Strategisk analyse og værdiansættelse af TDC

Afhandlingsprojekt
HD 2.del studiet i Regnskab og Økonomistyring
4 semester maj 2018
Aalborg Universitet

Forfattere:

Lasse Chortsen studie.nr.: 20167079

Kristian Gravesen studie.nr.: 20167081

Gruppenummer: 46

Vejleder:

Niels Sandalgaard

Executive Summary

The purpose of this thesis is to establish whether current offer for the company TDC, made by the consortium of ATP, PFA, PKA and Macqaurie is justified and to establish how an equity fund can generate added value to a company.

In order to find the current price of TDC, we've used a strategic analysis. This analysis will analyze the internal and external relationships which are affecting TDC. To analyze the internal relationships Ansoffs Growthmatrix and The Boston-model will be applied. The external relationships will be analyzed through the following analyzes PEST, Porters five forces, The Boston-model, growth-strategy and a SWOT-analysis. The conclusion of the strategic analysis will be used as budgeting.

Today TDC is the market-leader in Denmark concerning telephony, TV and broadband. A bigger competition is currently experienced in the tele- broadband market, which is why it's being predicted that TDC will be pressured on pricing in the future. It's been budgeted, that the turnover will drop over time and only moderate opportunity for growth is available.

To be able to evaluate how TDC has managed historically, a financial statement analysis will be made. For the financial statement analysis is based on The Drivers of return on equity will. The balance sheet of TDC will be altered into a managerial balance sheet, which is used for analysis of key figures and alter budgeting. This analysis is used to be able to clarify how TDC has managed historically. The above mentioned will create the foundation of the budget.

Based on the strategic analysis and financial statement analysis, the budget for the budget period will be determined. Then the value of TDC will be established by the use of the DCF-model. The calculation of WACC and the terminal value will be included. These will be used to discounting the free cash-flow. In order to test the insecurities of the DCF-model, a sensitivity-analysis will be made on some of the uncertain parameters. Also, a row of multiple calculations will be made, in order to establish what value TDC has according to other valuation models.

According to the DCF-model the value of TDC is kr. 26,75, which is 42,5% lower than the of a TDC-stock before the offer of purchase was received of kr. 50,25 pr. stock. We thing kr. 26,75 is a fair price for the TDC stock compared to, what we thing the future will bring TDC.

Its known that the consortium will move parts of TDC to other countries, in order to gain tax-benefits, it's also known that they will invest massively and its therefor assumed that the financial gearing will be higher. They have also announced that the direction will keep their jobs. Normally these will get fired, and the equity funds will hire the board of directors and then they choose the direction. The consortium has a lot of other opportunities, but we don't have the insight to know these.

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY **2**

INDLEDNING **5**

PROBLEMFELT 6
AFGRÆNSNING 6
METODE 7

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE **10**

VIRKSOMHEDENS HISTORIE 10
VIRKSOMHEDENS PRODUKTOMRÅDER SAMT MARKEDSOMRÅDER 11

HVORDAN SKABER KAPITALFONDE VÆRDI? **12**

ER DER POTENTIALE I TDC FOR KAPITALFONDE? 16

STRATEGISK ANALYSE **19**

PEST-ANALYSE 19
PORTER FIVE FORCES 25
BOSTON-MODELLEN 32
VÆKSTSTRATEGI 34
SWOT-ANALYSE 40

VÆRDIANSÆTTELSE AF TDC **43**

MANAGERIAL BALANE SHEET – REFORMULERING AF REGNSKAB 43
REGNSKABSANALYSE 45
DCF –MODELLEN 50
FINANSIELLE VÆRDIDRIVERE 52
BUDGETTERING 53
Budgetperiode – konkurrencemæssige fordele *53*
Budgettering af fremtidig salg *54*
Budgettering af EBIT i procent / overskudsgrad *57*
Tax effect *58*
Udvikling i anlægsaktiver *58*
BEREGNING AF WACC 60
TERMINALVÆRDIEN 65
VÆRDIANSÆTTELSE VIA DCF-MODELLEN 67

FØLSOMHEDSANALYSE **68**

VÆRDIANSÆTTELSE VED MULTIPEL ANALYSE **70**

KONKLUSION **75**

LITTERATURLISTE **79**

Indledning

Primo februar kommer det frem i pressen, at et kapitalstærkt konsortium angiveligt havde fremlagt et købstilbud på TDC, hvilket fik aktiekursen til at stige øjeblikkeligt. Sådanne børsrygter samt børsmeddelelser er med til at skabe en volatilitet i aktiemarkedet, hvilket man verden over ser på daglig basis. Dette kan omhandle udskiftning af direktører, ændring i bestyrelseskredsen eller som i dette tilfælde et rygte om købstilbud, hvilket var med til at øge TDC's værdi med 17,83 % fra d. 7. februar til d. 8. februar. Forinden rygtet om købstilbuddet havde TDC en markedsværdi på i alt 30,4 mia. kr. Denne værdi var nu steget til 35,85 mia.kr.

D. 28. februar bliver købstilbuddet fra konsortiet bestående af ATP, PFA, PKA og investeringsbanken i Australien, Macquarie, offentliggjort. Købstilbuddet lyder på 50,25 kr. pr. aktie. , hvilket vil give TDC en markedsværdi på 40,5 mia.kr. D. 7. februar kostede én TDC-aktie 37,47 kr., hvorfor der altså er tale en forhøjelse af aktiekursen med ca. 34 %.

Figur 1 – TCD aktiekurs – www.euroinvestor.dk

Sidenhen har aktiekursen stabiliseret sig tæt på tilbudskursen. Aktionærerne skal inden d. 4. april tage stilling til købstilbuddet – såfremt aktionærerne i TDC godkender tilbuddet, vil TDC blive taget af børsen. [1]

[1] http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/359104/tdc-bejlere_fremsaetter_officielt_koebstilbud_vil_give_5025_kroner_pr_aktie.html?hl=YToxOntpOjA7czozOiJUREMiO30,

Investorerne (konsortiet) laver naturligvis sådanne opkøb med baggrund i et forventet/potentielt fremtidigt afkast, således de kan levere resultater for deres kunder, heriblandt en stor del af den danske befolkning i form af pensionskasserne. Det kan derfor vække en undren, hvorfor et konsortium ser en så stor merværdi i et selskab set i forhold til den aktuelle markedsværdi og samtidig forventer en endnu højere markedsværdi årene frem.

Med baggrund i ovenstående finder vi det interessant at undersøge/analysere, hvad TDC bør have af markedsværdi og om dette matcher markedets værdiansættelse.

Problemfelt

Ved dette afhandlingsprojekt ønsker vi at værdiansætte markedsværdien for TDC. Vores værdiansættelse vil vi sætte op imod købstilbuddet fra konsortiet, således vi kan vurdere, om tilbudskursen efter vores analyse har været for høj eller for lav. Markedsværdien vil blive analyseret pr. 31.12.2017, således vi kan anvende helårsregnskabet for 2017.

Problemformulering:

Kan købstilbudsprisen fra konsortiet på TDC retfærdiggøres pr. 31.12.2017?

I forhold til vores problemformulering for afgangsprojektet, vil vi undersøge følgende underspørgsmål for at analysere os frem til den korrekte aktieværdi af TDC:

- Hvordan formår kapitalfonde at øge værdien i opkøbte virksomheder, hvor de i forvejen har givet en merpris i forhold til aktiemarkedets værdiansættelse?
- Hvilke strategiske forhold giver værdi og potentiel merværdi for TDC?
- Brancheforhold – hvordan vil TDC blive udfordret fra omverden?
- Hvordan har TDC leveret økonomisk historisk set?

Afgrænsning

I dette afhandlingsprojekt vil vi som udgangspunkt tage fat i årsregnskabet fra 2017, hvilket betyder at delårsrapport for første kvartal af 2018 ikke vil blive anvendt ved blandt andet

regnskabsanalysen. Såfremt der vil blive publiceret børsmeddelelser, artikler og lignende i løbet af 2018, som vil have relevans for opgaven, vil dette selvfølgelig blive anvendt.

I forhold til TDC's produktudvalgt, vil der især være fokus på mobiltelefoni, bredbånd, erhverv samt tv-pakker, hvorfor bl.a. fastnettelefoni vil blive diskuteret i et begrænset omfang. Årsagen til dette valg skyldes, at vi ser disse produktgrupper som de mest betydningsfulde for TDC samt aktuelle i forhold til omverdenens udvikling.
I vores strategiske analyse vil vi især have fokus på det danske marked, eftersom det er på dette marked, at TDC primært har den største indtjening. TDC tilbyder også deres produkter til privatkunder i Norge, hvilket er produkter, som har de samme karakteristika som de danske produkter – der vil derfor være mange lighedstegn mellem det danske og norske marked i forhold til vores strategiske analyse.

Vi vil i opgaven alene inddrage modeller og teorier, som vi finder relevante set i sammenhæng med vores problemformulering, som danner grundlaget for dette afhandlingsprojekt.

Metode

Opgaven vil indledningsvis begynde med en beskrivelse af TDC. Dette gøres for at give læserne kendskab til virksomheden, som opgaven omhandler. Der vil her blive taget udgangspunkt i det danske regnskabsmateriale fra 2017, TDC's egen hjemmeside samt diverse artikler. Vi har forsøgt at forholde os kritisk til disse, idet kilderne kan have en subjektiv holdning til TDC. TDC's regnskab vil også bære præg af, at de naturligvis har et positivt syn på fremtiden for virksomheden.

Herefter vil vi kigge på kapitalfonde og undersøge, hvordan de formår at skabe afkast på deres virksomhedsopkøb. Hvilke redskaber de ofte anvender i den forbindelse og dermed inddrage disse forhold til TDC.

Der vil blive lavet en strategisk analyse af TDC, hvor der vil blive taget udgangspunkt i TDC's interne og eksterne forhold. Der vil ud fra materiale fra regnskab 2017, diverse artikler og TDC's hjemmeside blive lavet en analyse af disse forhold.

For at analysere de interne forhold, vil der bl.a. blive kigget på vækststrategier ved hjælp af Ansoffs vækstmatrice. Dette gøres for at vurdere, hvordan TDC har mulighed for at

ekspandere i de fremtidige år. Boston-modellen vil blive brugt til at finde ud af hvordan ressourcerne bliver brugt på de forskellige forretningsområder og samtidig give os et grundlag for at estimere fremtidige omsætningstal for disse.
De eksterne og udefrakommende forhold vil blive belyst igennem en PEST-analyse, hvor vi går ind og ser på de eksterne muligheder og trusler, der kommer fra omverden. Porters five forces vil blive lavet for at se på branchen som helhed og de nærmeste konkurrenter. Alle disse modeller vil blive opsamlet i en SWOT-analyse, hvor styrker, trusler, muligheder og svagheder vil blive opridset med baggrund i resultaterne fra de øvrige strategiske analyser. Konklusionerne af disse analyser vil blive anvendt til senere budgettering.

Vi vil lave en historisk regnskabsanalyse på TDC, således vi kan vurdere, hvorledes TDC tidligere har præsteret rent økonomisk og hvad der har indflydelse på dette. Dette vil vi gøre ved brug af Dupont-modellen/The drivers of return on equity.
Forinden vil vi reformulere regnskabet for 2017, således vi får udarbejdet et Managerial balance sheet. Ud fra dette vil vi så beregne relevante økonomiske nøgletal, som vi senere vil anvende i forhold til estimeringer om fremtiden i forbindelse med den endelig værdiansættelse.

Ovennævnte strategisk analyse samt regnskabsanalyse vil blive brugt til at lave budgettering for TDC, som danner grundlag for selve værdiansættelsen, som laves ved at finde nutidsværdien af TDC's forventede fremtidige pengestrømme (cash flow). Dette gøres ved at benytte DCF-modellen. Grundet til valget af DCF-modellen skyldes, at den tager udgangspunkt i, at driftsaktiverne er de eneste værdidrivere. Det vurderes at være en meget plausible forudsætning, at et aktivs værdi er lig med de fremtidige pengestrømme. Til brug for DCF-modellen vil vi beregne WACC, således vi kan beregnes nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme i TDC ved at tilbagediskontere værdierne.
Herefter vil vi teste nogle de usikkerheder der er tilkoblet DCF-modellen via en følsomhedsanalyse.

Som alternativ til DCF-modellen vil vi også lave en multipel analyse af TDC. Her vil vi inddrage selskaber fra samme branche og dermed beregne værdien af TDC ud fra nogle simple nøgletal i de øvrige selskaber.

Afslutningsvis vil vi konkludere på vores analyser, hvorved vi kan besvare spørgsmålet i vores problemformulering i forhold til prisen på TDC.

Virksomhedsbeskrivelse[2] [3] [4]

Virksomhedens historie

Tilbage i 1982 opføres Danmarks første telefoncentral i København, Kjøbenhavns Telefon-Aktieselskab. Efterfølgende bliver der i alt dannet yderligere tre regionale teleselskaber, således der er 4 teleselskaber med hver deres regionale monopol.

Op igennem 1980'erne og 1990'erne bliver branchen verden over mere og mere liberaliseret. Ydermere er der tale om to årtier, hvor den digitale udvikling virkelig tager fart, hvilket er gældende indenfor mobiltelefoni, internet samt kabel, hvor TDC befinder sig i forhold til produktudbuddet til deres kunder. Som konsekvens af denne udvikling beslutter folketinget i 1990, at man vil sammenlægge de fire regionale telecentraler til ét selskab under navnet Tele Danmark.

I første omgang er Tele Danmark statsejet, hvilket dog ændres i 1994, hvor selskabet bliver børsintroduceret – staten bibeholder dog deres aktiemajoritet med en ejerandel på 51 %. I 1998 bliver selskabet 100 % privatiseret, hvor det amerikanske teleselskab, Ameritech, bliver den fremtidige hovedaktionær i Tele Danmark med en ejerandel på 42 %.

I 2000 vælger selskabet at skifte navn til TDC Group (Tele Danmark Communications), hvilket skulle være med til at understrege, at man ikke længere alene er en televirksomhed men en kommunikationsvirksomhed.

I 2005 kommer det frem, at en kapitalfond under navnet Nordic Telephone Company (NTC) ønsker at købe TDC. Dette ender med at blive det største opkøb fra en kapitalfond i Europa. Dog formår kapitalfonden ikke at afnotere TDC fra børsen, eftersom de alene opnår en ejerandel på 88,2 % i 2006 - en børsafnotering kræver en ejerandel på minimum 90 %.

[2] https://tdcgroup.com/da/mød-tdc-group/historie

[3] https://www.business.dk/digital/historien-om-tdc

[4] https://www.business.dk/digital/bedre-kundeservice-skal-sikre-tdcs-overlevelse

I 2010 begynder NTC at sælge ud af deres ejerandel, hvor de i første omgang sælger 28,8 % af aktierne. I 2013 er NTC helt ude af TDC, hvor de sælger deres resterende aktieejerandele.

I 2018 viser kapitalfonde så igen interesse for TDC, hvor det denne gang drejer sig om en række danske pensionsselskaber samt den australske kapitalfond/investeringsbank, Macquarie.

Virksomhedens produktområder samt markedsområder

TDC Group tilbyder produkter til både erhvervs- og privatmarkedet indenfor digitale løsninger, hvor bl.a. netværk, telefoni, cloud-løsninger, flow-tv samt streamingtjenester kan nævnes. [5]

[6]TDC er i dag på det danske- samt det norske marked. Det danske marked udgør 83 % og det norske marked udgør 17 %.

I Norge tilbyder man følgende to forretningsenheder: TDC Norge (telekommunikation/erhverv) samt Get (pakke med tv, bredbånd, mobiltelefoni samt underholdning). De har positionen som nr. 2 på både TV samt Internet/netværk med en markedsandel på henholdsvis 19 % og 18 %.

I Danmark har man forretningsområderne; Consumer (Yousee), Erhverv, Wholesale samt Other operations. TDC er i Danmark nr. 1 på de fire markedsområder; Mobiltale (41 %), TV (56%), Internet & network (52 %) samt Fastnettelefoni (60 %).

For hele koncernen er det især salget til de private kunder, som vægter mest i forhold til omsætningen, ca. 65 % i 2017, hvilket omfatter de to forretningsenheder Consumer og Get.

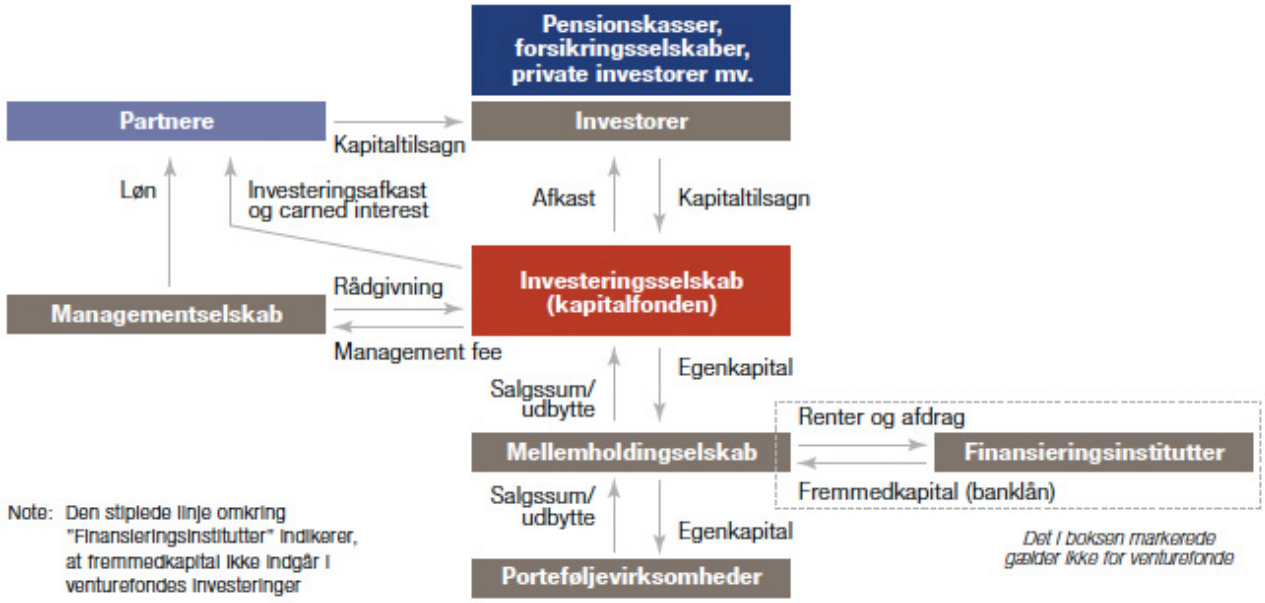
[5] https://tdcgroup.com/da

[6] TDC Årsrapport 2017 side 31

Hvordan skaber kapitalfonde værdi?

Hvis man slår kapitalfonde op hos DVCA som er brancheorganisationen for venture- og kapitalfonde smat business angles, beskrives en kapitalfond således:

"Kapitalfonde rejser penge fra investorer, investerer disse penge i virksomheder med potentiale, udvikler virksomhederne og sælger dem til nye ejere, når de er vokset og modnet. Fondene investerer i modne virksomheder, er næsten altid majoritetsaktionær, og købet af virksomheder foregår altid med lånefinansiering. Kapitalfondes juridiske setup fremgår af nedenstående figur".[7]



Figur 2 - http://dvca.dk/om-kapitalfonde/

I denne case er det som tidligere nævnt Macquarie, der sammen med pensionskasserne har give et købstilbud på TDC, men hvad er det en kapitalfonden kan gøre for at kunne byde aktionærerne 34 % oveni nuværende kursværdi? Endvidere forventer konsortiet selv, at

[7] http://dvca.dk/om-kapitalfonde/

kunne generere et afkast på yderligere 10 %.[8] Hvilke redskaber har disse kapitalfonde, som den eksisterende ledelse ikke besidder? Som udgangspunkt må man gå ud fra, at ledelsen i en så stor virksomhed som f.eks. TDC, er kompetente og gør det mest optimale for virksomheden.

Robert Spliid skrev i 2014 en PhD-afhandling "Kapitalfondens metoder og kompetencer" hvor han kommer ind på, hvad kapitalfonde gør for at skabe en merværdi for virksomheden, inden den bliver solgt videre igen. Der nævnes syv punkter i denne PhD-afhandling.[9]

Optimering af kapitalstruktur:

Kapitalfondene går ind og minimere anvendelsen af egenkapital. Dette gøres ved høj gearing af virksomheden - primært ved at fremskaffe fremmekapital eller trække midler ud af virksomheden. Grunden til, at kapitalfondene kan drive en virksomhed med en minimal egenkapital skyldes, at de hurtigt kan lave kapitaltilførsler. En børsnoteret virksomhed har ikke denne mulighed, da det alt andet lige vil kunne blive set som en stressfaktor og derved påvirke aktiekursen negativt samt det er tidskrævende.

Minimering af agentomkostninger:

Hvad er agentomkostninger? Det er de omkostninger, som bestyrelsen bruger for at kontrollere og sikre sig, at direktionen handler i ejernes interesse.

For at motivere ledelsen, indføre kapitalfonden et incitamentsprogram. Dette gøres for at ledelsen og ejerne får samme interesse. Dernæst forgældes virksomheden, hvorved kapitalfonden presser ledelsen til at økonomisere virksomhedens ressourcer. På denne måde formår kapitalfonden at disciplinere ledelsen, og derved bruges der ikke unødige midler. Til sidst udarbejder kapitalfonden klare strategier og mile stones for at kontrollere ledelsen. Dette er metoder kapitalfondene har et stor kendskab til, da de ofte gør dette, idet virksomheden typisk sælges videre indenfor 3-7 år.

Transferering af værdier fra andre stakeholders:

[8] https://www.dr.dk/nyheder/penge/pfa-om-bud-paa-telegigant-vi-er-klar-til-foretage-store-investeringer

[9] http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/8934/Robert_Spliid.pdf?sequence=1 side 69

Kapitalfondene har ingen bekymringer ved at skabe værdi for dem selv på bekostning af andre, f.eks. kreditorer, medarbejdere og skatteydere. Grundet det korte ejerskab af virksomheden handler det kun om én ting og kun én ting alene, hvilket er generering af højst muligt afkast. Modsat vil langsigtede ejere måske ikke benytte samme metoder, selvom de reelt set godt kunne, fordi de frygter et brud med nogen af deres leverandører, eftersom det mindsker loyaliteten og bindingen til ejerne.

Anvendelse af netværk:

Kapitalfondene har gennem deres netværk en utrolig stor viden, som de kan benytte til at skabe værdi for virksomheden. Netværket bruges til at få information omkring et muligt målselskab (et lignende selskab i samme branche), som virksomheden uden kapitalfonden ikke har mulighed for at få. Kapitalfonden har ingen binding til banker, konsulenter og andre virksomheder, hvilket gør, at de ikke er afhængige af andre parter.

Kapitalfondene ansætter folk til bestyrelsen, som dernæst ansætter ledelsen. Derved sikrer kapitalfondene, at der kommer en kompetent bestyrelse (ifølge kapitalfonden), som kan rådgive direktionen.

Endvidere bruger kapitalfonden sit netværk til at finde relevante købere af virksomheden, når den senere skal sælges videre.

Aktiv involvering i virksomheden:

I og med kapitalfondes kernekompetencer er finansieringsstrukturering og investeringsanalyse, bistår de ledelsen til finansiering af evt. opkøb/frasalg og andre større investeringer. Den daglige ledelse er dog overladt til virksomheden direktion, der er ansat af bestyrelsen (som oftest er indsat af kapitalfonden).

Udnyttelse af informationssymmetri:

Gennem netværket og kapitalfondenes kompetencer, kan kapitalfondene ofte se mulig anvendelse af værdier i et målselskab. Andre virksomheder kan ofte ikke se, eller har ikke kendskab til disse. Nogle har heller ikke den nødvendige kapital til at kunne udnytte sådanne forhold. Dette gør, at kapitalfonde kan få et forspring, ved at udnytte de oplysninger de har, som andre virksomheder ikke har.

Branchespecialisering:

Der er kapitalfonde der vælger at specialisere sig, idet nogle brancher er så specielle, at specialviden er altafgørende for at kunne videreudvikle virksomheden. Dette kan være brancher såsom medicinal og finansvirksomheder. Dette gør, at der kan opnås et erfaringsgrundlag som gør, at andre virksomheder bliver mulige opkøbsemner.

Opsummering på undersøgelser

Dette var nogle af de parametre, hvorved kapitalfondene går ind i virksomheder og laver ændringer, for at skabe en større værdi for virksomheden inden de sælger virksomheden igen. Spørgsmålet er så, om kapitalfondene rent faktisk formår at skabe en større værdi for virksomhederne. Vi har kigget på et par forskellige undersøgelser, der sætter fokus på dette.

Heino Meerkatt sammenlignede afkastet i 218 kapitalfonde i perioden 1980 og 2002 med afkastet på MSCI World Indeks, som er et indeks over globale aktier. Her justerede man samtidig for tre faktorer: gearing, likviditet og indtjeningsstabilitet. Dette blev gjort, da kapitalfonde normalt har en højere gearing end børsnoterede selskaber, og højere indtjeningsstabilitet og mindre likviditet. På baggrund af dette vil man kunne sammenligne med de virksomheder, som er repræsenteret i aktieindekset. Det viste sig, at kapitalfondene havde en IRR på 13 %,[10] før man tog højde fra de tidligere nævnte faktorer. Efter man tog højde for faktorerne, var IRR i stedet på 10%. IRR på MSCI World Indeks virksomhederne var ligeledes 10 %. Det blev derfor ikke påvist, at kapitalfondene klarede sig bedre end de globale børsnoterede virksomheder.

I 2006 analyserede erhvervs- og økonomiministeriet[11] bl.a. på vækst i beskæftigelse og omsætning i virksomheder med 120 ansatte mod virksomheder ejet af kapitalfonde. Her viste det sig, at der en stigning i beskæftigelsen og omsætningen efter opkøb af kapitalfonde, hvorimod der var fald i omsætningen hos referencegruppen.

[10] https://www.bcg.com/documents/file15196.pdf side 12

[11] http://www.ft.dk/samling/20061/almdel/eru/bilag/46/322263.pdf side 18

DVCA fik i 2011 lavet en analyse af Achleiner & Lichtner, der skulle se på værdiskabelsen i exitede danske kapitalfonde[12]. Her forsøgte man at sammenligne 44 kapitalfonde med børsnoterede virksomheder i samme brancher, og så vidt muligt med den samme EBITDA på investeringstidspunktet. Her viste det sig at kapitalfondene havde opnået IRR på 28 % efter eliminering af gearing, mens kontrolvirksomhederne havde en IRR på 22 %. Samlet havde kapitalfondene dermed opnået et merafkast på 6 %.

Der er derved ikke videnskabeligt belæg for, at kapitalfonde skaber en merværdi i de virksomheder, som de investerer i.[13] Dog har Thomson Reuters fundet ud af, at de 25 % bedste kapitalfonde formår at bevare denne position. I perioden 1980 til 2007 gav kapitalfonde i Europa et gennemsnitligt afkast på 16,3 %. De 25 % bedste kapitalfonde opnåede et gennemsnit på 34,2 %. De dårligste blandt de 25% bedste formåede at lave et afkast på 19,1 %. Dette indikerer, at det ikke blot er markedsbestemte faktorer men også, at nogle kapitalfonde er mere kompetente end andre.[14]

Er der potentiale i TDC for kapitalfonde?

Er det muligt for en kapitalfond at skabe 34 % større værdi i TDC. Dette kan kun tiden vise, men vi vil forsøge at se, hvorvidt de ovennævnte muligheder kan benyttes af DK Telekommunikation ApS (konsortiet).[15] Der er ikke fuld kendskab til den viden kapitalfonden og pensionskasserne har, og samtidig har vi ikke det fulde kendskab til TDC Group A/S' interne forhold.

Optimering af kapitalstruktur:

DK Telekommunikation ApS vil opdele det nuværende TDC i to. Den ene halvdel vil blive ejet af DKTUK Limited, som ligeledes ejes af DCI Investments S.a.r.l, som ligger i Luxembourg, hvor

[12] https://www.yumpu.com/en/document/view/49173490/value-creation-in-danish-private-equity-exits-dvca side 13

[13] European Private Equity & Venture Capital Association in cooperation with Thomson Reuters (2008) Pan-European Survey of Performance.

[14] http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/8934/Robert_Spliid.pdf?sequence=1 side 24

[15] DK Telekommunikation ApS er det kommende navn for konsortiet - http://dk-telekommunikation.dk/da/virksomheden/

der er mere lempelige skattevilkår set i forhold til Danmark. [16] Dermed vil de allerede fra start opnå en skattefordel, som alt andet lige vil skabe en bedre indtjening.

DK Telekommunikation ApS vil jf. deres hjemmeside lave væsentlige investeringer[17], hvorfor det må forventes, at de derved får en høj gearing. Vi antager/formoder at investeringerne skal finansieres med fremmedkapital, da det er kutymen blandt kapitalfonde.

Minimering af agentomkostninger:

Grundet TDC Group endnu ikke er overtaget, har vi ikke kendskab til, hvorvidt dette er noget, som DK Telekommunikation ApS vil benytte sig af. Det er dog ikke utænkeligt, at dette vil blive anvendt.

Transferering af værdier fra andre stakeholders:

Herunder kommer det faktum, at de flytter dele af skattebetalingen til Luxembourg. Dette kan de gøre, da en kapitalfond kun ejer virksomheden i en kortere periode. Skulle den nuværende ledelse melde ud, at de flyttede virksomheden i skattely, vil der komme en shitstorm og muligvis få konsekvenser i form af kundeafgang.

Anvendelse af netværk:

Det må formodes at DK Telekommunikation ApS har et bredt netværk, som de kan benytte sig af. Det understøttes af, at Macquarie er en kapitalfond, der har specialiseret sig i infrastruktur[18]. Det må derfor formodes, at de har know-how og et netværk der med fordel kan benyttes, når det er TDC's vision, de skal være "førende deltager i den landsdækkende udrulning af fibernetværk til private hjem, 5G, coax og lignede teknologier."[19] Spørgsmålet er så, om det er muligt at benytte sig så meget af denne know-how, at det kan opveje den hårde konkurrence, som gør sig gældende indenfor brancherne, hvor TDC er eksponeret.

[16] https://finans.dk/erhverv/ECE10325944/kapitalfond-vil-koebe-tdc-via-et-skuffeselskab-i-skattevenlige-luxembourg/?ctxref=ext

[17] http://dk-telekommunikation.dk/da/virksomheden/

[18] http://dk-telekommunikation.dk/da/tilbudsgiver/

[19] http://dk-telekommunikation.dk/da/virksomheden/

Lidt utraditionelt får TDC Groups nuværende direktion lov til at blive i forbindelse med en evt. overtagelse, hvorimod bestyrelsen vil blive afskediget, og konsortiet vil selv besætte disse poster.[20] Normalvis vil det være bestyrelsen, der ansætter direktionen.

Aktiv involvering i virksomheden:

Vi har ikke kendskab til, om konsortiet vil involvere sig aktiv, eller i hvor stor grad de vil gøre dette. Dog må dette alligevel formodes, da de har branchekendskab gennem Macquarie, som de ønske at aktivere i TDC.

Konklusion:

DK Telekommunikation ApS vil benytte sig af de redskaber, som en kapitalfond sædvanligvis benytter. De vil formentlig optimere kapitalstrukturen ved at geare virksomheden. Ydermere vil de skatteoptimere ved at lade en del af virksomheden bliv ejet af DCI Investments S.a.r.l, som er beliggende i Luxembourg. I Luxembourg er der en lavere skattesats, end der i Danmark. Spørgsmålet er, om de vil miste kunder på dette grundlag – vi forventer det ikke. Macquarie har et branchekendskab, som de vil kunne aktivere i forhold til deres know-how inden for infrastrukturen. Ydermere har de et netværk, der kan være behjælpelig i fremtiden til et videresalg af TDC Group.

Konsortiet har mulighed for at agere som en normal kapitalfond gør. Om de på trods af den hårde konkurrence i branchen, hvor prisen på deres produkter bliver presset og ændringer i samfundet går imod det nuværende produktudbud (bliver analyseret nærmere i den strategiske analyse), kan formå at øge værdien af TDC, således de senere kan sælge den til en højere pris, det må være om til fremtiden at vise – vi er dog skeptiske!

[20] https://mediawatch.dk/secure/Medienyt/TV/article10499952.ece

Strategisk analyse

PEST-analyse

Figur 3 – PEST-analyse

PEST-analysen anvender vi som et teoretisk værktøj, således vi kan analysere, hvordan omverden kan påvirke TDC og andre aktører i samme branche. Makroøkonomien har betydning for, hvordan en virksomhed kan performe i fremtiden samt opfylde strategiske mål sat i virksomheder. PEST-analysen bygges op omkring politiske, økonomiske, sociokulturelle samt teknologiske faktorer. Disse fire faktorer har dermed indflydelse på, hvordan en virksomhed værdiansættes. [21]

PEST-analysen kan udvides til en PEST-EL-analyse, hvilket vi har dog valgt at fravalgt. Dette skyldes, at de lovgivningsmæssige forhold vil blive inddraget og diskuteret under de politiske faktorer. Ydermere vurderes de miljømæssige faktorer at være mindre relevante set i forhold til en værdiansættelse af TDC, eftersom der ikke er tale om en produktionsvirksomhed.

PEST-analysen har ikke fokus på specifikke økonomiske tal. Konklusioner kan dog være meget nyttige og relevante i forhold til budgetteringen, når vi senere i opgaven skal beregne en værdiansættelse af TDC, da den giver et præg af virksomhedens potentielle muligheder og trusler i fremtiden.

[21] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 67

Politiske faktorer

De politiske faktorer har generelt stor betydning for TDC. Som det indledningsvis er nævnt, så er TDC tidligere statsjet og har stor dermed stor ejerandel af infrastrukturen for telefoni samt bredbånd i form af kobbernet og kabel-tv i Danmark. TDC befinder sig i telebranchen, hvor man er underlagt en lang række lovgivningsmæssige krav fra EU, hvilket er fuld implementeret i Danmark.[22] Erhvervsstyrelsen bedømmer blandt andet løbende, hvorvidt der er tale om et konkurrencepræget marked, således kunderne får tilbudt de mest optimale løsninger i form af blandt andet hastighed, dækning samt priser, sektorspecifik konkurrenceregulering. [23] Som det beskrives i virksomhedsbeskrivelsen, så er TDC førende på positionerne for blandt andet mobiltelefoni samt internet. Dette har medvirket til, at erhvervsstyrelsen har udpeget TDC til at have en stærk markedsposition i Danmark, hvilket giver TDC SMP-status (significant market power). Dette betyder, at EU-kommissionen har lavet en henstilling om relevante produkt- og tjenestemarkeder hvilket er defineret med syv markeder. Virksomheder med SMP-status kan blive pålagt nogle forpligtelser indenfor disse produkter, således der ikke sker markedssvigt i f.eks. tele- og bredbåndbranchen i denne kontekst.

<u>Forpligtelser som TDC er pålagt[24]:</u>

TDC's er forpligtet til at give andre teleselskaber adgang til deres infrastruktur, hvilket gælder kobbernettet, kabel-tv-net og fibernet.

Ydermere er TDC underlagt priskontrol i forhold til engroshandel (altså handel til de øvrige teleselskaber), hvorfor der tale om et reguleret marked. Priserne bliver fastsat efter EU's retningslinjer, hvilket betyder at priserne fastsættes efter LRAIC-metoden. LRAIC-metoden er et beregningsværktøj til bestemmelse af en fair pris for levering af den omtalte infrastruktur, som bliver beregnet en gang årligt og er gældende for et kalenderår.

TDC skal også sikre, at der er en sammenhæng mellem engrospriserne og detailpriserne, således der sikres en salgsmargin med fortjeneste. Dette skal være med til at sikre, at de

[22] https://tdcgroup.com/da/investor-relations/regulation

[23] https://erhvervsstyrelsen.dk/konkurrencetilsyn

[24] https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/konkurrencen_paa_bredbaandsmarkedet_-_december_2014.pdf

øvrige udbydere på markedet, har mulighed for at konkurrere med TDC på priserne – dette kaldes for prisklemmeforpligtelse.

Derudover er TDC også forpligtet til at overvåge en "konkurrencefremmende innovationsperiode". Denne forpligtelser betyder, at TDC efter lancering af et engrosprodukt ikke må sælge produktet i en periode på seks måneder. Årsagen til dette skyldes, at de øvrige udbydere får muligheden for at tilpasse sig de nye vilkår, således de igen kan være konkurrencedygtige med TDC's detailhandel.

Endvidere er TDC påbudt at være forsyningspligtudbyder. Pligten betyder, at TDC skal tilbyde deres produkter til alle, hvilket er uagtet geografisk placering. Grundlæggende telekommunikationstjenester, f.eks. fastnettelefoni, ISDN-net, særlige forsyningsforpligtelser overfor handicappede. Disse telekommunikationstjenester skal tilbydes til rimelige priser til enhver, som anmoder herom. [25]

Det blev i juli 2016 , jf. Konkurrence- og Forbrugsstyrelsen, muligt for beboere i ejerforeninger, andelsforening, grundejerforeninger samt private udlejningsejendomme at fravælge tv. Tidligere har man som beboer være tvunget med i en tv-pakke.[26]

Alt i alt må man dermed sige, at TDC er meget afhængige af de lovmæssige indgreb, hvilket både gælder i den positive samt den negative retning, da der tale om et meget reguleret marked, hvor TDC har en meget høj markedsandel. Den høje markedsandel er dermed til, at kravene til konkurrencesituation kan være med til presse TDC, hvilket kan være værdiforringende for selskabets samlede værdi.

Økonomiske faktorer

I forhold til de makroøkonomiske forhold skal man se på, hvilken branche virksomheden befinder sig, samt hvordan branchen påvirkes af disse forhold. Telebranchen må betegnes som værende mindre følsom overfor konjunktursvingninger, eftersom befolkningen i Danmark og Norge er dybt integreret i telefoni samt bredbånd. Såfremt samfundet vil blive ramt af en lavkonjunktur, vil privatpersoner (hvor største del af omsætningen stammer fra)

[25] https://ens.dk/ansvarsomraader/telepolitik/love-og-regler-paa-teleomraadet

[26] https://www.kfst.dk/konkurrenceforhold/spoergsmaal-og-svar-om-frit-tvvalg-i-foreninger-og-udlejningsejendomme/forbrugere/

næppe ty til opsigelse af disse abonnementsprodukter.
Underholdningsprodukterne, f.eks. størrelse af tv-pakker, vil være produktgrupper, som vil være mere følsomme overfor en lavkonjunktur, eftersom det er produkter, man ikke er afhængige af.
TDC vil formentlig blive mere ramt negativ af deres erhvervskunder ved en lav konjunktur, da de vil tilpasse og skære i deres omkostninger, hvilket bl.a. kan være på produktpakken fra TDC.

Eftersom TDC er på det norske marked, vil virksomheden være eksponeret imod en potentiel valutarisiko, NOK/DKK-valutakursen. I 2017 var NOK/DKK-valutakursen den laveste i 40 år, hvilket dog ikke påvirkede TDC negativt, eftersom valutarisici var sikret via finansielle sikringsinstrumenter.[27]

TDC er en virksomhed med gæld, hvorved de oplever en løbende renterisiko. Jf. balancetal har TDC lån for over 20.000 DKKm. Pr. 31. december 2017 var 31 % af den samlede gæld variabelforrentet, hvorfor TDC løbende vil mærke øgede finansieringsudgifter ved eventuelle fremtidige rentestigninger, når de forskellige lån skal refinansieres.[28]

Ud fra ovenstående vurderes TDC som en virksomhed, som er mindre følsom overfor makroøkonomiske ændringer. Dette skyldes bl.a. produktsammensætningen, som i et vist omfang kan kategoriseres som behovsprodukter. TDC er eksponeret mod rente- og valutarisiko, hvilket dog bliver afsikret via finansielle instrumenter.

Sociokulturelle faktorer

Når man ser på TDC's produktudbud, vil de sociokulturelle faktorer være todelt. I forhold til mobiltelefoni samt brugen af internet, fornemmer man kun, at forbrugernes adfærd/forbrug går en vej, opad. Det at være tilgængelige online er efterhånden blevet et måleparameter. Folk forventer mere og mere, at mails bliver besvaret indenfor kort tid, telefonopkald besvares øjeblikket osv. Dette er naturligvis med til, at kravene til god internet- og mobilforbindelse skærpes og så absolut bliver et konkurrenceparameter blandt selskaberne. TDC er i de

[27] TDC Årsrapport 2017 side 58

[28] TDC Årsrapport 2017 – Lån og afledte finansielle instrumenter

seneste år blandt andet blevet ramt af elselskabernes højhastighedsbredbånd, som har vundet markedsandele. [29]

Ser man på TDC's tv-pakker er de blevet utrolig udfordret igennem de seneste år. Forbrugerne går mere og mere væk fra flow-tv og især den yngre generation, helt fravælger det traditionelle flow-tv. I stedet tilkøber de diverse streamingtjenester, Netflix, HBO, Cmore m.fl., hvor forbrugerne selv kan bestemme, hvornår de ønsker at se en bestemt serie og hvilken serie. En opgørelse fra Wilke fortæller, at det er alene 16 % af danskerne, som ikke har adgang til streamingstjenester. Ydermere beretter analysevirksomheden, at hele 500.000 danskere har fravalgt tv-pakker.[30]
Tidligere var det især nationalt (DR, TV 2), at man kæmpede om seerne. I dag kæmper de i stedet med store internationale firmaer, som bruger milliarder af kroner på at producere serier og film, hvilket er svært for de danske udbydere af tv-kanaler at konkurrere med. I 2018 rundede Netflix i alt 100 millioner abonnenter verden over. [31]

TDC forsøger løber at imødekomme forbrugerne ændrede adfærd ved at tilpasse produktudbuddet, hvor forbrugerne selv får mere handlekraft i form af til- og fravalg af kanaler samt udbud af streamingstjenester igennem TDC – Yousee More.[32]

Ud fra ovenstående betragtninger er der ikke nogen tvivl om, at TDC vil blive udfordret på deres tv-pakker i fremtiden. TDC bliver nærmest tvunget til at indgå aftaler med nogle af streamningtjenesterne for, at matche kundernes behov og ønsker. Dette medvirker også til, at TDC kommer i forhandlinger med nogle store internationale firmaer, som kan være svære at lande gode aftaler med i forhold til en indtjeningsmargin på deres produkter. Forbrugerene er i dag meget bevidst og orienteret om, hvad mulighederne er rundt om i verden i forhold til udbud af serier, hvorfor der ofte bliver "shoppet rundt" alt efter, hvor de mest eftertragtede serier vises.

Teknologiske faktorer

[29] Årsrapport 2017 – Trens på vores markeder

[30] Årsrapport 2017 – Trends på vores markeder

[31] http://nordeainvestmagasinet.dk/artikler/streaming-i-vild-udvikling-det-bliver-endnu-mere-dramatisk-i-kommende-ar

[32] https://yousee.dk/tv.aspx

Når vi snakker om TDC, har vi virkelig med en virksomhed at gøre, som konstant bliver udfordret på de teknologiske faktorer. Der stilles store krav til TDC, da de konstant skal levere det bedste af det bedste i forhold til mobiletelefoni samt internet. Dette forventes af deres kunder, hvilket både gælder de private samt deres erhvervskunder. Virksomheder og privatpersoner er dybt afhængige af, at TDC leverer et godt og stabilt produkt, da det ellers kan have store konsekvenser for de enkelte.

I forhold til internet-delen er TDC allerede blev ramt af fibernettet, som bliver udbudt af elselskaberne samt WAOO, hvilket har været med til at reducere kundegrundlaget for TDC.

Begrebet FANG er blevet mere og mere udbredt i daglig tale, hvilket i fremtiden kan give konkurrencevanskeligheder for TDC. FANG er forkortelser for de store teknologiske-mastodonter/virksomheder: Facebook, Amazon, Netflix og Google. Efterhånden kan man sidestille FANG-selskaberne som konkurrenter i alle brancher, eftersom der er tale om utrolig innovative selskaber, som forsøger at gøre sig aktuelle i mange forskellige henseender, og samtidige er de meget hemmelighedsfulde.
Set i forhold til TDC er FANG-selskaberne dog utrolig aktuelle, eftersom det især er markedsområder, som TDC i dag er markedsledere på i Danmark, som FANG-aktierne forsøger at overtage verden over. Amazon og Netflix arbejder begge med streamingstjenester, som forsøger at få den brede befolkning mindre tilknyttet til flow-tv. Ydermere arbejder et firma som Facebook med udbredelse af internetadgang via droner.[33] I første omgang er det dog tiltænkt ulandene – der skal dog ikke herske nogen tvivl om, at vil de få succes med dette og samtidig få et konkurrencedygtigt produkt, vil det hurtigt blive lanceret i resten af verden. Google forsøger sig med samme tanke igennem Google Loon, som er en slags luftballon som giver internetadgang fjerne steder i verden.[34]

Ovenstående kan virke meget fjernt (måske også på TDC' hovedkontor i København). Der er dog ingen tvivl om, at sådanne selskaber og med deres styrker, skal de tages meget alvorligt. Deres teknologiske niveau er i en anden skala, hvorfor eskaleringen af deres produkter samt

[33] https://www.netkablet.dk/facebook-droner-internet/

[34] https://www.theverge.com/2014/3/7/5473692/facebook-drone-titan-aerospace-project-loon

indflydelse ikke må undervurderes, hvilket også gælder for TDC, som især kan bliver ramt på deres indtjening pga. yderligere markedsindtrængen fra disse FANG-selskaber.

PEST-analysen er baseret på oplysninger og hændelser der er foregået i fortiden. Denne model bruger vi for at kunne lave forecast til fremtiden. Dette gøres, da vi antager at den bedste måde at vurdere fremtiden på, er at se på fortiden.

PEST-analyse – konklusion

Ud fra ovenstående PEST-analyse vurderer vi, at TDC ud fra omverdenens bevægelser går en vanskelig fremtid i møde. Det er især de sociokulturelle ændringer i samsamfundet set i kontekst med TDC nuværende produktudbud samt de teknologiske faktorer, som vil få TDC's forretningsplan under et konkurrencepres. TDC vil ud fra vores analyse komme til at konkurrence med nogle meget store internationale virksomheder, FANG-selskaberne, hvor TDC vil få svært ved at matche deres styrker. Ydermere er TDC som gammel monopol-selskab underlagt nogle lovmæssige forhold, som alt andet lige altid vil komme til at presse firmaets indtjeningsevne, så længe disse forhold gør sig gældende.

TDC vil dog med baggrund i deres produktudbud, ud fra vores analyse, blive knap så negativt ramt ved en økonomisk recession, eftersom forbrugerne i dag ser bredbånd, telefoni samt tv/streaming som nogle must-have-produkter.

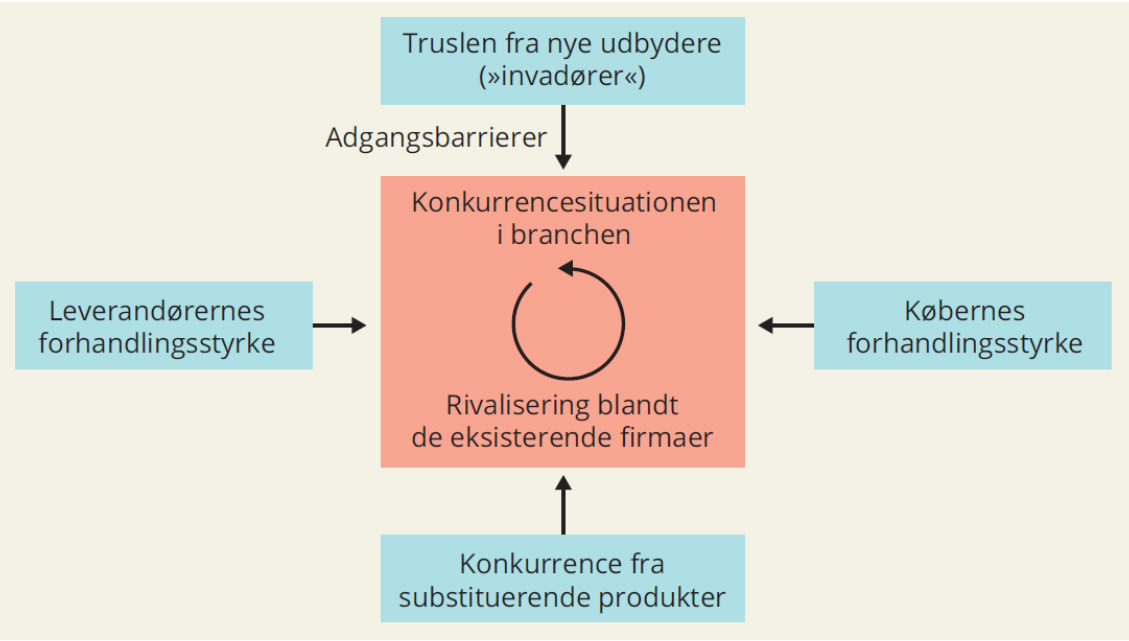
Disse forhold omkring øget konkurrence fra omverdenen samt ændringen i forbrugeradfærden vil senere blive inddraget, når vi skal estimere fremtidig budget. Vi vil derfor se en faldene omsætning for TDC for forskellige produktgrupper.

Porter five forces

For at vurdere på TDC's konkurrencesituation i branchen anvendes Porter Five Forces. Denne model ser på TDC's mikromiljø og derved interne forhold. Porters Five Forces ser på følgende forhold: konkurrencesituationen i branchen, leverandøres forhandlingsstyrke, købernes forhandlingsstyrke, trusler fra nye udbyder og substituerende produkter. [35] Samlet set, er dette en måde at vurdere fremtidige indtjeningsmuligheder på.

[35] Contemporary strategy analysis sixth edition af Robert M. Grant s 71

I en branche med høj rivalisering og mange nye indtrængere vil det alt andet lige være en branche, hvor der konkurreres på prisen og derved presser de fremtidige dækningsgrader. Modsat vil der i en branche, hvor der er monopollignende tilstande være større fremtidige indtjeningsmuligheder, da det her kun vil være substituerende produkter, som der er alternativet. Prisen skal dog heller ikke være så høj, da forbrugerne ellers helt fravælger produktet.



Figur 4 – Portes Five Forces

Porters five forces er et værktøj til at kunne vurdere, hvorvidt TDC er i stand til at opretholde/øge omsætningen. Dette vil senere i afhandlingsprojektet blive anvendt til budgettering og derved blive en del af grundlaget for, at kunne lave en værdiansættelse af TDC.

Oprindeligt er Porters five forces fokuseret på enkelte produkter, men kan også anvendes på brancher. Nedenfor har vi delt TDC op i 3 grupper. Internet/bredbånd, mobilabonnementer og TV.

Hvis Porters five forces har en svaghed er det, at den ikke tager højde for komplementære produkter og tjenesteydelser. Dette argumentere flere analytiker for, at det skulle være den ”sixth force”. Ved komplementære menes der, hvor virksomhederne komplementerer hinanden. Som eksempel kan Dell og Microsoft nævnes. Dell sælger computerne, og Microsoft

sælger styresystemet dertil. De har et samarbejde, hvorved de har kendskab til hinandens teknologier og derved kan opnå en konkurrencemæssig fordel. Dell er afhængig af Microsoft for at man kan bruge computeren, og Microsoft er afhængig af Dell, da de skal lave computeren, der kan køre den nyeste version af deres software.[36]

Konkurrencesituation i branchen:

TDC har som tidligere nævnt en markedsandel på 41 % indenfor mobiltale, 56 % indenfor TV og 52 % af markedet indenfor internet.[37] På alle tre markeder er de markedsledere i Danmark.

Indenfor mobiltale er TDC's største konkurrenter Telenor, Telia og 3 (Hi3G) i nævnte rækkefølge. Ud fra selskabernes regnskab[38] har TDC 3.017.000 bruger i 4. kvartal 2017, hvor Telenor, som er deres nærmeste konkurrent, har 1.827.000 brugere. Dette vil sige, at TDC er 39% større end deres nærmeste konkurrent. Grundet TDC's størrelse, har de haft mulig for at opkøbe konkurrenterne, såsom de gjorde ved at opkøbe Plenti.[39]

Det er de fire ovennævnte selskaber, der ejer mobilnettet.[40] Samtlige andre små teleselskaber lejer sig ind hos én af disse fire store selskaber. Telebranchen er en branche, som er styret på prisen. Det er det samme produkt alle udbyderne tilbyder, hvorfor det stort set kun er prisen, der kan konkurreres på. Det skal dog nævnes, at nogle forbrugere ønsker en mulighed for service. I ydreområderne spiller dækningen også ind. Størstedelen af landet er dog udelukkende på prisen. Det er derfor et marked, hvor der er intensiv konkurrence.

Indenfor TV og bredbånd er konkurrencen steget. TDC ejer kobbernettet og dermed kabelløsningerne, men flere elselskaber har lagt fiber i disse områder, hvilket presser TDC og resulteret i kundeafgang. Konkurrencen på fibernettet er ligeledes blevet mere intensiv, idet at WAOO, ejet af Fibia, har lejet sig ind på TDC´s fibernet i Storkøbenhavn. Her vil WAOO nu

[36] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 76

[37] TDC Årsrapport 2017 side 15

[38] https://meremobil.dk/2017/04/antal-mobilkunder-teleselskaber/

[39] https://www.business.dk/digital/tdc-koeber-plenti

[40] http://www.telemarkedet.dk/mobilnetvaerk

kunne tilbyde internet, tv og telefoni, som er direkte i konkurrence med TDC´s YouSee.[41] Dette er en tendens, der gør at TDC skal være skarpere på prisen fremover. Endvidere åbner elselskaberne op for, at alle udbydere kan benytte fibernettet i hele landet, hvorfor forbrugeren kommer til at få billigere internet og TV, da konkurrencen vil stige markant.[42]

TDC har haft aftaler med antenneforeningerne, som udløb i 2016, hvilket har betydet kundetab, som også er nævnt i PEST-analysen. Endvidere har YouSee tabt 63.000 kunder de første 9 måneder i 2017.[43] Dette vidner om, at der er hård konkurrence på markedet for TV og bredbånd.

Trusler fra nye udbydere:

Mobilmarkedet er et vanskeligt marked at komme ind på. Der er som tidligere nævnt under konkurrencesituation en intensiv konkurrence, hvor det stort set kun er prisen der er afgørende, hvilket gør det ekstremt svært at komme ind på markedet. Det er ikke muligt for nye udbydere at købe sig til en mobillicens, idet der i 2016 blev afholdt en auktion, hvor TDC, Telenor og Telia/3(Hi3G) købte rettigheder til mobilnettet.[44] Nye udbydere skal derfor leje sig ind på en af konkurrenternes mobilnetværker, for at kunne tilbyde et konkurrerende produkt. Endvidere har disse fire selskaber selv hver deres lavprisselskab og derved gør brug af stordriftsfordele, hvilket ligeledes gør det svært for nye udbydere at komme ind på markedet. Plenti er dog et eksempel på et lavprisselskab, der via massiv markedsføring og lave priser er kommet ind på markedet og fik 90.000 kunder, inden de blev opkøbt af TDC.[45] Dog formåede de ikke at lave et overskud, da priserne skulle være så lave, at de var attraktive for nye kunder. Det kræver derfor stor kapital/likviditet og markedsføring for at kunne komme ind på markedet. Spørgsmålet er så, om nye udbydere, ligesom Plenti, i stedet bare satser på hurtigst muligt at opbygge en stor kundekreds, hvorefter de bliver solgt til en af de bestående

[41] https://www.business.dk/digital/konkurrenter-gaar-ind-paa-tdcs-egen-hjemmebane

[42] https://finans.dk/erhverv/ECE10050470/billigere-bredbaand-forbrugerne-bliver-vindere-naar-elselskaberne-aabner-fibernettet/?ctxref=ext

[43] https://jyllands-posten.dk/protected/premium/erhverv/ECE9990230/tdcdirektoer-efter-kundeflugt-det-bliver-en-sej-kamp-at-stoppe-tvnedgangen

[44] https://ens.dk/ansvarsomraader/frekvenser/auktioner-og-udbud-frekvenser

[45] http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/09/11/tdc-tdc-koeber-plenti/13670098

udbydere for derved at få gevinsten. Der er flere eksempler herpå. F.eks. M1 og BiBoB.[46] Som sagt er det dog en krævende øvelse, da det kræver stor likviditet uden garanti for overskud.

Adgangsbarriererne indenfor TV/internet er over den seneste årrække blevet formindsket en del, idet ejerne af fibernettet er begyndt at udleje til de øvrige udbydere. Endvidere blev kobbernettet åbnet for andre udbydere i 2010.[47] Dette gør det nemmere for nye udbydere at komme ind på markedet. Dog skal man have aftaler med de forskellige tv-kanaler mv. for, at kunne tilbyde de forskellige tv-kanaler. Derfor vurderes det, at man skal være kapitalstærk for at komme ind på markedet. Selvom det er lettere at komme ind på markedet i dag, end det var for 10 år siden, er det stadig forholdsvis krævende at komme ind på markedet.

Konkurrence fra substituerende produkter:

Der findes ikke decideret substituerende produkter til mobiltelefoni. Der er en række gratistjenester, såsom Messenger, Skype, Viper mv., som tilbyder at man kan skrive og ringe til andre via deres apps. Dette kræver dog, at man enten er på wifi eller har mobildata på sin telefon, som TDC udbyder via abonnementer.

Indenfor TV kan man argumentere for, at streamingtjenester er et substituerende produkt til det traditionelle flow-tv, eftersom forbrugerne kan vælge denne vare fremfor TDC's udbud. Dette kan medføre prisjusteringer på flow-tv, hvilket vil være med til at presse dækningsgraderne for TDC yderligere samtidig med, at de pga. af denne tendens kan opleve yderligere kundeafgang.

Indenfor internet er der ingen substituerende produkter, kun forskellige måder hvorpå man får internettet. Der kan nævnes mobilt bredbånd, fibernet, wifi og bredbånd. Alle disse produkter udbydes i en eller anden form af TDC, hvorfor der ikke er nogen substituerende produkter, der udgør en trussel overfor TDC.

Leverandørernes forhandlingsstyrke:

Da TDC Group er leverandør af internet, telefoni og tv kan man argumentere for, om de har nogle leverandører selv, da de selv producere produktudbuddet. De har dog eksterne firmaer

[46] https://finans.dk/artikel/ECE4280301/M1-iværksætter-belønnes-for-seks-års-arbejde/?ctxref=ext

[47] http://www.telemarkedet.dk/coax-nettet-aabnes-tdc-og-yousee-skal-dele-deres-kabelnet

til installation af deres produkter, opgaver vedrørende nedgravning af kabler mv., som må betegnes som leverandører.

Leverandørernes forhandlingsstyrke overfor TDC er, grundet TDC størrelse på markedet og antal af kunder, ikke særlige gunstige. Et eksempel herpå er dog over 10 år gammel, men som stadig beskriver, hvor ugunstige leverandørernes forhandlingsstyrke er. I maj 2007 udsendte TDC en meddelelse til deres ca. 10.000 leverandører, at de forlangte deres kredittid forlænget til 60 dage.[48] Dette var et krav som ikke var til forhandling jf. TDC's indkøbsdirektør Carsten Bryder Rasmussen.[49] Såfremt det ikke blev accepteret, blev samarbejdet opsagt.

Som det tidligere er nævnt i opgaven har TDC indgået samarbejde med streamingtjenesten: HBO. HBO leverer derfor deres serier til TDC's kunder igennem Yousee More. Her er der tale om stor international aktør, hvorfor TDC's forhandlingsstyrke overfor disse, vurderes at være minimale. Såfremt TDC i fremtiden indgår flere af lignende samarbejdsaftaler, vil de kunne blive yderligere presset på dette parameter.

Med baggrund i TDC's nuværende markedsposition, må leverandørernes forhandlingsstyrke fortsat være begrænset overfor TDC. Her er det især de danske underleverandører, vi har i tankerne. I fremtiden vil de kunne opleve yderligere pres på forhandlingsstyrken overfor international samarbejdspartnere.

Købernes forhandlingsstyrke:

Kundernes forhandlingsstyrke er begrænset. Dette begrundes med, at kunderne, når de skal ud at købe en ny mobiltelefon, typisk binder de sig til et bestemt abonnement i 6 måneder.[50] Det er dog muligt at købe en mobiltelefon uden binding, denne har dog typiske en højere handelsværdi. Efter endt bindingsperiode er det muligt at skifte til et af lavprisselskaberne, hvor man mod mindre kundeservice, kan man få et billigere abonnement. Det er dog ofte, fortsat de store selskaber der ejer disse, hvorfor forhandlingsstyrken er begrænset.

[48] https://www.business.dk/evb-archive/tdc-forlaenger-kreditten-til-underleverandoerer

[49] https://www.business.dk/evb-archive/tdc-forlaenger-kreditten-til-underleverandoerer

[50] https://finans.dk/artikel/ECE4280301/M1-iværksætter-belønnes-for-seks-års-arbejde/?ctxref=ext

Det samme gælder, når forbrugerne skal ud at have tv-pakker og internet. Her er det som oftest pakkeløsninger, privatforbrugeren vælger. Her er der tale om fastsatte priser ud fra den samlede pakkes indhold. Nogle steder i landet er det endnu ikke muligt at frit vælge mellem udbyderne, hvilket gør forhandlingsstyrken endnu dårligere.
Konkurrencesituationen er grundet, at alle udbydere kan leje sig ind på fibernettet større, idet at det må forventes, at priserne bliver presset, hvorfor købernes forhandlingsstyrke må forventes at stige, ellers skifter de til en af de andre udbydere.

Her kan vi også referere til PEST-analysen, hvor vi analyserer os frem til, at flere og flere helt fravælger flow-tv til fordel for streamingtjenster, hvorfor prisen på tv-kanaler kan blive presset yderligere ned.

Konklusion:

Tele- bredbånd- og tv-branchen har en meget hård konkurrence, da alle tre markeder stort set kun konkurrerer på prisen. TDC har en stor markedsandel på alle tre markeder, hvorfor de formår at have stordriftsfordele. Endvidere ejer de kobbernettet i Danmark, hvilket også er en fordel i forhold til konkurrenterne.

TDC har stor forhandlingsstyrke overfor deres leverandører, da de typisk kan finde andre leverandører til at udføre samme opgaver. TDC har dog indgået samarbejdsaftaler med internationale selskaber, hvor TDC's forhandlingsstyrke kan blive sat på prøve.

Kundernes forhandlingsstyrke er blevet bedre de seneste år, idet der er kommet flere udbydere på markedet. Ydermere kan antenneforeningerne nu selv vælge udbydere og privatpersoner kan skifte til en konkurrent, hvis de er utilfredse med produktet, eller mener prisen er for høj. TDC er fortsat så store, at der i dele af landet ikke er andre muligheder end TDC, hvis de f.eks. skal have internet tilkoblet.

Ovennævnte analyse benyttes senere i afsnittet omkring estimering af fremtidige budgetter, hvor der vil blive taget hensyn til den hårde konkurrence, hvor de presses på prisen og oplever tab af kunder. Disse faktorer resulterer i fald i omsætningen.

Boston-modellen

Som det tidligere er nævnt i projektet, har TDC i nogen grad monopollignende forhold på deres produkter (stor markedsandel), telefoni, tv og bredbånd. Vi finder det derfor relevant at analysere TDC's produktudbud set i forhold til boston-modellen. Via boston-modellen ser man på, hvordan en virksomheds produkter er inddelt ud fra deres nuværende markedsandel samt vækstpotentiale. I Boston-modellen arbejder man med fire forskellige kategorier:

- Spørgsmålstegn – produkt med en lille markedsandel men på et marked i vækst
- Stjernen – produkt med høj markedsandel og et marked i vækst
- Malkekoen – produkt med høj markedsandel og et marked med lav vækst
- Hunden – produkt med lav markedsandel og et marked med lav vækst[51]

Et marked som oplever stor vækst er cloud-markedet, hvilket indgår i TDC's forretningsenhed, Erhverv. Virksomhederne får mere og mere behov for digitalopbevaring i form af data. Ydermere bliver kravene for opbevaring af alle disse data (big data) også mere og mere skærpet. Det er derfor vigtigt for virksomhederne, at de får adgang til nogle solide cloud-løsninger, hvor sikkerheden for disse data er i top. I dag er Amazon (selskab som indgår i de tidligere nævnte FANG-selskaber) markedsleder på verdensplan med deres Amazon Web Services. [52] TDC samarbejder med Microsoft og tilbyder derigennem cloud-løsninger til deres erhvervskunder.[53] Det er et produktområde, hvor man som udbyder skal sikre sig levering af høj kvalitet. Såfremt man som virksomhed oplever fejl i forhold til sikkerheden omkring cloud-opbevaringen, vil man hurtigt miste kunder, eftersom det kan have fatale konsekvenser, da der kan være tale om personfølsomme data. TDC er i den forbindelse afhængige af Microsoft samt deres produkt indenfor cloud-området. På verdensplan vil TDC/Microsoft være et spørgsmålstegn jf. boston-modellen. I Danmark vil cloud-løsningen fra TDC/Microsoft

[51] Grant – Contemporary strategy analysis – side 422

[52] https://www.computerworld.dk/art/242451/cloud-markedet-vokser-vildt-her-er-verdens-fem-stoerste-cloud-leverandoerer-lige-nu

[53] https://erhverv.tdc.dk/kompetencer/microsoft-cloud

være en stjerne. Den høje markedsandel på erhverv i Danmark skyldes, at TDC har så stor markedsandel på telefoni, internet og network overfor de erhvervsdrivende. [54]

TDC's øvrige primære produkter; bredbånd, tv og telefoni kan alle indgå i kategorien malkekoen. Der er tale om forretningsenheder for TDC, som har høj markedsandel på det danske marked. Selve markedet kan dog godt betegnes som værende mættet eller med lav vækst. Som det tidligere er forklaret i projektet, bliver efterspørgslen på tv-kanaler/flow-tv mere og mere begrænset. I forhold til telefoni samt internet er der tale om produkter, hvor vækstpotentialet er minimalt, eftersom det er meget få, som ikke har produkterne.

Boston-modellen er meget enkel og overskuelig. Dette er dog også en årsag til, at modellen modtaget kritik. Den er simpelthen overforenklet og unuanceret, idet den kun tager højde for to faktorer (markedsvækst og markedsandel). Den tager endvidere ikke højde for, at et produkt med relativ lille markedsandel og markedsvækst godt kan være rentabel. Derved giver den ikke et retvisende billede af de rentable produkter. Hertil kan det også nævnes, at når et produkt er på vej i sin nedgangsfase, vil den alt andet lige have negativ markedsvækst. Boston modellen kan ikke illustrere dette, hvorfor den ikke er retvisende i disse eksempler. Til sidst tager modellen ikke højde for eventuelle synergieffekter. Et produkt, der har karakteristika som hund, vil kunne være fordelagtig at beholde, da det har en synergieffekt med et produkt i stjerne. Dette vil isoleret set ikke, kunne fremgå af Boston-modellen.

Boston-modellen – konklusion

TDC's produktudbud set i forhold til Boston-modellen falder i naturlig tråd med PEST-analysen. Virksomheden har i dag en række produkter, som med stor sandsynlighed vil mærke stor konkurrence i fremtiden. Dette gør sig især gældende, eftersom deres primære markeder kan betegnes som værende mættet.
TDC har dog mulighed for at følge trenden omkring cloud-løsninger, hvilket bliver en mere og mere eftertragtet vare for stort set alle virksomheder. TDC har en engangsvinkel til utrolig mange kunder pga. deres i forvejen høje markedsandel på erhvervsmarkedet i Danmark, hvorved de kan få solgt yderligere produkter til disse kunder. På dette marked vil de igen

[54] TDC Årsrapport 2017 – Vores forretningsenheder og markeder

opleve at være i konkurrence med nogle af de helt store verdensfirmaer, bl.a. Amazon og Google.

Når vi senere i opgaven estimerer fremtidig omsætningstal for produktgrupperne, vil vi gøre brug af vores viden fra denne analyse. Så vi vil altså se øget pres på bredbånd, telefoni og TV. Omvendt vil vi dog se øgede omsætningstal vedr. forretningsenheden: Erhverv.

Vækststrategi

Når vi skal værdiansætte en virksomhed, er de fremtidige vækstrater meget essentielle for fastsættelsen af denne værdi. Det er derfor vigtigt, at man får identificeret, hvilke muligheder en virksomhed har for at vække samt vurdere på, om disse vækststrategier tilføjer værdi i firmaet kontra de omkostninger de medfører. Investeringen i vækst skal være med til at danne grundlag for, hvordan vi senere hen i opgaven skal beregne selskabets værdi ved hjælp af cash-flow.

Som virksomhed har man forskellige muligheder for at vækst, hvorfor vi kigger på de tre vækststrategier, som er anvist nedenfor:

- Intensivering – markedspenetrering, produktudvikling samt markedsudvikling
- Diversifikation – at re-tænkte egen virksomhed
- Integration – indgreb på værdikæde samt konkurrenceforhold

I forhold til de to først vækststrategier vil vi gøre brug af Ansoffs vækstmatrice i vores analyse. Ved hjælp af denne kan vi analysere TDC's muligheder for intensivering af salg på bestående produkter samt hvordan nye produkter, kan være en mulighed for øget vækst.[55]

[55] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 89

ANSOFFS VÆKSTMATRICE		PRODUKT	
		Nuværende produkter	Nyt produkt
MARKED	Nuværen-de marked	**Markedspenetrering** • Øge markedsandelen • Øge forbruges hos kunderne	**Produktudvikling** • Udvidelse af produktlinjen • Produktforbedring • Helt nyt produkt, til samme målgruppe
	Nyt marked	**Markedsudvikling** • Udvide til nye kundesegmenter • Geografisk ekspansion af markedet	**Diversifikation** 3 typer diversifikation: • Koncentrisk • Horisontal • Konglomerat

Figur 5 – Ansoffs vækstmatrice

TDC er i dag markedsleder på deres primære marked, Danmark. Det er dog stadigvæk meget relevant for TDC at analysere, hvordan man kan styrke den position yderligere, hvilket blandt andet gøres via markedspenetrering. Her ønsker man at øge forbruget hos ens bestående kunder samt øget antallet af kunder – i begge tilfælde via virksomhedens bestående produktudvalg.

Som det kom frem i PEST-analysen er TDC udfordret af de sociokulturelle-forhold, eftersom kulturen omkring flow-tv virker som værende døende. Det kan derfor blive afgørende for TDC, hvordan de forholder sig overfor denne udvikling. Hvis TDC vil forsøge at bryde med denne verdenstrend og få forbrugerne tilbage til flow-tv, vil det koste virksomheden utrolig mange ressourcer og markedsføringspenge.
I dag har TDC forsøgt at øge markedsandelen samt forbruget hos deres kunder ved lancering af Yousee More, *markedspenetrering* jf. Ansoffs vækstmatrice. Ved Yousee More får forbrugeren adgang til eksterne streamingtjenester, f.eks. HBO Nordic, hvorved forbrugeren får en samlet pakke med bl.a. bredbånd, telefoni, tv og samtidig streamingtjenester. På denne måde forsøger TDC at bliver samfundsaktuelle, og forbrugerne bliver samtidig tæt tilknyttet til dem, da man får besparelser ved at samle ens produktbehov og dermed opnås en synergieffekt. Denne synergieffekt forsøges også kommunikeret ud til potentielle nye kunder via markedsføring, således markedsandelen forøges yderligere ved, at kunderne bliver mere motiveret for at købe TDC's produkter og dermed øger markedsandelen på telefoni og bredbånd. I Norge har TDC ikke samme markedsandel som på hjemmemarkedet i Danmark. Potentialet for markedspenetrering vurderes derfor højere i Norge.

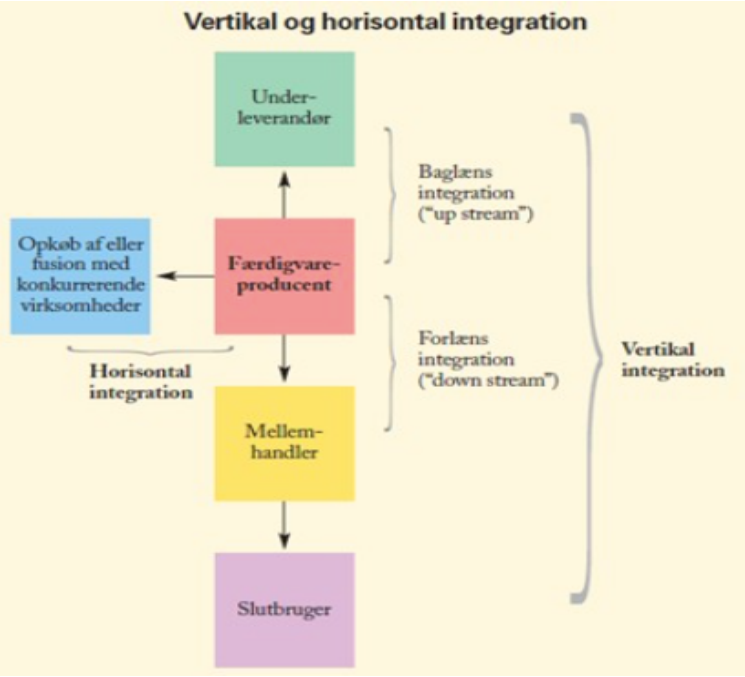
Når TDC forsøger at øge markedsandelen ved f.eks. Yousee More, kombinerer de samtidige med strategien med produktudvikling jf. Ansoffs vækstmatice. De ønsker i TDC at øge/tilknytte kunderne til deres bredbånd, telefoni samt tv-pakke ved, at de også får tilgang til yderligere produkter, f.eks. adgang til magasiner, bøger/lydbøger mv. Så dermed øger firmaet deres produktlinjer, og skaber samtidig et mere attraktivt produkt for deres bestående kunder og et attraktivt produkt for potentielle nye kunder.
TDC har i dag forretningsenheden: Other Operations. I denne forretningsenhed arbejder man bl.a. med it-udvikling. Via denne forretningsenhed har man mulighed for at udnytte de kompetencer samt den know-how, som man har etableret indenfor markedsområdet igennem årene. Dermed har TDC også nogle gode forudsætninger for at lave nye og relevante produkter til det bestående marked.

Markedsudvikling er også en mulighed for TDC, når man ser på vækstmuligheder. Ved markedsudvikling forsøger man sig som virksomhed at trænge sig ind på nye markeder med ens nuværende produkter. I en virksomhed som TDC vil det være en relevant strategi at undersøge, eftersom man i Danmark har så stor markedsandel. Man kan derfor diskutere, hvorvidt markedet er tæt på et mætningspunkt, og potentialet for yderligere markedsandele kan virke begrænset.
Tidligere har TDC haft datterselskabet, TDC Nordic, hvor man også tilbød ens produkter til markederne i Sverige og Finland. Det kan derfor virke usandsynligt, at TDC vil forsøge sig med nye geografiske udvidelser, når man tidligere har lukket disse markedsområder ned. Det vil også virke som en svær vej at gå, da de enkelte lande i dag, ligesom i Danmark, er meget integreret i de allerede etablerede selskaber på de enkelte markeder, f.eks. Telekom i Tyskland. I forhold til markedseksponering kan der igen refereres til FANG-selskaberne, som muligvis også har i sinde at øge markedsandelen på verdensplan, hvorfor man igen vil komme i konkurrence med selskaber med enorme ressourcer.

Når man kigger på vækststrategier for virksomheder, ser man også på muligheden kaldet diversifikation. Selskaber som overvejer diversifikation, er ofte i en situation, hvor det er blevet en nødvendighed for overlevelse, da man muligvis er blevet udkonkurreret eller populært sagt disruptet på ens nuværende produktudbud på et givent marked. Man skelner mellem relateret diversifikation samt konglomerat diversifikation. Det meste sete er relateret diversifikation, hvor man forsøger at udnytte virksomhedens bestående ressourcer i form af

f.eks. den eksisterende teknolig. Konglomerat diversifikation kan stort sidestilles med at starte et nyt firma, eftersom man går helt nye veje og ej gør brug af de bestående ressourcer og kompetencer i firmaet – firmaet bliver re-tænket og går dermed nye veje i forhold til produktudbud samt kundesegment.

Når vi ser på TDC, virker diversifikation som en mindre relevant vækststrategi. Vil diversifikation en dag blive en nødvendighed for TDC, vil den relaterende diversifikation dog virke som den mest sandsynlige, da man i dag har nogle aktiver i form bl.a. kobbernettet, som man måske vil have mulighed for at gentænke og give nye og på det tidspunkt tidsrelevante funktioner. TDC må også siges at have en vis viden, som man også bør gøre brug af i sådan en situation.



Figur 6 – Vertikal og horisontal integration

Den tredje vækststrategi, integration, er meget normal set i erhvervslivet. Her skelnes der mellem horisontal integration samt vertikal integration, hvilket fremgår af figuren ovenfor.[56]

Ved integration går man som virksomhed ind og ser på mulighederne for at bryde med de nuværende forhold i værdikæden. Ved vertikal baglæns integration, vil man gå ind og kigge på de underleverandører, som man anvender i sit forretnings-up-set. Tidligere har TDC anvendt eksterne teknikere i forbindelse med f.eks. nye private kunder, hvor der skal

[56] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 92

opsættes bredbånd samt tv-pakke. På den måde er TDC blevet vurderet af markedet ud fra en tredjeparts serviceevne overfor deres kunder. Dette kan give nogle ulemper, da disse teknikere ikke vil have den samme ejerskabsfornemmelse for TDC's produkter, når de ikke er direkte ansat af selskabet. Det vil derfor være en baglæns integrationsvej, i værdikæden, som man bør analysere nærmere i forhold til værdiskabelsen overfor kunderne.

TDC er i dag stor markedsleder på markedet for telefoni, bredbånd samt tv-pakker til de private kunder i Danmark. I dag distribueres meget af salget via de digitale distributionskanaler i form af deres egen hjemmeside. TDC har dog fortsat fysiske butikker, hvor man kan få oprettet/købt diverse produkter. Tidligere har man også kunnet købe samme produkter via tredjeparts butikker, f.eks. Expert. Her overlader man igen noget ansvar i forhold til rådgivningen omkring produkterne til en tredjepart, som muligvis også kan have en interessekonflikt, såfremt den tredje part også sælger lignende produkter for nogle af TDC's konkurrenter. Her skal TDC lave en nøje overvejning, hvorvidt egne fysiske butikker kan være lønsomme, eftersom det medfører lønningsomkostninger, husleje mv. og dermed sikre det korrekte salg overfor kunderne. Alternativet er eksterne distributører, som muligvis ikke får lavet et "kanonsalg" og givet den korrekte rådgivning – dog bliver de eksterne alene aflønnet via provision, hvorved kapacitetsomkostningerne holdes i et lavere niveau. Så her bør TDC altså analysere grundigt på, om det kan betale sig at have mellemled i forhold til salget til den egentlige slutbruger, forlæns vertikal integration.

I vækstvirksomheder ser man ofte, at virksomhederne er meget aggressive i form af horisontal integration. Her vil man typisk gå ind at opkøbe direkte konkurrenter, hvorved man køber et antal nye kunder, hvilket medfører øget omsætning. Såfremt man går ind og køber direkte konkurrenter, som sælger lignende produkter, vil man typisk kunne opnå en synergieffekt, eftersom de opkøbte virksomheder kan køre via opkøbers infrastruktur i form af supportfunktioner, HR-funktioner mv.
TDC har flere gang opkøbt konkurrenter på f.eks. telemarkedet, som også tidligere er nævnt. Senest i ultimo 2017 opkøbte TDC det ellers relative nye selskab, Plenti, hvilket betød at man øgede kundeantallet med 90.000 stk. [57] Tidligere har TDC gjort lignende investeringer. I 2009 valgte TDC at købe alle aktierne i Fullrate, bredbåndsselskab. TDC opnår større

[57] https://www.business.dk/digital/tdc-koeber-plenti

markedsandele og samtidig underbygger man positionerne som markedsledere på disse områder.[58] Når TDC laver disse opkøb, giver det ofte en del røre i samfundet pga. TDC's nuværende markedsandele. Man ønsker ikke, at der igen bliver monopollignende forhold indenfor branchen, da man rent teoretisk ikke mener, at dette vil give de bedste vilkår og forhold for forbrugerne.

Som virksomhed har man også mulighed for at indgå fusioner med andre, hvorved man også kan opnå synergieffekter samt få produkttyper, som vil matche med ens bestående kunder. TDC havde forinden købstilbuddet fra konsortiet planlagt fusionen med det nordiske selskab MTG, som bl.a. er indehaver af Viasat, Viaplay og TV3.[59] Set ude fra vil sådan en fusion give en god effekt for TDC. Som det er blevet analyseret i PEST-analysen, vil TDC i fremtiden blive udfordret af de sociokulturelle bevægelser. Hvis TDC havde valgt at fusionere med MTG, vil det have det have været et godt supplement til det bestående produktudvalg. MTG vurderes ud fra vores betragtning at være længere fremme i forhold til streaming i form af Viaplay. Ydermere vil der blive tale om et efterfølgende større selskab med bl.a. 1.000 IT-udviklere, hvorfor innovationsmulighederne vil være større og mere konkurrencedygtige med de internationale spillere på markedet.[60]

Vækststrategi – konklusion

TDC har i dag en i forvejen stor markedsandel. Det kan derfor være vanskeligt at blive ved med at øge markedsandelen. TDC har fornyligt forsøgt at kombinere markedspenetrering samt markedsudvikling med produktet YouseeMore, hvilket vurderes at være en god indgangsvinkel til nye potentielle kunder, som vil vælge TDC, når de skal vælge tele- og bredbåndsudbyder, da forbrugerne dermed kan få en fuld pakke med øvrige relevante produkter.

Når TDC vælger at bryde med værdikæden, skal de gøre nøje overvejelser/analyser, da der skal tages hensyn til medfulgte faste kapacitetsomkostninger kontra den service der leveres af

[58] https://www.business.dk/digital/tdc-koeber-fullrate

[59] http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/357829/tdc_overtager_tv3_og_viasat_i_stor_milliard-handel.html

[60] https://tdcgroup.com/da/investor-relations/selskabsmeddelelser?&year=&query=&page=3

eventuelle samarbejdspartnere. I salgssituationen kan der også opstå interessekonflikter, såfremt dette håndteres af en tredje part, f.eks. Expert.

Tidligere har TDC haft god succes med at opkøbe konkurrenter, hvorved man for en periode opnår/bibeholder den høje markedsandel. Det vurderes at være en god vækststrategi, eftersom man tidligere er lykkedes med dette, og derfor bør have god forudsætninger for at eksekvere en god integration af det opkøbte selskab.

En eventuel fusion vurderer vi også at være en god vækststrategi. Ved en fusion med f.eks. MTG, vil man opnå yderligere kompetencer indenfor streaming. Ydermere vil man også igen få adgang til nye markeder, Sverige og Finland. Dermed vil forudsætningerne for ny geografisk ekspansion også være tilsende.

Alt i alt virker vækstmulighederne for TDC moderate. De har i dag en i forvejen høj markedsandel. Flere og flere fravælger tv-pakkerne, hvorfor incitamentet for at vælge TDC's produkter fremfor konkurrenter neddrosles.

Med baggrund i de moderate vækst muligheder, vil der naturligvis blive taget hensyn til dette ved vores senere budgettering til beregning af den samlede værdi for TDC.

SWOT-analyse

I dette afsnit vil der komme en opsummering af den strategiske analyse. Den strategiske analyse tjener en række vigtige formål, når man snakker værdi til en virksomhed. Det er i den strategiske analyse, at der bliver kigget på de interne og eksterne forhold, som har indflydelse på virksomheden. Er der mange nye konkurrenter der presser virksomheden eller er der lovmæssige vilkår der påvirker negativt? Dette vil her blive opsummeret i en SWOT-analyse. SWOT-analysen ser på styrker og svagheder, som beskriver de interne forhold. De eksterne forhold vil blive analyseret ved muligheder og trusler.[61] Her er de ikke-finansielle værdidrivere blevet analyseret, vurderet og diskuteret. Det er disse, der skaber grundlaget for budgetteringen og over forventningerne til de finansielle fremtidige værdidrivere.

[61] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 65-66

En ulempe ved SWOT-analysen er, at den bliver for unuanceret og svær at udfærdige. Er der kun styrker og svagheder indenfor de interne forhold - kan værdidriverne ikke være begge dele? Et eksempel herpå er, om det at BMW har base i Tyskland er en styrke eller svaghed?[62] Tyskerne er kendte for at have gode ingeniører og gode tekniske færdigheder. På samme tid er Tyskland også et højtlønnet land på verdensplan med ufleksibelt arbejde og underlagt en række EU-regler, som andre lande ikke er.

Punkterne i SWOT-analysen vil fremgå i skemaform og ikke blive diskuteret yderlig. Dette skyldes at SWOT-analysen opsummerer tidligere observationer og diskussioner.

Internal Factors	
Strenghts	**Weakness**
- Markedsleder med alle deres produkter i Danmark i dag - Der størrelse gør, at de har opkøbsmuligheder af konkurrenter - Forhandlingsstærke overfor en lang række leverandører - En række produkter der kan kategoriseres som malkeko, cash-cow - Produktudbud mindre følsom over konjunkturudsving	- Begrænsede alternativer til telefoni samt internet - Underlagt en række lovmæssige krav - Bliver afhængige af store internationale samarbejdspartnere, HBO og Microsoft
External Factors	
Opportunities	**Threats**
- Mulighed for kursgevinster - Indgåelse af samarbejdsaftaler med internationale samarbejdspartnere - Øget forbrug af telefoni og internet - Øget efterspørgsel på	- Valutarisiko - Kurstab - Udfordret af internationale selskaber med enorme ressourcer - Forbrugeradfærd ændres markant

[62] Contemporary Strategy Analysis af Robert M Grant s. 13

erhvervsprodukter i forhold bl.a. cloud-løsninger	mere

Figur 7 – SWOT-analyse

Værdiansættelse af TDC

Managerial balane sheet – reformulering af regnskab

For at kunne beregne værdien af TDC, er man nødt til at finde arbejdskapitalen også kaldet WCR (Working Capital Requirement). Dette gøres ved at ændre/reformulere balancen. Balancen er et godt redskab set fra et regnskabsmæssigt synspunkt. Den er dog ikke så hensigtsmæssig, når man som driftsleder skal se på sin virksomhed og dets indtjeningsevne. Derfor benytter man i stedet Managerial balance sheet.[63] I stedet for den traditionelle balance, der opdeles i aktiver og passiver, bliver Managerial balance sheet opdelt i Invested capital og Capital employed.

Invested capital består af likvider (cash), arbejdskapital (WCR) og anlægsaktiver (net fixed assets). Capital employed består af kortfristet rentebærende gæld, langfristet rentebærende gæld og egenkapital. På denne måde finder man de driftsinvesteringer, der skaber værdi for virksomheden og den gæld der bruges til at finansiere disse investeringer.

Det der sker i praksis er, at man flytter de poster der ingen forrentningskrav er til, over på modsatte side af balancen og trækker fra driftsaktiverne, således man tilbage har de driftsinvesteringer, der skaber værdi for virksomheden.

WCR kan også beregnes via formel som hedder:

WCR = (debitorer+lagre+periodeafgræns.poster) - (varerkreditorer+periodeafgrænsningsposter)[64]

[63] Finance For Executives side 109

[64] Finance For Executives side 111

Managerial balance sheet:				
Mio. kr.	2014	2015	2016	2017
Cash	**4.746**	**363**	**1.687**	**1.767**
Tilgodehavender	3.458	3.131	2.495	2.312
Tilgodehavender selskabsskat	65	5	25	9
Afledte finansielle instrumenter	598	484	612	455
Varerbeholdning	319	311	243	246
Skyldig selskabsskat	1			
Periodeafgrænsningsposter (Omsætningsaktiver)	660	741	681	553
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	7.244	7.035	6.186	6.160
Periodeafgrænsningsposter (Langfristede forpligtigelser)	525	426	372	375
Periodeafgrænsningsposter (kortfristede forpligtigelser)	3.074	3.177	3.132	3.262
WCR	**-5.744**	**-5.966**	**-5.634**	**-6.222**
Net fixed assets	**64.515**	**59.561**	**58.589**	**57.826**
Udskudt skatteforpligtelser	4.271	4.218	**4.133**	4.231
Hensatte forpligtigelser	992	985	935	983
Hensættelser	290	230	193	127
Invested capital	**57.964**	**48.525**	**49.381**	**48.030**
Lån	20.051	200	220	4.651
Afledte finansielle instrumenter (kort)	531	537	659	485
Short term debt	**20.582**	**737**	**879**	**5.136**
Lån	18.630	27.398	23.966	17.282
Pensionsforpligtigelser	105	36	39	29
Afledte finansielle instrumenter (lang)	0	0	290	406
Long term debt	**18.735**	**27.434**	**24.295**	**17.717**
Equity	**18.647**	**20.354**	**24.207**	**25.177**
Capital employed	**57.964**	**48.525**	**49.381**	**48.030**

Figur 8 – Managerial Balance Sheet

Invested capital:

I Invested capital indgår cash. Dette er likvider, som fremgår under omsætningsaktiver. Heri indgår kontanter i banken og værdipapirer med en restløbetid ved anskaffelsen på under 3 år.[65]

WCR:

Dette omtales også som arbejdskapital. Heri fremgår, som tidligere nævnt, de poster fra passivsiden der ingen forrentningskrav er til, hvorved de indgår som Invested capital. Ovenfor fremgår det, at følgende poster fra den tidligere passivside er flyttet over som WCR:

Leverandørgæld: disse er flyttet grundet, at TDC har kredittid hos deres leverandører, og derfor ikke betaler rente på disse (antagelse).

[65] TDC Årsrapport 2017 side 121

Periodeafgrænsningsposter: denne post indeholder modtagne betalinger fra kunder vedrørende indtægter i det efterfølgende år. Her betales der ligeledes ikke renter på.[66]

Net fixed assets er anlægsaktiver i alt. Disse indgår i invested capital.

Udskudt skat, hensatte forpligtigelser og hensættelser anses alle som hensættelser. Disse indgår ikke i arbejdskapital, men trækkes fra, for at finde invested capital. Dette skyldes, at disse poster ikke er rentebærende, hvorfor de ikke skal indgå i Capital employed.

Under Capital employed indgår alle de poster, som der er et forretningskrav til inklusiv equity (egenkapital).

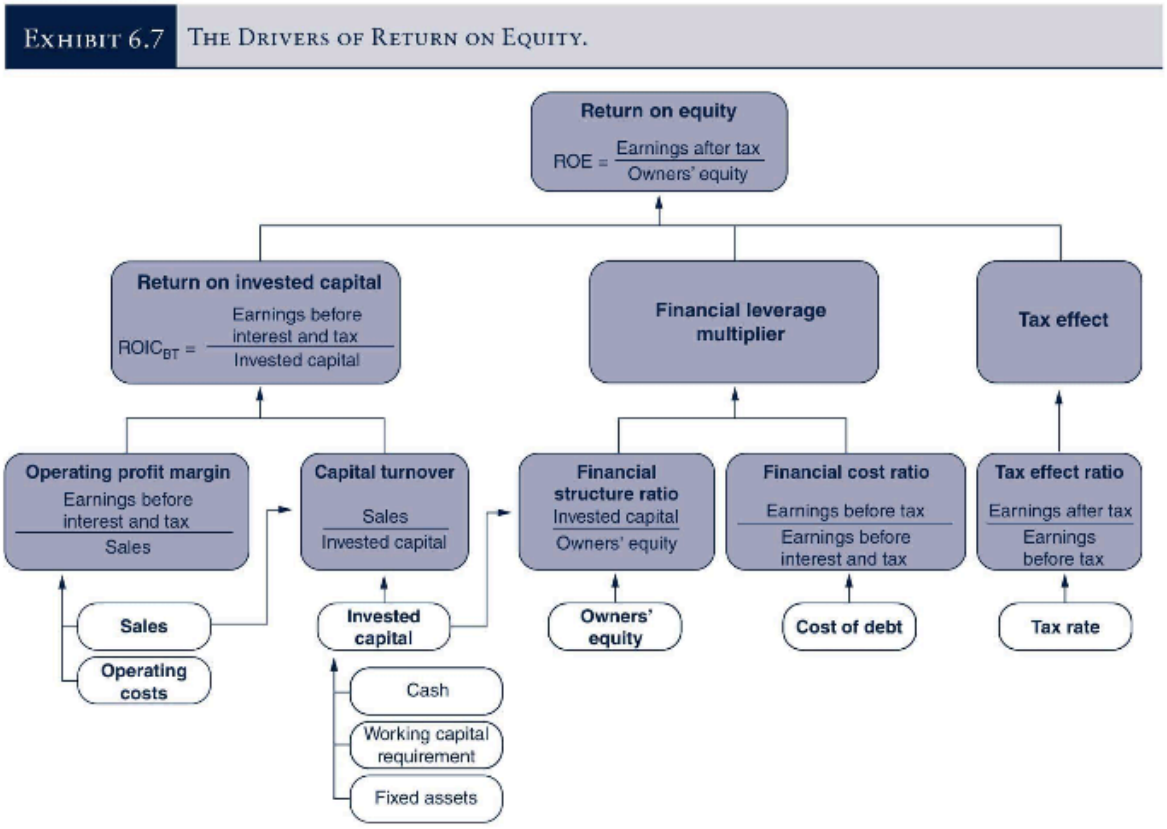
Regnskabsanalyse

Til brug for værdiansættelsen af TDC skal vi udarbejdet en regnskabsanalyse. Ved brug af regnskabsanalysen kan vi se, hvordan TDC historisk set har præsteret rent økonomisk, samt hvordan udviklingen i firmaet har været igennem årene. Vi vil tage udgangspunkt i en fire årig periode tilbage i tid, hvilket derfor vil gælde årene fra 2014 til og med 2017. Dupont-modellen/"The drivers of return of equity", som er illustreret nedenfor, figur 9, vil blive anvendt til udfærdigelsen af regnskabsanalysen. Via denne får vi dannet os et overblik over TDC's evne til at genere et afkast til deres aktionærer.

ROE som er i toppen af dupont-modellen/The drives of return on equity bliver påvirket af flere parametre i virksomheden: ROIC (afkastet på investerede kapital) samt den finansielle gearing i TDC. ROIC, som udviser virksomhedens evne til at genere afkast på de ressourcer, som TDC har til rådighed, bliver ydermere også påvirket af øvrige faktorer. Her ser man på virksomhedens overskudsgrad samt driftsaktivernes omsætningshastighed. Desto bedre udvikling i disse tal desto bedre afkast til TDC. Figuren nedenfor viser, hvordan vi vil analysere nøgletallene for TDC.[67]

[66] TDC Årsrapport 2017 side 100

[67] Finance For Executives side 199



Figur 9 – The Drivers Of Return On Equity – Finance For Executives side 199

Generelt skal det siges, at vi ved beregning af de forskellige nøgletal har valgt at tage gennemsnittet af balancetallene, da vi mener, at dette giver det mest retvisende billede.

Resultatopgørelse til analyseformål:				
Mio. kr.	2014	2015	2016	2017
Omsætning	23.344	21.935	21.031	20.270
COGS	6.252	5.477	5.404	5.301
Omk t salg, adm m.v.	7.288	6.970	7.139	6.725
EBITDA	9.804	9.488	8.488	8.244
Afskr./særlige poster	5.996	10.176	5.221	5.391
EBIT	3.808	-688	3.267	2.853
Renter	1.015	1.104	776	838
EBT	2.793	-1.792	2.491	2.015
Skat	341	660	529	488
Ophørte aktiviteter	776	68	1.075	26
EAT	3.228	-2.384	3.037	1.553

Figur 10 – resultatopgørelse for TDC indtastet i Excel

Diverse nøgletal				
		2015	2016	2017
ROE		-12,2%	13,6%	6,3%
ROIC		-0,01	0,07	0,058577
Aktivernes omsætningshastighed		0,41	0,43	0,42
Overskudsgrad (profit margin)		-3,14	15,53	14,07
Finansiel gearing		7,11	1,68	1,39
NOPAT		-536,64	2.548,26	2.225,34
TAX ratio		1,33	1,22	0,77
WCR i forhold til omsætning		-0,27	-0,28	-0,29
EBIT i procent		-3,14%	15,53%	14,07%

Figur 11 – Nøgletal udregnet via Managerial Balance Sheet samt resultatopgørelse i Excel

Return on equity / ROE

Som det kan ses i tabel figur 11 har ROE været meget varierende igennem de tre seneste år uden en egentlig tendens. I 2015 endte man med en ROE på – 12,2 %. Hvis man kigger nærmere i deres regnskab fremgår det, at man i 2015 har et ekstraordinært nedskrivningstab på Goodwill på 4.618 mio.dk.[68], hvilket også fremgår i figur 10, hvor posten for afskrivninger ses væsentlig højere end de to øvrige år.

I 2016 leverede TDC et ROE på 13,6 % og i 2015 6,3 %. Når vi ser nærmere på dette tal, kan vi se, at det blive betydeligt påvirket af "Ophørte aktiviteter", som indgår som en ekstraordinær post i 2016. Eliminerer vi denne vil ROE i 2016 i stedet lyder på 8,8 %. Som skrevet ovenfor bliver ROE påvirket af udviklingen i ROIC samt den finansielle gearing, hvorfor vi skal analysere disse poster nærmere for at årsagsforklare udviklingen i ROE.

Return on invested capital / ROIC

Når vi analyserer ROIC, så ser vi på, hvordan TDC formår at skabe overskud med baggrund i deres driftsaktiver. [69] Her går man så igen ind og ser på, hvad der påvirker ROIC, hvor man kan se, at denne påvirkes af overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed.

Overskudsgraden udtrykker, hvor meget overskud TDC formår at generere med baggrund i virksomhedens omsætning (EBIT i forhold til omsætningen). Her påvirkes 2015 ekstraordinært med baggrund i de tidlige omtalte nedskrivningstab på Goodwill. I 2016 har TDC en højere omsætning end i 2017, hvilket medfører den højere overskudsgrad. I 2017

[68] TDC Årsrapport 2015 side 6

[69] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 216

falder den samlede omsætning i selskabet, hvilket bl.a. årsagsforklares med mistede kunder på flow-tv.[70]

Aktivernes omsætningshastighed er med til at udtrykke, hvor gode TDC er til at udnytte deres aktiver og hvor meget omsætning aktiverne er med til at genere af overskud. Vi ser altså på, hvordan omsætningen udvikler sig i forhold til aktiverne, hvor vi igennem vores Managerial balance sheet har inddelt aktiverne (Invested capital) i arbejdskapital (WCR) samt anlægsaktiver (net fixed assets).

Arbejdskapitalen steg fra 2015 til 2016 og faldt så igen fra 2016 til 2017. TDC arbejder med negativ arbejdskapital, hvilket skyldes, at størstedelen af deres kunder betaler på abonnement, hvorfor de modtaget betalinger forud. Så at de formår at forbedre arbejdskapital fra 2016 til 2017 er positivt for TDC, og påvirker dermed aktivernes omsætningshastighed positivt og derfor også ROIC.

Anlægsaktiverne falder igennem alle tre år, hvilket skyldes generelle afskrivninger på immaterielle aktiver og materielle aktiver. Det er især de immaterielle aktiver, der oplever de største afskrivninger, hvilket indebærer Goodwill samt Kundeforhold.[71]

Så på trods af forbedret arbejdskapital fra 2017 til 2018, så er dette ikke nok i forhold til forbedring af aktivernes omsætningshastig, eftersom omsætningen falder forholdsvis mindre end den samlede Invested capital pga. fald i anlægsaktiverne.

Der er altså derfor både fald i aktivernes omsætningshastighed samt overskudsgraden for TDC, hvilket bevirker faldet i ROIC.

Finansiel gearing

TDC's finansielle gearing (financial leverage multipiler) har igennem alle tre år været faldene. Især fra 2015 til 2016 falder den betydeligt, hvor den går fra 7,11 til 1,68. Her henvises der igen til det ekstraordinære nedskrivningstab, hvilket medvirker til at Invested capital falder betydeligt fra 2014 til 2015, hvilket er medregnet i den finansielle gearing, når vi beregner et gennemsnit af Invested capital.

[70] TDC Årsrapport side 9

[71] TDC Årsrapport 2017 side 92 og 97

Den finansielle gearing er et udtryk af financial structure ratio samt financial cost ratio jf. figur 9.

Ved financial structure ratio ser man på forholdet mellem invested capital samt owners' equity. I 2015 udgjorde equity alene ca. 42 % af invested capital, hvor dette er vendt i løbet af de tre år og i 2017 udgjorde equity ca. 52 %. Dette skyldes især, at TDC har nedbragt gældsposterne betydeligt, bl.a. 3.432 m.dk fra 2015 til 2016, hvor TDC indfriede obligationslån før tid. [72] Altså er forholdet mellem invested capital og equity igennem alle tre år faldet.

Finincial cost ratio er forholdet mellem EBT og EBIT, som ligesom financial cost ratio ligeledes har været faldende igennem de tre år. Dette er et udtryk for, at renteomkostningerne har haft mindre indflydelse på resultatet før skat.

TDC's finansielle gearing har altså været faldende, hvilket skyldes udviklingen i forholdet mellem invested capital og owners equity samt forholdet mellem EBT og EBIT. Dette har negativ betydning for TDC's ROE, som er en konsekvens af den finansielle gearing.

Tax effect

Den sidste faktor som er med til at påvirke udviklingen i ROE er skatteeffekten, tax ratio . Her ser vi på forholdet mellem EAT og EBT.

I 2015 betaler TDC skat på trods af de leverede et negativt resultat, hvorfor de får en negativ tax ratio på 1,33. Jf. TDC årsregnskab for 2015 skyldes det reguleringer i forhold til tidligere år.[73]

I 2016 leverede TDC et positivt resultat, hvilket naturligvis medvirkede til en skattebetaling. Dog får vi en negativ skatteeffekt på 1,22. Dette skyldes, at man i TDC efter betaling af skat indregnede 1.075 m.dk i ophørte aktiviteter. Den ophørte aktivitet kan henføres til det

[72] TDC Årsrapport 2016 side 102

[73] TDC Årsrapport 2015 side 76

tidligere datterselskab, TDC Sverige, som man solgte fra i oktober 2016.[74] Så når vi eliminerer for denne ophørte aktivitet, vil den egentlige ratio lyde på ca. 0,79.

I 2017 hedder tax ratio 0,77, hvilket nogenlunde matcher med selskabsskatten i Danmark på 22 %.

Konklusion regnskabsanalyse

Hovedbudskabet for regnskabsanalysen er, at ROE falder fra 2016 til 2017 – også når vi eliminerer for "Ophørte aktiviteter". Dette forklares med et fald i ROIC, som bliver påvirket af negativ udvikling i både overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed. Dette er bl.a. en konsekvens af faldende omsætning pga. kundeafgang. ROE er dog også "kunstig" høj i 2016, da man har en negativ tax effect, som forklares med de ophørte aktiviteter, TDC Sverige.

Ydermere bliver ROE negativt påvirket af den lavere finansielle gearing, hvor TDC altså nedbragte ekstraordinært på deres gældsposter. Det er derfor ikke sikkert, at gældsnedbringelsen har været rentabelt, da en højere gearing har kunnet været med til at levere en højere ROE, altså bedre forrentning af egenkapitalen.

TAX-effect er i 2016 og 2017 tæt på selskabsskatten, 22 %, i Danmark, når vi eliminerer for de ophørte aktiviteter som tidligere nævnt.

Vi vil med baggrund i denne konklusion anvende disse betragtninger, når vi senere skal estimere den videre udvikling i TDC.

DCF –modellen

DCF står for Discounted Cash Flow, som er en værdiansættelsesmetode. Denne model er baseret på konceptet "the time value of money."[75] Det vil helt konkret sige, at det der skaber værdi for en virksomhed, er evnen til at skabe et fremtidig cash flow. De fremtidige frie pengestrømme findes ved, at man laver budgetter, der viser de frie pengestrømme i fremtiden. Da der er tale om budgettering, vil det være estimerede tal. Typisk vil dette være over en 5-10-årig periode. Senere i denne opgave vil der blive lavet budgettering for en 5-årig

[74] TDC Årsrapport 2016 side 83

[75] Finance For Executives side 318

periode. Principielt vil budgetperioden skulle fortsætte til det uendelige. Eftersom der er tale om estimerede tal, vil usikkerheden år for år kun blive større. Vi har derfor valgt at begrænse os til en 5-årig periode, hvorved vi mindsker denne risiko. Det er et must, at der er tale om en going concern,[76] ellers vil det ikke give nogen mening at snakke om fremtidige pengestrømme. I og med at det er uendeligt og budgetperioden i vores case løber over 5 år, må man herefter konkludere, at væksten efterfølgende er konstant (g). Den konstante vækst vil typisk være lig den langsigtede vækstrate, som er tilsvarende med udviklingen i BNP.[77] Dette gøres ved, at man efter at have tilbagediskonteret budgetperioden, i vores tilfælde 5 år, i det 6. år diskonterer en terminalværdi, hvor der er tages højde for (g). På denne måde får man medregnet både budgetperioden samt terminalperioden.

Det frie cash flow tilbagediskonteres ved hjælp af WACC, som er kapitalomkostninger. WACC vil blive forklaret og beregnet senere i dette afsnit.

En ulempe ved DCF-modellen er at den er meget omfattende. Dette gør det svært for eksterne analytikere, idet der skal stor viden til omkring virksomheden - såvel internt i virksomheden samt kendskab til øvrige brancheforhold, for at kunne gøre beregningen så præcis som mulig og samtidig retvisende. Modellen giver et øjebliksbillede, hvorfor DCF-modellen ikke tager højde for de strategiske muligheder som en virksomhed har for løbende ændringer og tilpasninger.

En anden ulempe ved DCF-modellen er, at terminalværdien fylder en forholdsmæssig stor del af den samlede værdi. Der skal et stort arbejde og en grundig/tidskrævende strategisk analyse til, for at kunne have de rette forudsætninger, når der skal laves en korrekt budgettering og beregning af WACC. Terminalværdien tager højde for væksten i BNP, som også er en ukendt og usikker faktor, som har stor indflydelse på den endelige værdiansættelse. I og med der er tale om fremtidig cashflow, vil der altid være usikkerhed forbundet med de forudsætninger, der anvendes til budgetteringen, beregning af WACC.

Nogle af disse faktorer vil senere i opgaven blive testet i en følsomhedsanalyse.

Formlen for Discounted Cash Flow ser ud som følgende:

[76] Finance for Executives side 495

[77] Finance for Executives side 501

DCF value of business assets = Enterprice Value (EV)

$$EV = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \cdots + \frac{FCF_5 + TV_5}{(1 + WACC)^5}$$

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

1. Første trin for at finde værdien af TDC, er at lave forecast for budgetperioden. (budgettering)
2. Dernæst bestemmes FCF for hvert år i budgetperioden (beskrives efterfølgende)
3. WACC beregnes (beskrives og beregnes efterfølgende)
4. Terminalværdien beregnes jf. ovennævnte.
5. EV beregnes jf. ovennævnte.

Finansielle værdidrivere

Vi har igennem vores regnskabsanalyse set, hvordan TDC historisk set har generet afkast til deres aktionærer. Ydermere har vi via vores strategiske analyse set, hvilke samfundsændringer TDC går i møde. Disse forhold vil vi nu inddrage i forhold til den endelige estimering af budget for TDC, som skal anvendes til beregning af det fremtidig cash-flow.

Disse parametre vil nu blive analyseret nærmere i forhold til den fremtidig budgettering:

- Konkurrencemæssige fordele – budgetperiode
- Fremtidige omsætningstal på produktniveau
- EBIT i procent / overskudsgrad
- Tax effect
- Udvikling i arbejdskapital

- Udvikling i anlægsaktiver

Budgettering

Når vi skal værdiansætte en virksomhed, gør vi det også ud fra nogle forventninger til fremtiden. I den forbindelse skal der udarbejdes nogle budgetter, som skal anvendes i de senere beregninger i forhold til fastsættelsen af værdien for TDC.
Ser man på det generelle aktiemarked, vil vi ofte opleve store uoverensstemmelser i forhold til den nuværende drift og så værdiansættelsen af virksomheden (den aktuelle markedsværdi målt på aktiekursen). Årsagen til dette hænger ofte sammen med fremtidige forventninger/budgetter for virksomheden. Ser man f.eks. på aktieværdien på Amazon kontra Walmart, vil man se, at markedsværdien er betydelig højere på Amazon på trods af, at Walmart tjener adskillig flere penge på bundlinjen, hvilket skyldes de enorme forventninger aktiemarkedet har til Amazon.

I forhold til TDC's budgetter vil vi først se på, hvor lang en tidshorisont budgetterne skal køre over. Herefter vil vi inddrage vores strategiske analyse for at budgettere, hvordan vi forventer at udviklingen vil være i de finansielle værdidrivere.

Budgetperiode – konkurrencemæssige fordele

Når vi skal fastsætte budgetperiodens længde, skal vi have fundet ud af, hvor længe det giver mening for vores værdiansættelse. I forhold til budgetterne kigger man på de fremtidige pengestrømme i virksomheden fra indeværende regnskabsår og frem til, at TDC ikke længere har de samme konkurrencemæssige fordele, som de har i dag. Herefter vil udviklingen (måske) blot følge den generealle vækst/fald i samfundsøkonomien.[78] I forhold til teorien siger man, at en virksomhed i en moden branche og med et veletableret produkt, vil opleve en konstant efterspørgsel fremadrettet. Umiddelbart vil vi karakterisere TDC's marked for værende moden og have veletablerede produkter. Med baggrund i vores strategiske analyse af TDC er vi dog tvivlsomme overfor en konstant moderat vækst fremadrettet.

[78] Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og Værdiansættelse side 250

	Vækst i branchen		
TDC konkurrencemæssige fordele	Lav	Mellem	Høj
Ingen	5 år	10 år	20 år
Ja, men alene på kort sigt	5 år	10 år	20 år
Ja, også på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 12 – fodnote 77

Ud fra ovenstående figur vil vi vælge en 5 årig periode.[79] Dette skyldes at vækstudsigterne i branchen vurderes lav, samt TDC alene kan have virksomhedsspecifikke konkurrencemæssige fordele på kort sigt, hvilket igen udmønter sig af vores strategiske analyse af TDC og især præget af de sociokulturelle ændringer i samfundet.

Budgettering af fremtidig salg

Vi har fået et udtræk fra Bloomberg, hvor konsensusestimaterne (gennemsnittet af aktieanalytikernes estimater) frem mod 2021 er fremført[80]. Forventningerne til omsætningen er dog ikke udspecificeret i de enkelte segmenter og der er ligeledes ikke en generel tendens til stigning eller fald i omsætningen. Vi vil derfor ikke gøre brug af disse oplysninger i vores budgettering. I stedet vælger vi at kigge på de enkelte segmenter i TDC og dermed diskutere os frem til de fremtidige estimater.

TDC har i dag seks forretningsenheder, hvor to af disse er placeret i Norge, TDC Norge (erhverv) samt Get (consumer). I forhold til vores forecast vil de to forretningsenheder blive inddraget i deres danske pendant, TDC Erhverv og Consumer. Herudover vil der blive lavet forecast på de to tilbageværende forretningsenheder, Wholesale og Other operations.

Når vi ser på den samlede forretningsenhed for erhverv, vil vi henvise til vores analyse i boston-modellen. Her diskuterer vi os frem til, at dette segment har gode fremtidsudsigter, eftersom erhvervskundernes krav til dataopbevaring/cloud-løsninger øges markant med al den digitale data. Det er dog ikke alene disse cloud-løsninger, som indgår i dette forretningsområde for TDC. Omsætningen i Danmark faldt i 2017 med 13,7 % og 14,2 % i

[79] Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 252

[80] Se bilag 2

Norge.[81] Jf. årsregnskabet er årsagsforklaringen til den faldende omsætning i Norge, at man havde en del omkostninger til udskilningen af TDC Sverige – korrigeret for dette vurderer man omsætningen i stedet som værende på niveau med året forinden. Gældende for både Danmark og Norge er, at den gennemsnitlige omsætning pr. kunde (ARPU) har været faldende, hvilket skyldes et høj prispres i branchen. Hertil skal det dog nævnes, at man har forbedret udviklingen i ARPU i Danmark med 5 procentpoint, hvor den er gået fra – 7 % til – 2 %. Dette er med til at bekræfte os i, at det ikke alene tomme ord, når TDC i deres regnskab beretter, at dette er et fokuspunkt og de forventer at få vendt den negative udvikling.
Med baggrund i ovenstående forventer vi derfor, at TDC kan få vendt den negative udvikling på erhverv over en årrække. Dermed estimerer vi, at erhverv vil gå fra en negativ udvikling i 2018 på – 10 % til + 5 % i 2022.

Når vi ser på Wholesale, som er forretningsenheden der udlejer TDC's infrastruktur, var 35 % af omsætningen i 2017 offentlig reguleret jf. bl.a. LRAIC-modellen, som er beskrevet i PEST-analysen. I 2018 vil man opleve højere priser på bredbånd på baggrund i LRAIC-modellen, hvilket vil medvirke til en højere omsætning.
Ellers kan man generelt sige, at Wholesale ikke oplever de store udsving i omsætningen, eftersom der ofte blot er tale om kunder, der flytter fra den ene udbyder til en anden (som ligeledes lejer sig ind på TDC's infrastruktur). TDC Wholesale har i 2017 generelt oplevet kundevækst på mobiltale samt bredbånd. Det er alene fastnettelefoni, hvor Wholesale har oplevet fald, hvilket har været en tendens de seneste år, hvilket forventes at fortsætte.

Ud fra ovenstående vurderer vi derfor en moderat til stagnerende udvikling i omsætningen for Wholesale i løbet af de næste 5 år, hvor den går fra + 2 % til 0 %.

Forretningsområdet Other operations udgjorde i 2017 alene 2 % af TDC's samlede omsætning. Other operations kan beskrives som en support funktion for TDC's øvrige forretningsområder, samt står for den løbende it-udvikling. Indtægterne for dette forretningsområde er derfor begrænset og kan ikke stå på mål for de løbende omkostningerne de medfører, hvorfor der er et negativ driftsresultat. Egentlig kan man sige, at desto bedre Other operations leverer vedr. installationer, udvikling af interne processer, desto lavere bliver omsætningen, da deres arbejdstimer for de enkelte forretningsområder

[81] TDC Årsrapport 2017 side 31

mindskes. Umiddelbart har vi svært ved at vurdere, hvordan Other operations gør sig i forhold til dette. Vi har dog valgt at en moderat vækst, da vi forventer at enheden kan levere nogle nye it-løsninger, som løbende skal integreres. Derfor en årlig vækst på 1,5 %.

De to forretningsenheder, Consumer og Get, der står for salget til de private forbrugere udgjorde tilsammen i 2017 65 % af TDC's omsætning.[82] Der er derfor tale om et område, der er utrolig udslagsgivende for TDC og den fremtidige værdiansættelse. I dag er det primært det danske marked som fylder mest i forhold til omsætningen, hvor den alene fylder 52 % af den samlede omsætning i TDC.

Når vi ser på salget til de private, ser man på salg af mobiletjenester, fastnettelefoni, internet/netværk samt tv. Vi vil derfor også gå ind at se på disse produktgrupper, eftersom de har så central betydning for TDC's fremtidige drift jf. vores PEST-analyse.

Ud fra regnskabet kender vi ikke omsætningsfordelingen for produktgrupperne for det private marked i Norge. Vi har derfor valgt at udregne, hvor meget de forskellige produktgrupper vægter i forhold til den danske omsætning og derefter taget den samme fordeling for omsætningen i Norge.

Fastnettelefoni har (ligesom vi har nævnt i afgrænsningen) ikke betydning for den fremtidige værdiansættelse, da der er tale om et produkt under afvikling, hvilket tallene i regnskabet også synliggøre (faldt med 17 %). [83] Vi har regnet ud fra, at fastnettelefoni vil falde med 15 % årligt. Dette skyldes, at de "sidste" som har fastnettelefon formentlig er ældre mennesker, som ikke ønsker at opsige deres abonnement. Dog vil det falde løbende pga. alderdom/dødsfald.

Mobiltjenester oplevede i 2017 en vækst, hvilket skyldes opkøbet af Pleti. Vælger man i stedet at korrigere for denne ekstraordinære kundetilgang, var der egentlig tale om kundeafgang i denne produktgruppe. Der er tale om en produktgruppe, som konstant er under prispres af bl.a. nye udbydere på markedet.
Det samme scenarie gør sig gældende for internet & netværk, hvor man i 2017 oplevede fald i omsætning pga. prispres fra øvrige konkurrenter, hvorved man oplevede tab af kunder.

[82] TDC Årsrapport side 31

[83] TDC Årsrapport 2017 side 33

Ser vi på en 5 årig periode fremadrettet, er der dog tale om meget basale behovsprodukter for den private kunde, hvorfor vi ikke forventer, at man vil opleve en markant nedgang i omsætningen. Dog forventer vi løbende et mindre fald pga. den hårde priskonkurrence samt de teknologiske udviklinger indenfor alternative produkter – altså et løbende fald i omsætningen på mellem 1 % og 3 %.

I forhold til tv oplevede TDC ligeledes fald i omsætningen, hvilket svarede til et fald på 3 %. Dette var et resultat af kundeafgang, hvilket går i god tråd med den generelle trend omkring flow-tv, som vi belyste i PEST-analysen. TDC forsøger at kompensere for forbrugernes ændrede adfærd i form Yousee More, hvor man kan få integreret streamingtjenester. Vi vurderer dog ikke, at dette er stærkt nok i forhold til at begrænse den negative udvikling i omsætningen på tv. Hvis vi ser på et selskab som Netflix (indgår i FANG-aktierne), har de i deres seneste kvartalsrapporter hver gang overrasket aktiemarkedet positivt i forhold til tilgangen af nye abonnenter. I første kvartal 2018 havde Netflix fået 7,4 millioner nye abonnenter på verdensplan, hvorfor det ikke virker til, at markedet er ved være mættet overfor disse selskaber. [84] Vi har derfor en forventning om, at TDC vil opleve yderligere kundeafgang i den kommende årrække, hvorfor vi estimerer den årlige tilbagegang i omsætningen til mellem 4 % og 11 %.

Budgettering af EBIT i procent / overskudsgrad

Når vi skal estimere den fremtidige EBIT i procent, bør vi egentlig have kendskab til udvikling i TDC's omkostningsstruktur, da denne har indflydelse på EBIT. Vi har dog ikke det fulde kendskab til disse oplysninger, eftersom der her skal tages hensyn til fremtidige afskrivninger, f.eks. Goodwill på købte kunder i Plenti.

Da vi ikke har nok belæg for at estimere disse udviklingsforhold, vil vi i stedet tage et valg i udviklingen i EBIT i procent med baggrund i de historiske oplysninger, som vi har udarbejdet via tidligere regnskabsanalyse.

Her har vi set, at EBIT i procent for 2016 og 2017 har været 15,53 % samt 14,07 %. Som det er forklaret i regnskabsanalysen skyldes faldet bl.a. en kundeafgang. Som vi har estimeret

[84] https://finans.dk/erhverv/ECE10520960/millioner-af-nye-kunder-stroemmer-til-netflix/?ctxref=ext

under omsætningstallene, så forventer vi, at denne negative udvikling med kundeafgang vil fortsætte. TDC vil dog have mulighed for at tilpasse omkostningerne i virksomheden løbende, hvorfor det ikke nødvendigvis medvirker til en væsentlig lavere EBIT i procent i forhold til de to forrige år. Vi estimerer derfor med en EBIT i procent på 13,5 % for den fem årige budgetperiode.

Tax effect

Her har vi via regnskabsanalysen set, at de seneste to år har været meget tæt på den aktuelle selskabsskat i Danmark, 22 %, når vi eliminerer for de ophørte aktiviteter i Sverige. Den nuværende selskabsskat i Danmark står ikke til at blive ændret indenfor de kommende år, hvorfor vi i vores budgettering vil anvende denne skattesats.[85]

Vi er klar over, at TDC også skal afregne skat i Norge, eftersom de ligeledes har aktivitet der. Som det blev beskrevet i virksomhedsbeskrivelsen, så er TDC's primære omsætning i Danmark. Ligeledes fremgår det i TDC årsrapport for 2017, at selskabsskatten i Norge med virkning fra 2018 nedsættes til 23 %, hvorfor denne er på niveau med den danske.[86]

Udvikling i arbejdskapital/WCR

Arbejdskapitalen i en virksomhed hænger tæt sammen med omsætningstallene, eftersom arbejdskapital bl.a. er bygget op omkring tilgodehavender samt varekreditorer, som er en del af den løbende drift i en virksomhed.

Vi vælger derfor at estimere vores udvikling i WCR ud fra udviklingen i den samlede omsætning for TDC, hvorfor den altså løbende vil falde sammen med omsætningen.

Udvikling i anlægsaktiver

Når vi skal fastsætte udviklingen i TDC's anlægsaktiver, går vi ind og kigger i deres årsrapport

[85] http://skat.dk/skat.aspx?oID=1948840&chk=214955

[86] TDC Årsrapport 2017 side 88

for 2017, hvor de beretter nærmere omkring forventninger til fremtiden. TDC skriver selv, at de forventer en reduceret pengestrøm vedrørende anlægsaktiver.[87]

Ser vi på udviklingen af anlægsaktiver netto, hvor vi beregner ultimo anlægsaktiver minus primo anlægsaktiver plus afskrivninger, får vi netto ca. 4.400 mio.kr.

Vi har vi en forventning om, at anlægsaktiverne løbende vil falde i løbet af den 5 årige budgetperiode, hvor netto anlægsaktiver går fra 4.250 mio.kr. i 2018 til 4.000 mio.kr. i terminalåret.

Disse nettoanlægsaktiver skal afskrives, hvorfor vi har sat en afskrivning til en konstant på 4.000 mio.kr.

Det frie cash flow

Det frie cash flow er de fremtidige pengestrømme. Det er forventningerne til disse der giver virksomheden værdi. På aktiemarkedet er det ikke nødvendigt at lave overskud på bundlinjen for at have en høj markedsværdi. Her kan Tesla nævnes som et godt eksempel. De har aldrig leveret et overskud, men alligevel var de i sommeren 2017 mere værd end BMW. [88] BMW leverede i 2016 et overskud på over 50 mia. kr. og et salg af 2,4 mio. biler. Tesla solgte i samme periode under 80.000 biler og havde et tab på 4.8 mia. kr. Her har forventningerne til Teslas fremtidige pengestrømme gjort, at værdien er steget ekstraordinært meget.

Det frie Cash flow kan beregnes ved at bruge følgende formel:

FCF $= EBIT\ (1 - T_C) + Depreciation\ expence - \Delta\ WCR - Net\ capital\ expenditure$ [89]

T_C = Skatteprocent
$Depreciation\ expence$ = afskrivninger
$\Delta\ WCR$ = Ændring I arbejdskapitalen
$Net\ capital\ expenditure$= nettoinvesteringer

[87] TDC Årsrapport 2017 side 10

[88] https://finans.dk/erhverv/ECE9642620/tesla-slaar-rekord-var-mere-vaerd-end-bmw/?ctxref=ext

[89] Finance for Executives side 494

Beregning af WACC

Når vi senere via DCF-modellen skal beregne værdien af TDC, skal vi gøre det ved hjælp af WACC. Vi bruger WACC til at beregne værdien af de fremtidige pengestrømme i virksomheden – altså hvor vi går ind og tilbagediskonterer disse værdier. Den senere værdiansættelse er meget afhængig af WACC-beregningen, hvorfor vi skal have udregnet de forskellige faktorer i formlen ved beregning af WACC, som kan ses i figuren nedenfor[90].

$$WACC = k_D(1 - T_c)\frac{D}{E + D} + k_e\frac{Debt}{Equity}$$

Ejernes afkastkrav:

Som led i WACC-formlen skal vi finde aktionærernes afkastkrav til TDC-aktien. Dette gør vi ved hjælp af CAP-modellen (CAPM).[91] Ved brug af CAPM kigger vi på, hvordan korrelationen er mellem det generelle aktiemarked samt selve TDC-aktien, hvilket kaldes beta. Ydermere kigger man på den risikopræmie, som man skal tillægge afkastkravet, eftersom investorerne forventer et højere afkast ved eksponering i aktier fremfor f.eks. investering i statsobligationer, som generelt kendetegnes for at være en mere sikker investering. Derudover kigger man på den risikofrie rente, som bliver tillagt de øvrige faktorer i CAPM-modellen.

Risikofri rente: den risiko rente udviser en forventning til forrentning i en risikofri investering. Her vil man ofte gå ind og finde en relevant 10-årig statsobligation, da man hermed sammenligner med en forholdsvis sikker investering og samtidig har indregnet en geografisk risiko.[92] I forhold til TDC vil derfor være relevant at finde en statsobligation for Danmark samt Norge, eftersom det er her, at TDC har sine forretninger. Ud fra omsætningstal i 2017 udgjorde salget i Danmark 85 % og Norge udgjorde de resterende 15 %, hvorfor vi vælger at anvende denne fordeling i forhold til de 10-årige statsobligationer fra henholdsvis Danmark

[90] Finance for Executives side 427

[91] Finance for Executives side 425

[92] Finance for Executives side 425

og Norge. Pr. marts 2018 var den danske 10-årige statsobligation 0,53 %. [93] I Norge lyder den 10-årige statsobligation på 1,84 % pr. 16/04-2018. [94] Dermed bliver det vægtede gennemsnit for den risikofrie rente 0,7265 %.

I dag bliver der talt meget om, at renteniveauet er ekstraordinært lavt og vi har nået en rentebund. Vi har derfor en forventning om, at det generelle renteniveau vil stige ude i fremtiden, hvilket flere økonomer også understøtter, bl.a. chefanalytiker i Spar Nord Martin Lundholm.[95]

Så når vi senere skal anvende WACC i vores DCF-model, vil vi anvende en højere risikofri rente ved beregning af terminalværdien (efter budgetperioden). Vi mener, at det vil give et mere retvisende billede, da vi dermed får beregnet nutidsværdier, der tager hensyn til fremtidige stigninger.
Vi har taget udgangspunkt i en 30 årig dansk realkreditobligation, hvor den effektive rente er 2,28 %.[96]

Risikopræmie: når vi ser på den risikopræmie, som skal medregnes i WACC, gøres det af den grund, at investorerne ønskes at blive præmieret ved at investere i aktier, eftersom de løber en større risiko med deres penge fremfor investering i obligationer og lignende værdipapirer. Denne risikopræmie kan fastsættes på flere forskellige måder. Man kan bl.a. fastsætte den med baggrund i de historiske afkast på aktiemarkedet. Denne metode kan dog have visse uhensigtsmæssigheder, eftersom investorernes forventninger/krav til afkast kan ændre sig meget i løbet af årene.
Derfor kan man også gøre brug af en anden metoder, hvor man i stedet undersøger investormarkedet og forhører disse, hvordan de mener en risikopræmien skal fastsættes i forhold deres investeringer i aktiemarkedet, hvorefter man beregner et gennemsnit.

Her skal man også diskutere, om man ønsker at sætte risikopræmien efter et europæisk indeks eller alene det danske indeks. Erhvervsstyrelsen har fastsat en risikopræmie i forhold

[93] https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp

[94] https://no.tradingeconomics.com/bonds

[95] https://nyheder.sparnord.dk/nyhedsrum/nyheder/privat/refinansiering-af-boliglaan-fortsat-attraktive-renter-men-stigning-lurer/

[96] https://netbank.totalkredit.dk/netbank/showStockExchange.do

til TDC, hvor man tager udgangspunkt i både de historiske afkast samt besvarelser fra respondenter. Dette giver god mening, eftersom man her både inddrager de historiske tal fra en række europæiske lande, hvorved man får inddraget sammenlignelige selskaber med TDC. Samtidig får man via undersøgelsen, som er en række investeringsbanker o.l., forventninger for fremtiden inddraget. På den måde bliver tallet altså både relevant historisk set samt har det fremadrettede perspektiv. Dermed bliver risikopræmien fastsat til 5,7 %.[97] Dette tal understøttes også af Pablo Fernandez, som har sat market risk premium til 6 % i Danmark for 2018, som er professor og anderkendt i forhold til undersøgelser omkring disse tal til beregning af WACC.[98]

Beta: når vi ser på beta-værdier, ser vi på korrelationen mellem enkelte aktier og det generelle aktiemarked. Her kigger man altså på de historiske tal, hvilket kan/er en ulempe ved dette tal, da der dermed ikke tages hensyn til fremtidige ændringer i samfundet (som det bl.a. er diskuteret i den strategiske analyse). Beta-værdierne er altså med til at fortælle os om volatiliteten i aktier sammenlignet med det øvrige aktiemarked. TDC vil f.eks. blive sammenlignet med det danske C20-index. I figur 13 nedenfor ses, hvordan beta-tallet skal aflæses.

Beta = 0	Investering uden risiko
Beta > 0 og Beta < 1	Investering med mindre risiko end det øvrige indeks
Beta = 1	Investering med samme risiko som det øvrige indeks
Beta > 1	Investering med større risiko end det øvrige indeks

Figur 13 – fodnote 95

Når vi skal finde beta-værdien for TDC, er der forskellige muligheder for dette. Vi kan gå ind og se på de historiske tal og dermed sammenligne udviklingen i aktiekursen med det øvrige danske aktieindeks. Derudover kan man lave en fundamental analyse, således man ud fra

[97] https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/endelig_rapport_om_revidering_af_wacc-beregningen_for_telemarkedet_i_danmark.pdf

[98] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709

kendskabet til økonomien og branchens udvikling, får fastsat en betaværdi. På den måde kan man tage højde for de samfundsmæssige ændringer i den givne branche.[99]

Når vi ser på opgørelse over beta-værdier fra Aswath Damodaran og inddrager Cable TV (0,92), Telecom Wireless (1,30), Telecom Equipment (1,03) samt Telecom Services (1,08), giver det en gennemsnitlig beta-værdi på 1,08. [100] Han er professor i økonomi ved Stern School of Buisness på New York University og særdeles respekteret i forhold til hans opgørelser over brancheværdier.
Dette vurderes retvisende for TDC, eftersom de befinder sig i en branche, som er mindre følsom overfor konjunkturudsving (jf. vores strategiske) analyse, dog er der stadig risiko i branchen, eftersom der er stor konkurrence og samtidig pres i forhold til priser på deres produkter samt de nye streamingtjenester.

Dermed har vi nu fundet alle de tre faktorer, som indgår i beregning til ejernes afkastkrav, CAP-modellen.

0,7265 + (1,08 * 5,7) = 6,88 – anvendes til budgetperioden

2,28 + (1,08 * 5,7) = 8,44 – anvender til terminalperioden

Afkastkrav til finansielle forpligtelser / fremmedkapitalomkostning

Til videre beregning af den samlede WACC skal vi have estimeret afkastkravet til de finansielle forpligtelser. Her inddrages skatteprocenten, eftersom de øvrige pengestrømme ligeledes er efter skat. Dette beregnes således:

$$K_d = market\ yield\ on\ goverment\ bonds + estimated\ credit - risk\ spread$$[101]

Vi har i forbindelse CAP-modellen fundet den risikofrie rente, hvilket blev fastsat til 0,7265 og 2,28.

Når vi skal finde estimated credit-risk spread finder vi det selskabsspecifikke risikotillæg for TDC. Altså man ser på, hvilket tillæg långiver skal have, for at tilbyde finansiering til TDC,

[99] Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang – side 46

[100] http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

[101] Finance for Excecutives side 414

hvorved der er taget hensyn til risikoen for manglende tilbagebetaling. Her går vi ind og ser på, hvilken rating TDC har fået fra de forskellige ratingbureauer. Ud fra TDC's årsregnskab fra 2017 har TDC fået en rating fra tre bureauer, S&P, Moody's samt Fitch. S&P har rated TDC til BBB-, Moody's har givet ratingen Baa3 og Fitch har ligesom S&P rated TDC til BBB-, hvor der for alle tre bureauer er taget udgangspunkt i de langfristede gældsforpligtelser.[102] Vi tager udgangspunkt i ratingen BBB-, eftersom 2 ud af de 3 bureauer har fastsat denne. Vi får dermed et risikotillæg for TDC til at være 2,05 % ud fra 2017 jf. erhvervsstyrelsen. [103]

Dette giver dermed følgende beregning til budgetperioden:

$$K_d = (0{,}7265 + 2{,}05) = 2{,}78\ \%$$

Dette giver dermed følgende beregning til terminalperioden:

$$K_d = (2{,}28 + 2{,}05) = 4{,}33\ \%$$

Kapitalstruktur

Forinden at vi kan fastsætte WACC endeligt, skal vi have fundet kapitalstrukturen for TDC, hvorved forholdet mellem egenkapital og finansielle forpligtelser fastsættes. Teorien tilsiger, at dette forhold mellem egenkapital og finansielle forpligtelser findes ved hjælp markedsværdien. I og med at opgaven går på, at vi skal finde den korrekte markedsværdi af TDC, er dette en stor ulempe for denne formel.

For at finde kapitalstrukturen tager vi udgangspunkt i markedsværdien på aktiemarkedet pr. ultimo 2017, hvor den samlede markedsværdi var 812.000.000 * 38,13 = 30.961.560.000 kr. Den nettorentebærende gæld pr. 31/12-2017 var 20.098.000.000 kr., hvorved egenkapitalen udgør 35 % og den nettorentebærende gæld udgør de restende 65 %.

Vi har dermed nu alle de elementer, som skal bruges for at fastsætte WACC.

$$WACC = 2{,}78(1 - 0{,}22) * \frac{20098000000}{51059560000} + 6{,}88 * \frac{30961560000}{51059560000} = 5{,}03$$

[102] TDC årsrapport 2017 – kreditvurderinger og rentebærende nettogæld side 116

[103] https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/endelig_rapport_om_revidering_af_wacc-beregningen_for_telemarkedet_i_danmark.pdf

$$WACC = 4{,}33(1 - 0{,}22) * \frac{20.098.000.000}{51.059.560.000} + 8{,}436 * \frac{30.961.560.000}{51.059.560.000} = 6{,}44$$

Vi har dermed beregnet WACC til 5,03 %, hvilket skal anvendes senere i forhold til budgetperioden samt 6,44 % til terminalperioden i forbindelse med vores værdiansættelse af TDC via DCF-modellen.

Terminalværdien

Det er som tidligere nævnt en forudsætning, at virksomheden er on going koncern, for at man kan benytte DCF-modellen. TDC antages derfor at eksistere til det uendelige. Terminalværdien en stor del af værdiansættelsen af TDC, da denne værdi løber i det uendelige. Formlen herfor ser ud som følgende:

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

Ovennævnte indgår i formlen for EV i sidste led. Efter den 5 årige budgetperiode indgår terminalværdien (TV_5). FCF_6 er i tælleren og er den beregnede værdi lige efter budgetperioden. Denne tilbagediskonteres med kapitalomkostningerne, WACC, fratrukket med den uendelige konstante vækst, g, som er i nævneren.

G er den konstante vækst. Denne er normalt tilsvarende væksten i BNP. Denne anvendes, da man efter budgetperioden antager, at TDC vækster tilsvarende den årlige stigende vækst i BNP. Vi har dog grundet den strategiske analyse vurderet, at TDC i fremtiden vil have en lavere vækst end det generelle marked, hvorfor G estimeres til 1,5 %. Den gennemsnitlige vækst i BNP er over de seneste 5 år på 1,7 %.[104] Dette er historisk set i den lave ende. Det skal dog ses i forhold til den historiske lave risikofrie rente, der tidligere er anvendt til at beregne WACC. Dette indikerer, at der pt. er et afdæmpet vækstmarked. Vi har vurderet, at det derfor er mest hensigtsmæssigt, at der er et fornuftigt forhold mellem disse to faktorer. Det skal nævnes at fastsættelsen af g, er forbundet med stor usikkerhed, idet vækstraten for fremtiden er umulig at fastsætte præcist.

[104] Se bilag 1

Beregningen af TV_5 ser derfor ud som følgende:

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

Denne indgår i DCF-modellen som følger i kommende afsnit.

Værdiansættelse via DCF-modellen

Budgetteringen er beskrevet, WACC er beregnet og beregningen af terminalværdien er beskrevet. Nu har vi det vi skal bruge for, at kunne beregne værdien af TDC-aktien ved hjælp af DCF-modellen.

I nedenstående er budgetteringen for 2018-2022 indsat. Dette er udviklingen i omsætningstal, EBIT%/Overskudsgraden, tax,, afskrivninger, ændring i arbejdskapital og netto anlægsaktiver er alle sat ind.

		Budgetår					
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**Terminalår**
Omsætning:							5,00
Erhverv	5.169,00	4.652,10	4.361,34	4.252,31	4.305,46	4.520,74	4.588,55
Wholesale	1.753,00	1.788,06	1.814,88	1.833,03	1.842,19	1.842,19	1.869,83
Other operations	500,00	450,00	456,75	463,60	470,56	477,61	484,78
Privat							
Mobiletjenester	4.097,00	3.974,09	3.934,35	3.816,32	3.739,99	3.702,59	3.758,13
+Fastnet	868,00	737,80	627,13	533,06	453,10	385,14	390,91
+Internet/netværk	2.998,00	2.908,06	2.878,98	2.792,61	2.736,76	2.709,39	2.750,03
+TV	5.138,00	4.932,48	4.636,53	4.265,61	3.881,70	3.454,72	3.506,54
Privat i alt	13.101,00	12.552,43	12.076,99	11.407,60	10.811,56	10.251,84	10.405,61
Omsætning i alt	20.523,00	19.442,59	18.709,96	17.956,54	17.429,77	17.092,38	17.348,77
EBIT%	14,07%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
EBIT (Omsætning i alt x EBIT%)	2.887,59	2.624,75	2.525,85	2.424,13	2.353,02	2.307,47	2.342,08
Tax	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
NOPAT ((EBIT x (1-tax))	2.223,44	2.047,30	1.970,16	1.890,82	1.835,35	1.799,83	1.826,83
+ afskrivningerne		4.000,00	4.000,00	4.000,00	4.000,00	4.000,00	4.000,00
Årlig fald i omsætningen		-0,06	-0,04	-0,04	-0,03	-0,02	0,01
+Ændring i arbejdskapital (WCR*omsætning)	-6.222,00	345,75	332,21	318,27	308,66	302,56	307,03
-Netto anlægsinvesteringer	57.826,00	4.250,00	4.200,00	4.150,00	4.100,00	4.050,00	4.000,00
Cash Flow		2.143,06	2.102,37	2.059,10	2.044,01	2.052,39	2.133,86
Terminalværdi i slutningen af år 5							43.195,53
Vækstrate (g)		1,50%					
Værdi:							
Nutidsværdi af budgetperiodens FCF		**9.008,95**					
+Nutidsværdi af terminalværdien		33.796,52					
Enterprice Value		**42.805,47**					
- Debt (short+long)		22.853,00					
+ Cash and other financial assets		1.767,00					
Equity Value		**21.719,47**		**Pr. Aktie**	**26,75**		

Figur 14 – beregnet i Excel

Cash-flow findes ved at tage NOPAT plus afskrivning, som derefter lægges til ændring i WCR fratrukket netto anlægsinvesteringer.

Terminalværdien i slutningen af år 5 =$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC-g}$

Nutidsværdi af budgetperiodens cash flow = $\frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \cdots$

Nutidsværdi af cash flow efter budgetperioden =$\frac{FCF_5+TV_5}{(1+WACC)^5}$

Enterprice Value er nutidsværdi af budgetperiodens cash Flow + nutidsværdi af cash Flow efter budgetperioden = $EV = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \cdots + \frac{FCF_5+TV_5}{(1+WACC)^5}$

Equity Value = EV + Cash and other financial assets – Debt

Ovennævnte formel er tidligere beskrevet i afsnittet vedr. DCF-modellen.

Værdien af TDC-aktien pr. 31.12.2017 jf. DCF-modellen er beregnet til kr. 26,75.

På børsen var kursværdien pr. 31.12.2017 på kr. 38,13 pr. styk.

Det kan derfor konkluderes, at jf. DCF-modellen er kursværdien på en TDC-aktie pr. 31.12.17 ikke er retvisende, idet DCF-modellen viser en værdi der er ca. 30 % højere end markedskursen.

Som tidligere nævnt udgør terminalværdien en stor andel af DCF-modellen. Dette fremgår tydeligt, efter at have lavet beregningerne, hvor terminalværdien udgør ca. 80% af den samlede Equity value. For at kunne minimere betydningen af dette, vil man med fordel kunne forlænge budgetperiode. Dette giver dog en større usikkerheden på denne del. De tydelige svagheder/usikkerheder i forbindelse med DCF-modellen vil blive behandlet i næste afsnit omhandlende følsomheden på budgetteret EBIT%, WACC og g.

Følsomhedsanalyse

Som tidligere nævnt i beskrivelsen af DCF-modellen, blev der nævnt den store usikkerhed, der ligger i DCF-modellen omhandlende, at terminalværdien havde stor betydning på værdien af TDC. Endvidere usikkerheden omkring de forudsætninger der er forbundet med beregningen af WACC og budgettering. For at teste nogle af disse usikkerheder, vil vi lave en følsomhedsanalyse[105] , hvor vi ser hvilken påvirkning det har på aktiens værdi, at EBIT%

[105] Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse side 264

ændres fra -2 procentpoint til +2 procentpoint. Endvidere vil det blive testet, hvad en ændring i WACC og G har af betydning for værdien på TDC-aktien.

EBIT i %

I vores budgetperiode har vi taget udgangspunkt i, at overskudsgraden i budgetperioden ligger på 13,5 % grundet, at overskudsgraden for 2016 lå på 15,53 % og i 2017 på 14,07 %, som vi grundet den strategiske analyse vurderer, falder yderlig e til 13,5 %, som tidligere beskrevet under budgettering. Der er forbundet en usikkerhed herved, eftersom der er tale om budgettering og derved estimater. Denne usikkerhed vil her blive testet.

Nedenfor vises der et skema, hvor overskudsgraden for budgetperioden er ændret med -2 procentpoint. Dette vil bevirke, at TDC-aktien har en værdi på kr. 19,96. Hvis man kigger i den modsatte ende og overskudsgraden ligger 2 procentpoint over de budgetterede 13,5 %, vil værdien pr. aktie på TDC være kr. 33,54. Det vil sige, at et udsving på 4 procentpoint påvirker aktiens værdi med ca. 40 %. Dette giver et godt billede af usikkerheden i DCF-modellen.

	Ændring i EBIT% med 1 procentpoint								
	-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
Værdi pr aktie	19,96	21,66	23,35	25,05	26,75	28,45	30,14	31,84	33,54

Figur 15 – beregnet i Excel

WACC/g

WACC, der er diskonteringsfaktoren, har også en stor betydning for værdiansættelsen.

Vi har beregnet WACC ud fra nuværende renteniveau, som er historisk lavt. Dette er derfor ikke sikkert, at dette renteniveau vil være tilsvarende ude i fremtiden, hvorved der også er stor usikkerhed heromkring.

Vi har forsøgt korrigere for dette, ved at tage to forskellige WACC-værdier. En for budgetperioden og en for terminalåret. Den WACC der anvendes i terminalperioden, er i nedenstående tabel og viser følsomheden i WACC og vækstraten, g.

Anvendt vækstrate G 1,50%	Følsomhedsanalyse				
	Anvendt WACC i budgetperiode 5,03% og derefter 6,44%				
+/-	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
-1,33%	30,81	21,94	15,80	11,29	7,80
-1,00%	34,58	24,37	17,51	12,54	8,77
0,00%	51,19	34,26	**26,75**	17,21	12,26
1,00%	84,91	50,86	33,95	23,77	16,93
2,00%	190,39	84,59	50,55	33,65	23,48

Figur 16 – beregnet via Excel

Her fremgår det tydeligt, at bare ved, at g stiger med én procent og WACC falder med én procent, vil værdien af virksomheden blive ca. 90 % højere (kurs 50,86 kr. pr. aktie). På denne baggrund kan man igen vurdere, at der er stor usikkerhed forbundet med værdiansættelsen af en virksomhed

Konklusion på følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen danner et billede af, hvor stor usikkerhed der er ved at benytte DCF-modellen, idet at vækstraten g samt WACC, der bruges til anvendelse af beregning af det fremtidige frie cash-flow, har stor betydning for værdiansættelsen og en forkert værdi her, har stor betydning for aktieværdien.

Den angivne vækst i EBIT% har ligeledes betydning på værdien. Dette giver også god mening, idet at en større overskudsgrad alt andet lige, må give et fremtidig større cash-flow. Det fremgår dog også, at dette er endnu en risikofaktor, der gør DCF-modellen usikker/svær at benytte.

Værdiansættelse ved multipel analyse

Når diverse aktieanalytikere skal værdiansætte virksomheder, bruger de ofte mere simple metoder til dette som er mindre omfattende , hvilket kaldes en multipel analyse. Her beregnes nøgletal, som beregnes ud fra tal i årsregnskabet. Disse tal kan være gode pejlemærker i forhold til en aktuel aktiekurs og er gode kommunikationstal i forhold til deres læsere/kunder, da disse tal kan virke mere logiske samt håndgribelige. De udregnede tal kan i sig selv være svære at vurdere, eftersom fortolkningen af disse værdier kan være varierende, alt efter hvilken branche man befinder sig. Vi vil derfor gøre det, at vi beregner nøgletallene

på øvrige selskaber i samme branche, således vi bedre kan vurdere, hvordan TDC står i forhold til disse selskaber. Her vil vi inddrage Telia fra Sverige samt Telekom fra Tyskland. Vi har valgt disse to selskaber, eftersom der er tale om selskaber, der også har meget høj markedsandel i deres respektive lande. Ydermere er de geografisk tæt på TDC, hvorfor der formentlig også kan drages parraller mellem forretningsgange mv. i de tre selskaber, da forretningskulturen i Danmark, Sverige og Tyskland kan have lighedstegn. Vi er dog opmærksomme på, at de tre virksomheders produktudbud differentiere sig en smule fra hinanden, hvilket altid vil en problematik ved sådanne udregninger.

Værdierne for de tre selskaber vil blive beregnet ud fra aktiekursen pr. 29.12.2017.

Vi vil i første omgang have fokus på følgende tre nøgletal:

- Price earnings – P/E
- Price sale – P/S
- Price book – P/B

Når vi ser på P/E, ser man på aktiekursen på en given aktie divideret med selskabets driftsoverskud. Dermed får man den værdi, som man som investor betaler for 1. krones overskud. Dermed får man en indikation af, hvor mange år der går, før man har fået investeringen tjent ind. Som tidligere skrevet kan disse P/E-værdier være meget forskellige for branche til branche. Hvis man f.eks. ser på medicinalbranchen, vil man ofte se utrolig høje P/E-værdier, hvilket skyldes at investormarkedet ofte har høje forventninger til fremtiden, da selskaberne kan have nogle produkter i pipeline, hvor der dog kan være en usikkerhed omkring godkendelse. Her vil der ofte være en høj aktiekurs, selvom selskabet ikke tjener ret mange penge på bundlinjen (på det aktuelle tidspunkt). Ofte vil man også gå ind og beregne P/E forward, hvor man altså beregner ud fra et selskabs forventede fremtidig indtjening, eftersom P/E ellers må ses som værende statisk. [106]

P/E = aktiekursen/indtjening pr. aktie.

[106] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 31

P/S udtrykker markedsværdien af et selskab set i forhold til selskabets omsætning .

P/S = aktiekursen / omsætningen

P/B udtrykker hvor meget man som investor, er villig til at betale for 1. krones bogført egenkapital. Man ser altså derfor på, via dette tal, hvor gode aktiemarkedets selskaber er til at forrente dets egenkapital. Formår man som selskab, at have en P/B større end 1, vil man sige at selskabet generer et flot afkast. Vil virksomheden i stedet have en P/B = 1, vil der alene være tale om et normalt afkast. Såfremt P/B er lavere end 1, vil betegne afkastet som værende dårligt. Man kan også i stedet sige, at man ser hvordan ROIC i selskabet er i forhold til WACC. [107]

P/B = aktiekursen/egenkapitalen

Selskaber	Omsætning		Overskud		Egenkapital		Markedsværdi		P/S	P/E	P/B
TDC	20.270	M.kr.	1.553	M.kr.	25.177	M.kr.	30.962	M.kr.	1,53	19,94	1,23
Telekom	74.947	M.EURO	6.039	M.EURO	42.470	M.EURO	70.755,30	M.EURO	0,94	11,72	1,67
Telia	79.867	M.SEK	10.146	M.SEK	105.230	M.SEK	158.264	M.SEK	1,98	15,60	1,50
						Gennemsnit Telekom og Telia			1,46	13,66	1,58

Figur 17 – beregnet i Excel via regnskabsoplysninger

Markedsværdi TDC ud fra gennemsnit				
Markedsværdi ud fra P/S	29.652	M.kr.		
Markedsværdi ud fra P/E		21.210	M.kr.	
Markedsværdi ud fra P/B			39.905	M.kr.
Gennemtsnit af de tre markedsværdier	30.255,76	M.kr		
Værdi på aktiekurs	37,26	kr. pr. aktie		

Figur 18 – beregnet i Excel

Via figur 17 kan de tre nøgletal aflæses for de tre selskaber.[108] Ydermere kan værdiansættelsen af TDC ligeledes ses. Her er vi gået ind og beregnet den samlede værdi ud

[107] Regnskabsanalyse og værdiansættelse –Ole Sørensen side 31

[108] Omsætning, overskud og egenkapital er fundet via årsregnskab for 2017 for de tre selskaber, hvilket er fundet på selskabernes hjemmeside. Markedsværdi er beregnet ud fra lukkekurs d. 29/12-2017, som er fundet via www.euroinvestor.dk

fra et gennemsnit af de to øvrige selskaber, Telia og Telekom. TDC-aktien lukkede d. 29/12-17 i kurs 38,13, hvorfor kursen er utrolig tæt på vores udregnede aktiekurs/markedsværdi. via den multiple analyse

Ofte vil man se en forskel på værdiansættelserne via DCF-modellen og de multiple analyser. Her kan der igen refereres til, at den multiple analyse har nogle svagheder. Når forskellige selskaber inddrages i sådan en analyse, kan de alligevel godt have nogle forskellige driftsaktiviteter, selvom de befinder sig i samme branche. I denne case er TDC f.eks. ikke ligeså eksponeret imod udlandet som de to øvrige selskaber, hvorfor selskaberne ikke kan sidestilles fuldstændigt.
Ydermere kan der også være forskel i de forskellige selskabers regnskabspraksis, når de opererer i tre forskellige lande. Dette kan også have stor betydning, når vi sammenligner de tre nøgletal.
Så alt i alt må vi sige, at denne multiple analyse skal tages med et vis forbehold, når vi ser på værdiansættelsen. Dog kan det dog stadig anvendes som et simpelt værktøj, når vi ønsker en hurtig vurdering af et selskab sammenlignet med de øvrige selskaber i samme branche. I denne situation må vi konstatere, at investormarkedet har prissat kursen meget godt ud fra dette værktøj. Dette giver dog også meget god mening, eftersom vi ved denne analyse allerede vurderer, at aktiemarkedet har prisfastsat Telia og Telekom korrekt. Vi kan derfor også have en formodning om, at aktiemarkedet har prisfastsat TDC korrekt.

EBITDA multiple

En alternativ måde, at beregne værdien af TDC, er ved at benytte EBITDA multiple.[109]

Formlen for denne hedder:

$$EBITDA\ multiple = \frac{EV}{EBITDA}$$

Fordelen ved denne i forhold til P/E er, at man kan sammenligne med andre virksomheder med forskellige gældsandel og effektiv skat.[110] Ved P/E antages det, at virksomhederne har samme gældsandel og effektive skat. Dette gøres, da P/E beregnes efter renter og skat, hvor

[109] Finance for Executives side 492

[110] Finance for Executives side 494

EBITDA er før disse poster, hvorfor det giver et mere retvisende billede. En fordel ved at kende EBITDA multiple er, at den er hurtig at anvende og derved sammenligne med andre virksomheder – ligesom de øvrige multiple udregninger. Dette kan sammenlignes med kvadratmeterprisen på boligmarkedet.

For at kunne sammenligne med andre teleselskaber, skal man kende deres Enterprise Value, hvorfor man skal igennem en analyse for at finde det frie cashflow, WACC mv. For at lette denne proces, anvender vi i stedet Aswath Damondaran. Aswath Damondaran har fundet EV/EBITDA fordelt på brancher i Europa.[111] Der er valgt et gennemsnit af brancherne, Cable TV, Telecom (Wireless), Telecom (Equipment), og Telecom (Services). Dette er beregnet til 8,045. Dette er ikke forholdsmæssigt fordelt på EBITDA for TDC, idet vi ikke har kendskab til hvor stor en del af TDC's EBITDA der indgår i hver af de 4 grupper.

Ifølge ovennævnte vil TDC derfor have en værdi på:

$$8.244\ x\ 8{,}045 = 66.322{,}698 = EV$$

$$Equity\ value = Enterprise\ value + Cash\ and\ other\ financial\ assets - Debt$$ [112]

$$Equity\ value = 66.332{,}698 + 1.767 - 22.853$$
$$Equity\ value = 45.246{,}698$$

Dette svare til at aktiekursen skulle være på kr. 55,72 for TDC. Dette er ca. 46% over kursværdien pr 31.12.17.

Grundet, vi ikke har kendskab til den specifikke branche (fordelingen af disse) vil der være stor fejlmargin. For at denne vil kunne anvendes optimalt, vil man skulle finde lignende virksomheder og lave analyse heraf for at finde Enterprice Value. Desto flere lignende virksomheder man har kendskab til, desto mere valid må EBITDA multipel være.

Konklusion

Ved at benytte et Domondarans EV/EBITDA får TDC en kursværdi på kr. 55,72 kr. pr aktie, dette er 46 % over den faktiske værdi. Dette må alt andet lige stille spørgsmålstegn ved om

[111] http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

[112] Finance for Executives s 493

dette kan passe. Idet der er taget et gennemsnit af fire brancher, vil fejlen med stor sandsynlighed ligge heri. Dette er en hurtig måde, at beregne en kursværdi, såfremt man har den rette EBITDA-multiple.

Konklusion

TDC er i dag markedsleder i Danmark inden for bl.a. telefoni, TV samt bredbånd, hvilket bl.a. er en konsekvens af, at tidligere var TDC statsejet og dermed havde monopol. Kravene til TDC er derfor høje og konkurrencen er hård i forhold til kundefastholdelse.

I forhold til det købstilbud TDC har modtaget fra konsortiet, har vi i første omgang kigget på, hvordan kapitalfonde generelt set håndterer sådanne overtagelser med henblik på skabelse af afkast. Ydermere om der generelt er belæg for, at kapitalfonde kan skabe højere afkast end det generelle marked. Der ikke et overordnet belæg for, at kapitalfonde er bedre til at skabe afkast end det generelle aktiemarked jf. en række analyser!
Ud fra Robert Spliid's PhD fra 2014 har kapitalfonde en række værktøjer, som de typisk anvender, når de køber selskaber for genere et forholdsvis hurtigt merafkast. Man vil ofte se, at kapitalfondene går ind og geare virksomheden, udskifter bestyrelsen/direktionen samt laver en mere skattelempelig koncernstruktur.
I forhold til TDC forventer vi, at de vil geare virksomheden yderligere. Direktionen får i første omgang lov at fortsætte, men bestyrelsen bliver i stedet sat af konsortiet, hvorved de kan udnytte deres netværk.

Den strategiske analyse af TDC og dens omverden gav os forudsætninger til at estimere fremtidige omsætningstal for TDC's produktområder. Ved brug af PEST-analysen fandt vi ud af, at TDC vil blive meget udfordret i de kommende år, eftersom de vil blive udfordret på generelle samfundsændringer, som vil gå udover deres kundeantal – kunder der bl.a. fravælger flow-tv. TDC vil komme i konkurrence med store udenlandske selskaber med stærke kræfter, hvilket ligeledes vil blive en udfordring. Dog vil TDC være mindre sårbare overfor konjunkturudsving, da en række af deres produkt er must-have-produtker, f.eks. telefoni.

Ud fra vores analyse via Porters five forces ser vi, at TDC står stærke overfor deres leverandører med baggrund i deres høje markedsandel. Dog er TDC begyndt at indgå

samarbejde med internationale selskaber, hvorfor de fremadrettet vil kunne blive presset mere på leverandørens forhandlingsstyrke.
Kunderne bliver løbende mere og mere forhandlingsstærke, eftersom de ofte fravælger flow-tv fremfor streamingstjenester, hvilket også går i tråd med de substituerende produkter.

Boston-modellen gjorde det klart for os, at størstedelen af TDC's produkter kan betegnes som "malkekøer", som er på mættede markeder, hvorfor det bliver svært at øge omsætningen samt at få nye kunder. TDC's forretningsenhed for Erhverv kan betegnes som et spørgsmålstegn, eftersom det er et marked, som vil kræve stor udvikling i de kommende år med baggrund i de mange data, som skal opbevares digital. Her bør TDC kunne øge omsætningen via cloud-løsninger.

Ud fra vores vækstanalyse har TDC moderate muligheder for yderligere vækst. Dette skyldes virksomhedens i forvejen høje markedsandel. Ydermere befinder de sig i en branche, som er og bliver udfordret betydeligt i de kommende år. TDC forsøger at tilpasse deres produkter, således de matcher tidens trend i forhold til streaming. Dette vurderer vi dog ikke er stærk nok i forhold til de øvrige spillere på markedet.
TDC kan opkøbe mindre selskaber for at udbygge kundegrundlaget på den korte bane. I forhold til at bryde med værdikæden, er de nødt til at overveje disse forhold nøje forinden, da man dermed overlader ansvar til tredje parter og dermed er afhængige af deres service overfor TDC's egne kunder.

Vi har analyseret regnskabet for TDC samt for de forrige år for at vurdere på, hvordan de historisk set har præsteret. I den forbindelse har vi udarbejdet et Managerial balance sheet til brug for udregning af nøgletal.
Her har vi især haft fokus på ROE, som er i toppen af dupont-modellen. ROE var ekstraordinær lav i 2015 pga. ekstraordinær nedskrivningstab. Fra 2016 og 2017 falder den, hvilket bl.a. skyldes fald i omsætning, hvilket begrundes med kundeafgang. Den finansielle gearing har været faldende, på trods af de har tjent penge på gælden. Når vi ser på skatteeffekten, matcher den stort set med den danske selskabsskat, når vi eliminerer for ekstraordinære poster. Disse konklusioner bringer vi videre til vores budgettering.

Vi har ved brug af DCF-modellen beregnet værdien af TDC. Her har i første omgang beregnet og estimeret relevante værdier til brug for dette. Vi har beregnet WACC, som skal anvendes til

at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme i TDC. WACC er beregnet til både budgetperioden samt terminalperioden. Dette har vi gjort fordi, vi har en forventning om, at renten senere vil stige, hvorfor WACC forventes at blive højere efter budgetperioden. Den er dermed beregnet til 5,03 % for budgetperioden og 6,44 % for terminalperioden.

I forhold til vores budgettering har vi estimeret omsætningstallene ud fra konklusioner i den strategiske analyse. Dette betød, at omsætningstallene faldt for telefoni, internet, tv samt fastnet. Erhverv vil opleve øget omsætning med baggrund i et øget behov fra erhvervskunderne.
Arbejdskapitalen vil følge den faldende omsætning, hvorfor denne vil blive svækket for TDC. Investering i anlægsaktiver vil falde i løbet af årene, hvilket begrundes med baggrund i tidligere regnskabskommentarer fra TDC. EBIT i % samt skat er estimeret med baggrund i de historiske nøgletal, når vi korrigerer for ekstraordinære poster.

Ved brug af DCF-modellen, hvor vi tilbagediskonterer det fremtidige cash-flow med baggrund i vores estimerede budget får vi beregnet en aktiekurs på 26,75 kr. pr. aktie. Dette er langt under aktieværdien pr. 31.12.2017 og samtidig endnu lavere end købstilbudsprisen fra konsortiet på TDC.

Vi har foretaget en følsomhedsanalyse for at vurdere usikkerhederne i DCF-modellen. Her er vi bl.a. andet gået ind og ændret i overskudsgraden, hvorved man kan se, at dette får prisen pr. aktie til at ændre sig væsentligt. Dette bekræfter os i, at DCF-modellen er usikker og følsom overfor ændringer.

Som alternativ til DCF-modellen har vi også beregnet aktiekursen på én TDC aktie via en multipel analyse. Her har vi beregnet P/E, P/B og P/S, på to selskaber i samme branche, Telia og Telekom. Ud fra gennemsnittet af disse nøgletal på Telia og Telekom har vi så ganget op med antallet af TDC-aktier, hvorved vi får en værdi på 37,26 kr. pr. aktie. Denne værdi går i god tråd med aktiekursen pr. 31.12.2017, hvor den var på 38,12 kr. pr. aktie.
Ved beregning af aktieværdien via en EBITDA-multipel får vi en værdi på 55,72 kr., hvilket er højere end værdien pr. 31.12.2017. Her har vi inddraget værdien fra lignende brancher via Aswath Damondaran, hvilket kan medføre usikkerheder, eftersom TDC nødvendigvis ikke har samme fordeling.

Med baggrund i de ovenstående konklusioner vurderer vi ikke, at købstilbudsprisen fra konsortiet på TDC kan retfærdiggøres! Dette er på trods af, at kapitalfonde generelt har nogle værktøjer, hvorved de kan øge værdien i et selskab.
Branchen hvori TDC befinder sig, er dog i vores øjne under stort pres, hvilket er udslagsgiven i vores værdiansættelse via DCF-modellen. Ser vi på den multiple analyse vedr. P/E, P/S og P/B matcher vores beregnede værdi nogenlunde den akutelle aktiekurs. Dette vurderes dog for værende normalt, eftersom mange aktieanalytikere anvender disse beregningsmetoder i forhold til fastsættelse af kursmål for diverse selskaber.

Litteraturliste

Bøger:

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang af Ole Sørensen udgivet af 4 udgave

Contemporary strategy analysis af Robert M. Grant udgivet af Blackwell Publishing sixth edition

Finance for Executives – Managing for value creation af Gabriel Hawawini og Claude Viallet udgivet af Cengage Learning - Fitfh Edition 2016

Regnskaber:

TDC - Årsrapport 2017

TDC - Årsrapport 2016

TDC - Årsrapport 2015

Hjemmesider:

http://nordeainvestmagasinet.dk/

https://www.netkablet.dk/

https://yousee.dk/

https://finans.dk/

https://www.computerworld.dk/

https://erhverv.tdc.dk/

http://borsen.dk/

https://tdcgroup.com/da

http://www.euroinvestor.dk/

https://www.erhvervsstyrelsen.dk/

https://www.kfst.dk/

https://ens.dk/

https://www.theverge.com/

https://ens.dk/

https://meremobil.dk/

http://www.telemarkedet.dk

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

https://www.business.dk/

https://www.dr.dk/

https://www.bcg.com/

http://www.ft.dk/

https://www.yumpu.com/

https://www.statbank.dk/

http://dk-telekommunikation.dk/

https://netbank.totalkredit.dk/

https://no.tradingeconomics.com/

https://nyheder.sparnord.dk/

https://mediawatch.dk/

Rapporter/publikationer

Pablo Fernandez, Vitaly Pershin and Isabel F.Acin "Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey" (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709)

Spliid, Robert Phd afhandling "Kapitalfondenes metoder og kompetencer" udgivet CBS d. 20-06.2014

European Private Equity & Venture Capital Association in cooperation with Thomson Reuters (2008) Pan-European Survey of Performance.
https://www.investeurope.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf