, hvilken har medført, at leveringstiderne er forbedret med 23 % fra 2010 til 2011, og at leveringspræcisionen er steget fra et gennemsnit på 80 % til 85 %.⁷⁷

Trin 1.2.1.6 HR

HR har en vigtig funktion i forhold til at skabe en attraktiv arbejdsplads, hvor de kompetente medarbejdere fastholdes og ansættes for at skabe merværdi for virksomheden.

På grund af effektiviseringsplanen har TDC igangsat en række programmer, som vil føre til en reduktion af antallet af medarbejdere. TDC Pro er en gennemgang af driftsmodellen, der skal skabe øget effektivitet. TDC 2.0 omhandler daglige arbejdsrutiner i alle teams og fokuserer på bedre operationel planlægning, mere effektiv ”performance management”, opbygning af en lean virksomhedskultur, samt på at gøre ledelsen mere synlig for medarbejderne. Disse programmers

⁷⁶ TDC årsrapport 2011 s.52

⁷⁷ TDC årsrapport 2011 s.53

implementering i 2011 har ført til en reduktion af ca. 900 medarbejdere, og et fald i personaleomkostningen på 11,7 %, og igen i 2012 en reduktion af ca. 650 medarbejdere⁷⁸

Derfor er HRs funktion blevet vigtigere end nogensinde på grund af den store reduktion af antallet af medarbejderne. HR skal kunne identificere de mest kompetente medarbejdere, som skal forsætte i et stærkt TDC. Derudover skal HR indgå en fornuftig aftale med de fagforeninger, så medarbejderne bliver så godt rustede som muligt, når de forlader virksomheden.

Trin 1.2.1.7 Opsummering af værdikæden

Ud fra ovenstående analyse af TDCs værdikæde finder jeg frem til ressourcer og kernekompetencer, som TDC kan nytte for at opnå konkurrencefordele.

- Sikre optimal drift af netværket og investere ny teknologi.
- Udnytte forhandlingsstyrken for at købe billigt ind.
- Forbedre marketing, udbygge flere distributionskanaler og udnytte optimalt de opkøbte selskaber for at afdække markedet.
- Forsætte med forbedringsprogrammet TAK for at forbedre servicen endnu mere.
- Forsætte med at være innovativ.
- Forsætte med at skabe en bedre arbejdsplads, og dermed fastholde og tiltrække de mest kompetente medarbejdere.

Trin 1.3 Konklusion på den strategiske analyse

TDC er markedsleder inden for telebranchen i Danmark. TDC har sine egne netværker, som accesnet, mobilnet, kabel-netværk og fibernet, som dog er dyr i vedligeholdelse og udbygning. PEST-analysen viser, at TDC bliver pålagt en række forpligtelser fra myndighederne fra Danmark og EU på grund af TDCs SMP-status. Disse forpligtelser fører til en række negative konsekvenser for TDC: 1) nogle forpligtelser koster TDC et stort tocifret millionbeløb om året. 2) TDC skal give konkurrenterne adgang til deres netværker, hvilket fører til endnu større konkurrence på markedet. 3) prisreguleringen påvirker negativt på TDCs omsætning og indtjening.

På grund af den svage økonomiske situation i samfundet søger mange kunder de billigere løsninger.

⁷⁸ TDC årsrapport 2011 s.52 og 2012 s. 83

Fastnettelefoni har traditionelt været det område, som har bidraget med den største andel af forretningen for TDC. Markedet for fastnettelefoni er nedadgående på grund af den teknologiske udvikling inden for mobiltelefoni og IP-telefoni. Den nye anvendelsesmulighed for smartphone, pc og smart-tv forøger efterspørgslen efter højere hastighed via 4G netværk og fibernet, idet kunderne ønsker sig større frihed til underholdning og socialkontakt.

Konkurrenceintensiteten anses for at være høj inden for telebranchen, så selskaberne bestræber sig efter at være markedsledere med stordriftsfordele. De konkurrerer både på teknologien, prisen, service og muligheden for at tilbyde deres kunder for en samlet produktløsning. Analysen viser, hvad TDCs handlingsplan for at forblive konkurrencedygtigt er: 1) TDC opkøber en række lavprisselskaber, som bl.a. Onefone, Fullrate, Telemore osv., for at dække discountsegmenterne inden for telebranchen. Dette vil forhindre kunderne i at flytte til andre lavprisselskaber. 2) TDC investerer og udbygger deres net-infrastruktur for at forbedre deres konkurrenceevne, især over for elsselskaberne. 3) TDC har en stor forhandlingsstyrke over deres leverandører, hvilket giver TDC en bedre mulighed for at forhandle bedre betingelser og derved forblive konkurrencedygtigt. 4) TDC igangsætter forbedringsprogrammet TAK for at forbedre serviceniveau og derved styrke kundernes loyalitet. 5) TDCs effektiviseringsplan fører til reduktionen af personaleomkostningen og derved bliver TDC mere konkurrencedygtigt.



Trin 2 Regnskabsanalyse

I dette kapitel vil jeg foretage en kritisk gennemgang og vurdering af de regnskabsmæssige informationer i TDCs årsrapporter. Formålet med regnskabsanalysen er at fastlægge det historiske niveau og identificere trends for væsentlige value drivers (finansielle nøgletal) – det finansielle udgangspunkt i forbindelse med budgettering.

Regnskabsanalysen skal afdække alle væsentlige økonomiske aspekter omkring TDC, dvs. evnen til at:

- Skabe værdi for aktionærerne
- Generere lønsom vækst
- Styre væsentlige driftmæssige og finansielle risici

Udgangspunktet for regnskabsanalysen er årsrapporterne 2009 -2012. Men her vil jeg bemærke, der er sket et stort fald i regnskabstallene fra 2009 til 2010 på grund af TDC har frasolgt en række datterselskaber som fx Sunrise i 2010. Dette kan ses som et stort fald i fx investeret kapital og egenkapital. Jeg har dog ikke mulighed for at identificere diverse regnskabsposter for de ophørende aktiviteter før år 2010, så i denne opgave fokuserer jeg på udviklingen i de forretningsområder, som TDC forsætter med at eje, idet de frasolgte selskaber ikke bidrager til den fremtidige vækst. For at skabe et retvisende billede af TDCs historiske udvikling beregner jeg derfor kun diverse finansielle nøgletal for 3 år (2010-2012), hvor man normal ville beregne for 4-5 år.

Analysen vil blive foretaget ud fra tidsserie- og tværsnitsanalyser samt beregninger af diverse finansielle nøgletal.

Trin 2.1 Revisionens påtegninger

Revision af TDCs koncernregnskab og årsregnskab har været udført af PricewaterhouseCoopers fra år 2009 og frem. Der har ikke været forhold, som revisionen har taget forbehold for, hvilket må betegnes som, at der er stor tillid til ledelsen, regnskaberne, og deres pålidelighed.

Trin 2.2 Den anvendte regnskabspraksis

Beskrivelsen af den anvendte regnskabspraksis til formålet viser, om TDC har foretaget nogle ændringer i de analyseperioder, som påvirker de finansielle nøgletal.

TDCs koncernregnskaber fra 2009 til 2012 er aflagt i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS) udstedt af International Accounting Standarda Board (IASB), som er godkendt af EU samt yderligere danske oplysningskrav (Årsregnskabsloven – ÅRL) til regnskabsaflæggelse for børsnoterede virksomheder. Jeg forventer derfor, at regnskaberne er pålidelige.

TDCs koncernregnskaber er udarbejdet med udgangspunkt i det historiske kostprisprincip, bortset fra, at følgende aktiver og forpligter måles til dagsværdi: afledte finansielle instrumenter, finansielle instrumenter i handelsbeholdning og finansielle instrumenter klassificeret som disponible for salg.

Trin 2.3 Reformulering af regnskabet

I TDCs regnskab er sondringen mellem drift og finansiering som regel ikke tydelig. Derfor er der et formål med at klassificere en række regnskabsposter i henholdsvis drifts- og finansieringsposter. Driften er den primære drivkraft for værdiskabelsen i en virksomhed. Finansieringen viser, hvorledes driften er finansieret⁷⁹.

I den officielle resultatopgørelse oplyses alene et samlet beløb for TDCs skattebetaling. Men det er brugbart at vide, hvordan fordelingen af skatten er imellem driften og finansieringen, og i den forbindelse benytter jeg den effektive skattesats for at allokere på de enkelte poster i den reformulerede resultatopgørelse.

Jeg tager også år 2005 med i både den reformulerede resultatopgørelse og den reformulerede balance, idet jeg skal bruge nogle nøgletal til min beregning på et senere tidspunkt.

Trin 2.3.1 Reformuleret egenkapitalopgørelsen⁸⁰

Jeg har foretaget en grundig analyse af TDCs egenkapitalopgørelse for at være sikker på at belyse alle aspekter, der berører ejernes interesse. I analysen får jeg identificeret alle poster, kaldet ”dirty surplus accounting”, som bliver bogført direkte på egenkapitalen uden om resultatopgørelsen. Disse poster kan eksempelvis være urealiserede gevinster på anlægsaktiver og valutakursreguleringer, som kan ses på reformuleret resultatopgørelse under anden totalindkomst.

I udregningen af totalindkomsten vises transaktionerne med TDCs ejer, såsom kapitalindskud, aktietilbagekøb og dividende. Som det fremgår i egenkapitalopgørelsen har TDC foretaget en række dividendeudbetalinger i den pågældende analyseperiode. Salget af Sunrise for 18,6 mia. kr., blev brugt til aktietilbagekøb på 9 mia. kr. og resten til betalingen af gælden.

⁷⁹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 121

⁸⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 107

Tabel 2: Reformuleret egenkapitalopgørelse

TDC DKKm	2012	2011	2010	2009
Egenkapital primo	22.244	20.855	27.078	31.680
Transaktioner med ejere				
Kapitalindskud				
Aktietilbagekøb	-750		-9.000	
Udbytte egne aktier	96	19		11
Udbetale dividende	-3.688	-1.799		-8.071
Aktiebaseret aflønning	71	42	141	
Nettodividende	-4271	-1738	-8.859	-8.060
Totalindkomst				
Nettoresultat	3.593	2.808	3.007	2.383
Valutakursregulering af udenlandske virksomheder	74	6	2.041	460
Valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder			-706	
Tilbageførsel af valutasreguleringer fra udenlandske virksomheder		-1	-1.234	171
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme	-140	266		
Dagsværdireguleringer af sikringsinstrumenter til sikring af pengestrømme overført til resultatopgørelsen	134	-150		
Aktuarmæssige gevinster/tab vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger	-160	276	-515	588
Skat af anden totalindkomst	39	-78	121	-144
Tilbageførsel af skat vedrørende valutasikring af nettoinvesteringer i udenlandske virksomheder			-78	
Anden totalindkomst	-53	319	-371	1075
Totalindkomst i alt	3.540	3.127	2.636	3.458
Egenkapital ultimo	21.513	22.244	20.855	27.078

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 2.3.2 Resultatopgørelsen

Ved reformulering af resultatopgørelse opnår jeg, at en opdeling af den primære drift og finansieringen giver et bedre indtryk af værdiskabelsen ved den primære drift, som vist i tabel 3. I den reformulerede resultatopgørelse medtages som tidligere nævnt poster (anden totalindkomst) fra egenkapitalopgørelsen.

Posten ”særlige poster” i den officielle resultatopgørelse indeholder hovedsagelig omstruktureringposter. Omstruktureringssomkostninger vil til en vis grad være en del af den daglige drift af virksomheden. Derfor bliver den post vurderet til at være en del af den primære drift, hvor den bliver indregnet inden EBITDA.

I den officielle resultatopgørelse fremgår imidlertid kun et beløb for skatteomkostningen, ”skat af årets resultat”. Jeg har valgt at anvende den effektive skatteprocent for at allokere skatten under driften og finansieringen.

Tabel 3: Reformuleret resultatopgørelse

TDC DKK m	2012	2011	2010	2009	2005
Nettoomsætning	26.116	26.304	26.167	26.079	46.588
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-7.598	-7.132	-6.747	-6.444	-17.104
Bruttoresultat	18.518	19.172	19.420	19.635	29.484
Eksterne omkostninger	-3.893	-4.215	-4.517	-4.731	-9.110
Personaleomkostninger	-4.332	-4.202	-4.327	-4.598	-7.628
Andre indtægter og omkostninger	118	185	196	230	257
Omstruktureringsomkostninger	-813	-885	-1.172	-982	-968
Særlige poster	60	21	-175	-137	
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	763	-25	13	76	334
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	10.421	10.051	9.438	9.493	12.369
Askrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	-5.062	-5.227	-5.356	-4.659	-6.790
Resultat af primær drift (EBIT)	5.359	4.824	4.082	4.834	5.579
Skat af drift	-697	-1384	-1233	-1412	-1266
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	4.662	3.440	2.849	3.422	4.313
Anden totalindkomst (se den reformulerede egenkapitalopgørelse)	-53	319	-371	1.075	
Total driftoverskud efter skat	4.609	3.759	2.478	4.497	4.313
Finansielle poster	-1.228	-880	-1.496	-2.064	-1.056
Skat af finansielle poster	160	253	452	603	240
Årets resultat fra forsættende aktiviteter	3.541	3.131	1.434	3.036	3.497
Årets resultat fra ophørte aktiviteter	0	-5	1203	422	3.953
Årets resultat	3.541	3.126	2.637	3.458	7.450
Effektiv skatteprocent	13%	28,70%	30,20%	29,20%	22,70%

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 2.3.3 Balancen

Formålet med en reformulering af TDCs balance er at få opdelt driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser som vist i tabel 4. Samtidig viser reformuleringen også, hvad TDC har investeret i driften, og hvorledes disse investeringer er finansieret.

Balancen viser, at både aktivsiden og passivsiden har haft et stort fald fra 2009 til 2010. Faldet skyldes hovedsagelig frasalget af Sunrise, hvilket førte til, at anlægsaktiven formindskedes. Og i den forbindelse har TDC også reduceret de langfristede lån betydeligt.

Jeg har valgt, at den nødvendige driftslikviditet skal være 1 % af omsætningen for at opretholde driften. Resten af likviditeten bliver placeret under finansieringsdelen.

Tabel 4: Reformuleret balance

TDC DKK m	2012	2011	2010	2009	2005
Aktiver					
Immaterielle aktiver	32.762	33.543	34.799	49.550	33.118
Materielle aktiver	15.337	15.343	15.531	19.998	26.054
Anlægsaktiver	48.099	48.886	50.330	69.548	59.172
Joint ventures, associerede virksomheder	127	127	137	168	2.126
Udsudte skatteaktiver	80	50	66	52	784
Pensionsaktiver	7.918	8.060	7.487	7.606	5.645
Tilgodehavender	251	278	241	231	464
Periodeafgrænsningsposter	244	305	270	243	325
Udsudte skatteforpligtelser	-5.449	-6.476	-6.486	-7.313	-3.494
Andre driftsmæssige anlægsaktiver	3.171	2.344	1.715	987	5.850
Anlægsaktiver i alt	51.270	51.230	52.045	70.535	65.022
Varebeholdninger	317	281	307	323	650
Aktiver bestemt for salg					187
Driftslikviditet (1 % af omsætningen)	261	263	261	261	466
Tilgodehavender	4.430	4.773	4.404	6.758	8.617
Tilgodehavende skat				2	9
Periodeafgrænsningsposter	591	579	615	673	654
Skyldig selskabsskat	-379	-363	-861	-1.270	-295
Hensatte forpligtelser	-733	-858	-974	-1.519	-1.274
Pensionsforpligtelser	-99	-99	-73	-244	-332
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	-6.977	-6.914	-6.141	-8.004	-9.210
Hensatte forpligtelser	-588	-967	-1.050	-964	-436
Periodeafgrænsningsposter	-2.937	-3.043	-3.072	-3.183	-2.661
Periodeafgrænsningsposter	-780	-871	-971	-1.245	-1.141
Arbejdskapital, netto	-6894	-7219	-7555	-8412	-4766
Investeret kapital	44.376	44.011	44.490	62.123	60.256
Passiver					
Egenkapital i alt	21.513	22.244	20.855	27.078	43795
Lån (langfristede)	23.774	19.404	23.428	30.611	24.890
Afledte finansielle instrumenter	43	38			
Lån	170	3.816	216	3.787	5.425
Afledte finansielle instrumenter	74	72	659	1.205	500
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg					71
Værdipapirer og andre kapitalandele			-7	-7	-9
Afledte finansielle instrumenter	-466	-324	0	0	-90
Afledte finansielle instrumenter	-20	-13	-91	-49	-1.042
Værdipapirer					-3.687
Likvide beholdninger	-712	-1226	-570	-502	-9.597
Nettorentebærende gæld	22.863	21.767	23.635	35.045	16.461
Investeret kapital	44.376	44.011	44.490	62.123	60.256

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 2.4 Rentabilitetsanalyse⁸¹

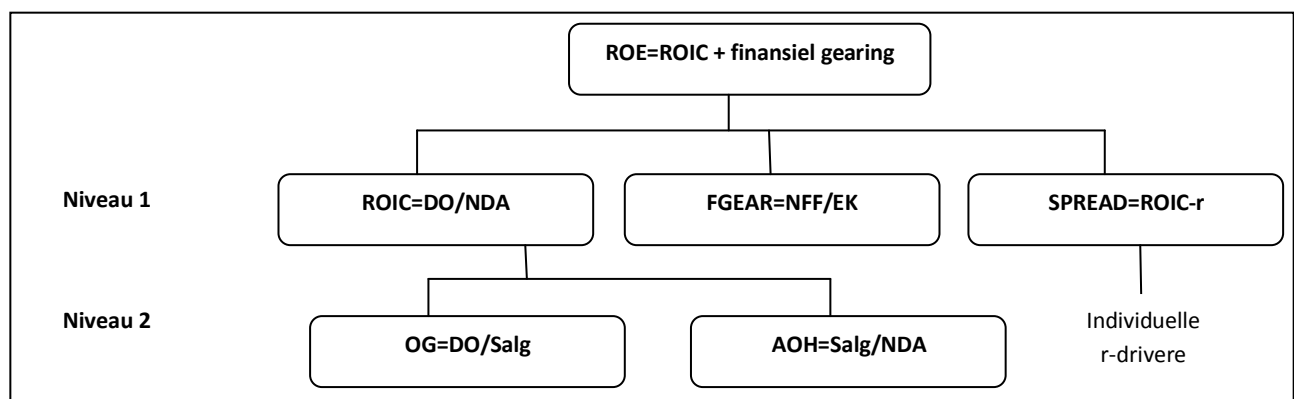
Rentabilitetsanalysen af TDCs historiske regnskabstal tager udgangspunkt i den udvidede Dupont-model som vist i figur 9. Analysen er et udtryk for TDCs evne til at forrente egenkapitalen, ROE,

⁸¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 171

som består af en driftsdel (ROIC) og finansieringsdel (finansiell gearing). I analysen vil niveau 1 og 2 blive anvendt i dekomponeringen af TDCs rentabilitet.

Jeg benytter formlerne som de fremgår af figur 9 for at beregne nøgletallene for at give et bedre overblik over de forskellige elementers indflydelse på ROE, og som samtidig giver et bedre grundlag for at kunne beregne mere præcise estimater for TDCs fremtidige udvikling, når budgettet skal fastlægges. De præcise beregninger kan ses på bilag 5. Jeg vil også bruge resultatet af beregningen til at sammenligne TDC med TDCs nordiske konkurrenter: Telia og Telenor, hvis regnskaber fra 2009 til 2012 jeg også har reformuleret. De reformulerede regnskaber ses på bilag 6, 7, 8 og 9.

Figur 9: Den udvidede Dupont-model



Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 173

Trin 2.4.1 Dekomponering af ROE

Egenkapitalen repræsenterer værdien af den kapital, som ejerne har investeret i virksomheden. Beregning af ROE er et sammenfattende mål for den værdiskabende aktivitet for ejerne, men fra regnskabsperiode til regnskabsperiode. ROE er drevet af en række faktorer, som ROIC (afkastningsgrad), FGEAR (viser finansieringen af nettodriftsaktiverne, som normalt er finansieret med såvel finansielle forpligtelser som egenkapital) og SPREAD (viser at virksomheden er i stand til at tjene mere på dens driftsaktivitet, end den kan låne fremmekapital til). I tabel 5 vises disse nøgletal for TDC for perioden 2010 til 2012. Her vil jeg pointere med hensyn til beregningen for år 2010, at jeg har brugt balancetallene for år 2010 for min beregning, hvor man normalt ville bruge et gennemsnitstal af 2009 og 2010. Som nævnt er frasalget af Sunrise i 2010 hovedårsagen til, at der er sket et stort fald for en række regnskabstal, som fx egenkapital, investeret kapital og netto finansielle forpligtelser. I min reformulerede resultatopgørelse har jeg isoleret årsresultaterne fra de

ophørende aktiviteter fra NOPAT. Ud fra den analytiske synsvinkel vurderer jeg, at det vil give et sandfærdigt billede af TDCs historiske udvikling, og dermed give en mere præcis estimering for TDCs fremtidige udvikling, når budgettet skal fastlægges.

Tabel 5: TDCs nøgletal

	2012	2011	2010
ROE	16,18 %	14,51 %	12,64 %
ROIC	10,55 %	7,77 %	5,34 %
FGEAR	1,02	1,05	1,13
SPREAD	5,76 %	5,01 %	1,98 %

Kilde: Egen tilvirkning

TDC har været i stand til at forrente egenkapitalen positivt i alle 3 år, og det har været stigende fra år til år. ROE afhænger af udviklingen i ROIC, der viser, hvor dygtigt TDC er i stand til at udnytte de ressourcer, den har til rådighed. ROIC har også været stigende, hvilket påvirker udviklingen for ROE positivt. Udviklingen af ROIC vil blive behandlet senere i analysen.

FGEAR i TDC faldt til ca. 1 fra 2011, og har været højere. Dette kan skyldes, at TDC har nedbragt en del af sin gæld i forbindelse med frasalget af Sunrise i 2010. Det kan ses, at TDCs lån faldt fra 34.398 mio. kr. i 2009 til 23.944 mio. kr. i 2012. Forbedringen af TDCs FGEAR har ført til, at Moody opgraderede TDCs kreditvurdering fra Baa2 til Ba1 i 2011⁸², hvilket betyder, at TDC får en lavere rente ved refinansieringen af gælden.

TDC har haft positiv SPREAD på alle 3 år, hvilket betyder, at TDC har haft en positiv gearing, da ROIC er ”gearet op” til at afkaste en højere ROE. Men dette betyder ikke, at TDC bør øge sin finansielle gearing - dette skal TDC vurdere ud af sammenhæng imellem rentabilitet og risiko. Som nævnt, kan højere finansiell gearing føre til nedgraderingen af TDCs kreditvurdering, og dermed en højere rente ved refinansieringen af gælden. I min beregning viser jeg, at TDC havde en lavere SPREAD i 2010 på 1,98 %, som var betydelig lavere end 2011 og 2012. Dette skyldtes, at jeg ikke havde medtaget årsresultatet fra ophørende aktiviteter for 1.203 mio. kr. inde i NOPAT, hvilket

⁸² TDC (2011) s.1

førte det til lavere ROIC, og hvorfor SPREAD var så lav i 2010. Hvis årsresultatet fra ophørende aktiviteter var med i NOPAT, så ville ROIC og SPREAD være på henholdsvis 9,1 % og 4,7 %, hvilket er tættere på år 2011 og 2012.

Trin 2.4.2 Dekomponering af ROIC

Der er to underliggende drivere bag ROIC, 1) overskudsgraden (OG) og 2) aktivernes omsætningshastighed (AOH). Nedenstående tabellen viser udvikling i TDCs ROIC, OG og AOH.

Tabel 6: TDCs nøgletal

	2012	2011	2010
ROIC	10,55 %	7,77 %	6,40 %
OG	17,85 %	13,08 %	10,89 %
AOH	0,59	0,59	0,59

Kilde: Egen tilvirkning

OG er lig med driftsoverskud efter skat divideret med nettoomsætning, der måler overskuddet for en kroners salg fra TDCs driftsaktivitet. Nøgletallet viser TDCs evne til at skabe driftsoverskud, når driftsomkostningerne er fratrasket. TDC har skabt et højere årligt driftsoverskud siden 2010, selv om nettoomsætningerne har været stabile. Derfor har OG været stigende. Dette kan skyldes et godt resultat af effektiviseringsplanen, som TDC iværksatte siden 2009. TDC Pro og TDC 2.0 har øget effektivitet i TDC, hvilket førte til en reduktion i antallet af medarbejdere og et fald i personaleomkostningen.

AOH beskriver kapitalbindingen i virksomheden og viser, hvor kapitaltung den er. AOH er lig med nettoomsætning divideret med netto driftsaktiver, der måler salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver. Dette nøgletal er afhængig af, hvilken branche virksomheden hører til. I min Porters Five Forces analyse viser jeg, at telebranchen har relative høje adgangsbarrierer, som kræver store investeringer for at trænge ind på markedet. Derfor er der kun få 4 store spillere på det danske telemarked. Dermed har telebranchen mulighed for at opnå højere OG. Men på grund af kapitalintensitet og høje adgangsbarrierer er det også svært for TDC for at opnå højere AOH, og forbedringen i AOH er begrænset. Dette er også overensstemmelse med beskrivelsen fra bogen

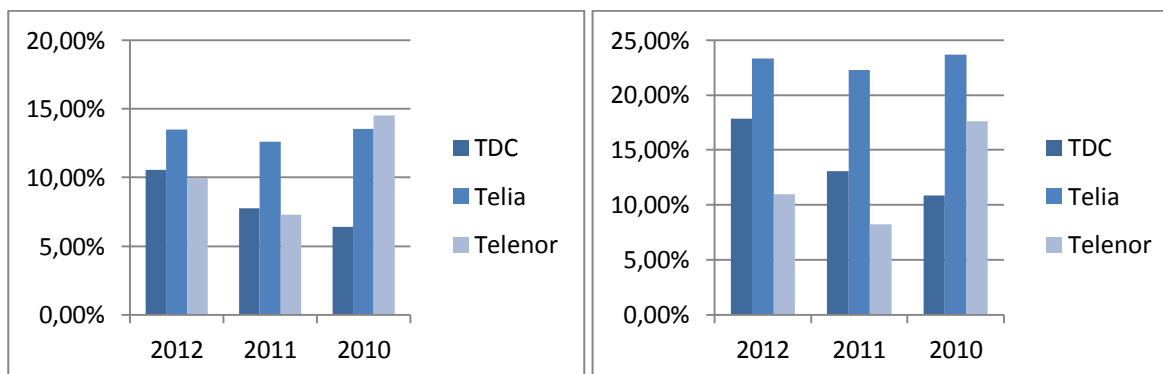
(Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 188). Hvis TDC gerne vil have højere ROIC, så er det nødvendigt for TDC at opnå højere OG. Dette måtte derfor være en god grund til at TDC vil minimere omkostningerne igennem effektiviseringsplanen.

Det er derfor vigtigt at sammenligne tal fra forskellige virksomheder fra telebranchen. Ved sammenligningen opnår et resultat af, hvorledes TDCs rentabilitet kan være tilfredsstillende i forhold til sine konkurrenterne. I bilag 10 viser beregningerne for TDCs nordiske konkurrenter: Telia og Telenor. Tallene, som bliver brugt til at lave beregning for Telia og Telenor, bliver taget fra de reformulerede regnskaber.

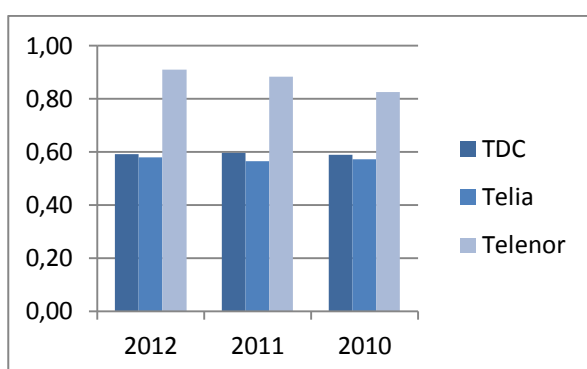
Nedenstående figur viser udvikling i ROIC, OG og AOH for TDC, Telia og Telenor, se figur 10.

Figur 10: ROIC

OG



AOH



Kilde: Egen tilvirkning

Beregningen viser, at der er overensstemmelse med de karakteristika i telebranchen, hvor både kapitalintensitet og adgangsbarriere er høje. Der er en øvre grænse for, hvor stor AOH kan blive. Derfor ligger alle 3 selskabers AOH fra 0,5 til 0,9. Telenors AOH er lidt bedre Telias og TDCs.

Hvis disse virksomheder skal kunne tiltrække den nødvendige kapital, er de nødt til at generere høje OG, som almindeligvis vil opnå gennem en eller anden form for adgangsbarriere⁸³. Beregningen viser, at TDCs- og Telias omsætninger har ligget på nogenlunde samme niveau hen over analyseperioden og Telenor har en stigende omsætning. TDCs driftsoverskud efter skat har en stor stigning, Telia fastholdt sig relativt et højt og stabilt niveau, og Telenor har haft et stort fald. Dette resulterede i, at Telias OG lå på et højt og stabilt niveau, mens Telenors OG har haft et stort fald, og TDCs OG har haft en stor stigning. Telenors høje AOH har opvejet ROIC, men var den dårligste i forhold til to andre selskaber i 2012. Telenor og Telia har ca. halvdelen af deres omsætning uden for de nordiske lande, hvilket ikke er tilfældet med TDC. For at danne et reelt sammenligningsgrundlag imellem de 3 selskaber har jeg derfor lavet en beregning, der viser udviklingen af omsætningen på det nordiske marked for alle 3 selskaber. Ifølge min beregning har både Telias og Telenors omsætning haft et fald tilsammen på 3-4 mia. kr. hen over analyseperioden, mens TDCs omsætning har haft en stigning på ca. 0,4 mia. kr. om året på Nordic (som ikke inkluderer det danske marked), se tabel 7. Derfor kan jeg konkludere, at TDC har haft den bedste udvikling på både OG og ROIC i det nordiske marked hen over analyseperioden i virkeligheden. Denne beregning vil blive taget i betragtning i min budgettering, idet den viser et mere reelt billede af udviklingen på det nordiske marked.

⁸³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 188

Tabel 7:

Omsætning	2012	2011	2010
Telia (SEKm)			
Nordic	59014	60966	62743
Alle øvrige lande	45884	43838	43839
I alt	104898	104804	106582
Telenor (NOKm)			
Nordic	41841	43766	44818
Alle øvrige lande	59877	54750	50025
I alt	101718	98516	94843
TDC (DKKm)			
Nordic	4815	4487	4087
Danmark	21301	21817	22080
I alt	26116	26304	26167

Kilde: Egen tilvirkning

TDC har udviklet sig positivt, dvs. OG steg fra 10, 89 % i 2010 til 17, 85 % i 2012. Dog har omsætningen ligget på det samme niveau i alle 3 år, og dette viser endnu en gang, at TDCs effektiviseringsplan har båret frugt, idet den har ført til lavere omkostninger, som vist i tabel 8. Tabellen viser, at der sket et betydeligt fald på disse omkostninger:

- Eksterne omkostninger, som dækker over bl.a. kundeakkvisitions – og fastholdelsesomkostninger. Faldet kan forklares ved bl.a. forbedringen af kundeservice og bedre operationel planlægning på grund af TDC 2.0 og TAK.
- Personaleomkostninger, der dækker over direkte omkostninger til personale, men som ikke inkluderer renteomkostninger og forventet afkast på pensionsordningens aktiver. Derfor er personaleomkostningerne fra 2010 til 2012 på henholdsvis 4.762 mio. kr., 4.641 mio. kr. og 4.412 mio. kr., som kan forklares ved faldet af antallet af medarbejdere.
- Omstrukturingsomkostningernes fald skyldtes, at TDC har været igennem en række omstruktureringer i årrækker.

Derfor har TDCs ROIC udviklet sig bedre end konkurrenternes på det nordiske marked, og ligger bedst i 2012.

Tabel 8:

TDC	2012	2011	2010
Omsætning	100	100,52	100
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	113	105,71	100
Eksterne omkostninger	86	93,31	100
Personaleomkostninger	93	97,46	100
Omstruktureringsomkostninger	69	75,51	100
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	164	120,74	100
Immaterielle aktiver	94	96,39	100
Materielle aktiver	99	98,79	100
Arbejdskapital, netto	91	95,55	100
Investeret kapital	100	98,92	100

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 2.4.3 Udviklingen af omsætningen og EBITDA på alle TDCs forretningsområder

For ud for budgetteringen er det vigtigt at kende udviklingen i omsætningen for alle TDCs forretningsområder, som er blevet analyseret tidligere i afsnittet: forretningsenheder. Den historiske udvikling gennem de seneste år vil give en indikation af, hvorledes trenden har været indenfor alle de forskellige forretningsområder, ligesom resultatet fra den strategiske analyse viser TDCs styrker og svagheder og markedets situation. Dette vil give mig en bedre mulighed for at vurdere, hvorledes TDC vil klare sig på markedet for de kommende år, og dermed kan jeg fastlægge et mere præcist budget.

Nedenstående tabel viser de enkelte udviklinger på alle TDCs forretningsområders omsætning og EBITDA. Beregningen af TDCs forretningsområders omkostning er vist i bilag 11.

Tabel 9:

Omsætning i mio. DKK	2012	2011	2010
Privat	9.032	8.984	9.130
	0,53%	-1,60%	
Erhverv	6.926	7.516	7.804
	-7,85%	-3,69%	
Nordic	4.815	4.487	4.087
	7,31%	9,79%	
Wholesale	2.001	2.194	2.234
	-8,80%	-1,79%	
YouSee	4.572	4.259	4.012
	7,35%	6,16%	
Operation & hovedkontoret	293	287	323
	2,09%	-11,15%	
I alt	26.116	26.304	26.167
	-0,71%	0,52%	
EBITDA i mio. DKK			
Privat	3.606	3.644	3.864
	-1,04%	-5,69%	
Erhverv	3.736	3.902	3.821
	-4,25%	2,12%	
Nordic	740	648	564
	14,20%	14,89%	
Wholesale	921	1.072	995
	-14,09%	7,74%	
YouSee	1.668	1.521	1.353
	9,66%	12,42%	
Operation & hovedkontoret	-337	-294	161
	14,63%	-282,61%	
I alt	10.334	10.493	10.758
	-1,52%	-2,46%	

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 2.5 Risikoanalyse

Virksomhedens forventede afkast afhænger af den underliggende risiko, der er i virksomheden. Den risikoaverse investor vil kræve kompensation for øget risiko gennem et forventet højere afkast. Der er to elementer, der påvirker risikoen i en virksomhed: den kortsigtede likviditetsrisiko (driftsmæssig), som viser en virksomheds evne til at betale alle kortsigtede forpligtelser, og den

langsigtede likviditetsrisiko (insolvens), som refererer til virksomhedens langsigtede finansielle sundhed og evne til at betale alle fremtidige forpligtelser⁸⁴.

Jeg vil bruge den finansielle nøgletal-metode til at estimere den kort- og langsigtede likviditetsrisiko for TDC.

Den kortsigtede likviditetsrisiko

Jeg benytter likviditetsgrad 1 og 2 til at give en vurdering af TDCs evne til at afdække de kortsigtede forpligtelser. Nøgletallene viser henholdsvis forholdet mellem TDCs omsætningsaktiver og den kortfristede gæld, og de omsættelige aktiver og den kortfristede gæld.

Nedenstående tabel er TDCs likviditetsgrad beregnet for TDC for perioden 2009 til 2012.

Tabel 10: TDCs likviditetsgrad

TDC	2012	2011	2010	2009
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	0,57	0,47	0,52	0,47
Omsætningsaktiver	6.331	7.135	6.248	8.568
Kortfristet gæld	11.125	15.175	11.999	18.413
Likviditetsgrad 2 (quick ratio)	0,49	0,41	0,44	0,41
Likvider + værdipapier + tilgodehavender	5.403	6.262	5.235	7.521
Kortfristet gæld	11.125	15.175	11.999	18.413

Kilde: Egen tilvirkning

Nøgletallene viser, at TDCs likviditetsgrad steg efter 2009, takket være salget af Sunrise i 2010, hvor TDC fik nedbragt den kortfristede gæld fra 18.413 mio. kr. i 2009 til 11.999 mio. kr. i 2010. En undtagelse var dog 2011, da likviditetsgraden faldt, fordi TDC optog et banklån på 302 mio. kr. og EMTN-obligationer på 3.402 mio. kr. Provenuet fra obligationen blev brugt til at indfri de sikrede seniorlån. Nøgletallene viser, at TDC har en relativ høj likviditetsrisiko, idet den kortfristede gæld er relativ stor i forhold til omsætningsaktiverne, og de omsættelige aktiver. Imidlertid er det ikke muligt at operere med en generel regel på tværs af virksomhedstyper. Inden for telebranchen har virksomhederne ofte mindre varelagre, og pengebindingen i tilgodehavenderne er kort. Dette bliver bekræftet min beregning, hvor jeg sammenligner likviditetsgraden med TDCs nordiske konkurrenter, som vist i bilag 12.

⁸⁴ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s.255

Den langsigtede likviditetsrisiko

Den finansielle gearing og soliditetsgraden er lineært forbundet og giver de samme oplysninger om den langsigtede likviditetsrisiko. Generelt gælder det, at høj finansiell gearing og lav soliditetsgrad indikerer høj langsigtet likviditetsrisiko.

Nedenstående tabel viser den finansielle gearing og soliditetsgrad for TDC i perioden 2009-2012.

Tabel 11: Den finansielle gearing og soliditetsgrad for TDC

TDC	2012	2011	2010	2009
Finansiell gearing	1,06	0,98	1,13	1,29
Nettorentebærende gæld	22.863	21.767	23.635	35.045
Egenkapital	21.513	22.244	20.855	27.078
Soliditetsgraden	0,34	0,34	0,32	0,31
Egenkapital	21.513	22.244	20.855	27.078
Samlede passiver	63.516	65.165	64.786	86.423

Kilde: Egen tilvirkning

Nøgletallene viser, at den finansielle gearing faldt, mens soliditetsgraden steg siden 2009 på grund af salget af Sunrise, hvilket indikerer en lavere langsigtet likviditetsrisiko henover analyseperioden i TDC. Dog er TDCs soliditetsgrad stadig lavere end de nordiske konkurrenters, som vist i bilag 13.

Den samlede risiko

Den ovenstående risikoanalyse af kvantitativ karakter viser den historiske udvikling af den kort- og langsigtede likviditetsrisiko for TDC i perioden 2009-2012, hvilket vil give en indikation af det niveau, der skal afspejles i et fornuftigt budget. For at udføre en samlet vurdering af risikoen bør man inddrage en række faktorer af mere kvalitativ karakter. TDCs ledelse har en ambition om at gøre TDC til Europas stærkeste teleselskab målt på indtjening. Derfor har de igangsat en række effektiviseringstiltag for at nedsætte omkostningerne. Disse førte fx til en betydelig forøgelse af driftsoverskuddet, selv om TDCs omsætninger har været uændret i sidste to år. Derfor vil jeg vurdere, at TDCs ledelse er kompetent. Der er også sket en forbedring af den kort- og langsigtede likviditetsrisiko, som kunne blive meget bedre, hvis TDC ikke havde valgt at betale de store dividender henover analyseperioden. TDC har kun opnået Ba1 rating i 2011. Årsagen til den store udbetaling af dividenden vil jeg analysere nærmere i afsnittet: corporate governance.

Trin 2.6 Konklusion af regnskabsanalysen

Formålet med at reformulere TDCs egenkapitalopgørelse, resultatopgørelse og balance er at gøre min analyse mere retvisende.

TDCs balance formindskedes betydeligt fra 2010, takket være et beløb på 9 mia. kr. ved frasalget af Sunrise, hvilket kan ses som et stort fald fra 2009 til 2010 på posterne som bl.a. investeret kapital, egenkapital og nettorentebærende gæld.

I analyseperioden fra 2010 til 2012 har TDCs omsætning været ganske stabil, og omkostningerne – især de eksterne – og personaleomkostninger – faldt betydeligt, takket være den effektiviseringsplan, som ledelsen har iværksat. Dermed forbedredes TDCs driftsresultat henover analyseperioden.

ROE har været stigende henover analyseperioden, hvilket indikerer, at TDC er i stand til at give et positivt afkast på egenkapitalen.

ROIC og OG har også haft en positiv trend henover analyseperioden. Når nøgletallet sammenlignes med konkurrenter Telia og Telenor, ligger TDCs ROIC dårligere for de to konkurrenter i 2010, men TDC har udviklet sig til et bedre niveau i 2012. OG er lavere end Telias, men højere end Telenors. TDCs AOH ligger på det samme niveau som Telias, og lavere end Telenors. Men når jeg isolerer Telias - og Telenors forretning på det nordiske marked, så kan jeg se, at TDCs omsætning har været på et stabilt niveau hen over analyseperioden, mens Telias – og Telenors omsætning har været faldende. Derfor kan jeg vurdere TDCs ROIC og OG burde være højere end de to konkurrenter på det nordiske marked.

Omsætningerne på Nordic og YouSee har haft en stærk udvikling, og EBITDA er fulgt med udviklingen. Derimod har omsætningerne på Erhverv og Wholesale oplevet et fald, hvilket også gør sig gældende for EBITDA. Overordnet set har omkostningerne på alle forretningsområder haft et fald henover analyseperioden, hvilket var et positivt resultat af effektiviseringsplanerne.

Risikoanalysen viser, at TDCs likviditetsgrad og soliditetsgrad har udviklet sig positivt i 2012, men stadigvæk betydeligt lavere end de to konkurrenter.



Trin 3 Corporate Governance (påvirkning af NTCs afgang fra TDC)

I dette afsnit vil jeg analysere TDCs udvikling under NTCs ejerskab, og hvordan det vil påvirke TDC, når NTC forlader virksomheden.

Kapitalfonde er en selskabsmæssig konstruktion med en begrænset investorkreds, som køber virksomheder med henblik på at udøve aktivt ejerskab og afhænde virksomhed inden for en kortere årrække⁸⁵. Kapitalfonden opkøber som regel hele virksomheden eller aktiemajoriteten. Opkøbet bliver som regel hovedsagligt finansieret af lån. Hvis virksomheden er børsnoteret, bliver virksomheden afnoteret fra Fondsbørsen. Det var også planen for NTC, da de købte TDC, så selv om ATP stod i vejen for afnoteringen, var majoriteten nok til at kontrollere TDC. En række vigtige ændringer vil blive beskrevet nedenfor:

Kapitalfondene udøver aktivt ejerskab dels gennem bestyrelsesarbejdet, dels gennem et løbende og tæt samarbejde med ledelse om udviklingen af virksomheden⁸⁶. Bestyrelsesarbejdet består i at kontrollere direktionen og deres beslutninger, dvs. de strategiske beslutninger, at kapitalberedskabet er forsvarligt, og at den økonomiske afrapportering og risikostyringen er i orden. Der er et tæt og løbende samarbejde med ledelsen om udviklingen af virksomheden, da fondene typisk selv råder over eksperter og rådgiver, som har særligt branchekendskab. Dermed kan fonden sammensætte en bestyrelse med de nødvendige kompetencer til at udvikle strategier for virksomheden. Lige efter NTC opkøbte aktiemajoriteten i TDC, blev NTCs kandidater valgt ind i TDCs bestyrelse ved en ekstraordinær generalforsamling. Det er på den måde, at NTC får udøvet aktivt ejerskab, og dermed er med til at udvikle TDC.

Kapitalfondenes koncentrerede ejerskabsstruktur mindsker principal-agentomkostningerne, der opstår som følge af adskillelsen mellem ejerskab og kontrol⁸⁷. Mange børsnoterede selskaber er kendetegnet ved en høj grad af spredt ejerskab, hvor det ikke kan betale sig for den enkelte investor at udøve aktivt ejerskab, som skal afholde ekstra omkostninger. Derfor er der ingen ejere, som har et incitament til at overvåge ledelsen, som i værste fald kan blive fristet til at handle opportunistisk.

⁸⁵ ATP Alpha (2006) s. 3

⁸⁶ Kapitalfonde i Danmark (2006) s. 14

⁸⁷ Stakeholder orientation vs shareholder value af Casper Rose

Kapitalfonde erhverver virksomhederne med henblik på at sælge dem igen til en betydelig højere pris efter 3-7 år⁸⁸. Kapitalfondenes overtagelse af en virksomhed vil ofte føre til en øget gældsætning af virksomheden. Den ændrede kapitalstruktur i virksomheden vil i princippet begrænse ledelsens muligheder for at overinvestere og derved skabe bedre resultater for at kunne betale renter og afdrag af gælden. Dette fremføres ofte som en af kanalerne, hvorigennem kapitalfondene opnår afkast.⁸⁹

Kapitalfondene foretager som regel større udbyttebetalinger umiddelbart efter overtagelsen af virksomheden, hvilket er en måde for kapitalfonden at nedbringe en stor del af sin gæld på. Denne gæld bliver dog flyttet med over i den opkøbte virksomhed, hvilket igen påvirker dens kapitalgrundlag og dermed soliditet. NTC fik lidt over 219,5 kr. i et ekstraordinært udbytte pr. aktie få måneder efter overtagelsen. Dette udbytte blev til i alt 51 mia. kr., hvor NTC fik 43 mia. kr. og resten gik til de øvrige minoritetsaktionærer i TDC⁹⁰. Udbyttebetalingen sker for at foretage en såkaldt ”debt push down”⁹¹, hvor NTC skubber gælden ned til TDC for at nedbringe sin egen gæld i forbindelse med købet af TDC. Konsekvensen af dette udbytte blev således, at TDCs egenkapital blev reduceret tilsvarende, og dermed førte blev TDCs kreditrating nedgraderet til Baa2. Den høje gældsætning for TDC har gjort TDC mere sårbar. Siden 2006 var udbyttebetalingerne lange mere moderate, hvor de lå imellem 4,6 kr. til 2,3 kr. pr. aktie. Dette er afspejlet af TDCs udbyttepolitik med udbetaling af 90 % af et givent års Equity Free Cash Flow⁹². TDCs gæld blev nedbragt betydeligt efter salget af Sunrise i 2010, hvor TDC brugte halvdelen af 18 mia. til at nedbringe deres gæld. Min risikoanalyse viser tydeligt, at TDCs likviditetsgrad og solidaritetsgrad stadigvæk ligger betydelig dårligere end de to konkurrenters, selv om de har udviklet sig positivt indtil 2012.

En anden grund til øget gældsætning er, at renteudgifterne er øget og dermed er den direkte skattebetaling fra TDC reduceret⁹³. Derudover er den høje gældsætning med til at gøre TDC mere sårbar, fx vil TDC få vanskeligere ved at gennemføre tiltænkte investeringer, hvis gældsætningen er for høj.

Et primært eksistensgrundlag for en kapitalfond er at udvikle de opkøbte virksomheder for at gøre dem mere strømlinede og effektive for at skabe merværdi for investorerne, og der kan fx også ske

⁸⁸ ATP Alpha (2006) s. 3

⁸⁹ Kapitalfonde I Danmark (2006) s. 16

⁹⁰ TDC årsrapport (2006, 3K) s. 8

⁹¹ http://www.ehow.com/facts_7184681_definition-debt-pushdown.html

⁹² <http://investor.tdc.dk/dividends.cfm?showdiv=2>

⁹³ Kapitalfonde I Danmark (2006) s. 16

frasalg af dele af virksomheden for at kunne koncentrere sig bedre om firmaets kernekompetence. På grund af den høje gældsætning i virksomheden, hvor renten og afdrag skal betales, får ledelsen mindre cashflow til rådighed. Derfor er ledelsen nødt til at forøge fokus yderligere på omkostninger, indtjening samt mulige investeringers rentabilitet⁹⁴. Efter NTCs overtagelse af TDC skete der også en markant forandring, hvilket var i overensstemmelse med ovenstående udsagn.

- TDC ændrede den strategiske strategi for at sætte mere fokus på det nordiske marked, især det danske marked. Derfor solgte TDC en række datterselskaber, som ligger uden for Norden, som bl.a. det tyske mobilskab Talkline⁹⁵ og det baltiske teleselskab Bite⁹⁶ i 2007, det polske teleselskab Polkomtel i 2008⁹⁷, og det swazilandske teleselskab Sunrise i 2010. Sunrise har været et problembarn for TDC, så det er forståeligt, at blev solgt fra. Men der ligger måske en vækst potentiale i Østeuropa og derfor kan man diskutere, om det var en rigtig beslutning for TDC at sælge fx Polkomtel og Bite fra. Dog fik TDC via disse frasalg frigjort en del af kapitalen samt nedbragt en del af gælden, som forbedrede TDCs soliditet.
- For at optimere drift og spare omkostninger har ledelsen igangsat en række effektiviseringsplaner (se min strategiske analyse) kaldet bl.a. TDC Pro, TDC 2.o, Tak osv. Disse planer går ud på at forbedre kundeservice, effektivisere arbejdsgang, outsource arbejdsopgaver osv., hvilket førte til, at TDC reducerede medarbejderstaben fra 10.423 medarbejdere i 2010 til 9.143 i 2012⁹⁸ og dermed formindskede personaleomkostningerne drastisk. Resultaterne kan ses i min regnskabsanalyse, hvor NOPAT forbedredes betydeligt, selvom omsætningerne næsten var uændrede henover analyseperioden.
- TDCs fokusering på de nordiske markeder har givet et positivt bidrag til TDCs omsætning og driftsresultat, som vist i min rente rentabilitetsanalyse.
- Til trods for den hårde konkurrence på det danske telemarked har TDC formået at bevare og udbygge sin position som markedsleder inden for mange forretningsområder i Danmark⁹⁹, se tabel 12: Markedsandele for TDC

⁹⁴ Kapitalfonde I Danmark (2006) s.17

⁹⁵ <http://investor.tdc.dk/releasedetail.cfm?ReleaseID=530006>

⁹⁶ <http://www.computerworld.dk/art/37518/tdc-saelger-mobilskabet-bit-for-3-4-milliarder>

⁹⁷ <http://investor.tdc.dk/releasedetail.cfm?ReleaseID=529939>

⁹⁸ TDC årsrapport 2011 s.52 og 2012 s. 83

⁹⁹ <http://aarsrapport2009.tdc.dk/Menu/Finansielt+tilbageblik/TDC%E2%80%99s+udvikling+siden+2005>

Markedsandele for TDC	2005	2009	2010	2011	2012
Fastnetmarkedet	82%	74%	80%	79,80%	80%
Mobilmarkedet	40%	42%	42,40%	42,90%	45%
Bredbåndsmarkedet	60%	63%	72,80%	62%	60%

Kilde: Egen tilvirkning

- Nøgletallene fra min regnskabsanalyse viser, at TDCs ROE og ROIC har været stigende og er bedre end de to konkurrenters henover analyseperioden.

Min analyse viser, at NTCs ejerskab har haft en positiv effekt på TDC, og ledelsen har formået at gøre et stykke godt arbejde. Nedenstående tabel er en sammenligning imellem TDCs ROIC, OG og AOH, som bekræfter min påstand.

Tabel 13

TDC	ROIC	OG	AOH
2005	7,16 %	9,26 %	0,77
2012	10,55 %	17,85 %	0,59

Kilde: Egen tilvirkning

I opgaven har jeg tidligere nævnt, at NTC er begyndt at sælge ud TDCs aktie løbende, idet NTC ikke har mulighed for at sælge TDC samlet.

For at jeg kan fastlægge et mere præcist budget for TDC, så er jeg nødt til at stille mig selv en række spørgsmål om, hvordan TDCs konkurrenceevne og rentabilitet vil blive påvirket, når ovenstående problemstillinger bliver ændret, når NTC forlader virksomheden.

- NTCs bestyrelsesmedlemmer er begyndt at forlade TDCs bestyrelse. I juli 2012 fik TDC en ny koncerndirektør, Carsten Dilling, en intern kandidat, som er dybt involveret i effektivisering i TDC. Indikerer dette, at TDC vil forsætte med den strategi på længere sigt, som NTC fremlagde?
- Hvem vil formulere den kommende strategi?
- Vil TDCs principal - agentomkostningerne stige som følge af spredt ejerskab?
- Vil TDC forsætte med den lave solidaritetsgrad? Eller mindre udbyttebetalinger for at forbedre solidaritetsgraden?

Ovenstående analyse har vist, at der er en række problemstillinger, som vil opstå i forbindelse med NTCs afgang fra TDC. Derfor vil jeg benytte costs- og benefits analyse for at vise, hvilke konsekvenser det vil få for TDC, når mulige scenerier opstår.

Figur 11: Costs og benefits analyse

	Benefits	Costs
En ny bestyrelse	• Behandler alle aktionærer ens	• Eksterne bestyrelsesmedlemmer mangler måske telebranchekendskab • Måske et knap så tæt samarbejde med ledelsen
Spredt ejerskab	• TDCs aktie bliver mere likvid på Københavns Fondsbørs	• Principal-agentomkostninger vil stige
Ny strategi	• Kan gå begge veje	• Kan gå begge veje
Investeringshorisont	• På længere sigt	• På kortere sigt
Udbytte - høj	• Attraktiv for investorer • Formindske sandsynligheder for at ledelsen handler opportunistisk	• Højere gæld, og dermed dårligere likviditetsgrad og soliditetsgrad • Dårligere kreditrating, og dermed højere lånerente • Formindsker de gode investeringsmuligheder
Investering - høj	• Vækst mulighed • Bevarer	• Risikoen for overinvesteringer

	markedsposition • Forbedrer konkurrenceevne	
Gældsætning - høj	• Skattebetalinger formindskes • Formindsker sandsynligheder for at ledelsen overinvesterer • Motiverer ledelsen for at kunne betale renter og afdrag af gælden	• dårligere likviditetsgrad og soliditetsgrad • Dårligere kreditrating, og dermed højere lånerente • Formindsker de gode investeringsmuligheder

Kilde: Egen tilvirkning

SWOT-analyse

Jeg har udarbejdet en SWOT-analyse¹⁰⁰, som opsummerer den strategiske analyse, regnskabsanalysen og Corporate Governance. Formålet med dette er at identificere TDCs stærke og svage sider, samt muligheder og trusler.

Figur 12: SWOT

¹⁰⁰ Principles and practice of marketing David Jobber s. 47

Styrker • TDC er markedsleder indenfor næsten alle forretningsområder. • Muligheder for at udnytte stordriftsfordele. • Har sine egne netværker, som accesnet, mobiltnet, kabel-netværk og fibernet. • Muligheder for at tilbyde kunderne en samlet løsning både på privat – og erhvervsmarkedet. • Forbedret kreditrating, takket være nedbringelsen af gælden. • Udviklingen af nøgletallene forbedres de seneste år. • Organisationen udvikler sig efter effektiviseringsplanen. • Tæt samarbejde med stærke leverandører.	Svagheder • Høje omkostninger grundet vedligeholdelsen af netværkerne, som accesnet og kabel-netværk. • Et stort forrentningsområde – fastnettelefoni forsætter med at falde. • Omkostningerne forbundet med forsyningspligtet. • Tung investeringsovergang fra de gamle netværker til den nye teknologi, som fibernet, og LTE-netværk. • Organisationsændring grundet NTCs afgang. • Usikkerhed omkring den fremtidige strategi.
Muligheder • Markedet for mobil, tv og Nordic forsætter med at vokse. • Kunderne bliver mere og mere afhængige af internettet og spørger efter ny teknologi og nye produkter. • Mindre pres fra de nye ejere på grund af spredt ejerskab.	Trusler • Elselskaberne går sammen for at konkurrere mod TDC. • Flere og flere gratis programmer, som Viber, skype, vil blive en stor trussel for TDCs indtægter. • Indtægterne fra fastnettelefoni bliver mindre og mindre med tiden. • Priskrig forsætter. • Lovændringerne fra både EU og Danmark.

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 4 Budgettering

Overstående analyse er forudsætningerne for TDCs budget. En praktisk tilgang til at udarbejdelse af proforma-opgørelse består i at fokusere på sammendragne de reformulerede opgørelser, som det var tilfældet i rentabilitetsanalysen. En ekstern analytiker har ofte ikke tilstrækkelig information til at kunne indarbejde alle de nødvendige forudsætninger, hvorfor et meget detaljeret budget ikke er nødvendigt¹⁰¹.

Budgettet skal udarbejdes for en periode for 5 år, hvorefter der vil ske ændringer i udviklingen på forretningsområderne. Derefter begynder terminalperioden, hvor forretningsområderne vil forventes at have en stabil udvikling. Grunden til, at jeg vælger budgettets længde på 5 år er, at jeg er nødt til at tage hensyn til at den hurtige teknologiske udvikling inden for telebranchen. Derfor er det svært at få en mere kvalificeret vurdering af udviklingen over på en længere periode. Derudover er der risiko for, at den nye bestyrelse og den nye ledelse vil ændre strategi på længere sigt.

Trin 4.1 Budgetforudsætninger for omsætning og omkostning

I afsnittet ”forretningsenheder og den strategiske analyse” har jeg grundigt beskrevet og analyseret de forskellige produktsegmenters udvikling i de forskellige forretningsområder. Derfor vil jeg kun nævne de vigtigste punkter, som har en betydning for udviklingen af TDCs omsætning og omkostning.

Virksomheder med over eller under gennemsnitlige vækstrater tenderer mod at nærme sig et ”normalt” niveau (historisk) i fremtiden, og denne effekt er blevet dokumenteret for perioden 1984 til 2002 for alle børsnoterede ikke-finansielle selskaber¹⁰². Derfor har jeg beregnet et gennemsnitstal ud fra de historiske regnskabstal. Dette vil blive taget i betragtning for mit budget.

Jeg vil benytte data fra Telestatistik 2009 til 2012 for at danne et billede af udviklingen i telebranchen i Danmark, som vil blive brugt til at sammenligne med udviklingen for TDCs produktsegmenter og forretningsområder for til slut at danne et grundlag for budgettet.

¹⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 225

¹⁰² Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 228

Nedenstående tabel viser udviklingen af antallene af abonnementerne inden for mobiltelefoni – og bredbånd, fastnet internet, IP-telefoni, fastnettelefoni, fibernet og bundlede tjenester (som fx triple-play - et abonnement inkl. tv, internet og telefoni) fra 2009 til 2012 i Danmark¹⁰³, se tabel 13.

Tabel 13: Abonnementer

Abonnementer ultimo i perioden (1000)	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit
Fastnettelefoni	2251	1905	1650	1430	
		-15,4%	-13,4%	-13,3%	-14,0%
IP-telefoni	629	793	895	957	
		26,1%	12,9%	6,9%	15,3%
Fastnet internet	2050	2110	2147	2181	
		2,9%	1,8%	1,6%	2,1%
Fibernet	120	144	187	245	
		20,0%	29,9%	31,0%	27,0%
Mobiltelefoni	7018	7559	7907	8286	
		7,7%	4,6%	4,8%	5,7%
Mobil-bredbånd		2575	4258	5117	
			65,4%	20,2%	42,8%
Bundlede tjenester	437	646	767	894	
		47,8%	18,7%	16,6%	27,7%

Kilde: Egen tilvirkning

Nedenstående tabel viser udviklingen i telebranchens omsætning fra 2009 til 2011 i Danmark, som jeg finder fra en opgørelse fra Erhvervsstyrelsen.¹⁰⁴ Jeg ville også gerne have tallene fra år 2012, dog er disse ikke er tilgængelig endnu. Teleselskaberne i Danmark havde en samlet omsætning på ca. 40 mia. kr. hen over analyseperioden. I 2011 havde de omsat for 2,7 % mindre i forhold til 2010. Faldet skyldtes et relativt stort fald på fastnettelefoni og mobiltelefoni.

Tabel14: Telebranchens omsætning i Danmark

Telebranchens omsætning i Danmark mio. kr.	2009	2010	2011	2012	Gennemsnit	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fastnettelefoni	6107	5502	4834								
		-9,9%	-12,1%		-11,0%	-12,0%	-12,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%	-5,0%
Mobiltelefoni (ekskl. Omsætning fra mobil bredbånd)	15743	15839	14859								
		0,6%	-6,2%		-2,8%	-2,8%	-1,5%	-1,5%	-0,5%	0,0%	1,0%
Internet	8169	8248	8458								
		1,0%	2,5%		1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%	2,5%
Øverig indtægter, som Kabel-tv , IPTV, infrastruktur	10583	10917	11268								
		3,2%	3,2%		3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	2,5%	2,5%	1,5%
Omsætning i alt	40603	40506	39420								
		-0,2%	-2,7%		-1,5%						

Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰³ Telestatistik (2012) s. 4

¹⁰⁴ Økonomiske nøgletal for telebranchen (2011) s.4

De to tabeller har en høj grad af lighed med hinanden. Antallet af fastnettelefonis abonnementer faldt fra år til år, mens antallet af IP-telefonis – og mobiltelefonis abonnementer forsætter med at stige. Fastnettelefonis omsætning er inklusiv IP-telefoni, hvilket opvejede fastnettelefonis faldende omsætning. Selv om antallet af mobilabonnementer steg i både 2011 og 2012, så faldt omsætningen på grund af hård konkurrence. Internet har haft en fremgang i omsætningen takket være det positive bidrag fra mobil bredbånd og fibernet. Bundlede tjenesters abonnementer har haft en stor fremgang på grund af den store efterspørgsel på markedet, som blev beskrevet i analysen. Sammenkæder jeg disse oplysninger med resultaterne fra den strategiske analyse, har jeg mulighed for at estimere omsætningens udvikling fra et hvert enkelt produktsegment inden for telebranchen.

Nedenstående tabel viser TDCs produktsegmentomsætnings udvikling fra 2009 til 2012, hvilket har en høj grad af lighed med ovenstående tabeller. Man skal være opmærksom på, at TDCs mobilomsætning i 2012 har haft et betydeligt fald, da omsætningen fra salg af mobiltelefon blev flyttet til terminaludstyr. Derfor steg omsætning af salg af terminaludstyr med et tilsvarende beløb.¹⁰⁵

Tabel 15: TDCs produktsegmentomsætnings udvikling

Omsætning DKKm	2009	2010	2011	2012	gennemsnit	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fastnettelefoni	6087	5683	5046	4542							
		-6,6%	-11,2%	-10,0%	-9,3%	-12,0%	-12,0%	-10,0%	-9,0%	-8,0%	-5,0%
Mobiltelefoni (inkl. Omsætning fra mobil bredbånd)	7061	7175	7267	6601							
		1,6%	1,3%	-9,2%	-2,1%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Internet	7061	7021	6870	6837							
		-0,6%	-2,2%	-0,5%	-1,1%	0,5%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	2,0%
TV	2822	3298	3588	3939							
		16,9%	8,8%	9,8%	11,8%	7,5%	7,5%	7,5%	6,0%	6,0%	4,0%
Terminaludstyr inkl. salg af mobiltelefon	2360	2428	3015	3723							
		2,9%	24,2%	23,5%	16,8%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Hermed vil jeg fremhæve de vigtigste tendenser, som ligger til grund for at estimere TDCs produktsegmentsomsætnings udvikling.

- Fastnettelefonis omsætning faldt med ca. 10 % om året henover analyseperioden på grund af IP-telefoni og mobiltelefoni, som betyder at omsætningen flytter fra et produktsegment til et andet. Tilbagegangen forventes at forsætte.
- Selv om antallet af mobilabonnementer har været stigende, så faldt mobiltelefonis omsætning henover analyseperioden grundet priskrigen, dog bliver omsætningen delvis

¹⁰⁵ TDCs årsrapport 2012 s. 34

opvejet af det stigende forbrug for mobil data. De store teleselskaber opkøber de lavprisselskaber, som vil skabe ro på markedet.

- Faldet af omsætningerne fra netværksudlejningen kan forklares dels på grund af stagnerende efterspørgsel efter indenlandsk kapacitet, og dels på grund af den negative påvirkning af prisreguleringen. Omsætningen bliver dog delvis opvejet af den stigende efterspørgsel af smartphone.
- TDCs internetsomsætning har udviklet sig negativt grundet hård konkurrence fra elselskaberne og deres fiberløsning og lavere pris. Men da TDC også er i gang med at opbygge fibernet, vil dette stoppe faldet i omsætning i løbet af ganske få år, samtidig med det stigende forbrug af mobildata har opvejet det førmtalte fald i omsætning.
- Bundlede tjenester har haft en ganske betydelig fremgang på markedet. TDC har været i stand til at efterkomme forbrugeres efterspørgsel ved at tilbyde en række suppleringsprodukter, som fx YouSee Clear, video-on-demand og ekstra HD-kanaler. Derudover vil der komme en prisstigning på en række af TDCs produkt fra 2013¹⁰⁶. Derfor vil omsætningsfremgangen fortsætte.
- Nordic har oplevet en større fremgang i omsætningen henover analyseperioden, idet Nordic kan tilbyde deres nordiske kunder en fællesnordisk telekommunikationsløsning. Udviklingen vil fortsætte med at være i kraftig vækst i fremtiden på grund af markedets størrelse. Som vist i regnskabsanalysen har Telia og Telenor en omsætning på ca. 100 mia. kr. tilsammen på det nordiske marked. Den gunstige valutakursudvikling for SEK og NOK har også bidraget positivt til omsætning, men det er sandsynligt, at den udvikling vil stoppe på kort sigt. Omsætningen vurderes dog til at fortsætte med at stige.

Nu vil jeg benytte resultatet fra tabel 15 til at sammen med nedenstående tabel - som viser andelen af produktsegments omsætning på hvert enkelt forretningsområde i 2012 for TDC for at estimere forretningsområdets omsætning.

¹⁰⁶ <http://politiken.dk/tjek/digitalt/telefoni/ECE1819755/saa-meget-stiger-tdcs-priser-naeste-aar/>

Tabel 16: Andelen af produktsegments omsætning på hvert enkelt forretningsområde i 2012 for TDC

TDC 2012					
Omsætning DKKm	Fastnet	Mobil	Internet	TV	Termialsalg
Privat	1658	3658	1445	661	1610
	18,4%	40,5%	16,0%	7,3%	17,8%
Erhverv	2299	2168	2105		212
	34,1%	32,1%	31,2%		3,1%
Nordic	787	189	1689		1901
	19,1%	4,6%	40,9%		46,1%
YouSee	80		885	3578	
	1,8%		19,5%	78,8%	
Wholesale	686	444	671		1801
	37,8%	24,5%	37,0%		

Kilde: Egen tilvirkning

Fremgangsmåden vil være sådan, som fx. Privat år 2018 = 18,4 % * (-5 %) + 40,5 % * 2 % + 16 % * 2 % + 7,3 % * 4 % + 17,8 % * 2 % = 1 %

Nedenstående tabel viser TDCs omsætningsvækst, som vil se ud som følger for TDC.

Tabel 17: TDCs omsætningsvækst

			Historisk		Buget					Terminal
TDC	2010	2011	2012	Gennemsnit	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningsvækst										
Privat		-1,60%	0,53%	-0,54%	0	0	0	0	0	1%
Erhverv		-3,69%	-7,85%	-5,77%	-4%	-4%	-4%	-2%	-2%	0%
Nordic		9,79%	7,31%	8,55%	8%	8%	8%	7%	6%	4%
Wholesale		-1,79%	-8,80%	-5,30%	-5%	-5%	-5%	-3%	-1%	0%
YouSee		6,16%	7,35%	6,76%	6%	6%	6%	4%	4%	3%
Operation & hovedkontoret		-11,15%	2,09%	-4,53%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
I alt		0,50%	-0,32%	0,09%	1,00%	1,33%	1,56%	1,55%	1,55%	1,94%

Kilde: Egen tilvirkning

Jeg vælger at estimere TDCs driftsomkostninger på koncernens niveau, idet omkostningerne flytter fra et forretningsområde til det andet, som ikke vil påvirke resultatet af værdiansættelsen. TDCs driftsomkostning har været faldende henover analyseperioden takket være effekten af effektiviseringsplanen (som nævnt, fald i både eksterne - og personaleomkostninger). Derfor vurderes omkostningerne til at forsætte med at falde lidt efter næste par år. Derefter vil de stige grundet den generelle udvikling af omsætningen.

Trin 4.2 Andre budgetforudsætninger

- I regnskabsanalysen brugte jeg den effektive skatteprocent, som i 2012 var lavere end 25 % og i andre år var højere end 25 %. I budgettet har jeg valgt at skatteprocenten er 25 %.
- TDCs AOH har været stabil henover analyseperioden på ca. 0,59, hvilket er på det samme niveau som Telenor og dårligere end Telia. Jeg estimerer TDCs AOH til at være konstant på 0,59 i fremtiden. TDCs materielle anlægsinvesteringer lå ca. 2,5 mia. kr. om året fra 2010 til 2012¹⁰⁷. De materielle anlægsaktiver vil stige i de kommende år, idet TDC planlægger at investere i gennemsnit ca. 3 mia. kr. om året i net-infrastrukturen frem til 2020.
- Afskrivningerne fra 2010 til 2012 er med henholdsvis 5.356 mio.kr., 5.227 mio. kr. og 5.057 mio. kr., hvilket ligger på ca. 10 % af anlægsaktiverne.¹⁰⁸ På grund af stigningen af de materielle anlægsinvesteringer vurderes afskrivningerne med en lille stigning.
- FGEAR forbliver konstant, idet NFF vokser med samme vækstrate som omsætningen.
- Anden totalindkomst har jeg valgt at sætte til 0 kr., selv om jeg er klar over, at der vil være et eller andet beløb på denne post i fremtiden. Men jeg har ikke forudsætninger for at budgettere denne.

Ud fra ovenstående analyse vil TDCs budget se sådan ud, se tabel 18.

¹⁰⁷ TDC årsrapport 2012, s.73

¹⁰⁸ TDC årsrapport 2011 s.52 og 2012 s. 83

Tabel 18: TDCs budget

TDCs budget			Historisk		Buget					Terminal
	2010	2011	2012	Gennemsnit	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningsvækst		0,50%	-0,32%	0,09%	1,00%	1,33%	1,56%	1,55%	1,55%	1,94%
Omkostningsvækst		2,30%	0,15%	1,23%	-0,51%	-0,05%	0,10%	1,17%	1,02%	1,12%
EBITDA-margin	36,07%	38,21%	39,90%	38,06%	37,82%	38,62%	39,46%	39,64%	39,90%	40,60%
Effektiv skattesats	30,20%	28,70%	13%	23,97%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Anlægsaktiver i % af omsætning	198,90%	194,76%	196,32%	196,66%	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%	200,00%
Af-og nedskrivninger i % af anlægsaktiver	-10,29%	-10,20%	-9,87%	-10,12%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Varelagere i % af omsætning	1,17%	1,07%	1,21%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%	1,15%
Tilgodehavender i % af omsætning	16,83%	18,15%	16,96%	17,31%	17,31%	17,31%	17,31%	17,31%	17,31%	17,31%
Driftsgæld i % af omsætning	-46,88%	-46,66%	-44,57%	-46,04%	-46,04%	-46,04%	-46,04%	-46,04%	-46,04%	-46,04%
Nettorentebærende gæld i % af investeret kapital	53,12%	49,46%	51,52%	51,37%	51,37%	51,37%	51,37%	51,37%	51,37%	51,37%
Netteomsætning	26167	26304	26116		26377	26729	27147	27567	27994	28537
Omkostrning	16729	16253	15695		15814	15806	15823	16026	16206	16267
EBITDA	9438	10051	10421		10563	10923	11324	11541	11788	12270
Af-og nedskrivninger	-5356	-5227	-5062		-5803	-5880	-5972	-6065	-6159	-6278
EBIT	4082	4824	5359		4760	5043	5352	5476	5629	5992
Skat af drift	1233	1384	697		1190	1261	1338	1369	1407	1498
NOPAT	2849	3440	4662		3570	3782	4014	4107	4222	4494
Anden totalindkomst	-371	319	-53							
Finansielle poster	-1496	-880	-1228		-1278	-1328	-1277	-1327	-1276	-1326
Skat af finansielle poster	452	253	160		320	332	319	332	319	332
Årets resultat	1434	3132	3541		2612	2786	3056	3112	3265	3499
Anlægsaktiver	52045	51230	51270		52754	53458	54294	55134	55988	57074
Varelagere	307	281	317		303	307	312	317	322	328
Tilgodehavender	4404	4773	4430		4566	4627	4699	4772	4846	4940
Driftsgæld	-12266	-12273	-11641		-12144	-12306	-12498	-12692	-12888	-13138
Arbejdskapital	-7555	-7219	-6894		-7275	-7372	-7487	-7603	-7721	-7871
Nettorentebærende gæld	23635	21767	22863		23363	23674	24045	24417	24795	25276
Investeret kapital	44490	44011	44376		45479	46086	46807	47531	48267	49203
Egenkapital	20855	22244	21513		22117	22412	22762	23114	23472	23928
FCFF		3919	4297		2467	3175	3293	3383	3486	3558
										2,06%
ROIC	6,40%	7,77%	10,55%		7,95%	8,26%	8,64%	8,71%	8,81%	9,22%
AOH	0,59	0,59	0,59		0,59	0,58	0,59	0,59	0,59	0,59
FGEAR	1,13	1,05	1,02		1,07	1,06	1,07	1,07	1,07	1,07

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 4.3 Risikofaktorer

I PEST analysen har jeg nævnt, at TDC blev udpeget som SMP (en stærk markedsposition)-status, hvor myndighederne regulerer priserne for at forhindre unfair konkurrence på markedet. Det er svært at vurdere om myndighederne vil komme med flere reguleringer, som vil påvirke TDCs omsætning negativt.

Det er i startfasen for 4G, og derfor er det lidt svært at vurdere udvikling på dette marked, hvor konkurrencen har været høj.

Elselskaberne går målrettet til angreb på TDC gennem en række fusioner, som fx den nye fusion med Stofa. Det er lidt svært at vurdere, hvor meget det vil påvirke TDCs omsætning.

I Corporate Governance analysen har jeg beskrevet en række problemstillinger, som TDC vil møde, når NTC har forladt TDC. Det er lidt svært at vurdere, hvilken retning TDC vil udvikle sig på kort sigt og endnu sværere at forudse på længere sigt.

Trin 4.4 Konklusion på budgetteringen

Den strategiske analyse, regnskabsanalysen og Corporate Governance danner forudsætningen for at estimere posterne i budgettet. Derudover analyserer jeg udviklingen af omsætningen og abonnementerne fra telebranchen i Danmark for at sammenligne med TDCs udvikling.

Selv om antallet af abonnementerne udover fastnettelefoni har været stigende for produktsegmenterne, har omsætningen været faldende for telebranchen i Danmark på grund af hård konkurrence. Der skete en kundevandring imellem de forskellige produktsegmenter, hvor forbrugerne flytter fx fra fastnettelefoni til IP-telefoni og mobiltelefoni og fra fastnet internet til fibernet og mobil bredbånd. Dette indikerer, at forbrugere søger hen til de produktsegmenter med en bedre teknologi, hvilket er identisk med resultatet fra den strategiske analyse,

Omsætningerne fra TDCs forretningsområder bliver budgetteret enkeltvis. Erhverv og Wholesale vil fortsætte med tilbagegang i hele budgetperioden. Selv om fastnettelefoni fortsat vil være i tilbagegang, bliver Privats omsætning delvist opvejet af andre produkter. Nordic og YouSee vil fortsætte med fremgang i hele budgetperioden. Omsætningen for hele TDC estimeres med lille fremgang på under 2 % om året, hvilket afspejler resultaterne fra den strategiske analyse, dvs. at telebranchen er en moden branche med hård konkurrence. Derfor er det svært for TDC at skabe yderligere vækst i Danmark.

Omkostningen vil normal vokse med samme rate som omsætningen, men det er blevet opvejet af besparelserne takket være de førnævnte effektiviseringstiltag. Derfor estimeres omkostningerne med en lille stigning om året.

EBITDA forbedres med ca. 0,5 % om året i hele budgetteringsperioden, som bidrager fra Nordic og YouSee.

RIOC forbedres med ca. 0,3 % om året i hele budgetteringsperioden.

AOH estimeres at være nogenlunde konstant indtil terminalperioden. De materielle anlægsaktiver vil stige i de kommende år på grund af TDCs plan om at investere 25 mia. kr. frem til 2020 i net-

infrastrukturen, som bl.a. udbygningen af 4G og fibernet. Derudover vil der være en del investeringer på det nordiske marked.



Trin 5 Værdiansættelse

Der findes en række forskellige modeller til at værdiansætte en virksomhed. Værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i den kapitalværdibaserede model – DCF. DCF karakteriseres ved, at fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres med en diskonteringsrente, der afspejler den underliggende risiko i de fremtidige pengestrømme.¹⁰⁹

Efterfølgende vil en supplerende værdiansættelse ud fra multiplen P/E beregnes.

Værdiansættelse foretages pr. d. 5. april 2013.

Trin 5.1 DCF-model

Der findes to varianter af DCF-modellen: 1) den direkte model, hvor pengestrømmene tilbagediskonteres, og hvor disse er til rådighed til virksomheden efter fradrag af betalingsstrømme til långiverne, og 2) den indirekte model, som ikke tager højde for de finansielle omkostninger.

I opgaven fokuserer jeg på TDCs driftsaktiviteter, som eneste værdidriver. Derudover er det svært at vurdere TDCs dividende politik på længere sigt, og derfor vælger jeg den indirekte model, hvilket de fleste analytikere også foretrækker. Den indirekte model¹¹⁰:

$$V_E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF^o$$

- V_E = virksomhedsværdi
- $FCFF$ = frit cash flow til virksomheden
- NFF = netto finansielle forpligtelser
- $Wacc$ = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Den første del er lig med budgetperioden, og den anden del er lig med terminalværdien.

¹⁰⁹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 26

¹¹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 33

Trin 5.1.1 Wacc

Wacc er udtryk for afkastkravet for at investere i virksomhedens driftsaktivitet, som er et vægtet gennemsnit af ejernes og långivernes afkastkrav¹¹¹. Man skal benytte Wacc til at tilbagediskontere de fremtidige cash flows i DCF – modellen. Dermed har Wacc en stor betydning på værdiansættelsen af TDC. Wacc defineres som¹¹²: $Wacc = \frac{EK}{NRBG+EK} K_e + \frac{NRBG}{NRBG+EK} * LR (1 - t)$

- EK = markedsværdi af egenkapital
- NRBG = nettorentebærende gæld
- LR = lånerenten
- K_e = ejernes afkastkrav
- t = selskabets marginale skattesats

Trin 5.1.1.1 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav estimeres med udgangspunkt i CAPM – modellen, hvilket er den mest anvendte model i praksis. Til bestemmelse af ejernes afkastkrav for TDC skal jeg estimere den risikofri rente, β værdien og markedsrisikopræmien. CAPM defineres som¹¹³: $K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$

- r_f = risikofrie rente
- β = egenkapitalens systematiske risiko
- r_m = afkast på markedsporteføljen

Risikofri rente

Til at estimere den risikofrie rente benytter jeg den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation.¹¹⁴ Jeg finder rente på 1,82 % for den danske statsobligation (løbetid 10 år).¹¹⁵ Derudover skal der tillagt en likviditetspræmie, som en merpris investorer er villige til at betale for likvide statspapirer. Der er flere faktorer, der har indflydelse på likviditetspræmien, som bl.a. statsgældspolitik osv.¹¹⁶ I denne opgave fastsætter likviditetspræmien på 2,68 %. Derfor bliver den risikofrie rente på 4,5 %, hvilket passerer til Petersen og Plenborgs anbefaling på 4,5 %.¹¹⁷

Markedsrisikopræmie

¹¹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 55

¹¹² Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 151

¹¹³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 217

¹¹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 56

¹¹⁵ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/02/13/onsdagens-obligationer-store-udsving-fra-nord-til-syd/12206887>

¹¹⁶ [http://www.nationalbanken.dk/c1256be2005737d3/side/statens_laantagning_og_gæld_1997/\\$file/nb19.htm](http://www.nationalbanken.dk/c1256be2005737d3/side/statens_laantagning_og_gæld_1997/$file/nb19.htm)

¹¹⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 162

Markedsporteføljens risikopræmie beregnes som forskellen mellem risikofri rente og afkastet på markedsporteføljen. En offentliggjort undersøgelse af Holm, Petersen og Plenborg, der omhandler en undersøgelse af værdiansættelser i praksis, anvender en markedsrisikopræmie på 4 %.¹¹⁸

Betaværdi

Beta er udtryk for en akties volatilitet i forhold til markedet. Som regel estimeres beta med udgangspunkt i historiske aktiekurser. Jeg vil finde TDCs betaværdi ved at beregne en historisk samvariation mellem TDCs aktie og OMX C20 indeks. Jeg downloader TDCs - og OMX C20s daglige kurs fra 5. april 2013 og fem år tilbage for at beregne daglig afkast. Derefter regner jeg deres daglige afvigelse ud fra gennemsnitsafkastet for at beregne C20s variance og covariance imellem TDC og C20. Til sidst benytter jeg denne formel ($\beta_{TDC} = \sigma_{TDC} / \sigma_{C20}^2$)¹¹⁹ for at finde TDCs beta, se tabel 19. Beregningen af TDCs beta ser bilag 14.

Tabel 19: TDCs beta

TDC	
Variance =	5,37608E-05
Covar =	2,17817E-05
Beta =	0,405160384

Kilde: Egen tilvirkning

Men da NTC besidder den største del af TDCs aktier siden 2006, har dette gjort TDCs aktier mindre likvide (som vist i opgaven tidligere), vil en sådan udregning beregne TDCs betaværdi på en måde, som ikke giver en retvisende værdi for TDCs beta. Derfor forsøger jeg at bruge den sammen metode til at finde TDCs to nordiske konkurrenter: Telia – OMX Stockholm 30 og Telenor – OSEBX. Jeg vil bruge deres beta for at vise, hvad TDCs Wacc ville være.

Tabel 20: Telias – og Telenors beta

Telia	
Variance =	7,3967E-05
Covar =	5,597E-05
Beta =	0,75668797

Telenor	
Variance =	0,0002883
Covar =	0,00017532
Beta =	0,60810617

Kilde: Egen tilvirkning

¹¹⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 162

¹¹⁹ Principles of corporate finance (2008) s. 196

Men det giver heller ikke et entydigt niveau for at vurdere TDCs betaværdi, idet der er en ganske stor værdiforskel imellem de tre selskaber. Derfor har jeg valgt at bruge en afgørelse for TDCs betaværdi fra Erhvervsstyrelsen i 2012, som har fastsat en ugearet betaværdi på 0,5¹²⁰. Denne fastsættelse skete bl.a. på baggrund af beregninger af TDCs betaværdi i forhold til markedsindeks samt sammenligninger med udenlandske teleselskabers betaværdi. Den ugearede beta udtrykker den driftsmæssige risiko, mens den gearede beta udtrykker virksomhedens risiko, der opstår som følge af virksomhedens sammensætning af egen – og fremmedfinansiering. Da TDC er en gearet virksomhed, skal den gearede betaværdi beregnes. Derfor er jeg nødt til at benytte Modigliani og Millers formel til at omregne den ugearede betaværdi til den gearede betaværdi¹²¹.

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

Markedsværdien af egenkapitalen kan aflæses direkte i markedet, som er lig med antal aktier ganget med dagskursen pr. 5. april 2013. Værdien af TDCs egenkapital er¹²²:

$$44,38 \text{ kr.} * 825 \text{ mio.} = 36.614 \text{ mio. kr.}$$

De netto finansielle forpligtigelser er lig med 22.863 mio. kr. i 2012, som vist i den tidligere beregning. Normalt skal man benytte markedsværdien af de finansielle forpligtigelser, men det er svært at estimere dem, da gælden ikke bliver handlet på samme måde på markedet som aktierne.

Tabel 21: TDCS β_{gearet}

Skattesats	25%
β_{ugearet}	0,5
Netto finansielle forpligtigelser	22.863
Markedsværdien af egenkapitalen	36.614
β_{gearet}	0,73

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra ovenstående beregninger vil jeg derfor estimere K_e med en betaværdi fra henholdsvis TDC, Telia og Telenor.: se tabel 22

¹²⁰ <https://www.borger.dk/Lovgivning/Hoeringsportalen/dl.aspx?hpid...>

¹²¹ Principles of corporate finance (2008) s. 545

¹²² <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/nyckeltal.html?identifier=1154&marketplace=14>

	TDC	Telia	Telenor
Risikofri rente	4,50 %	4,50 %	4,50 %
βgearet	0,73	0,76	0,61
Markedsrisikopræmie	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Ke	7,42 %	7,54 %	6,94 %

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 5.1.1.2 Estimering af afkastkrav for finansielle forpligtelser

Beregningen af den rente, som TDCs kan låne til i dag. Afkastkrav for finansielle forpligtelser kan estimeres som: $K_g = (r_f + r_s) * (1 - t)$

R_s er et risikotillæg, som långiverne kræver for at kompensere for den risiko, at TDC ikke kan tilbagebetale lånet¹²³. Jeg vil benytte TDCs kreditrating til at estimere R_s . I risikoanalysen har jeg forklaret, at TDC har opnået en kreditrating til Ba1. Dermed skal TDC have et risikotillæg på 4 %, som er en vurdering fra Finanstilsynet for en virksomhed med en kreditvurdering på Ba1.¹²⁴

K_g for TDC med skattesatsen på 25 %, se tabel 23:

TDC	
Skattesats	25 %
Risikotillæg	4,00 %
Risikofri rente	4,50 %
K_g	6,38 %

Kilde: Egen tilvirkning

Wacc for TDC vil se sådan ud med de forskellige tre selskabers beta, se tabel 24:

	TDC	Telia	Telenor
Skattesats	25 %	25 %	25 %
EK	36.614	36.614	36.614
NRBG	22.863	22.863	22.863
Ke	7,42 %	7,54 %	6,94 %
Kg	6,38 %	6,38 %	6,38 %
Wacc	7,02 %	7,09 %	6,72 %

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 5.1.2 Værdiansættelsen af TDC

¹²³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 56

¹²⁴ Finanstilsynet (2009) s. 15

Ud fra ovenstående beregninger vil TDCs værdi beregnes pr. den 5.april 2013 ud fra DCF-modellen. Se tabel

Terminalleddet er et udtryk for nutidsværdien af de frie cash flows, der forløber efter budgetperioden. Efter år 2017 forventer FCF, at væksten vil være konstant på 2 %, hvilket er baseret på budgettet.

Tabel 25 TDCs budget

Budget						Terminal
DKK mio.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCFF	2467	3175	3293	3383	3486	3558
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	
PV af FCFF	2305	2772	2687	2579	2483	
kapitalværdi 2013 til 2018	12826					
Terminalværdi	50487					
Virksomhedens værdi	63313					
NFF	25276					
Egenkapitalens værdi	38037	d. 31.12.12				
	38714	d. 5.04.13				
Wacc - skattesats 25%	7,02%					
g	2%					
Antallet af TDCs aktier	825					
Kursværdi	46,93					

Kilde: Egen tilvirkning

Trin 5.1.2.1 Sammenligning med aktiekurs og markedsforventninger

Den 5.april 2013 havde TDC 825 mio. stk. aktier, og lukkekursen var på 44,38 kr. på Københavns Fondsbørs. Ifølge min beregning vil kursværdien blive 46,93 kr., dvs. ca. 7 % højere end lukkekursen på denne dato.

På baggrund af min analyse vurderer jeg, at TDCs aktie kan være undervurderet.

Som tidligere nævnt blev TDCs aktie ”genintroduceret” på Københavns Fondsbørs den 13. december 2010 med udbudskurs på 51 kr. Den efterfølgende kursudvikling viste klart, at udbudskursen var lagt alt for højt, da kursen faldt efterfølgende fra 51 kr. til ca. 45 kr., og senest den 27. marts 2013 solgte NTC 56,3 mio. stk. aktier til kurs 39,5 kr.¹²⁵.

Siden 2011 har bankerne offentliggjort deres løbende anbefalinger for TDCs aktie. Det højeste kursmål er 53 kr. fra Morgen Stanly, og det laveste kursmål er på 39 kr. fra Nordea Markets.

¹²⁵

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/254800/storaktionaer_i_tdc_udbyder_56_mio_aktier_til_salg.html

Gennemsnittet ligger på 46,2 kr..¹²⁶ Ved sammenligning med min analyse kan jeg se, at mit kursmål ligger på det gennemsnitniveau. Der er mange elementer, som kan påvirke resultaterne i værdiansættelsen. Derfor vil jeg i næste afsnit lave en følsomhedsanalyse for at analysere disse elementer nærmere.

Trin 5.1.3 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen baseres på budgetteringen, som estimeringerne kan behæfte med en række usikkerhedsfaktorer. Ved ændringerne af disse opstår ændringerne af forudsætningerne i den strategiske analyse og regnskabsanalysen, der har indflydelse på den økonomiske udvikling i TDC. De opstillede forudsætninger kan påvirke TDCs aktiekurs både positivt og negativt. Derfor vil jeg lave en følsomhedsanalyse, som opstiller nogle alternative beregninger på baggrund af ændringerne i de vigtigste faktorer.

Trin 5.1.3.1 Ændring i Wacc og vækst

Ændringen i Wacc kan ske ved ændringen af den risikofrie rente og selskabsspecifikke risikotillæg. Hvis TDCs gældsstruktur ændrer sig, vil det påvirke TDCs kreditrating, som bestemmer størrelsen af TDCs risikotillæg, når TDC skal forny deres lån.

Ændringen i den ugearede betaværdi kan også have en stor indflydelse på Wacc.

Vækstraten har en stor betydning på værdiansættelsen, idet terminalværdien vægter forholdsvis meget i virksomhedens værdi. Sammenholdelsen af TDCs historiske omsætningsvækst med den fremtidige vækstmulighed i telebranchen forudsiger den fremtidige vækst i TDC. Det er svært at vurdere den fremtidige vækst på længere sigt.

Tabel 26: TDCs aktiekurs ved ændring af Wacc og vækstrate

		Ændring i Wacc					
			6,0%	6,72%	Uændret	7,09%	8%
	1,50%		58	45	41	40	30
Ændring i Vækst	1,75%		62	49	44	43	32
	Uændret		67	52	47	46	34
	2,25%		72	56	50	49	36
	2,50%		79	60	54	53	39

Kilde: Egen tilvirkning

¹²⁶ <http://www.mystocks.dk/kurstargets.php?ticker=TDC>

Baseret på ovenstående beregning kan TDCs aktiekurs variere i intervallet fra 30 – 79 kr. og have en gennemsnitværdi på 50 kr.

Hvis jeg bruger den Wacc, som blev beregnet ud fra Telias - og Telenors beta, så vil TDCs aktie koste henholdsvis 52 kr. og 46 kr.

Trin 5.1.3.2 Ændring i AOH

TDC har forbedret udviklingen i AOH fra 2009 til 2010, og den lå på 0,59 i 2012, hvilket var på niveau med Telenor, men dårligere end Telia. I min budgettering har TDCs AOH ligget på omkring 0,59.

Tabel 27: TDCs aktiekurs ved ændring af AOH

Ændring af AOH	0,5	0,55	0,59	0,65	0,7
Ændring af aktiekurs	49,6	51,6	54,9	57,3	59,5

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på ovenstående beregning kan TDCs aktiekurs variere i intervallet 50 - 60 kr..

Trin 5.2 Værdiansættelse med multipler P/E

En værdiansættelse ved brug af multipler er en teknik, som bruges af mange aktieanalytikere for at søge efter over- eller undervurderede eller fair prissatte aktier på aktiemarkedet. Multipler bruges til at sammenligne virksomheder inden for samme branche og kan give en indikation af, hvad prisen på et givent selskab bør være i forhold til branchen.¹²⁷

Anvendelsen af multipler stiller betydelige datakrav til analytikeren, idet metoden forudsætter at de sammenlignelige selskabers regnskabspraksis, risiko osv., skal være identisk.¹²⁸

P/E beskriver prisen, der betales for en krones indtægter pr. aktie.

Jeg foretager udelukkende sammenligningen imellem TDC og deres nordiske konkurrenter. Det skyldes, at de i forhold til risiko, regnskabspraksis og fremtidsudsigter er mere sammenlignelige. Men der er stadigvæk en række aspekter, fx indregning, som medfører ”støj” ved sammenligning over tid og mellem virksomhederne, hvilket vil føre til forkerte konklusioner.

¹²⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse (2005) s. 57

¹²⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere (2007) s. 27

Tabel 28: P/E for TDCs nordiske konkurrenter med udgangspunkt i 2012 og 2013.

Den 5.04.2013	P	E	P/E
Telia	42,78	4,59	9,32
Telenor	125	6,08	20,56
Elisa Corporation	14,31	1,25	11,45
Tele 2	105,9	7,27	14,57
Gennemsnit			13,97

Kilde: Nordnet

TDCs E vil blive 3,17 kr. i 2013, som giver: $3,17 * 13,97 = 44,28$ kr.

Trin 5.3 Konklusion af værdiansættelse og følsomhedsanalyse

I værdiansættelsen af TDC har jeg anvendt en kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel – DCF-modellen, som tilbagediskonterer TDCs fremtidige betalingsstrømme. Wacc er blevet brugt som diskonteringsfaktor. Følsomhedsanalysen beskriver, hvilke faktorer har indflydelse på beregningen af Wacc.

Wacc består dels af ejernes afkastkrav, dels af långivernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav er beregnet ved hjælp af CAPM-modellen. Til at estimere den risikofrie rente ville jeg bruge den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation på 1,8 % samt en likviditetspræmie på 2,68 %. Tilsammen bliver den risikofrie rente til 4,5 %. Markedsrisikopræmien estimeres til 4 %. Låneomkostninger for TDC er estimeret baseret på TDC kreditrating, som giver en risikopræmie på 4 %. Betaværdien er baseret på en afgørelse fra Erhvervsstyrelsen i 2012, der fastsatte en ugearet betaværdi på 0,5. TDC er en gearet virksomhed, derfor bliver den ugearede betaværdi omregnet til den gearede betaværdi på 0,73. Dette har resulteret i en Wacc på 7,02 %.

Ved hjælp af Wacc har jeg beregnet værdien af TDCs egenkapital til 38.714 mio. kr. den 5. april 2013, hvilket svarer til en aktiekurs på 47 kr. Det er ca. 7 % højere end markedskursen.

Følsomhedsanalysen viser, at de små ændringer i opstillede forudsætninger kan have en stor betydning for aktiekursen, som kan variere i intervallet 30 - 79 kr.. Derfor giver følsomhedsanalysen et svar på, hvorfor forskellige banker har forskellige kursmål af TDCs aktie. Årsagerne kan skyldes, at bankerne bruger forskellige forudsætninger til deres beregninger.

Den efterfølgende multipelanalyse, baseret på P/E, gav et lavere resultat i forhold til DCF-modellen. Værdiansættelsen ved brug af multiplen P/E, som er behæftet med stor usikkerhed på grund af de

ovennævnte risikoer, aftjener sin funktion som supplement til DCF-modellen. Derfor vil jeg kun tillægge 10 % af værdien i min prisfastsættelse af TDCs aktie.

$\text{TDCs akties værdi} = 46,93 * 90 \% + 44,28 * 10 \% = 46,67 \text{ kr.}$

Min analyse vurderer fair value for TDCs aktie på kurs 47 kr., så med den aktuelle dagskurs på 44 kr. i den 5. april 2013 er aktien altså undervurderet med ca. 7 %. Derfor bør der foreligge en købsanbefaling på TDC.

5 Konklusion

Formålet med denne kandidatafhandling var at værdiansætte TDC med udgangspunkt i en strategisk og regnskabsmæssig analyse. Værdiansættelsen dannede herefter fundamentet for besvarelsen af hovedspørgsmålet:

Hvad er fair value af en TDC aktie, og hvilken anbefaling bør foreligge på TDCs aktie den 5. april 2013?

5.1 Strategisk analyse

TDC er markedsleder inden for telebranchen i Danmark. TDC har sine egne netværker, som accesnet, mobilnet, kabel-netværk og fibernet, som er dyr i vedligeholdelse og udbygning. PEST-analysen viser, at TDC bliver pålagt en række forpligtelser fra myndighederne fra Danmark og EU på grund af TDCs SMP-status. Disse forpligtelser fører til en række negative konsekvenser for TDC.

Fastnettelefoni har traditionelt været det område, som har bidraget med den største andel af forretningen for TDC. Markedet for fastnettelefoni er nedadgående på grund af den teknologiske udvikling inden for mobiltelefoni og IP-telefoni. De nye anvendelsesmuligheder for smartphone, pc og smart-tv forøger efterspørgslen efter højere hastighed via 4G netværk og fibernet, idet kunderne ønsker sig større frihed til underholdning og social kontakt.

Konkurrenceintensiteten anses for at være høj inden for telebranchen, så selskaberne bestræber sig efter at være markedsledere med stordriftsfordele. De konkurrerer både på teknologien, prisen, service og muligheden for at tilbyde deres kunder en samlet produktløsning. Analysen viser, hvad TDCs handlingsplan er for at forblive konkurrencedygtig: 1) TDC opkøber en række

lavprisselskaber, som bl.a. Ofone, Fullrate, Telemore, for at dække discountsegmenterne inden for telebranchen. Dette vil forhindre kunderne i at flytte til andre lavprisselskaber. 2) TDC investerer og udbygger deres net-infrastruktur for at forbedre deres konkurrenceevne, især over for elseskaberne. 3) TDC har en stor forhandlingsstyrke over for deres leverandører, hvilket giver TDC en bedre mulighed for at forhandle til bedre betingelser og derved forblive konkurrencedygtig. 4) TDC igangsætter forbedringsprogrammet TAK for at forbedre serviceniveau og derved styrke kundernes loyalitet. 5) TDCs effektiviseringsplan fører til reduktion af personaleomkostninger og derved bliver mere konkurrencedygtig.

5.2 Regnskabsanalyse

I analyseperioden fra 2010 til 2012 har TDCs omsætning været ganske stabil. Omkostningerne, især de eksterne – og personaleomkostninger, faldt betydeligt takket være den effektiviseringsplan, som ledelsen har iværksat. Dermed forbedredes TDCs driftsresultat henover analyseperioden.

ROE har været stigende henover analyseperioden, hvilket indikerer, at TDC er i stand til at give et positivt afkast på egenkapitalen.

ROIC og OG har også haft en positiv trend henover analyseperioden. Når nøgletallet sammenlignes med konkurrenterne Telia og Telenor, ligger TDCs ROIC dårligere for de to konkurrenter i 2010, men TDC har udviklet sig til et bedre niveau i 2012. OG er lavere end Telias, men højere end Telenors. TDCs AOH ligger på det samme niveau som Telias, og lavere end Telenors. Men når jeg isolerer Telias - og Telenors forretning på det nordiske marked, kan jeg se, at TDCs omsætning har været på et stabilt niveau hen over analyseperioden, mens Telias – og Telenors omsætning har været faldende. Derfor kan jeg vurdere, at TDCs ROIC og OG burde være højere end de to konkurrenter på det nordiske marked.

Omsætningen på Nordic og YouSee har haft en stærk udvikling, og EBITDA er fulgt med udviklingen. Derimod er omsætningen på Erhverv og Wholesale faldet, hvilket også gør sig gældende for EBITDA. Overordnet set har omkostningerne på alle forretningsområderne haft et fald henover analyseperioden, hvilket er et positivt resultat af effektiviseringsplanerne.

Risikoanalysen viser, at TDCs likviditetsgrad og soliditetsgrad har udviklet sig positivt i 2012, men stadigvæk betydeligt lavere end de to konkurrenter.

5.3 Corporate Governance

På grund af den koncentrerede ejerskabsstruktur har NTC mulighed for at udøve aktivt ejerskab, hvor NTC definerer strategien for at udvikle TDC, samt minimere principal-agentomkostningerne.

NTC foretog en såkaldt ”debt push down” gennem et stort ekstraordinært udbytte fra TDC, hvor NTC skubbede gælden ned til TDC for at nedbringe sin egen gæld i forbindelse med købet af TDC. Dette medførte, at TDC blev mere sårbar på grund af den høje gældsætning, og den direkte skattebetaling formindskedes på grund af øget renteudgifter.

Da NTC har til formål at skabe merværdi for investorerne indenfor 5–6 år, foretog de en række markante forandringer i TDC. 1) TDC satte fokus på det nordiske marked, så derfor solgte TDC alle datterselskaber uden for Norden. 2) ledelsen igangsatte en række effektiviseringsplaner, hvilket har føret til, at TDC har bevaret og udbygget sin position som markedsleder i Danmark, og rentabiliteten er forbedret i forhold til 2005.

5.4 Værdiansættelse

I værdiansættelsen af TDC har jeg anvendt en kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel – DCF-modellen. Wacc er blevet brugt som diskonteringsfaktor, som er 7,02 %.

Ved hjælp af Wacc har jeg beregnet værdien af TDCs egenkapital til 38.714 mio. kr. den 5. april 2013, hvilket svarer til en aktiekurs på 47 kr. Det er ca. 7 % højere end markedskursen.

Følsomhedsanalysen viser, at de små ændringer i opstillede forudsætninger kan have en stor betydning for aktiekursen, som kan variere i intervallet 30 - 79 kr..

Den efterfølgende multipelanalyse var baseret på P/E, som gav 44 kr., hvilket jeg kun tillægger 10 % af værdien i min prisfastsættelse af TDCs aktie.

Ud fra analysen vurderer jeg fair value for TDCs aktie til kurs 47 kr. den 5. april 2013. Med den aktuelle dagskurs på 44 kr. er aktien undervurderet med ca. 7 %. Derfor bør der foreligge en **købsanbefaling** på TDC.

6 Ordliste

- 4G: Fjerdegenerationsmobilnet – LTE
- Accessnet: Teleinfrastrukturen, der forbinder hver enkelt kunde til nettet – Kobbernet
- Coaxnet: Bruges til at distribuere kabel-tv-signaler – Kabelnet
- Fastnettelefoni: PSTN/ISDN-telefoni og VOIP
- Fibernet: Bruges til at transmittere telefonsignaler, internetkommunikation og kabel-tv-signaler
- International roaming: En måde for kunder at få adgang til en udenlandsk operatørs mobilnet.
- IP-VPN: Et net baseret på en IP-protokol
- LRAIC: den mest benyttede prisreguleringsmetoder til at fastsætte samtrafikpriserne for operatører med markedsdominans (SMP-status)
- Samtrafik: Der gives adgang til, faciliteter eller tjenester for en anden operatør til at udbyde elektroniske kommunikationstjenester og udveksle trafik mellem kommunikationsnet
- TAK (Tag Ansvar for Kunden): Et program, som TDC implementerede i 2009 for at give kunderne en bedre service.
- TDC 2.0: Et ændringsprogram, der omfatter hele selskabet og fokuserer på at gøre TDCs processer mindre komplekse og mere målrettede

7 Litteraturliste

Bøger:

Regnskabsanalyse og værdiansættelse, 2005, 2 udgave

Jens O. Elling & Ole Sørensen

Forlaget: Gjellerup

Regnskabsanalyse for beslutningstagere, 2007, 1 udgave

Christian V. Petersen & Thomas Plenborg

Forlaget: Thomson

Principles of Corporate Finance, 2008, 9 udgave

Richard A. Brealey & Franklin Allen

Forlaget: McGraw – Hill

Problemorienteret projektarbejde, 2003, 3 udgave

Poul Bitsch Olsen & Kaare Pedersen

Forlaget: Roskilde Universitets forlag

Principles and Practice of Marketing, 2007, 5 udgave

David Jobber

Forlaget: McGraw Hill

Årsrapporter:

TDC årsrapport: 2005, 2009, 2010, 2011, 2012

Telia årsrapport: 2009, 2010, 2011, 2012

Telenor årsrapport: 2009, 2010, 2011, 2012

8 Websideliste:

- http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/191400/tdc_bekraefter_salg_af_sunrise.html
- http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/254800/storaktionaer_i_tdc_udbyder_56_mio_aktier_til_salg.htm
- <http://www.business.dk/digital/kapitalfonde-saelger-endnu-10-procent-af-tdc>
- <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/historik.html?identifier=1154&marktplac=14>
- <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2006/Pressemeddelelser-2006/Kapitalfonde-pdf.ashx>
- <http://www.evm.dk/publikationer/2006/~media/oem/pdf/2006/Pressemeddelelser-2006/Kapitalfonde-pdf.ashx>
- http://www.turbulens.net/download/ATPalpha04_dansk_648.pdf
- <http://politiken.dk/erhverv/ECE264957/slagsmaal-mellem-atp-og-tdc-ejere-fortsaetter/>
- <http://www.proinvestor.com/aktieanalyser/114/TDC%20-%20Faktaark>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/312179/endeligafgoerelse.pdf>
- http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-316_da.htm
- <http://erst.lovportaler.dk/showdoc.aspx?docId=bek20080701-full>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/348279/udkasttilanalyse.pdf>
- <http://erst.lovportaler.dk/ShowDoc.aspx?docId=bek20110385-full>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/348279/udkasttilanalyse.pdf>
- <http://erst.lovportaler.dk/showdoc.aspx?docId=bek20080701-full>
- <http://www.business.dk/diverse/tdc-vil-slippe-af-med-forsyningspligten>
- <http://www.computerworld.dk/art/56053/her-er-vinderne-af-licenser-til-4g-mobilnet-i-danmark>
- http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-316_da.htm
- http://www.kfst.dk/fileadmin/webmasterfiles/publikationer/konkurrence/2011/Distribution_af_TV_kanaler.pdf
- http://www.kfst.dk/fileadmin/webmasterfiles/publikationer/konkurrence/2011/Distribution_af_TV_kanaler.pdf
- <http://www.business.dk/digital/frit-valg-vil-goere-tv-billigere>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/294939/telestatistik-2012-1.pdf>
- <http://www.business.dk/digital/teleselskaber-klar-til-at-spaerre-for-skype>
- <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3190235/artikel.html?hl=dXBsb2FkaGFzdGlnaGVk>
- <http://www.kfst.dk/?id=15535>
- <http://www.telemarkedet.dk/coax-nettet-aabnes-tdc-og-yousee-skal-dele-deres-kabelnet>

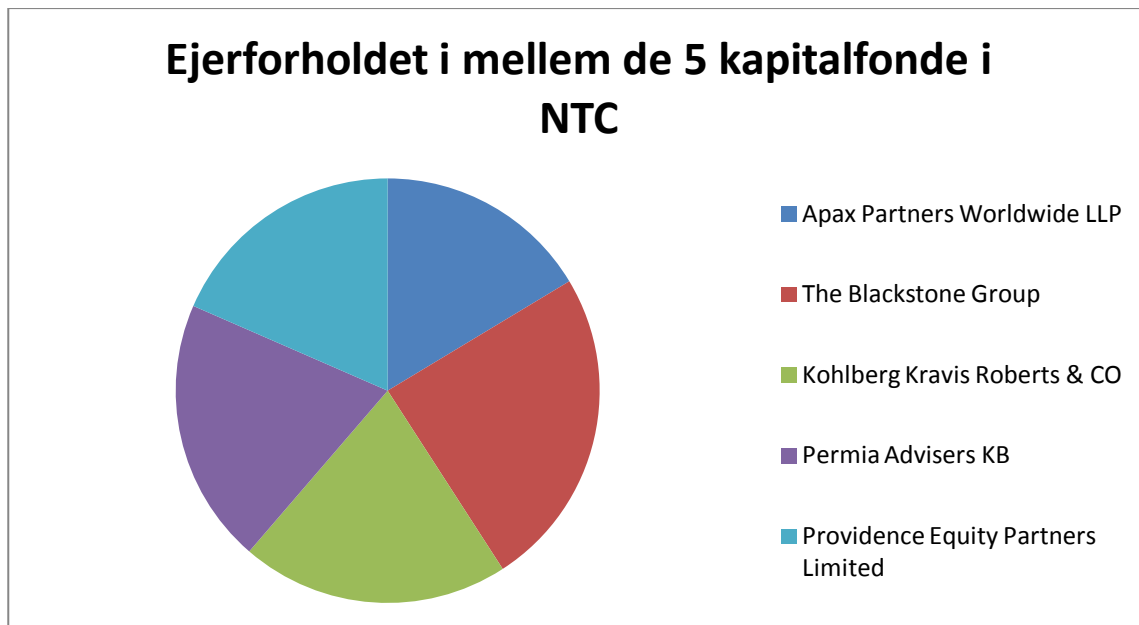
- <http://www.energy-supply.dk/article/view/49530/15> elselskaber bag selskabet waoo
- <http://www.computerworld.dk/art/224567/fremadstormende-fiber-boss-lurer-paa-mega-fusion>
- <http://npinvestor.dk/nyheder/der-tildeles-sandsynligvis-fire-landsdaekkende-mobillicenser-10200.aspx>
- <http://www.forbrugerombudsmanden.dk/Om-Forbrugerombudsmanden/Hoeringssvar-og-indberetninger/oevrige/bindingsperioder/bindingsperioder>
- <http://m.business.dk/?article=2573202-TDCs-guldaeg-slaar-revner>
- <http://www.business.dk/bolig/styrelse-der-skal-gribes-ind-mod-tv-pakker>
- <http://ing.dk/artikel/tv-seere-frigores-fra-antenneforeningers-stavnsband-135685>
- <http://www.version2.dk/artikel/tdc-fyrer-csc-43420>
- <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-65695755:to-ud-af-tre-g%C3%A5r-syge-p%C3%A5-job.html>
- <http://www.tomshardware.dk/nyheder/nyhed.cfm/2012/09/12/teleselskaberne-kan-blokere-for-skype-og-gratis-sms-tjenester>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/224479/telestatik2011.pdf>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/232717/telestatistik-andet-halvar-2011-pdf.pdf>
- <http://telia.dk/omtelia/telia/fakta/nogletal/tal>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/232717/telestatistik-andet-halvar-2011-pdf.pdf>
- <http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-5BE87H/1928617765x0x435970/9e8121ef-24d2-4e0d-992e-6fa956143215/Release%2003-2011%20Moody's-DK.pdf>
- http://www.turbulens.net/download/ATPalph04_dansk_648.pdf
- <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2006/Pressemeddelelser-2006/Kapitalfonde-pdf.ashx>
- Stakeholder orientation vs shareholder value af Casper Rose
- http://www.turbulens.net/download/ATPalph04_dansk_648.pdf
- <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2006/Pressemeddelelser-2006/Kapitalfonde-pdf.ashx>
- http://download.tdc.dk/pub/tdc/om_tdc/investor/kvartalsrapport/pdf/Release%2045-2006%20TDC%20Kvartalsrapport%203K%202006.pdf
- http://www.ehow.com/facts_7184681_definition-debt-pushdown.html
- <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2006/Pressemeddelelser-2006/Kapitalfonde-pdf.ashx>
- <http://www.computerworld.dk/art/37518/tdc-saelger-mobilselskabet-bit-for-3-4-milliarder>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/294939/telestatistik-2012-1.pdf>
- <http://www.erhvervsstyrelsen.dk/file/263419/okonomiske-noegletal-telebranchen-2011.pdf>
- <http://politiken.dk/tjek/digitalt/telefoni/ECE1819755/saa-meget-stiger-tdcs-priser-naeste-aar/>
- <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/02/13/onsdagens-obligationer-store-udsving-fra-nord-til-syd/12206887>
- [http://www.nationalbanken.dk/c1256be2005737d3/side/statens-laantagning-og-gæld-1997/\\$file/nb19.htm](http://www.nationalbanken.dk/c1256be2005737d3/side/statens-laantagning-og-gæld-1997/$file/nb19.htm)
- <https://www.borger.dk/Lovgivning/Hoeringsportalen/dl.aspx?hpid...>
- <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/nyckeltal.html?identifier=1154&marketplace=14>
- <http://www.finanstilsynet.dk/upload/Tal-og-fakta/2009/TG-PEN/L%C3%A6gernes%20Pensionskasse-246870.pdf>
- <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/254800/storaktionærer-i-tdc-udbyder-56-mio-aktier-til-salg.html>
- <http://www.mystocks.dk/kurstargets.php?ticker=TDC>

9 Bilagsoversigt

- **Bilag 1 Ejerforholdet i mellem de 5 kapitalfonde i NTC**
- **Bilag 2 Ejerskab**
- **Bilag 3 TDCs officielle balance**
- **Bilag 4 TDCs officielle resultatopgørelse**
- **Bilag 5 TDCs nøgletals beregning**
- **Bilag 6 Telias reformulerede resultatopgørelse**
- **Bilag 7 Telenors reformulerede resultatopgørelse**
- **Bilag 8 Telias reformulerede balance**
- **Bilag 9 Telenors reformulerede balance**
- **Bilag 10 Telias – og Telenors nøgletal**
- **Bilag 11 TDCs driftsomkostning**
- **Bilag 12 Likviditetsgrad 1**
- **Bilag 13 Soliditetsgraden**
- **Bilag 14 En del af beregningen af TDCs beta**

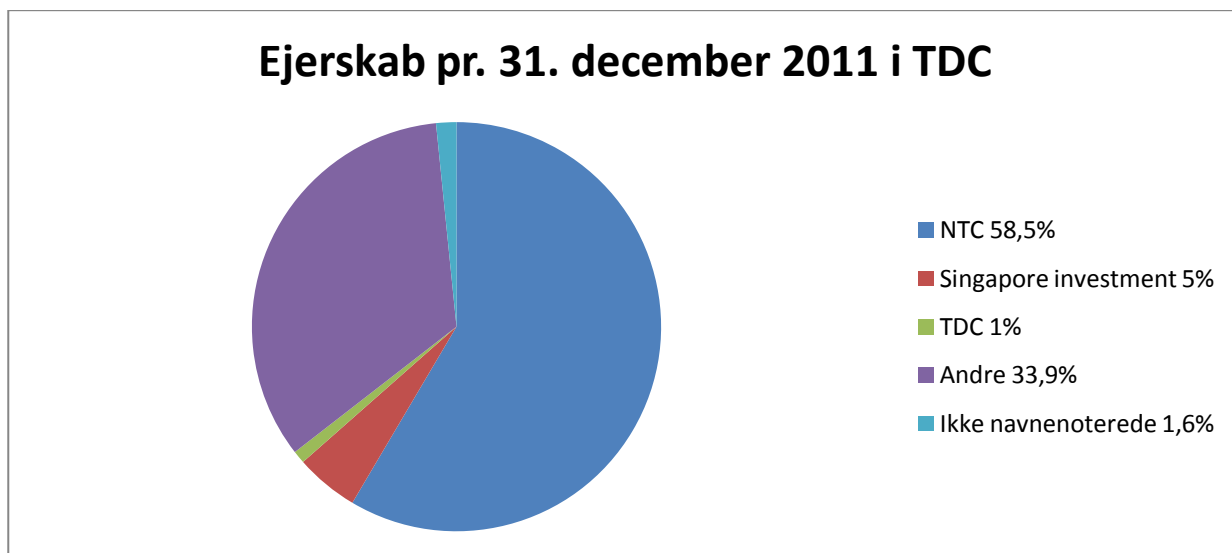
10 Bilag:

Bilag 1 Ejerforholdet i mellem de 5 kapitalfonde i NTC



Kilde: TDC årsrapport 2012 s.56

Bilag 2 Ejerskab



Kilde: Egen tilvirkning ¹²⁹ TDC årsrapport 2012 s.56

Bilag 3 TDCs officielle balance

¹²⁹ VP Securities

Aktiver				DKK m	
	2012	2011	2010	2009	2005
Anlægsaktiver					
Immaterielle aktiver	32.762	33.543	34.799	49.550	33.118
Materielle aktiver	15.337	15.343	15.531	19.998	26.054
Joint ventures, associerede virksomheder	127	127	137	168	2.126
Værdipapirer og andre kapitalandele			7	7	9
Udskudte skatteaktiver	80	50	66	52	784
Pensionsaktiver	7.918	8.060	7.487	7.606	5.645
Tilgodehavender	251	278	241	231	464
Afledte finansielle instrumenter	466	324	0	0	90
Periodeafgrænsningsposter	244	305	270	243	325
Anlægsaktiver i alt	57.185	58.030	58.538	77.855	68.615
Omsætningsaktiver					
Varebeholdninger	317	281	307	323	650
Tilgodehavender	4.430	4.773	4.404	6.758	8.617
Tilgodehavende skat				2	9
Afledte finansielle instrumenter	20	13	91	49	1.042
Periodeafgrænsningsposter	591	579	615	673	654
Værdipapirer					3.687
Likvide beholdninger	973	1.489	831	763	10.063
Aktiver bestemt for salg					187
Omsætningsaktiver i alt	6331	7135	6248	8568	24909
Aktiver i alt	63.516	65.165	64.786	86.423	93.524
Passiver					
Egenkapital					
Aktiekapital	825	825	992	992	992
Reserve for valutakursreguleringer	-542	-616	-621	-644	78
Reserve for sikring af pengestrømme	110	116			
Overført resultat	19.222	20.129	20.484	26.730	42.450
Foreslået udbytte	1.898	1.790			
Aktionærernes andel af egenkapitalen					43520
Minoritetsinteresser					275
Egenkapital i alt	21513	22244	20855	27078	43795
Langfristede forpligtelser					
Udskudte skatteforpligtelser	5.449	6.476	6.486	7.313	3.494
Hensatte forpligtelser	733	858	974	1.519	1.274
Pensionsforpligtelser	99	99	73	244	332
Lån	23.774	19.404	23.428	30.611	24.890
Afledte finansielle instrumenter	43	38			
Periodeafgrænsningsposter	780	871	971	1.245	1.141
Langfristede forpligtelser i alt	30.878	27.746	31.932	40.932	31.131
Kortfristede forpligtelser					
Lån	170	3.816	216	3.787	5.425
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	6.977	6.914	6.141	8.004	9.210
Skyldig selskabsskat	379	363	861	1.270	295
Afledte finansielle instrumenter	74	72	659	1.205	500
Periodeafgrænsningsposter	2.937	3.043	3.072	3.183	2.661
Hensatte forpligtelser	588	967	1.050	964	436
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg					71
Kortfristede forpligtelser i alt	11125	15.175	11.999	18.413	18.598
Forpligtelser i alt	42.003	42.921	43.931	59.345	49.729
Egenkapital og forpligtelser i alt	63.516	65.165	64.786	86.423	93524

Bilag 4 TDCs officielle resultatopgørelse

DKK m	2012	2011	2010	2009	2005
Omsætning	26.116	26.304	26.167	26.079	46.588
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-7.598	-7.132	-6.747	-6.444	-17.104
Eksterne omkostninger	-3.893	-4.215	-4.517	-4.731	-9.110
Personaleomkostninger	-4.332	-4.202	-4.327	-4.598	-7.628
Driftsomkostninger i alt før afskrivninger mv.	-15.823	-15.549	-15.591	-15.773	-33.842
Andre indtægter	118	185	196	230	257
EBITDA før amortiseringer og særlige poster	10.411	10.940	10.772	10.536	13.003
Askrivninger, amortiseringer og nedskrivninger	-5.062	-5.227	-5.356	-4.659	-6.790
Resultat af primær drift før særlige poster	5.349	5.713	5.416	5.877	6.213
Særlige poster	-753	-864	-1.347	-1.119	-968
EBIT	4.596	4.849	4.069	4.758	5.245
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	763	-25	13	76	334
Renteindtægter og rentekomkostninger	-1.112	-1.305	-1.591	-1.554	-872
Valutakursreguleringer	-51	51	-20	-257	
Dagsværdireguleringer	-65	374	115	-253	-184
Finansielle poster	-1.228	-880	-1.496	-2.064	-1.056
Resultat før skat	4.131	3.944	2.586	2.770	4.523
Skat af årets resultat	-538	-1.131	-782	-809	-1.026
Årets resultat fra forsættende aktiviteter	3.593	2.813	1.804	1.961	3.497
Årets resultat fra ophørte aktiviteter	0	-5	1203	422	3.953
Årets resultat	3.593	2.808	3.007	2.383	7.450
Effektiv skatteprocent	13,0%	28,7%	30,2%	29,2%	22,7%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 5 TDCs nøgletals beregning

TDC	2012	2011	2010	2009
ROE	16,18%	14,51%	12,64%	
Totalindkomst	3.540	3.127	2.636	
Egenkapital	21.513	22.244	20.855	27.078
Gns. Egenkapital	21879	21550	23967	
ROIC	10,55%	7,77%	6,40%	
Samlet driftsoverskud	4.662	3.440	2.849	
Investeret kapital	44.376	44.011	44.490	62.123
Gns. Investeret kapital	44.194	44.251	53.307	
FGEAR	1,02	1,05	1,13	
Netto finansielle forpligtelser	22.863	21.767	23.635	35.045
Gns. Netto finansielle forpligtelser	22.315	22.701		
Egenkapital	21.513	22.244	20.855	27.078
Gns. Egenkapital	21.879	21.550		
OG	17,85%	13,08%	10,89%	13,12%
Driftsoverskud efter skat	4.662	3.440	2.849	3.422
Netto omsætning	26.116	26.304	26.167	26.079
AOH	0,59	0,59	0,59	
Netto omsætning	26.116	26.304	26.167	26.079
Investeret kapital	44.376	44.011	44.490	62.123
Gns. Investeret kapital	44.194	44.251		
Spread	5,76%	5,01%	1,98%	
ROIC	10,55%	7,77%	6,40%	
r	4,79%	2,76%	4,42%	
r	4,79%	2,76%	4,42%	
Netto finansielle omkostninger	1.068	627	1.044	
Netto finansielle forpligtelser	22.863	21.767	23.635	35.045
Gns. Netto finansielle forpligtelser	22315	22701	29.340	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 6 Telias reformulerede resultatopgørelse

Telia				
SEK m	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	104.898	104.804	106582	109161
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-58.388	-57.362	-57604	-60965
Bruttoresultat	46.510	47.442	48.978	48.196
Salgs- og markedsføringsomkostninger	-17.039	-17.318	-16591	-15647
Personaleomkostninger	-6.687	-6.461	-7902	-8063
Forsknings- og udviklingsomkostninger	-385	-508	-801	-1008
Andre driftindtægter	1.007	2.443	2072	1106
Andre driftudgifter	-8.986	-1.680	-1494	-2275
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	13.868	5.802	7821	8015
Resultat af primær drift (EBIT)	28.288	29.720	32.083	30.324
Skat af drift	-3829	-6363	-6831	-6956
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	24.459	23.357	25.252	23.368
Anden totalindkomst	-3.079	-5.341	-20025	-7340
Total driftoversud efter skat	21.380	18.016	5.227	16.028
Finansielle poster	-3.806	-2.848	-2147	-2710
Skat af finansielle poster	515	610	457	622
Årets resultat	18.089	15.778	3.537	13.940
Effektiv skatteprocent	13,54%	21,41%	21,29%	22,94%

Bilag 7 Telenors reformulerede resultatopgørelse

Telenor				
NOK m	2012	2011	2010	2009
Nettoomsætning	101718	98516	94843	90748
Transmissionsomkostninger og vareforbrug	-29187	-27541	-26239	-24510
Bruttoresultat	72531	70975	68604	66238
Eksterne omkostninger	-29000	-29635	-28532	-24909
Personaleomkostninger	-10775	-10814	-10852	-10659
Andre indtægter og omkostninger	-868	-485	-572	-595
Resultat af joint ventures og associerede virksomheder	3465	3776	9694	3667
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	35353	33817	38342	33742
Askrivninger, amoriseringer og nedskrivninger	-22225	-19649	-16148	-16843
Resultat af primær drift (EBIT)	13128	14168	22194	16899
Skat af drift	-1990	-6037	-5472	-4682
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	11138	8131	16722	12217
Finansielle poster	-1683	-1593	-1989	-2022
Skat af finansielle poster	255	679	490	560
Årets resultat fra forsættende aktiviteter	9710	7217	15223	10755
Årets resultat fra ophørte aktiviteter			-415	-652
Årets resultat	9710	7217	14808	10103
Effektiv skatteprocent	15,16%	42,61%	24,66%	27,71%

Bilag 8 Telias reformulerede balance

Telia				
SEK m	2012	2011	2010	2009
Aktiver				
Goodwill	69162	76850	77207	85737
Immaterielle aktiver	14116	15167	13324	14502
Materielle aktiver	62657	61291	58353	61222
Anlægsaktiver	145935	153308	148884	161461
Joint ventures, associerede virksomheder	29350	46323	46458	42518
Udskudte skatteaktiver	6722	8164	9048	11177
Pensionsaktiver	1571	1031	268	501
Tilgodehavender	10880	5407		
Periodeafgrænsningsposter	2510	1940	6684	6653
Udskudte skatteforpligtelser	-10758	-13414	-12526	-13210
Andre driftsmæssige anlægsaktiver	40275	49451	49932	47639
Anlægsaktiver i alt	186210	202759	198816	209100
Varebeholdninger	1623	1475	1395	1551
Driftslikviditet (1 % af omsætningen)	1049	1048	1066	1092
Tilgodehavender	22189	21040	19905	21390
Tilgodehavende skat	109	111	88	205
Skyldig selskabsskat	-247	-318	-1891	-1439
Hensatte forpligtelser	-1348	-725	-850	-1246
Pensionsforpligtelser	-1209	-1030	-757	-680
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	-24561	-23507	-24886	-25439
Hensatte forpligtelser	-10045	-9696	-9947	-11735
Periodeafgrænsningsposter	-1190	-1409	-1593	-1589
Arbejdskapital, netto	-13630	-13011	-17470	-17890
Investeret kapital	172580	189748	181346	191210
Passiver				
Egenkapital i alt	113396	122942	132665	142499
Lån (langfristede)	82184	68108	60563	63664
Lån	9403	11734	4873	8169
Likvide beholdninger	-28756	-11583	-14278	-21396
Rentebærende tilgodehavender	-3647	-1453	-2477	-1726
Nettorentebærende gæld	59184	66806	48681	48711
Investeret kapital	172580	189748	181346	191210

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 9 Telenors reformulerede balance

Telenor				
NOK m	2012	2011	2010	2009
Aktiver				
Goodwill	17682	22145	24472	28873
Immaterielle aktiver	28818	21774	27007	28120
Materielle aktiver	43596	49620	52963	55598
Anlægsaktiver	90096	93539	104442	112591
Joint ventures, associerede virksomheder	40183	33967	31026	17241
Udskudte skatteaktiver	4284	1275	2006	1811
Andre driftsmæssige anlægsaktiver	4309	3241	3048	3215
Udskudte skatteforpligtelser	-1639	-2188	-2927	-3834
Andre driftsmæssige anlægsaktiver	47137	36295	33153	18433
Anlægsaktiver i alt	137233	129834	137595	131024
Varebeholdninger	1198	992	1113	884
Aktiver bestemt for salg		86		258
Driftslikviditet (1 % af omsætningen)	1017	985	948	907
Tilgodehavender	18209	17554	16451	17470
Tilgodehavende skat	162	147	93	141
Periodeafgrænsningsposter	-651	-1251	-879	-1044
Skyldig selskabsskat	-3696	-3876	-4532	-3583
Hensatte forpligtelser	-1277	-986	-953	-848
Pensionsforpligtelser	-2169	-1933	-1918	
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	-28034	-30708	-27848	-27361
Hensatte forpligtelser	-3286	-2911	-1879	-3952
Periodeafgrænsningsposter	-1275	-1659	-1125	-718
Arbejdskapital, netto	-19802	-23560	-20529	-17846
Investeret kapital	117431	106274	117066	113178
Passiver				
Egenkapital i alt	76685	86902	96218	85065
Lån (langfristede)	39826	23157	25701	32959
Lån	10275	10767	8751	6383
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg				284
Værdipapirer	-1567	-2638	-946	-941
Likvide beholdninger	-7788	-11914	-12658	-10572
Nettorentebærende gæld	40746	19372	20848	28113
Investeret kapital	117431	106274	117066	113178

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 10 Telias – og Telenors nøgletal

mio. SEK	2012	2011	2010	2009
Telia				
Omsætning	104.898	104.804	106.582	109.161
Driftsoverskud efter skat	24.459	23.357	25.252	23.368
Investeret kapital	172.580	189.748	181.346	191.210
Gns. Investeret kapital	181.164	185.547	186.278	
ROIC	13,50%	12,59%	13,56%	
OG	23,32%	22,29%	23,69%	21,41%
AOH	0,58	0,56	0,57	
mio. NOK				
Telenor				
Omsætning	101.718	98.516	94.843	90.748
Driftsoverskud efter skat	11.138	8.131	16.722	12.217
Investeret kapital	117.431	106.274	117.066	113.178
Gns. Investeret kapital	111.853	111.670	115.122	
ROIC	9,96%	7,28%	14,53%	
OG	10,95%	8,25%	17,63%	13,46%
AOH	0,91	0,88	0,82	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 11 TDCs driftsomkostning

Driftsomkostning i mio. DKK	2012	2011	2010
Privat	5.425	5.341	5.270
	1,57%	1,35%	
Erhverv	3.216	3.614	3.983
	-11,01%	-9,26%	
Nordic	4.085	3.852	3.527
	6,05%	9,21%	
Wholesale	1.080	1.123	1.239
	-3,83%	-9,36%	
YouSee	2.911	2.741	2.660
	6,20%	3,05%	
Operation & hovedkontoret	736	755	355
	-2,52%	112,68%	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 12 Likviditetsgrad 1

Telia	2012	2011	2010	2009
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	1,61	1,01	1,21	1,30
Omsætningsaktiver	57.373	36.643	39.209	47.360
Kortfristet gæld	35.559	36.284	32.500	36.293
Telenor				
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	0,68	0,72	0,75	0,79
Omsætningsaktiver	29.941	34.317	32.209	31.173
Kortfristet gæld	43.933	47.589	42.963	39.503
TDC				
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	0,57	0,47	0,52	0,47
Omsætningsaktiver	6.331	7.135	6.248	8.568
Kortfristet gæld	11.125	15.175	11.999	18.413

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 13 Soliditetsgraden

Telia	2012	2011	2010	2009
Soliditetsgraden	0,45	0,49	0,53	0,53
Egenkapital	113.396	122.942	132.665	142.499
Samlede passiver	254.341	252.883	250.551	269.670
Telenor				
Soliditetsgraden	0,45	0,52	0,56	0,51
Egenkapital	76.685	86.902	96.218	85.065
Samlede passiver	168.812	166.339	172.731	166.031
TDC				
Soliditetsgraden	0,34	0,34	0,32	0,31
Egenkapital	21.513	22.244	20.855	27.078
Samlede passiver	63.516	65.165	64.786	86.423

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 14 En del af beregningen af TDCs beta

TDC				C20 CAP					
Dato			gennemsnit			gennemsnit		Squared C20	Cols D XG
2013-04-05	44,38			563,3					
2013-04-04	45,35	-0,021	-0,02143	571,96	-0,015	-0,01609		0,00026	0,000345
2013-04-03	45,93	-0,013	-0,01267	580,5	-0,015	-0,01566		0,00025	0,000198
2013-04-02	45,85	0,002	0,00170	579,48	0,002	0,00081		0,00000	1,38E-06
2013-04-01	44,69	0,026	0,02592	571,83	0,013	0,01243		0,00015	0,000322
2013-03-29	44,69	0,000	-0,00004	571,83	0,000	-0,00095		0,00000	3,8E-08
2013-03-28	44,69	0,000	-0,00004	571,83	0,000	-0,00095		0,00000	3,8E-08
2013-03-27	44,69	0,000	-0,00004	571,83	0,000	-0,00095		0,00000	3,8E-08
2013-03-26	45,4	-0,016	-0,01568	577,46	-0,010	-0,01070		0,00011	0,000168
2013-03-25	45,98	-0,013	-0,01265	576,34	0,002	0,00099		0,00000	-1,3E-05
2013-03-22	45,9	0,002	0,00170	576,56	0,000	-0,00133		0,00000	-2,3E-06
2013-03-21	45,95	-0,001	-0,00113	578,21	-0,003	-0,00380		0,00001	4,29E-06
2013-03-20	45,6	0,008	0,00764	581,57	-0,006	-0,00673		0,00005	-5,1E-05
2013-03-19	45,75	-0,003	-0,00332	582,08	-0,001	-0,00183		0,00000	6,06E-06
2013-03-18	45,53	0,005	0,00479	582,07	0,000	-0,00093		0,00000	-4,5E-06
2013-03-15	45,73	-0,004	-0,00441	588,1	-0,010	-0,01120		0,00013	4,94E-05
2013-03-14	45,69	0,001	0,00084	589,06	-0,002	-0,00258		0,00001	-2,2E-06
2013-03-13	44,7	0,022	0,02211	587,56	0,003	0,00160		0,00000	3,54E-05
2013-03-12	44,88	-0,004	-0,00405	587,6	0,000	-0,00102		0,00000	4,12E-06
2013-03-11	44,31	0,013	0,01282	585,82	0,003	0,00209		0,00000	2,68E-05
2013-03-08	44,7	-0,009	-0,00876	585,33	0,001	-0,00011		0,00000	9,88E-07
2013-03-07	45,97	-0,028	-0,02767	582,94	0,004	0,00315		0,00001	-8,7E-05
2013-03-06	45,75	0,005	0,00477	584,51	-0,003	-0,00364		0,00001	-1,7E-05
2013-03-05	45,6	0,003	0,00325	588,7	-0,007	-0,00807		0,00007	-2,6E-05
2013-03-04	43,8	0,041	0,04106	580,96	0,013	0,01237		0,00015	0,000508
2013-03-01	43,2	0,014	0,01385	576,48	0,008	0,00682		0,00005	9,45E-05
2013-02-28	43	0,005	0,00461	575,32	0,002	0,00107		0,00000	4,92E-06
2013-02-27	43	0,000	-0,00004	571,37	0,007	0,00596		0,00004	-2,4E-07
2013-02-26	42,93	0,002	0,00159	571,15	0,000	-0,00056		0,00000	-9E-07
2013-02-25	43,46	-0,012	-0,01224	572,56	-0,002	-0,00341		0,00001	4,18E-05
2013-02-22	43	0,011	0,01066	569,79	0,005	0,00391		0,00002	4,17E-05
2013-02-21	42,54	0,011	0,01077	565,23	0,008	0,00712		0,00005	7,67E-05
2013-02-20	42,53	0,000	0,00020	570,06	-0,008	-0,00942		0,00009	-1,8E-06
2013-02-19	42,44	0,002	0,00208	565,44	0,008	0,00722		0,00005	1,5E-05
2013-02-18	41,9	0,013	0,01285	558,72	0,012	0,01108		0,00012	0,000142
2013-02-15	41,68	0,005	0,00524	564,45	-0,010	-0,01110		0,00012	-5,8E-05
2013-02-14	41,39	0,007	0,00697	562,94	0,003	0,00173		0,00000	1,21E-05
2013-02-13	41,27	0,003	0,00287	561,04	0,003	0,00244		0,00001	6,99E-06
2013-02-12	40,79	0,012	0,01173	556,41	0,008	0,00737		0,00005	8,64E-05
2013-02-11	40,8	0,000	-0,00029	554,15	0,004	0,00313		0,00001	-8,9E-07
2013-02-08	40,15	0,016	0,01615	570,22	-0,028	-0,02913		0,00085	-0,00047
2013-02-07	40,95	-0,020	-0,01958	566,24	0,007	0,00608		0,00004	-0,00012
2013-02-06	41,4	-0,011	-0,01091	563,14	0,006	0,00455		0,00002	-5E-05
2013-02-05	41,5	-0,002	-0,00245	565,72	-0,005	-0,00551		0,00003	1,35E-05
2013-02-04	42,08	-0,014	-0,01382	561,25	0,008	0,00701		0,00005	-9,7E-05
2013-02-01	42,52	-0,010	-0,01039	564,07	-0,005	-0,00595		0,00004	6,18E-05
2013-01-31	42,05	0,011	0,01114	554,01	0,018	0,01721		0,00030	0,000192
2013-01-30	42,09	-0,001	-0,00099	559,34	-0,010	-0,01048		0,00011	1,04E-05
2013-01-29	41,8	0,007	0,00690	558,86	0,001	-0,00009		0,00000	-6,3E-07
2013-01-28	41,62	0,004	0,00428	559,23	-0,001	-0,00161		0,00000	-6,9E-06
2013-01-25	41,9	-0,007	-0,00672	561,91	-0,005	-0,00572		0,00003	3,84E-05
2013-01-24	41,5	0,010	0,00960	556,31	0,010	0,00912		0,00008	8,75E-05
2013-01-23	41,08	0,010	0,01018	556,74	-0,001	-0,00172		0,00000	-1,8E-05
2013-01-22	41,74	-0,016	-0,01585	557,39	-0,001	-0,00212		0,00000	3,35E-05
2013-01-21	41,76	0,000	-0,00052	558,09	-0,001	-0,00220		0,00000	1,14E-06
2013-01-18	41,53	0,006	0,00550	553,22	0,009	0,00785		0,00006	4,32E-05
2013-01-17	41,65	-0,003	-0,00292	551,71	0,003	0,00179		0,00000	-5,2E-06
2013-01-16	41	0,016	0,01581	549,21	0,005	0,00360		0,00001	5,7E-05
2013-01-15	41,42	-0,010	-0,01018	547,7	0,003	0,00181		0,00000	-1,8E-05

