

Ludvig Hoff Sandland
Olav Lindemark
Torbjørn Glåmen
Knut Sverre Jørgenvåg

Verdsettelse av Telenor ASA

Valuation of Telenor ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Khine Kyaw

April 2020

Ludvig Hoff Sandland
Olav Lindemark
Torbjørn Glåmen
Knut Sverre Jørgenvåg

Verdsettelse av Telenor ASA

Valuation of Telenor ASA

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Khine Kyaw
April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne oppgaven er en semesteroppgave i finansiell styring og tilsvarer 7,5 studiepoeng. Vi avslutter med dette vår bachelorgrad i Økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Formålet med oppgaven er verdsette aksjen til Telenor ASA.

Vi har i denne oppgaven anvendt kunnskapen vi har tilegnet oss i løpet av bachelorgraden. Selskapets størrelse og dets geografisk spredte virksomhet har gjort det utfordrende og omfattende å gjennomføre verdsettelsen. Det har vært en krevende, men også svært lærerik prosess.

Vi vil takke vår veileder Khine Kyaw for gode innspill og konstruktiv kritikk.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Sammendrag

Formålet med denne semesteroppgaven var å anvende vår kunnskap innenfor finansiell styring til å verdsette Telenor Group som et helhetlig konsern.

Vår problemstilling er dermed:

“Hva er Telenor ASA verdt per aksje den 31.12.2019”

Oppgaven starter med en presentasjon av selskapets virksomhet, historie og strategi, samt en beskrivelse av konkurrenter og markeder. Dette er etterfulgt av en strategisk analyse av Telenor Group. Den strategiske analysen er delt opp i ekstern analyse, der vi har anvendt modellene PESTEL og Porters bransjeanalyse, og en intern analyse, der vi har benyttet oss av SVIMA. Det hele oppsummeres i en SWOT-analyse hvor vi forsøker å danne et bilde av selskapets situasjon. Videre er det gjennomført en regnskapsanalyse der vi beregner historiske nøkkeltall og vurderer disse. Forholdene vi kom frem til i analysene har i stor grad lagt føringer for forutsetningene i verdsettelsen senere i oppgaven.

Vi har verdsatt Telenor ved hjelp av en neddiskontering av frie kontantstrømmer (FCFF), utbyttmodellen (DDM), og markedsbaserte verdsettelse ved bruk av P/E og EV/EBITDA multipler. De forskjellige metodene ga oss noe ulike tall. Verdsettelsesmetodene ga oss henholdsvis aksjekurser på NOK 187,29, 195,78, 119,56 og 228,95. Ved et vektet gjennomsnitt av aksjekursene har vi konkludert med et kursmål på NOK 191,85. Til sammenligning var aksjekursen i markedet per 31.12.2019 NOK 157,45. Verdsettelsen er svært følsom for justeringer i forutsetninger, noe vi omhandler avslutningsvis i sensitivitetsanalysen og kritikken.

Abstract

The purpose of this semester thesis was to use our knowledge of financial management to value Telenor Group.

Our problem is:

"What is Telenor ASA worth per share on 31.12.2019"

The assignment starts with a presentation of the company's business, history and strategy, as well as a description of competitors and markets. This is followed by a strategic analysis of Telenor Group. The strategic analysis is divided into external analysis, where we have used the models PESTEL and Porter's industry analysis, and an internal analysis, where we have used SVIMA. It is all summarized in a SWOT analysis. Furthermore, we have concluded an analysis of financial statements in which we calculate historical key figures and assess their implications. The assumptions we have made in the valuation are largely based on the findings in these analyzes.

For our valuation of Telenor Group, we have used several methods: Free Cash Flow to Firm (FCFF), dividend discount model (DDM) and valuation by comparables using P/E and EV/EBITDA multiples. The four methods gave us somewhat different numbers. The valuation methods gave us share prices of NOK 187.29, 195.78, 119.56 and 228.95 respectively. Based on a weighted average of the share prices, we have come to the conclusion of a target price of NOK 191.85. In comparison, the share price in the market as of 31.12.2019 was NOK 157.45. The valuation is very sensitive to adjustments in the assumptions, which we will discuss towards the end of the paper in the sensitivity analysis and criticism.

Innhold

1	INNLEDNING	1
1.1	MOTIVASJON	1
1.2	PROBLEMSTILLING	1
1.3	AVGRENSING	1
1.4	OPPBYGNING	1
2	TELENOR GROUP & TELEKOMBRANSJEN	3
2.1	OM TELENOR GROUP	3
2.1.1	Telenor Groups telekom-virksomhet	3
2.1.2	Telenor Group Norden	4
2.1.3	Modne Asia	5
2.1.4	Fremvoksende Asia	5
2.2	HISTORIEN TIL TELENOR	6
2.2.1	Perioden etter 2000	6
2.3	VISJON, STRATEGI OG MÅL	7
2.4	KONKURRENTER	8
2.5	EIERSKAP OG SELSKAPSLEDELSE	9
3	STRATEGISK ANALYSE	11
3.1	EKSTERN ANALYSE	11
3.1.1	PESTEL – analyse	11
3.1.2	Porters bransjeanalyse	19
3.2	INTERN ANALYSE / SVIMA - MODELLEN	23
3.2.1	Merkevare	25
3.2.2	Teknologisk fremskritt	26
3.2.3	Organisasjonen som ressurs	27
3.2.4	Oppsummering SVIMA	28
3.3	SWOT	29
3.3.1	Styrker	29
3.3.2	Svakheter	29
3.3.3	Muligheter	30
3.3.4	Trusler	30
4	REGNSKAPSANALYSE	32
4.1	LØNNSOMHET	32
4.1.1	Totalkapitalrentabilitet	33
4.1.2	Egenkapitalrentabilitet	33
4.1.3	Resultatmargin	34

4.2	FINANSIERING	36
4.2.1	Finansieringsgrad 1	36
4.2.2	Arbeidskapital	37
4.3	SOLIDITET	38
4.3.1	Egenkapitalandel	38
4.3.2	Gjeldsgrad	39
4.4	LIKVIDITET	40
4.4.1	Likviditetsgrad 1 og 2	40
4.5	OPPSUMMERING REGNSKAPSANALYSE	42
5	FINANSIELL ANALYSE	43
5.1	AVKASTNINGSKRAV	43
5.1.1	CAPM – Kapitalverdimodellen	43
5.1.2	WACC – Weighted average cost of capital	46
5.2	PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER	49
5.2.1	Estimering av driftsinntekter	49
5.2.2	Estimering av driftskostnader	50
5.2.3	Estimering av avskrivninger	52
5.2.4	Estimering av endring i arbeidskapital	53
5.2.5	Estimering av investering i varige driftsmidler og leieavtaler	54
5.2.6	Estimering i utbytte til minoriteter	54
5.2.7	Estimert fri kontantstrøm 2020-2024	55
5.2.8	Estimert fri kontantstrøm 2025-2029 og 2030 □	56
6	VERDSETTELSE	57
6.1	FUNDAMENTALVERDI	57
6.2	DIVIDENDE-MODELLEN	58
6.3	MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	60
6.3.1	Price/Earnings (P/E)	60
6.3.2	EV/EBITDA	61
6.3.3	Oppsummering multippelanalyse	62
7	SENSITIVITETSANALYSE	63
8	KONKLUSJON	66
9	KRITIKK	68
10	KILDELISTE	70
11	VEDLEGG 1: HOVEDTALL ÅRSREGNSKAP	80
12	VEDLEGG 2: BEREGNING GJELDSRENTE	81
13	VEDLEGG 3: BEREGNING LEIERENTE	82

Tabell-liste

TABELL 2-1 DE 20 STØRSTE AKSJONÆRENE PER 31. DESEMBER 2019	10
TABELL 3-1 OPPSUMMERING PORTERS BRANSJEANALYSE	23
TABELL 3-2 SVIMA- MODELLEN	25
TABELL 3-3 OPPSUMMERING SVIMA-MODELLEN	28
TABELL 4-1 TOTALKAPITALRENTABILITET	33
TABELL 4-2 EGENKAPITALRENTABILITET	34
TABELL 4-3 RESULTATMARGIN	35
TABELL 4-4 FINANSIERINGSGRAD 1	36
TABELL 4-5 ARBEIDSKAPITAL	37
TABELL 4-6 EGENKAPITALANDEL	38
TABELL 4-7 GJELDSGRAD	39
TABELL 4-8 LIKVIDITETSGRAD 1 OG 2	40
TABELL 5-1 UTREGNING GJELDSRENTE LEIEFORPLIKTELSER	48
TABELL 5-2 HISTORISKE DRIFTSINNTEKTER	49
TABELL 5-3 ESTIMERTE DRIFTSINNTEKTER	50
TABELL 5-4 HISTORISKE DRIFTSKOSTNADER	51
TABELL 5-5 ESTIMERTE DRIFTSKOSTNADER	52
TABELL 5-6 ESTIMERT EBITDA	52
TABELL 5-7 HISTORISKE AVSKRIVNINGER	52
TABELL 5-8 ESTIMERTE AVSKRIVNINGER	53
TABELL 5-9 BEREGNINGER AV ARBEIDSKAPITAL	53
TABELL 5-10 ESTIMERT ENDRING ARBEIDSKAPITAL	53
TABELL 5-11 ESTIMERTE INVESTERINGER I VARIGE DRIFTSMIDLER	54
TABELL 5-12 ESTIMERT TILGANG AV LEIEAVTALER	54
TABELL 5-13 HISTORISK UTBYTTE TIL MINORITETER	55
TABELL 5-14 ESTIMERT UTBYTTE TIL MINORITETER	55
TABELL 5-15 ESTIMERT FRI KONTANTSTRØM	56
TABELL 5-16 ESTIMERT FRI KONTANTSTRØM 2025 - 2029 OG TV	56
TABELL 6-1 BEREGNING AKSJEVERDI FCFF	57
TABELL 6-2 HISTORISK PAY-OUT RATIO	58
TABELL 6-3 ESTIMERT UTBYTTE 2025 - 2029 OG TV	59
TABELL 6-4 BEREGNING AKSJEVERDI DIVIDENDEMDELLEN	59
TABELL 6-5 MARKEDSBASERT P/E	60
TABELL 6-6 MARKEDSBASERT EV/EBITDA	61
TABELL 6-7 VERDSETTELSE EV/EBITDA	62
TABELL 7-1 SENSITIVITETSANALYSE (WACC OG VEKST)	63

TABELL 7-2 SENSITIVITETSANALYSE (FRI KONTANTSTRØM)	63
TABELL 7-3 SENSITIVITETSANALYSE UTBYTTE	65
TABELL 8-1 VEKTET AKSJEPRIS	67
TABELL 11-1 HOVEDTALL FRA ÅRSREGNSKAP 2015-2019	80
TABELL 11-2 HOVEDTALL FRA BALANSE 2015-2019	80
TABELL 12-1 BEREGNING AV SKATTESATS RENTEBÆRENDE GJELD	81
TABELL 12-2 BEREGNING RENTE LEIEAVTALER	82

Figur-liste

FIGUR 2-1 INNTEKTER 4. KVARTAL GEOGRAFISK INNDELING	4
FIGUR 3-1 FLASH PMI & GDP	14
FIGUR 4-1 TOTALKAPITALRENTABILITET	33
FIGUR 4-2 EGENKAPITALRENTABILITET	34
FIGUR 4-3 RESULTATMARGIN	35
FIGUR 4-4 FINANSIERINGSGRAD 1	36
FIGUR 4-5 ARBEIDSKAPITAL	37
FIGUR 4-6 EGENKAPITALANDEL	38
FIGUR 4-7 GJELDSGRAD	39
FIGUR 4-8 LIKVIDITETSGRAD 1 OG 2 2015-2019	41
FIGUR 4-9 LIKVIDITETSGRAD 1 OG 2 Q1 2018 - Q4 2019	41
FIGUR 5-1 UTREGNING AV BETAVERDI	45

1 Innledning

1.1 Motivasjon

Tidlig i prosessen bestemte vi oss for å verdsette et selskap som vår avsluttende oppgave i finansiell styring på bachelor i økonomi og administrasjon på NTNU Handelshøyskolen. Vi ønsket å skrive om en stor norsk bedrift, som opererer i et voksende marked vi alle synes er spennende. Vi ville også at selskapet og bransjen skulle være preget av innovasjon, teknologi og teknologiutvikling, fagfelt som er meget interessante. Under diskusjonen kom vi inn på temaet 5G, og at det snart skulle lanseres i Norge. Dette vinklet oss inn på verdsettelse av en bedrift tilhørende telekommunikasjonsbransjen. På bakgrunn av disse kriteriene og diskusjonen rundt det nye og spennende 5G-nettverket valgte vi å verdsette Telenor Group, et stort og delvis statlig eid selskap, som opererer internasjonalt i en bransje hvor innovasjon og teknologiutvikling står i fokus.

1.2 Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling: “Hva er Telenor ASA verdt per aksje den 31.12.2019”

1.3 Avgrensning

Vår oppgave baserer seg på offentlig tilgjengelig sekundærdata, og regnskapstall fra 2014 til 2019. Siden Telenor Group opererer i 9 forskjellige markeder, ville det være upraktisk å se på alle markedene for seg selv. Telenor Group fordeler markedene de opererer i inn i tre grupper: Norden, modne Asia og fremvoksende Asia. Dette er en gruppering vi har valgt å bruke for å gjøre oppgaven mer oversiktlig. Analysen av Telenor kan på grunn av dette være preget av mangler på spesifikke detaljer i alle markedene, men vil heller bli representert og presentert av en form for generalisering gjennom grupperingene, basert på mer spesifikke analyser av de forskjellige markedene. Vi håper og tror at dette vil heve kvaliteten på oppgaven.

1.4 Oppbygning

Oppgaven starter med en presentasjon av Telenor Group, telekommunikasjonsbransjen, markedene Telenor opererer i, og deres største konkurrenter. Dette vil bli etterfulgt av en strategisk analyse i del 3, ved bruk av PESTEL-analyse, Porters bransjeanalyse og SVIMA-

analyse, som oppsummeres i en SWOT-analyse. Del 4 vil omhandle en regnskapsanalyse over de 5 siste årene, hvor vi ser på utvikling av nøkkeltall over perioden. I den finansielle analysen beregner vi avkastningskravet og estimerer de framtidige kontantstrømmene vi bruker i verdsettelsen. Del 6 omhandler verdsettelsen av Telenor Group ved hjelp av fire ulike metoder. Avslutningsvis presenterer vi en sensitivitetsanalyse etterfulgt av konklusjon og kritikk til oppgaven.

2 Telenor Group & Telekombransjen

2.1 Om Telenor Group

Telenor Groups kjernevirksomhet er telekommunikasjon og annen virksomhet knyttet til dette (Telenor Group, 2020a). I dag er selskapet et ledende multinasjonalt telekommunikasjonsselskap i Skandinavia og deler av Asia. I de fleste av disse markedene har de en posisjon som enten største eller nest største aktør. Til sammen har Telenor omtrent 186 millioner abonnenter fordelt på 9 markeder, som til sammen ga en inntekt på ca. NOK 114 milliarder i 2019 (Telenor Group, 2020a). En geografisk inndeling av inntektene er vist i figur 2-1 nedenfor. Telenor ASA er børsnotert på Oslo Børs, og har hovedkontor på Fornebu i Oslo. Med en markedsverdi i overkant av NOK 200 milliarder er Telenor tredje største selskap på Oslo børs, og huser rundt 20 000 ansatte rundt om i verden (Oslo Børs, 2020).

Telenorkonsernets virksomhet deles gjerne inn i tre geografiske markedsområder, hhv. Norden, fremvoksende Asia og modne Asia i tillegg til andre mindre enheter. De siste årene har Telenor Group gjort vesentlige endringer i sin portefølje, som har redusert antall markeder betraktelig. I Norden har Telenor virksomhet i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Fremvoksende asiatiske markeder inkluderer Pakistan, Myanmar og Bangladesh, mens modne markeder inkluderer Thailand og Malaysia.

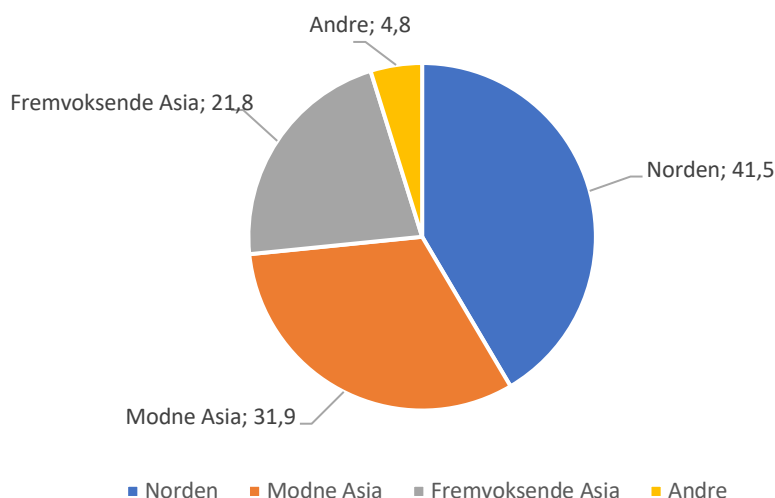
2.1.1 Telenor Groups telekom-virksomhet

Konsernets driftssegment er delt inn i forretningsaktivitet og geografisk beliggenhet.

Aktivitetene deles hovedsakelig inn i tre ulike kategorier for produkter og tjenester, hhv. mobilkommunikasjon, fastnettkommunikasjon og kringkastingstjenester. I tillegg driver selskapet med øvrige virksomheter som et eget segment (Telenor Group, 2020a).

I 2019 utgjorde mobil virksomhet 80 % av driftsinntektene, av disse er 90% av inntektene direkte knyttet til tjenester i form av ulike mobilabonnement, og resterende 10% knyttet til salg av varer. Nest største inntektskilde i løpet av året var knyttet til fast virksomhet (fastnettkommunikasjon), og utgjorde omtrent 14,5 %. Resterende 5,5% er inntekter fra kringkastingstjenester, utleie og andre mindre inntektskilder (Telenor Group, 2020a). En inndeling av Telenor Groups inntekter etter geografiske markeder viser at Norden er regionen med størst omsetning.

Geografisk fordeling av inntekter Q4 2019



Figur 2-1 Inntekter 4. Kvartal geografisk inndeling¹

2.1.2 Telenor Group Norden

Telenors virksomhet i Norden er, med unntak av i Finland der de eier nesten 98% av aksjene i DNA, hovedsakelig drevet under merkenavnet Telenor. I tillegg opererer de under andre merkenavn, slik som lavprismarket Talkmore i Norge, og Vimla i Sverige som er rettet mot en yngre målgruppe. De nordiske markedene er kjennetegnet ved kvalitetsbevisste konsumenter med høy digital kompetanse og høy kjøpekraft (Telenor Group, 2020c, p. 9). I disse markedene kjøper de aller fleste kundene mobiltjenester i form av etterbetalte abonnementer fremfor forhåndsbetalte kontantkort (Telenor Group, 2020b, p. 25). Telenor sier selv de har en ledende posisjon i Norden innen mobile tjenester, fast bredbånd og tv-tjenester (Telenor Group, 2020d).

Det norske markedet er, ikke overraskende, det enkeltmarkedet der Telenor har størst omsetning. I Norge har Telenor en dominerende posisjon og de har høyest markedsandel innenfor mobile tjenester, fast bredbånd, tv-tjenester og fasttelefon (Nkom, 2019b). I tillegg har de som sagt virksomhet under merkenavnet Talkmore der de forsøker å dekke et lavprissegment. I det norske markedet er det kun to aktører med eget landsdekkende mobilnettverk, Telenor og Telia. Operatøren Ice har et eget mobilnettverk med begrenset dekning og en avtale med Telia om utfyllende dekning for sine kunder gjennom deres

¹ Tall til figur hentet fra: (Telenor Group, 2020e)

nettverk. Alle de mindre aktørene i markedet er dermed avhengig av å leie nettverkstilgang. Dette gjør at konkurransetilsynet har markedet under nøye tilsyn.

Telenor er i Sverige den tredje største aktøren innen mobile tjenester, fast bredbånd, tv-tjenester og fasttelefon (Fransén, 2019, pp. 10-17). De har mye av den samme posisjonen her som i Norge. I Finland har Telenor en 98% eierandel i DNA, den tredje største mobiloperatøren i dette markedet (Traficom, 2020). De har i likhet med de andre nordiske virksomhetene tjenester innenfor mobile tjenester, fastnett og kringkasting, og en posisjonering med fokus på innovasjon og effektivitet (DNA, U.D).

I Danmark er Telenor den nest største aktøren innenfor mobile tjenester og fastnett, og har en svært lik posisjonering som i Norge (Telenor Group, 2020d). Danmark er geografisk mindre og tettere befolket enn de andre nordiske landene, noe som legger til rette for bedre dekning av mobilnettverk. Selskapene som har eget mobilnettverk i Danmark er TDC, Telenor, Telia og Tre mobilnettverk, der Telenor og Telia deler nettverk (Tutela, U.D).

2.1.3 Modne Asia

I modne Asia, altså Telenor sin virksomhet i Thailand og Malaysia, er fokuset så godt som utelukkende på mobile tjenester (Telenor Group, 2020b, p. 25). I Thailand og Malaysia har Telenor eierandeler i henholdsvis dtac (litt over 50%) og DiGi (49%) (dtac, 2019; Telenor Group, 2020d). Begge virksomhetene er den tredje største mobiloperatøren i hvert sitt marked (Telenor Group, 2020d). De har begge egne mobilnettverk som er i ferd med å bygges ut videre (Telenor Group, 2020b, p. 10). I modne Asia er det i større grad vanlig med forhåndsbetalte kontantkort enn det er i de nordiske markedene (Telenor Group, 2020b, p. 25).

2.1.4 Fremvoksende Asia

Markedene som inkluderes i fremvoksende Asia, altså Pakistan, Myanmar og Bangladesh, kjennetegnes ved at det er stor mulighet for videre vekst. Telenor opererer gjennom heleide virksomheter med merkenavnet Telenor i Pakistan og Myanmar, mens de eier 55,8% av Grameenphone i Bangladesh (Telenor Group, 2020d). I disse markedene er det kontantkort den vanligste formen for kundeforhold. Slik som i Thailand og Malaysia er omsetningen nærmest utelukkende knyttet til mobile tjenester (Telenor Group, 2020b, p. 25).

2.2 Historien til Telenor

Telenor har en lang historie som strekker seg helt tilbake til 1855. Helt siden oppstarten av selskapet har det vært en pådriver for innovasjon innenfor teknologi i Norge, fra telegrafene til dagens bredbånd og telefoni. Historien starter i 1855 da den første norske telegraflinjen ble opprettet fra Christiania (Oslo) til Drammen (Bryhn & Ulseth, 2019). Virksomheten ble statlig styrt gjennom «Kongelige Elektriske Telegraf». Dette er starten for selskapet «Telegrafverket» som senere ble til Telenor i 1995 (Telenor Group, 2016). Evnen og muligheten til kommunikasjon med utlandet utbedres på 1860 tallet da det ble bygget telegraflinjer til både Danmark og Storbritannia. Telegrafens overmann telefonen, ble først introdusert på norsk jord i 1877 (Telenor Group, 2019e).

Telefonanlegg med sentraler mellom Oslo og Drammen ble satt opp med hjelp av «International Bell Telephone Company». I første halvdel av 1900-tallet kom Telegrafverket virkelig på banen og bygde ut Norges første landsomfattende rikstelefonnett. I denne perioden ble det også lagt til grunn for et eksklusivt monopol for telefonitjenester til Telenor som varte frem til 1998. Monopolet i det norske markedet ble oppløst da Telia etablerte seg i markedet. I 1999 ble det gjennomført et forsøk på en fusjon av selskapene, men grunnet manglende tillit innad ble forhandlingene avbrutt etter en tolv måneders periode. (Telenor Group, 2019e)

I 1992 ble den første satellitten som sørger for telekommunikasjonen kjøpt av selskapet. Satellitten ble navngitt Thor og var den første av totalt sju kommunikasjonssatellitter eid av Telenor. Thor 7 ble skutt opp 26. April 2015 og er i skrivende stund den nyeste satellitten som er sendt opp (Telenor Group, 2019e).

2.2.1 Perioden etter 2000

Allerede i 1990 gikk de inn i globale avtaler for å skape mobil og satellitt-tjenester og 4. Desember 2000 ble Telenor børsnotert på Oslo børs og New York Stock Exchange (IPO NOK 42) (Telenor ASA, 2000). På starten av 2000-tallet hadde Telenor ca. 5 millioner abonnenter, og i løpet av sine første 10 år på børs doblet aksjen seg i verdi (ca NOK 90) og antallet abonnenter steg mot nærmere 200 millioner. Dette som et resultat av et tiår drevet av vekst og ekspansjon. Aksjen hadde i snitt over 10% avkastning per år og utkonkurrerte telekommunikasjonsbransjen i tillegg til å være en av de mest likvide aksjene på Oslo børs

(Telenor Group, 2010). I løpet av sine første ti år på børs var telekommunikasjonsbransjen preget av nye teknologiske produkter som første smarttelefon og tredje generasjon mobilnettverk (3G), der sistnevnte ble lansert i Norge i 2004. Selskapet valgte i 2007 å trekke seg fra New York børsen og har siden da kun vært notert på Oslo børs.

Perioden etter 2000 har blitt preget av vekst og etablering i nye markeder i Asia og Europa. I løpet av de siste 20 årene har selskapet kjøpt seg inn og solgt seg ut av ulike markeder som Russland, en rekke land i Europa og India. Hendelsene som preger det siste tiåret er salget av eierandelene i VEON og virksomhetene i Sentral- og Øst-Europa, samt valget om å gå ut av India (Telenor Group, 2019e). De siste ti årene er også sterkt preget av globalisering og modernisering innenfor mobiltelefoni. Fjerde generasjon mobil-nettverk (4G) blir tilgjengelig, og behovet for raskere og mer pålitelig data øker. Dette resulterer i at Telenor i 2017 vedtar en ny strategisk retning for perioden frem mot 2020 (Telenor Group, 2017)

2.3 Visjon, strategi og mål

Selskapets visjon og misjon har som utgangspunkt å skape en retning for selskapets arbeid gjennom å sette ord på et ønsket fremtidsbilde eller et overordnet mål bedriften jobber mot. Telenor Group beskriver deres kultur i en tredelt modell av “Strategy, Purpose, Behaviours”. Strategien utgjør hva de gjør, meningen er deres grunn for eksistens og atferdsprinsippene beskriver hvordan de arbeider (Telenor Group , 2018).

Telenor Group beskriver deres mening (eng. purpose) som: «Connecting you to what matters the most. Empowering societies»². Dette skal de forsøke å oppnå gjennom å arbeide i henhold til deres fire atferdsmessige prinsipper: “Alltid utforske, skap sammen, holde løfter, respekter andre”. Sammen med den strategiske retning er det dette som binder selskapet sammen om å jobbe mot et felles overordnet mål, og som definerer deres kultur.

I starten av 2017 vedtok Telenor en ny strategisk retning som skulle bane vei for selskapets endringer de neste tre årene. Sentralt i denne strategien står vekst, effektivisering og prioritering (Telenor Group, 2017). Da Telenor presenterte strategien var de tilstede i 13 markeder, i løpet av 2018 reduserte de antallet til 8. Dette var en del av deres prioriteringsstrategi hvor en forenkling av porteføljen skulle sikre at selskapet kunne fokusere på

² (Telenor Group , 2018)

markeder hvor inntjening og vekst sto i fokus. I 2019 kjøpte Telenor seg inn i selskapet DNA i Finland, som er det siste tilskuddet i porteføljen som i starten av 2020 utgjør 9 ulike markeder i Norden og Asia. I starten av mars 2020 kunngjorde Telenor at de ønsker å videreføre den strategiske retningen som ble lagt frem i 2017, hvor vekst, effektivisering og prioritering fortsatt skal være sentralt i jobben de gjør (Telenor Group, 2020c).

2.4 Konkurrenter

Ettersom det i stor grad er en del av de samme bedriftene som er etablert i de forskjellige nordiske markedene vil disse enkeltkonkurrentene bli viet større oppmerksomhet enn de i Asia.

Den aller mest fremtredende konkurrenten til Telenor Group er Telia. Telia Company AB er delvis eid av den svenske staten, som eier 38,4% av aksjene, og er børsnotert på både den svenske og den finske børsen (Telia, 2019). De er, i likhet med Telenor, etablert i alle de nordiske markedene og har en betydelig markedsandel i disse markedene. Det er svært mange likheter mellom Telia og Telenor. De er begge store statseide selskaper med internasjonal virksomhet med nokså like visjoner og misjoner (Telenor Group, 2019d; Telia, UD). For å eksemplifisere likheter kan vi se på det norske markedet. De opererer begge to under egne lavprismerker og merker som markedsføres mot bedrifter i tillegg til sitt ordinære virksomhetsnavn. I Norge er Telia sin virksomhet hovedsakelig knyttet til mobiltelefoni og mobilt bredbånd der de er nesten like store som Telenor, men for mobiltelefoni gjelder dette mest innen privatkunder ettersom de ikke er like store på bedriftsmarkedet. Telias norske virksomhet innen fast bredbånd, fasttelefon og tv-tjenester er markant mindre enn Telenor sin, men de er også her en viktig aktør (Nkom, 2019b). I Sverige har Telia en posisjon som markedsleder innenfor mobile tjenester, fast bredbånd og fasttelefon. Innen tv-tjenester har de en markedsandel på 25,4%, og er nest største aktør, etter Tele2. Telenor har i dette markedet en betydelig lavere markedsandel enn Telia innen alle produktkategorier unntatt tv-tjenester (Fransén, 2019). Utover Norden har Telia virksomhet i Estland, Latvia, Litauen, Moldova og Tyrkia.

Altibox er en viktig konkurrent innenfor fast bredbånd og tv-tjenester i Norge. De var første ute med bredbånd basert på fiberteknologi til privatkunder i Norge i 2002 og har hatt sterk vekst. I første halvår 2019 hadde de en markedsandel på 49,2% innen fiberbredbånd og en

markedsandel 25,8% generelt for fast bredbånd, der Telenor hadde henholdsvis 22,7% og 37,4% (Nkom, 2019b). De har en spisset differensiering der fiberhastighet og lokale leverandører står sentralt.

I Norge er det en gruppe mindre aktører som leier mobilnett av Telenor eller Telia, og et eksempel på disse er Chilimobil. Chilimobil leier mobilnett av Telia, og forsøker å utfordre de dominerende aktørene Telenor og Telia på pris. Som nevnt tidligere er også Ice en konkurrent på det norske markedet.

Andre store telekommunikasjonsaktører i Norden er Tele2, Tre, TDC og Elisa. Tele2 er etablert i Sverige, samt en rekke andre land. Om sin visjon sier de: «Tele2's vision is to be the smartest telco in the world, creating a society of unlimited possibilities» (Tele2, UD). Tre er en internasjonal bedrift med hovedkontor i Hong Kong og de er etablert i blant annet Sverige og Danmark. Det er vanskelig å finne akkurat hva deres strategi er, men det fremkommer at de ønsker å fremstille seg som innovative (Three, UD). Allikevel har de en forholdsvis begrenset dekning i sitt mobilnettverk i Sverige og Danmark (Tutela, U.D). TDC er en dansk aktør med lang historie i Danmark der de har en sterk posisjon. De har fokus på innovasjon for å sørge for at hele Danmark har tilgang på digitale muligheter (TDC Group, UD). Det finske Elisa har i likhet med TDC lang historie og en sterk posisjon i sitt hjemland (Traficom, 2020). De formulerer sin visjon som «a sustainable future through digitalisation» (Elisa, UD)

I de asiatiske markedene er det ingen konkurrenter som er til stede i flere av de samme markedene Telenor har virksomhet i, og derfor går vi ikke inn på enkeltaktører. I disse markedene er det som regel tre til fire store aktører der en er statseid og de andre er private og ofte eid av andre store internasjonale selskaper.

2.5 Eierskap og selskapsledelse

I tabell 2-1 er de 20 største eierne i Telenor ASA oppgitt sammen med eierandel og antall aksjer de eier. Den norske stat har en aksjemajoritet med en andel på totalt 59%, folketrygdfondet er medregnet. De resterende på listen er store internasjonale kapitalforvaltningsselskaper eller banker.

De 20 største aksjonærene per 31. desember 2019, underliggende eiere ²⁾

	Navn på aksjonær	Antall aksjer	%
1	Den norske stat, ved Nærings- og fiskeridepartementet	778 425 458	53,97
2	Folketrygdfondet	73 022 492	5,06
3	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	26 272 925	1,82
4	The Vanguard Group, Inc.	22 641 176	1,57
5	DWS Investment GmbH	20 553 263	1,44
6	Storebrand Kapitalforvaltning AS	15 398 958	1,07
7	JPMorgan Asset Management U.K. Limited	14 907 888	1,03
8	KLP Forsikring	13 327 753	0,92
9	Lazard Asset Management, L.L.C.	12 442 367	0,86
10	DNB Asset Management AS	12 156 460	0,84
11	Aberdeen Standard Investments (Edinburgh)	10 694 608	0,74
12	SAFE Investment Company Limited	10 219 167	0,71
13	State Street Global Advisors (U.S.)	9 256 275	0,64
14	Danske Capital (Norway)	8 669 330	0,60
15	Pyrford International Limited	7 760 959	0,54
16	BlackRock Advisors (UK) Limited	7 693 579	0,53
17	Schroder Investment Management Ltd. (SIM)	7 281 418	0,50
18	APG Asset Management N.V.	7 046 520	0,49
19	Fidelity International	7 039 719	0,49
20	Acadian Asset Management LLC	6 754 609	0,47
	Sum aksjer 20 største aksjonærer	1 071 564 924	74,29
	Antall aksjer totalt	1 442 458 032	100,00

Tabell 2-1 De 20 største aksjonærene per 31. desember 2019³⁾

Telenor Group sin virksomhet har sitt øverste ledd i styret. Styret består av 9 medlemmer og ledes av styreleder Gunn Wærsted. Den daglige ledelsen utføres av CEO Sigve Brekke sammen med konsernledelsen, som består av blant annet CFO, Chief People Officer, og ledelsen av de forskjellige markedsdelingene. Utover dette har Telenor Group sine datterselskaper som utfører telekommunikasjonsvirksomhet sine egne CEOer (Telenor Group, 2020a, pp. 16-40).

³⁾ (Telenor Group, 2020a, p. 124)

3 Strategisk analyse

I den strategiske analysen skal vi se nærmere på de interne og eksterne faktorene som påvirker Telenor Group. I den eksterne analysen vi gå nærmere inn på de makroøkonomiske utfordringene Telenor står overfor ved å foreta en PESTEL analyse. For å se nærmere på bransjedynamikken vil vi studere bransjen i lys av Porters fem konkurransekrefter. I den interne analysen skal vi benytte oss av SVIMA modellen for å undersøke forhold som kan videreutvikles til varige konkurransefortrinn. Til slutt vil vi oppsummere de ulike faktorene i en overordnet SWOT-analyse.

3.1 Ekstern analyse

Eksterne analyser summerer opp trusler og muligheter som omringer bedriftens ytre. Disse forholdene er en viktig del av selskapets totalsituasjon og former framtidsutsiktene. En kartlegging av bedriftens situasjon utenfor deres fire vegger er derfor meget viktig. Strategiske eksterne analyseverktøy er ofte brukt for å få en helhetlig forståelse rundt markedet og skape et godt beslutningsgrunnlag. Ved bruk av de korrekte verktøyene kan man avdekke om bedriften driver sunn driftsform og investeringer rettet mot fremtiden.

3.1.1 PESTEL – analyse

I denne delen av oppgaven skal vi gjennomføre en PESTEL-analyse. PESTEL er en modell som peker på makroforhold som vil kunne bidra til om en virksomhets strategier vil lykkes eller ikke (Erichsen, et al., 2017, p. 261). PESTEL-analysen skiller mellom politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. Telenor Group er et enormt selskap, som strekker seg langt utenfor Norges grenser. Dette fører til at det er veldig mange eksterne forhold som spiller inn. Vi har i denne delen av oppgaven valgt å fokusere på det vi mener er de viktigste forholdene for Telenor.

3.1.1.1 Politiske faktorer

Det å være et statlig eid selskap har både fordeler og ulemper. Det kommer for eksempel noen særskilte utfordringer for bedrifter med statlig eierskap, spesielt for bedrifter som opererer i direkte konkurranse med andre selskap, slik som Telenor. Potensielle rollekonflikter mellom statens ulike roller, forsterkede prinsippal-agent-problemer, svakere

forutsetninger for å utøve verdiskapende eierskap og uheldig maktkonsentrasjon er eksempler på slike utfordringer (Nærings- og Fiskeridepartementet, 2019a).

I Juli 2016 ble det vedtatt av Nasjonal kommunikasjonsmyndighet (Nkom) at Telenor skulle reguleres som en dominerende aktør i markedet (Lorentzen, 2018). Målet med vedtaket var å sørge for at Telenor ikke kan nekte konkurrenter uten eget mobilnett å leie seg inn hos Telenor. I tillegg skulle man forhindre at Telenor satte leieprisene så høyt at det ikke var mulig for konkurrenten å gå med overskudd. (Lorentzen, 2018)

Telenor Group har virksomhet i både Europa og Asia. Dette fører til at Telenor Group må operere annerledes basert på den politiske situasjonen i forskjellige land. Korrupsjon og lobbyvirksomhet preger det politiske bildet i noen av landene Telenor Group opererer i, spesielt i Asia. Som eksempel er Bangladesh rangert som 149 av 180 land med tanke på korrupsjon (Transparency International, 2019).

Generelt påvirker korrupsjon måten forhandlinger blir utført, bestemmer hvem som får de beste kontraktene, og hvordan bedrifter opererer generelt. I verste fall kan dette føre til monopol, markedsmanipulering og vinningskriminalitet (Mirzayev, 2019). Den norske staten er tydelig på at statlig eide selskap skal arbeide for å ivareta menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter, samt forebygge økonomisk kriminalitet som hvitvasking og korrupsjon (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019b). Telenor Group har derfor strenge krav til sin drift i andre land.

Svært mange land har innført strenge politiske tiltak som skal redusere smitte av Covid-19. Disse tiltakene innebærer i stor grad at befolkningen holder seg hjemme og dermed at økonomisk aktivitet avtar, noe vi kommer inn på når vi omtaler økonomiske faktorer. Allikevel har dette for telekommunikasjonstjenester ført til en økt pågang ettersom folk i større grad er avhengige av elektronisk kommunikasjon for arbeid og sosial kontakt. Dette kan tilsi at Telenor kan få positiv etterspørselseffekt av dette.

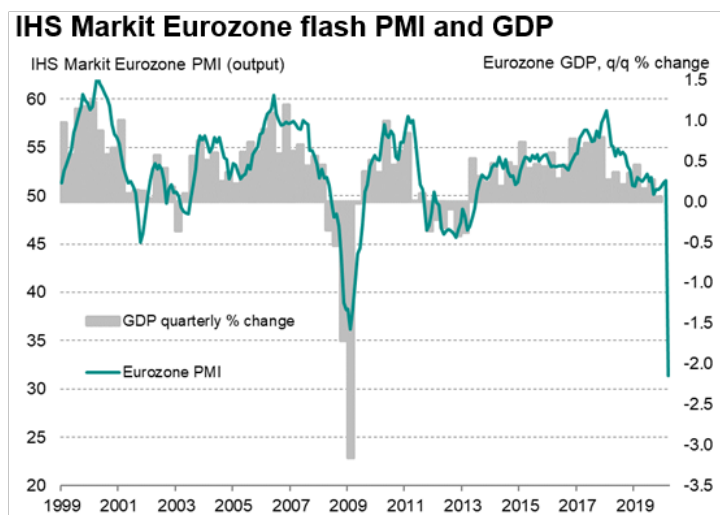
3.1.1.2 Økonomiske faktorer

Makroøkonomiske rammebetingelser vil ha stor påvirkning på et internasjonalt selskap som Telenor Group. Særlig vil vi sette fokus på makroøkonomiske konjunkturutsikter, valutakurser og rentenivå.

Konjunktursvingninger både på nasjonalt og globalt nivå påvirker etterspørsel etter goder, og har dermed en påvirkning på Telenor Group sin omsetning og deres nivå på investeringer. Dersom vi ser på den økonomiske situasjonen før de økonomiske effektene av Covid-19, har Norge hatt en oppgangskonjunktur siden begynnelsen av 2017, men den hadde begynt å avta (SSB, 2019). Nå er imidlertid de økonomiske utsiktene drastisk forandret hovedsakelig på grunn av tiltakene som er tatt i mange land for å bremse eller stoppe spredningen av Covid-19. Per 24.03. er Europa episenter for epidemien og USA har stor vekst i antall smittede. Dette har ført til strenge tiltak som medfører en svært stor demping på økonomisk aktivitet i Norge og resten av verden, og mange arbeidstakere har blitt permittert eller mistet jobben. I tillegg til en umiddelbar brems i økonomisk aktivitet kan dette ha langvarige konsekvenser både globalt og i Norge, ettersom kjøpekraft og dermed etterspørsel kan være redusert over lengre tid. Finansmarkedene har hatt en sterk negativ reaksjon. Dow Jones indeksen har falt 35,87% fra 21.02 til 23.03 og Oslo Børs Hovedindeks har falt 28,95% i samme tidsrom⁴.

Flash PMI for eurosonen, altså en indikator på hvordan aktiviteten i økonomien kommer til å utvikle seg, har hatt en drastisk negativ utvikling i mars, slik man ser på figur 3-1. PMI nivået indikerer en BNP-nedgang på rundt 2%, men slik vi ser fra år 2009 i figuren var utviklingen i BNP enda mer drastisk enn den respektive PMI-utviklingen. Dette kan tilsa en større økonomisk nedgang enn 2% og dermed at vi kan ha en betydelig resesjon fremfor oss i Europa (Williamson, 2020). Dersom tiltakene mot smittespredning vedvarer i lengre tid enn forventet vil situasjonen bare forverre seg og ha enda mer langvarige konsekvenser. Dårlige makroøkonomiske utsikter har stor betydning for Telenor sine fremtidige kontantstrømmer og er et viktig grunnlag for videre beslutninger.

⁴Tall hentet fra DN Investor (DN , 2020)



Figur 3-1 Flash PMI & GDP⁵

Telenor er i stor grad eksponert for risiko knyttet til endringer i diverse valutakurser. Etersom over tre fjerdedeler av Telenor Group sin omsetning kommer fra virksomheter utenfor Norge, vil valutakursen opp mot de lokale valutaene ha stor betydning for omsetningen som måles i norske kroner (Telenor, 2020b, s. 25). Samtidig har Telenor store investeringsprosjekter, spesielt i Asia, knyttet til utbygging av mobile nettverk, noe som modererer valutakurseffekten fra utenlandske inntekter. Mesteparten av Telenor sin gjeld blir tatt opp i andre valutaer enn norske kroner, for eksempel i EUR eller USD, og dette er en annen sentral grunn til at svingninger i valutakurs påvirker resultatet (Telenor, 2019a) (Telenor, 2020a). Kronekursen per 20.03.2020 mot både euro og amerikanske dollar er på et rekordlavt nivå etter en kollaps som følge av koronaepidemien⁶. Oljeprisen har gått kraftig ned og ettersom Norge er en mindre økonomi blir den norske kronen ofte nedprioritert som investeringsobjekt i krisetider. Disse to faktorene har sammen ført til en historisk lav kronekurs. Som et stort internasjonalt selskap er Telenor Group imidlertid veldig klar over risiko knyttet til valuta og forsøker å minimere tap som følge av svingninger i valutakurs ved å sikre seg gjennom f.eks lån i annen valuta (Telenor Group, 2020b, p. 15).

Styringsrenten til Norges Bank er per 25.03.2020 på 0,25% etter to ekstraordinære rentemøter i mars. Før Covid-19 på alvor kom til Norge var styringsrenten på 1,5% og det var forventet at den skulle holde seg på dette nivået fremover (Norges Bank, UD). Den europeiske sentralbanken hadde før krisen allerede en styringsrente på 0,25% og den amerikanske

⁵ Kilde figur: (Williamson, 2020)

⁶ Tall hentet fra DNInvestor (20. mars) (DN, 2020)

sentralbanken har redusert sin styringsrente med 1,5 prosentpoeng ned til 0% (Høgseth & Aarø, 2020). Samtidig har både ECB og The Fed annonsert store kvantitative lettelser for å stimulere økonomien (Høgseth & Aarø, 2020; ECB, 2020). Allikevel er det pengemarkedsrenten som er avgjørende for bedrifters lånekostnad, og i krisetider er det ikke sikkert at rentekutt vil ha en umiddelbar effekt for bankers utlånsrenter.

Telenor Group har som sagt store deler av gjelden sin i valuta som euro og dollar. Dersom bankene selv kan låne penger til lav rente vil det resultere i lavere rentekostnader for selskapet. Variasjoner i rentenivået kan ha en stor påvirkning på investeringsnivået og mulighetene for vekst. Derfor er dette en sentral rammebetingelse for Telenor Group, og deres økonomiske utsikter.

3.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Befolkningsvekst og utvikling fører til økt etterspørsel etter mobiler og telenettverk. I 2018 hadde 98% av befolkningen i Norge i alderen 9-79 år tilgang på internett i hjemmet, og 99% har egen mobiltelefon. 95% har tilgang på smarttelefon, som er en økning på 22 % fra 2013 (SSB, 2018). Man blir også yngre og yngre når man får sin første mobiltelefon. I 2014 var andelen barn i alderen 5-8 år som hadde egen mobiltelefon på rundt 22%. Prosentandelen økte til 33% i 2018. Det er derfor ikke urimelig å si at internett og mobiltelefoner har blitt en stor del av den moderne verden, og vil høyst sannsynlig fortsette å være en stor del av våre liv i mange år fremover.

Landene Telenor fokuserer på i Asia har hatt kraftig utvikling i andelen mennesker med tilgang på internett, mobiltelefoner og smarttelefoner de siste årene. I 2008 brukte bare 18,2 % av Thailands befolkning internett. Andelen ble estimert til å være på rundt 56,8 % i 2018 (Knoema, 2018), og forventes å øke til rundt 82% i 2023 (Statista, 2019). Det har altså vært, og vil fortsette å være en positiv utvikling sett fra Telenor sine øyne.

Mobilindustrien har også skalert kraftig i Bangladesh. I 2003 hadde bare litt over 1% av befolkningen mobilabonnement, noe som økte til rundt halvparten av befolkningen i 2017. Det er også estimert at andelen vil øke til rundt 60% i 2025 (GSMA Intelligence, 2017). Mobilindustrien bidrar positivt til økonomien i Bangladesh, men det er fortsatt mange utfordringer. Bangladesh har en av de laveste internett-penetrasjonratene i regionen, og i

2017 abonnerte bare 20% av befolkningen på mobilt internett, selv om nesten 90% hadde tilgang (GSMA Intelligence, 2017). Mye av grunnen til dette er høy skatt på mobil-sektoren i landet, som dermed påvirker pris på mobil og internettabonnement. Prisbarrieren er spesielt stor for personer med lav inntekt, hvor 1 GB med data vil koste rundt 11% av månedlig inntekt for en person i nedre femtedel av befolkningen basert på inntekt. Telenor Group melder likevel om en gjennomsnittlig økning på 45% i datakonsum per kunde i 2018 hos sine abonnenter (Telenor Group, 2019b, p. 13), noe som er en meget positiv trend. I tillegg økte andelen abonnenter seg med 7,4 millioner, noe som kan tilsi at Telenor (Grameenphone) klarer å kapre flere og flere kunder.

3.1.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologi og teknologisk utvikling kan trekkes frem som et hovedtrekk ved dagens samfunn. Digitalisering skjer i et forrykende tempo, og Norge er et av verdens mest digitaliserte land (Nkom, 2019a). Teknologitviking innenfor elektronisk kommunikasjon går i retning av virtualisering av infrastruktur, lagring i skyen, flytting av tjenesteproduksjon og automatisering ved hjelp av kunstig intelligens (Nkom, 2019a). For Telenor Group og bransjen vil dette kunne bidra til forbedring og rasjonalisering av tjenester til kundene. Samtidig kan en konsekvens av utviklingen være lange verdikjeder, som igjen kan føre til utfordringer ved vurdering av sårbarhet og risiko for produkter og tjenester bedriftene i bransjen tilbyr markedet (Nkom, 2019a). Det er viktig at forbrukerne får tillit til at den nye teknologien er sikker og pålitelig, noe Telenor Group og de andre aktørene i telekom-markedet må jobbe aktivt med.

I Norge trekkes spesielt utbredelsen av 5G og "Internet of Things" fram som sentrale faktorer for digitalisering og samfunnsutvikling. Den største forskjellen mellom 5G-nettverket og tidligere generasjoner er måten nettverket er designet på. 5G er designet for å tilby nettverk og tjenester til ulike industri- og samfunnsdrevne utstyrsenheter, i tillegg til tjenester og nettverk til smarttelefonen (Telenor Group, 2019c). Nettet muliggjør med dette spesielle nettløsninger til formål med høye krav til funksjonalitet. Ifølge Telenor gir den også et mobilt bredbånd med høyere kapasitet, forbedret brukeropplevelse, samtidig som det er sikrere og mer pålitelig. Som Norges største telekommunikasjonsselskap står Telenor i sentrum for utbredelse av 5G nettverket i Norge, og det forventes at denne nye generasjonen med mobilt nettverk vil komme til landet i løpet av 2020.

Kunstig intelligens handler om at en datamaskin kan løse oppgaver uten direkte instruksjoner fra et menneske (Tidemann, 2020). I hovedsak kan kunstig intelligens deles inn i regelbaserte modeller, og datadrevne modeller. Regelbaserte modeller, også kalt ekspertsystemer, opererer basert på forhåndsprogrammerte regler. Datadrevne modeller, også kalt maskinlæring, omhandler at et program ikke kan noe på forhånd, men er i stand til å lære over tid (Tidemann, 2020). Selv om begrepet kunstig intelligens ble skapt i 1956 under konferansen *Summer Research Project on Artificial Intelligence*, var det ikke før på 2010-tallet at teknologien hadde kommet langt nok til å kunne ta kunstig intelligens fra laboratoriet til den industrielle verden (Tidemann, 2020). I telekom-bransjen vil utviklingen av denne typen teknologi ha stor betydning for hvordan data blir håndtert, og kan brukes til alt fra personlig markedsføring, til utvikling og optimering av nettverksløsninger (Telenor Group, UDa).

3.1.1.5 Miljømessige faktorer

Miljø- og klimaproblemer er høyt på dagsorden, og i Norge er det høye eksterne forventninger til bedrifters samfunnsansvar. Det stilles dermed krav til Telenor Group sitt samfunnsansvar innen miljø, særlig som statseid selskap. Derfor er det ikke overraskende at Telenor Group har som mål å bli karbonnøytrale innen 2030 (Telenor Group, UDe).

Utbygging av mobile nettverk krever råvarer og ressurser fra industri, hvilket fører til utslipp i et norsk politisk klima som ønsker å redusere det totale utslippsnivået (Klima- og miljødepartementet, 2020). Hovedsakelig er Telenor Group sine utslipp knyttet til transport, og dermed er det i verdikjeden de ser de største mulighetene til å redusere utslipp (Telenor Group, UDd).

Telenor sine operasjoner i Asia er i stor grad knyttet til Sørøst-Asia, og noen av disse landene er særlig utsatt for potensiell stigning i havnivået som følge av klimaendringer (Climate Central, 2019). En slik tragisk utvikling vil ha stor påvirkning på Telenor sin virksomhet i de utsatte landene dersom de ønsker å beholde disse virksomhetene i en lang tidsperiode.

Selv om Skandinavia ikke er like utsatt for konsekvenser av klimaendringene som mange andre land, vil også Norge bli rammet. I de siste hundre årene har nedbøren økt med rundt 20%, samtidig som den også har blitt mer intens (Nkom, 2019a, p. 20). Direktoratet for

samfunnssikkerhet og beredskap lagde en liste over 25 alvorlige hendelser som kan ramme det norske samfunnet. “Regnflom i by” var en av de 25 scenarioene, hvor ustabile elektroniske kommunikasjonsløsninger ble trukket frem som en stor samfunnsmessig utfordring ved en slik hendelse (Nkom, 2019a).

3.1.1.6 Lovmessige faktorer

Telenor Group er underlagt mange ulike lover og forskrifter som setter rammer for hvordan de kan drive sin virksomhet. Disse er både generelle, slik som arbeidsmiljøloven, og spesielle for elektronisk kommunikasjon, slik som Ekomloven. Siden de opererer i mange forskjellige land må de innrette seg etter varierte juridiske rammer og ulike systemer for drift av elektronisk kommunikasjon.

I 2019 ble det innført en ny internasjonal regnskapsstandard, IFRS 16 (IFRS, UD). Dette hadde en påvirkning på de endelige regnskapstallene, herunder resultatet, til Telenor, hvilket igjen kan påvirke ekstern oppfatning og verdsettelse av selskapet til tross for at det ikke er noen forandring i realøkonomien (Telenor Group, 2020b, p. 20)

Telenor er avhengig av lisenser for å drive telekommunikasjonsvirksomhet og det kan i noen land være vanskelig å få tak i disse. Blant annet skriver Telenor i rapporten for fjerde kvartal 2019 at de har problemer med å få fornyet lisensene for 900 MHz og 1800 MHz GSM i Pakistan (Telenor Group, 2020b, p. 11)

Telenor Group har vært involvert i en rekke tvister de siste årene:

- I Bangladesh har kommisjonen for regulering av telekommunikasjon, BTRC, gjennomført en revisjon av Grameenphone, Telenor sin deleide virksomhet, og dette har ført til juridiske utfordringer. 2. april 2019 krevde BTRC en sum lik NOK 8,9 milliarder fra Grameenphone som BTRC mente var ubetalte avgifter og renter på disse. BTRC har i tillegg begrenset Grameenphone sin virksomhet på bakgrunn av søksmålet (Telenor Group, 2020b, p. 28)
- Den tidligere Indiske virksomheten fulgte med seg en del problemer. Enkelte av disse er ennå ikke løst. Blant annet har det indiske departementet for telekommunikasjon et

krav mot Telenor relatert til basisen for kalkulasjon av lisensavgifter (Telenor Group, 2020b, p. 30)

Disse er begge eksempler på hvordan Telenor Group i stor grad er påvirket av juridiske systemer i andre land. Sakene er ikke per 23.02.2020 ikke konkludert. I tillegg kan institusjonene Telenor Group er underlagt være preget av landets forretningsskikker og grad av korrupsjon slik at det blir vanskeligere å forholde seg til disse på en etisk forsvarlig måte.

3.1.2 Porters bransjeanalyse

Porters fem konkurransekrefter er i kontrast med PESTEL-modellen mer knyttet til mikroforhold. Det er en grunnleggende modell som brukes til å vurdere konkurransesituasjonen til et selskap eller i et marked. De fem konkurransekraftene i en bransje er:

1. Trusselen fra nyetablerere
2. Trusselen om substitutter
3. Kundenes forhandlingssituasjon
4. Leverandørens forhandlingssituasjon
5. Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

3.1.2.1 Trusselen fra nyetablerere

Det er to forskjellige måter å etablere seg i telekom-markedet på. Enten ved å investere i egen infrastruktur, eller ved å leie nett fra andre leverandører i markedet, som i Norge er Telenor eller Telia. Å investere i egen infrastruktur og nett vil være en stor investering, noe som gjør det vanskelig å komme seg inn i markedet på denne måten. I tillegg kan det være vanskelig å få tillatelse av staten til å bygge ut basestasjoner og nettverk med tanke miljøhensyn.

Telenor er lovpålagt til å gjøre det mulig for andre selskap å gå med fortjeneste ved leie av nett. Likevel økes konkurransen i markedet, av at de fleste abonnement fra forskjellige operatører har relativt like god dekning, samtidig som lik pris. Dette fører til et stort fokus på pris hos aktørene, og kan føre til priskrig. Telenor og Telia, som er klart størst, kan bruke stordriftsfordeler i en slik situasjon, noe som kan gjøre det vanskelig å opprettholde, eller vinne en priskrig mot disse aktørene.

En viktig faktor for eventuelle nyetablerere er de lovmessige rammebetingelse, slik som lisenser. Der nye aktører er avhengige av slike lisenser og dette er vanskelig å få tak i, enten på grunn av treghet i systemet eller motvilje fra institusjoner, vil dette redusere trusselen fra nyetablering.

3.1.2.2 Trusselen om substitutter

De fleste bedrifter konkurrerer ikke bare mot andre virksomheter i egen bransje, men også mot bransjer som lager substitutter. Trusselen fra substitutter er med på å bestemme lønnsomheten i en bransje, mye ved at konsumenter vil velge substituttet hvis prisen på produktet blir for høyt.

Tradisjonelt har post og fax vært substitutter for telefoni. Dette er likevel bransjer som er på vei ut på grunn av nåtidens kraftige teknologiutvikling. Dette fører til at telefoni og internett egentlig ikke har substitutter hvor bransjen har større lønnsomhet enn seg selv, noe som dermed fører til at strategiutvikling med tanke på de tradisjonelle substituttene ikke har mye fokus. Mobiltelfoni og internett er likevel substitutter for hverandre. I nyere tid har det blitt mer og mer populært å bruke Facetime, Skype eller andre kommunikasjonstjenester som bruker internett for verbal kommunikasjon. I tillegg substitueres meldingstjenesten på mobil med bruk av apper som Messenger, Snapchat eller WhatsApp. På samme måte kan mobiltelefoni sees på som et substitutt for internett, hvor bruk av ringe og meldingstjenester på mobil kan brukes som kommunikasjonsmidler istedenfor internett.

Dette fører til at Telenor havner i en spesiell situasjon med tanke på substitutter, spesielt i Skandinavia. Telenor har virksomhet både innenfor telefoni, fast internett og mobilt internett. Dette betyr at de via en del av sin virksomhet yter tjenester som kan sees på som substitutter for andre deler av virksomheten. Ofte kombineres også et mobilabonnement med mobilt internett. I Asia tilbyr ikke Telenor fast bredbånd. Trusselen fra substitutter blir derfor større i disse markedene.

3.1.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt omhandler kunders mulighet til å diktere priser og betingelser i markedet. Kundenes forhandlingsmakt avhenger av flere faktorer; antallet aktører i bransjen,

hvor avhengig kunden er av en spesifikk bedrift og transaksjonskostnader for kunden (Corporate Finance Institute, UD).

Hvis antallet bedrifter i bransjen er høy, øker det kundenes forhandlingskraft. I Norge er det relativt få store aktører. Mobilselskaper i Norge tjener over 40 prosent mer per kunde enn i de andre nordiske landene. Forbrukerrådet mener dette er en konsekvens av at Telia og Telenor kontrollerer rundt 90% av markedet (Amundsen, 2019). Ifølge direktøren i Forbrukerrådet, Inger Lise Blyverket opptrer Telia og Telenor som to duopolister, som begrenser konkurransen til sitt eget beste, og utfordrer hverandre ikke nevneverdig på pris eller størrelse på datapakker. En konsekvens av mangel på konkurranse og aktører i markedet senker kundenes forhandlingsmakt betraktelig. I resten av Norden er det mer konkurranse, men fortsatt bare 3-4 store aktører i markedet. Det fører likevel til at kundene har større forhandlingsmakt.

Det er ikke normalt for mobiloperatører i Norge å ha bindingstid på sine abonnement. Kontantkort blir også mindre og mindre populært, og i 1. halvår 2019 var bare 11% av mobilabonnementene i Norge kontantkortbaserte (Nkom, 2019b). Produktet er også relativt homogent, hvor dekningen og prisen er relativt lik. Selv om mobiloperatørene innfører tilbud som data-rollover, er ikke transaksjonskostnadene spesielt store knyttet til skifte av leverandør. Dette er med på å øke kundenes forhandlingsmakt. I loven om elektronisk kommunikasjon § 2-2 er leverandører pliktig å informere kunder om kvalitet på nett og tjeneste. Denne informasjonen er lett å finne, og nettsider som www.mobiltelefoni.no gjør det mulig å direkte sammenligne de forskjellige abonnementene og operatørene. Lik lovgivning er også å finne i de andre nordiske landene. Slike tiltak øker gjennomsiktigheten i markedet, som øker kundenes forhandlingsmakt.

I Asia er det mye mer normalt å bruke kontantkort enn i Norden. I Malaysia er rundt tre fjerdedeler av abonnenter kontantkort (Malaysian Communications and Multimedia Commission, 2019, p. 10). For det deleide selskapet Grameenphone i Bangladesh var 99% av mobilabonnementene i 2017 kontantkort (Pal, D - Telenor Group, 2017), noe som har endret seg til rundt 95% i 2019 (Telenor Group, 2020b). Kontantkort kan øke transaksjonskostnadene, ved at man alltid vil ha litt penger igjen. Dette vil kunne senke kundenes forhandlingsmakt.

For fast bredbånd er kundenes forhandlingsmakt noe lavere. Dekningen for fast bredbånd er dårligere for hver enkel aktør. For noen husholdninger finnes det bare en leverandør, spesielt med tanke på fiber.

3.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Telenor Group må to ganger i året gjennom marginskvistester organisert av Nkom, som skal sikre mulighetene for nettleietakere å drive lønnsomt. Likevel kan de sette opp prisen hvis bedrifter som leier av dem får gode driftsresultater, så lenge de fortsatt kan gå i overskudd. Vedtaket om obligatoriske marginskvistester kom i 2016, hvor de bestod prøven. I starten av 2017 strøk de, men klarte å innrette seg igjen til ny test juli 2017. I desember 2017 derimot, måtte selskapet kutte leieprisene igjen etter at Nkom konkluderte med at de var for høye (Lorentzen, 2018). Det kan ut ifra dette tenkes at Telenor Group har gjort akkurat som beskrevet tidligere i avsnittet. Så selv om myndighetene detaljregulerer netteierne, har fortsatt leverandørene av nett relativt stor makt over de andre aktørene i Norge.

Utbygging av 5G-nett starter for fullt i midten av 2020. I Norden er det i hovedsak tre store leverandører av infrastruktur med tanke på telekommunikasjon som har konkurrert om å kapre utbyggingen av 5G-nett: Ericsson, Nokia og Huawei (Lorentzen, 2019). Generelt vil forhandlingsmakten til leverandører være stor ved få aktører i markedet. Likevel setter bedrifter som Telenor strenge krav til sine leverandører og forretningspartnere, som kan tilsi at leverandørene er mer avhengig av sine kunder enn omvendt (Telenor Group, UDb). Allikevel er dette mest sannsynlig mer relevant i Asia, hvor korrupsjon og HMS problematikk er et større problem. Huawei's posisjon har sterkt svekket på grunn av frykt for spionasje fra den kinesiske staten (Finstad, 2019). Dette senker Huawei's forhandlingsmakt kraftig, samtidig som det bedrer andre leverandørers posisjon.

3.1.2.5 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

Som tidligere nevnt tjener mobilselskaper i Norge 40% mer enn i de andre nordiske landene. I stor grad er dette en konsekvens av lavere konkurranseintensitet som følge av et duopolistisk marked. Dette reflekteres også i Telenor Group sin egen kvartalsrapport for siste kvartal 2019. Der omtaler de Sverige, Danmark og Finland som marked med høy konkurranseintensitet, mens Norge ikke omtales slik (Telenor Group, 2020b, pp. 6-9)

I de asiatiske markedene finner vi en forholdsvis høy grad av rivalisering. I Malaysia er det fire store aktører (markedsandeler i parentes); Digi (27%), Maxis (25%), Celcom (20%), U Mobile (16%). Bedriftene konkurrerer relativt intenst med hverandre, med tanke på både pris og tilbud (Malaysian Communications and Multimedia Commission, 2019, p. 10). Ifølge Telenor er konkurranseintensiteten også høy i Bangladesh (Telenor Group, 2020b). I Thailand finner vi og relativt hard konkurranse, selv med få aktører i markedet. Dette mye på grunn av et ekstremt høyt fokus på ekspansjon, og aggressiv prising (Krungsri research, 2019, p. 4). Utviklingen i Myanmar har vært ekstrem innenfor telekommunikasjon de siste årene. Dette har ført til høy intensitet på konkurransen, og lavere prising (Nanda, 2018). I Pakistan forsøker den ansvarlige nasjonale institusjonen PTA å sørge for god konkurranse, og de skriver i sin årsrapport for 2017-2018 at priser for både telefoni og data er preget av konkurranse (Pakistan Telecommunication Authority, 2018, p. 42).

3.1.2.6 Oppsummering Porters fem konkurransekrefter

I tabell 3-1 har vi oppsummert bransjeanalysen. Vi kunne alternativt brukt fordelingen: Norden, fremvoksende Asia og modne Asia. Likevel så vi ikke tydelige forskjeller som fordret denne fordelingen. Norge hadde imidlertid noen særtrekk som vi ønsker å trekke frem.

	Norge	Norden for øvrig	Asia
Trussel for nyetablerere	Lav	Lav	Lav
Trussel fra substitutter	Lav	Lav	Middels
Kundenes forhandlingsmakt	Middels	Høy	Middels
Leverandørenes forhandlingsmakt	Middels	Middels	Middels
Rivalisering blant eksisterende bedrifter	Lav	Middels - Høy	Middels - Høy

Tabell 3-1 Oppsummering Porters Bransjeanalyse

3.2 Intern Analyse / SVIMA - Modellen

Når det kommer til kartlegging av bedriftens interne ressurser kan det systematiseres ved hjelp av flere modeller. En modell som ofte blir brukt er analyseverktøyet SVIMA. Hensikten med en SVIMA-analyse er å avdekke varige konkurransefortrinn som bedriften innehar. Rammeverket til analysen gir mulighet til å kategorisere de interne ressursene for så å sette

de opp mot de fem evnene; Sjelden, Viktig, Ikke- imiterbar, Mobilisert og Appropriert (Lien, et al., 2016).

Det første kriteriet en ressurs må besitte for å kunne skape et konkurransefortrinn er at den er sjelden. Er ressursen enkel å anskaffe av andre bedrifter, vil den ikke føre til høyere omsetning enn konkurrentene over tid (Lien, et al., 2016).

Det andre kriteriet for å skape konkurransefortrinn er at den er viktig for verdiskapningen. Ressursen har enten en stor innvirkning for kostnader eller betalingsvillighet. Viktighetskriteriet blir brukt for å belyse om en ressurs har betydelig effekt på betalingsviljen, kostnader eller begge deler. Den er derfor viktig for å skille ut de ressursene som faktisk er viktige for bedriften, sammenlignet med det som har mindre betydning (Lien, et al., 2016)

Muligheten til imitasjon eller substitusjon har en stor innvirkning på varigheten til et fortrinn. Har man et produkt som utkonkurreres av et annet som er produsert av andre gir ikke dette lengre noe fortrinn. Det finnes blant annet imitasjonsbarrierer som forhindrer mulighetene for andre parter. Noen eksempler er patent, unike historiske forhold og økonomisk avskrekking (Lien, et al., 2016).

Det fjerde kriteriet mobilisering, kan også beskrives som utnyttelse av ressursen. Det finnes flere grunner til at en ressurs ikke blir tatt i bruk av selskapet selv om det tilfredsstiller de foreliggende kravene. Det kan være andre ressurser som utligner fortrinnet eller en dårlig utnyttelse grunnet for dårlig produktmarkedsstrategier (Lien, et al., 2016).

Det siste kriteriet er at verdien som blir skapt av ressursen, er appropriert. Dette omhandler om i hvilken grad verdien går inn i selskapet og ikke til leverandører, partnere ol. (Lien, et al., 2016).

For å analysere Telenor Group's ressursgrunnlag har vi valgt å fokusere på ressurser som kan gi fortrinn i et tøft marked. Inndeling er som følger; Merkevarer, teknologi og humankapital/ organisasjonsledelse. Siden Telenor er et globalt selskap har vi valgt å dele SVIMA- analysen inn i Norge og globalt. Todelingen skjer på grunn av en større tilgang til mer detaljert informasjon rundt virksomheten i Norge i forhold til den globale.

Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobili-sert	Appro-pierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 3-2 SVIMA- modellen⁷

3.2.1 Merkevare

En merkevare er et sett med assosiasjoner som folk forbinder med et produkt, tjeneste eller selskap. Telenor er en av de store Norden og Asia med svært stor kundegruppe. Med en historie som strekker seg 160 år tilbake står merkevaren sterkt blant både enkeltpersoner og i bransjen.

For bedriftsmarkedet har Telenor fullstendige løsninger som er ansett som trygge og reliable. Med egne apper for bedrifter som tilbyr alt fra nummeropplysning til overføring av samtaler ligger Telenors totale markedsandel på ca. 68,1 % (1. halvår 2019) (Nkom, 2019b).

Ser man ressursen merkevare i lys av SVIMA- modellen kan man avdekke styrkene merkevaren innehar. I første punktet «Sjelden» kan man argumentere for og imot graden av sjeldenhet. En av hovedkonkurrentene Telia ble opprettet rundt samme tid men hadde ikke sitt inntog i Norge før 1993. Vi konkluderte med at merkevaren til Telenor kan kategoriseres som sjelden med tanke på den unike plasseringen i markedet. Ved å være en delvis statlig eid organisasjon som tidligere hadde monopol over markedet, er Telenor en av de fremste yterne i både privat og bedriftsmarkedet. Den sterke merkevaren kan gjenspeiles i den generelle

⁷ Figur hentet fra: (Lien & Jakobsen, 2015)

markedsandelen på 48 % (1. halvår 2019) (Nkom, 2019b). Man kan dermed beskrive merkevare som en viktig ressurs for selskapet.

Muligheten til å imitere merkevaren til Telenor er tilstede men dog svært liten. Det krever svært mye av andre aktører for å komme seg opp til samme nivå. Igjen kan man referere til både levealder og delen som er statlig eid. Det er av nasjonal interesse å fremme selskapet som gir en sterk posisjon i markedet. Dette gir et fortrinn som er veldig vanskelig å imitere for andre aktører.

Merkevaren og merkenavnet Telenor er i stor grad fullt mobilisert. Det store selskapet har egne avdelinger innenfor merkevare som jobber for å fremme navnet. Dette vises godt da de har reklame både på tv og sosiale plattformer. Telenor Norge støtter også idrett og e-sport som når ut til mangfoldet. Med disse investeringene tyder det på at Telenor har en god markedsstrategi som er fullt mobilisert i Norge og i andre land hvor de styrer sin Telekomvirksomhet. Som vi nevnte i Porters bransjeanalyse er produktet relativt homogent, noe som gjør at merkevare blir enda viktigere. Telenor Group har posisjon som største eller nest største aktør i de fleste av sine markeder, noe som tyder på at merkevaren står sterkt hos kundene. Vi anser derfor merkevaren som et varig konkurransefortrinn.

3.2.2 Teknologisk fremskritt

Telenor Group er bransjeledende innenfor teknologisk utvikling av 5G, IOT og AI. 5G'en vil gi oss en betydelig større hastighet med minimale forsinkelser. Med flere piloter og snart full utrulling både i Finland og Norge i løpet av 2020 er Telenor med i front. 5G gir dekning som er mer stabil samtidig som det gir muligheten for hastigheter opp imot 1 GB/S. For bedrifter gir dette muligheten til eksempelvis autonome lastebiler som overvåkes av GPS i sanntid (Telenor Group, 2019c).

IoT eller «Internett of things» kan beskrives som kommunikasjon og trådløs kobling mellom teknologisk utstyr og internett. Telenor Group er gjennom sitt datterselskap Telenor Connexion en av de største selskapene som leverer IoT løsninger globalt. I Norge er ble det i 2018 åpnet et nasjonalt IoT nettverk som ga elektriske enheter muligheten til tilkobling opp imot det eksisterende 4G nettverket (Telenor Group, UDe).

Ved å gjennomføre en SVIMA-analyse får vi en bedre oversikt over Telenors konkurransefortrinn når det kommer til teknologiske fremskritt. I Norge er Telenor en av de fremste innenfor sine fokusområder. Selv om Telenor Group planlegger med en tidlig utbygging av 5G nettverk i Norge og Finland, vil de ikke være alene om dette på det internasjonale markedet i framtiden. Når det kommer til IoT er Telenor Connexion en av de fremste leverandørene i verden med tilgang til over 400 nettverk i 200 land. Dette gir Telenor et fortrinn som er av de sjeldne både i Norge og globalt. (Telenor Group, 2019c; Telenor Group, UDe)

Med en full utrulling av 5G i både Norge og Finland i løpet 2020, pluss et økende behov for hurtigere og bedre tilkoblinger, er teknologiske fremskritt veldig viktig for selskapet. Den komplette pakken med 5G og Iot bygger på hverandre. Dette kan føre til store fordeler i alle land de opererer i. Telenor Group's kompetanse og satsning på teknologiske fremskritt anses derfor som en viktig ressurs.

Når det kommer til muligheten til å imitere fortrinnet er dette fullt mulig. Det samme gjelder for IoT men kan være mere krevende. Det er flere aktører som er i gang med utbyggingen av 5G rundt om i verden. Eksempelvis er konkurrenten Telia snart klar for åpning av 5G i Norge. Per dags dato er 4G standarden for mobilt nett globalt. Dette beskriver en situasjon hvor ressursen 4G er hovedaktøren og 5G ikke blir fullt utnyttet selv om det dekker de foreliggende kriterier. Grunnen er at teknologien ikke er ferdigstilt og klar til å ta over både nasjonalt og globalt.

IoT er utbredt internasjonalt og dermed mobilisert. Telenor har selv forsket og utarbeidet teknologi rundt 5G, noe som gjør at 5G utnyttes og implementeres som en del av verdikjeden. IoT er avhengige av sensorer som fremstilles av eksterne leverandører. Vi kategoriserer dermed teknologien 5G som et midlertidig fortrinn både i Norge og globalt. IoT ansees som et mer varig fortrinn for selskapet som er noe svakere i utlandet grunnet approprierbarheten.

3.2.3 Organisasjonen som ressurs

Telenor er et stort selskap som er godt organisert innenfor styring og ledelse. Med hjelp av et godt rammeverk gjennomsyret av selskapets verdier oppstår en stor mulighet til verdiskapning for både bedrift og interessenter. Gjennom Telenors vidstrakte nettverk har de

opparbeidet en sterk og kompetent ledelse i alle ledd, også internasjonalt. Denne basen gir en god bedriftskultur som smitter over til alt fra ansatte, samarbeidspartnere og kreditorer. Den generelle humankapitalen i selskapet kan da ansees som veldig sterk i hele hierarkiet (Telenor Group, 2020a, pp. 16-40).

Siden organisasjonskulturen er godt utbredt i alle land Telenor Group opererer i kan man ta hele selskapet under ett i SVIMA-analysen. Utbredelsen av rammeverket til organisasjonen er svært viktig, men ikke sjelden. En oppbygging av tillit mellom partene i selskapet gir en stor følelse av samhold som igjen har en stor effekt på verdiskapningen. Å få ressursen opp på samme nivå er krevende, men ikke umulig for konkurrenter. Har et selskap samme størrelse og handlekraft i markedet har de mulighet. I Norge kan Telia settes i samme bås som Telenor. Internasjonalt finnes det andre store bedrifter med samme gjennomslagskraft som konkurrerer om markedet, spesielt i Asia. Selv om Telenor er fullt mobilisert som organisasjon i landene hvor de kontrollerer sin forretningsvirksomhet, er det mulig for andre aktører å skape samme oppbygging. Organisasjon som ressurs kategoriseres dermed som imiterbar. Når det kommer til spørsmålet om ressursen er appropriert, holdes verdiskapningen innenfor selskapet. Kategoriserer dermed ressursen “organisasjon” som et midlertidig fortrinn.

3.2.4 Oppsummering SVIMA

Ressurs	Utfall
Merkevare	Varig fortrinn
Merkevare internasjonalt	Varig fortrinn
5G	Midlertidig fortrinn
5G internasjonalt	Midlertidig fortrinn
Internet of things	Varig fortrinn
Internet of things internasjonalt	Varig fortrinn (-)
Organisasjon	Midlertidig fortrinn
Organisasjon internasjonalt	Midlertidig fortrinn

Tabell 3-3 Oppsummering SVIMA-modellen

3.3 SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen bruker vi en SWOT-analyse, også kalt en situasjonsanalyse. Målet er å lage en oversikt over hovedtrekkene til de interne og eksterne faktorene for Telenor. Analysen bruker fire punkter:

- Styrker (Strengths)
- Svakheter (Weaknesses)
- Muligheter (Opportunities)
- Trusler (Threats)

Styrker og svakheter er knyttet til de interne forholdene til en bedrift. Trusler og muligheter omhandler de eksterne faktorene. Totalt innebærer en situasjonsanalyse at man ser på alle sidene ved en virksomhet (Erichsen, et al., 2017).

3.3.1 Styrker

Telenor har en lang historie som strekker seg over 160 år. Gjennom alle disse årene har de bygget opp en svært god kultur og en fremtredende rolle som industrileder. Dette underbygges og blir forsterket ved det faktum at de har Norges stat som hovedaksjonær. Ved å være en av de største selskapene innenfor telefoni, kringkasting og bredbånd i Norden, har de muligheten til å henge med i den kontinuerlige endringen i teknologien og skape verdi for selskapet og aksjonærer.

Utbyggingen av 5G skaper nye muligheter for alle parter involvert i bedriften. Lanseringen for deler av offentligheten skjedde i 2020 med full landsdekkende lansering i 2022. Dette setter Telenor i en solid posisjon i markedet for videre utvikling i feltet.

Merkevaren til Telenor er en av de store styrkene bedriften innehar. Sett sammen med rollen som banebryter innenfor teknologi fremstår selskapet som trygt og attraktivt for deres kundegrupper.

3.3.2 Svakheter

Telenor er et stort og trygt selskap uten noen umiddelbare svakheter. Det finnes likevel muligheten for fremtredende svakheter i områder rundt internasjonaliseringen. Jo flere land man opererer i, jo større potensiell risiko. Normer og regler i landet kan komme i konflikt

mot Telenors kultur og rammeverk. Et eksempel er episoden i Pakistan hvor det ble utøvd vold mot kunder. VimpelCom er et annet eksempel på risiko med investering i andre selskaper og land. Vinningskriminalitet ble utøvd som er svært uheldig da dette kunne blitt assosiert tilbake til Telenor.

3.3.3 Muligheter

Befolkningsvekst og utvikling fører til økt etterspørsel etter mobiler og telenettverk. Dette er spesielt fremtredende i Asia, som i de siste årene har hatt en voldsom vekst i etterspørsel etter mobiltelefoner, internett og smarttelefoner. Selv med stor konkurranse i disse markedene er det gode muligheter for Telenor å kapre markedsandeler, noe de også satser på.

Teknologiutvikling og digitalisering skjer i et forrykende tempo. For en bedrift, spesielt i telekommunikasjonsmarkedet er det viktig å henge med på denne utviklingen. Telenor fokuserer allerede på dette, og ønsker å være først med tanke på 5G i Norden. Optimalisering og effektivisering av andre elementer ved bedriften kan også være en mulighet for Telenor. Kunstig intelligens trekkes frem som en av de viktigste teknologiske fremskrittene for denne typen effektivisering. En tidlig utvikling og etablering av slike systemer kan gi store fordeler og muligheter i telekommunikasjonsmarkedet.

3.3.4 Trusler

Telenor opplever noen utfordringer som et statlig eid selskap. Rollekonflikter og svakere forutsetninger for verdiskapende eierskap er eksempler på dette. Som en dominerende aktør blir og Telenor regulert av Nkom ved marginskvistester to ganger i året for å gjøre det mulig for bedrifter som ikke eier eget nett å konkurrere i markedet.

Som et internasjonalt selskap er Telenor Group i stor grad påvirket av makroøkonomiske konjunktursvingninger, valutakurser og rentenivå. Samtidig blir de også påvirket av de forskjellige juridiske forholdene i forskjellige land. Et av de viktigste elementene vil være å anskaffe lisenser for drift.

Konkurransesituasjonen og intensiteten vil naturligvis variere i de ulike markedene Telenor Group opererer i. Generelt er trusselen fra nyetablerere lav i telekommunikasjonsmarkedet. I Norden kan det samme sies om substitutter. I Asia jobber ikke Telenor innen fast

bredbånd, og trusselen fra substitutter blir dermed større. I Norden er det lett for kunder å bytte mellom abonnemeter og aktører i mobilbransjen. Kontantkort er den mest brukte betalingsformen i Asia, noe som hemmer kundenes forhandlingsmakt noe. I Norge er konkurranseintensiteten relativt lav blant allerede eksisterende bedrifter i markedet. I Danmark og Asia opplever man betydelig større grad av konkurranseintensitet, noe som kan være en trussel for Telenor.

4 Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven skal vi foreta en regnskapsanalyse av Telenor. Formålet med denne analysen er å danne et helhetsbilde av den økonomiske utviklingen over tid og selskapets økonomiske stilling. En regnskapsanalyse er av spesiell interesse for eiere (nåværende og potensielle), kreditorer, konkurrenter, ansatte og ledelsen. Ved å se på den historiske utviklingen kan vi danne et bedre grunnlag for å spå fremtiden. Selv om historisk data ikke reflekterer hvordan den økonomiske situasjonen vil være fremover, kan denne hjelpe oss å se trender i utviklingen innenfor ulike økonomiske forhold. I denne regnskapsanalysen skal vi se nærmere på disse fire forholdene (Kristoffersen, 2017):

1. Lønnsomhet
2. Finansiering
3. Soliditet
4. Likviditet

Ved å bruke historiske årsregnskap med tilhørende noter fra og med 2015 til og med 2019, skal vi beregne og vurdere ulike nøkkeltall. Hovedtall fra årsregnskapet kan ses i vedlegg 1. En nærmere undersøkelse av endringene over tid, kan si oss noe om den økonomiske utviklingen (positiv/negativ).

4.1 Lønnsomhet

For at en bedrift skal være lønnsom må inntektene være større enn kostnadene. Selskaper må med andre ord ha et overskudd for å drive lønnsomt. I markedet generelt er det lønnsomhet som skaper verdier for eierne av bedrifter, men selskaper som er i en vekstfase vil normalt ikke oppleve samme overskudd som de som fokuserer på lønnsomhet. Denne avveiningen mellom vekst og lønnsomhet går i sykluser for bedrifter, hvor vekst, innovasjon og investeringer er viktig for å utvikle seg mot fremtiden. Men dersom man har for lav lønnsomhet over tid vil man ikke overleve i markedet. Lønnsomhet kan beregnes på ulike deler av kapitalen i bedriften. Vi skal i hovedsak gå nærmere inn på rentabiliteten til kapitalen og se nærmere på resultatgraden i Telenor.

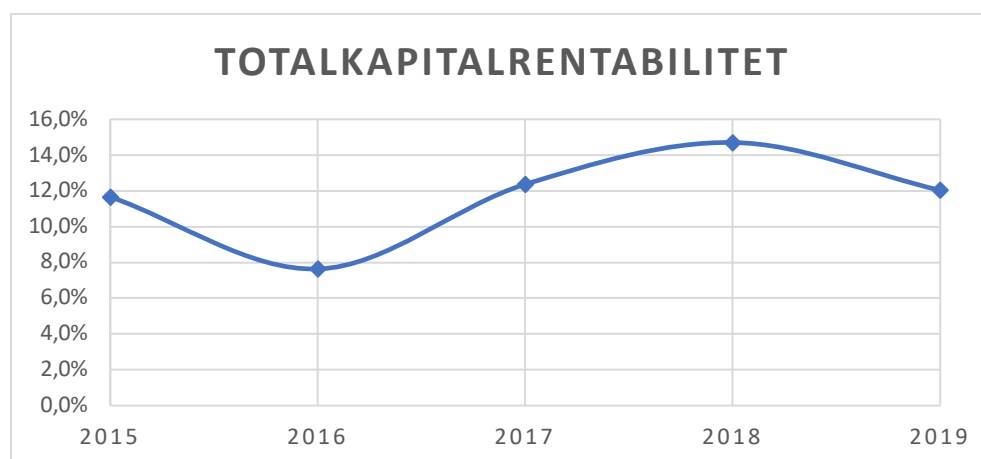
4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Totalkapitalrentabiliteten forteller oss avkastningen selskapet har levert i forhold til totalkapitalen. Nøkkeltallet benyttes for å belyse hvor godt selskapet blir drevet, og hvor godt ressursene er benyttet uavhengig av finansieringen.

År	2015	2016	2017	2018	2019
Totalkapitalrentabilitet	11,7%	7,6%	12,4%	14,7%	12,0%

Tabell 4-1 Totalkapitalrentabilitet



Figur 4-1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten til Telenor har i perioden 2015 til 2019 holdt seg innenfor intervallet 10-15 % med unntak av 2016, som var et år med store nedskrivninger knyttet til virksomheten i India. En verdi på 10-15% anses som god, og over 15% anses som meget god (Kristoffersen, 2017). Verdien ligger stabilt over 10% med unntak av 2016, og nøkkeltallet må derfor anses som tilfredstilt, der verdien for 2018 er svært nær meget god. Her regnes også resultat fra avvirket virksomhet, inklusiv gevinst ved salg av virksomhet. Dette er med på å dra nøkkeltallet opp i 2017 og 2018.

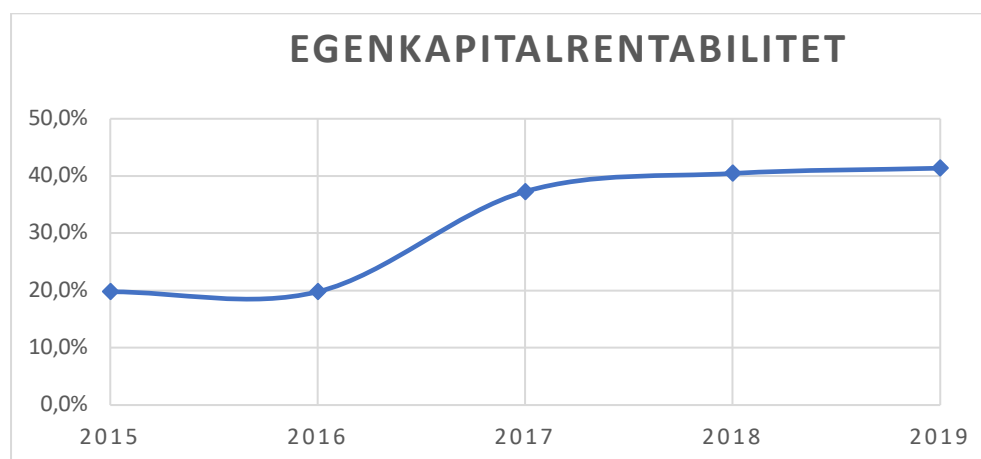
4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Egenkapitalrentabiliteten forteller oss hvor stor avkastning selskapet har levert i forhold til egenkapitalen. Eierne er opptatte av å finne ut av hvor mye av resultatet som tilfaller egenkapitalen. Det er også viktig å se på rentabiliteten til egenkapital sammenlignet med totalkapitalen for å vurdere hvordan lånefinansieringen påvirker rentabiliteten. Vi har her beregnet verdiene før skatt, for å lettere kunne sammenligne over flere år, da skattesatser endrer seg (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalrentabilitet	19,8%	19,8%	37,3%	40,5%	41,4%

Tabell 4-2 Egenkapitalrentabilitet



Figur 4-2 Egenkapitalrentabilitet

Telenor har hatt en stabil økning i verdien på nøkkeltallet. Den flate utviklingen i 2016 er også her knyttet til store nedskrivninger i forbindelse med virksomheten i India. Det er positivt at verdien er høyere enn totalkapitalrentabiliteten. Dette betyr at lånerenten er lavere enn rentabiliteten til eiendelene som fører til økt avkastning på eiendelene (Kristoffersen, 2017). Utviklingen har vært positiv, og verdiene for 2017 til 2019 må anses til å være meget gode. Salget av virksomheter og resultat fra avviklede virksomheter regnes også inn under dette, som er med på å påvirke nøkkeltallet de siste årene.

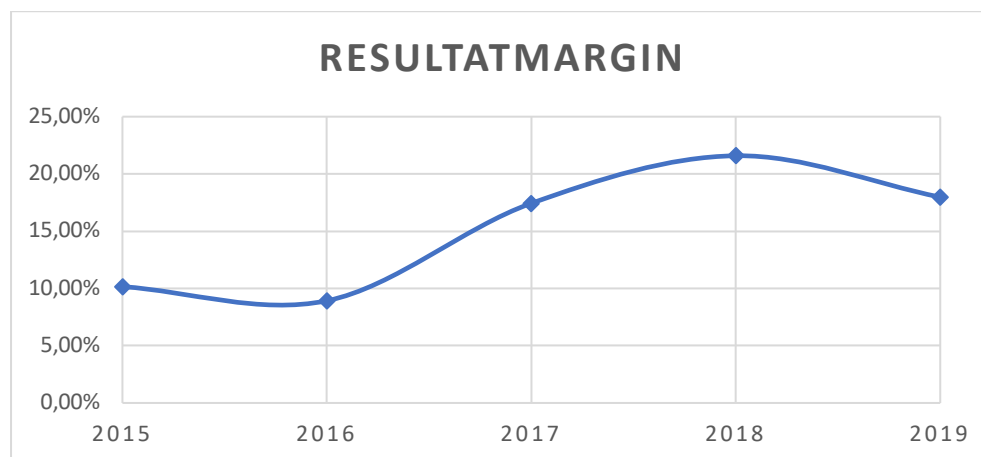
4.1.3 Resultatmargin

$$\text{Resultatmargin} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Dritsinntekter}}$$

Resultatmarginen viser hvor mye selskapet har tjent på årets virksomhet før ekstraordinære poster. Ved å se på forholdstallet før skatt er det enklere å se den virkelige utviklingen over tid da skattesatsene kan endres. Nøkkeltallet er med på å belyse påvirkningen av store kostnader på resultatet, som f.eks. nedskrivninger og finansielle kostnader (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Resultatmargin	10,16%	8,93%	17,43%	21,59%	17,97%

Tabell 4-3 Resultatmargin



Figur 4-3 Resultatmargin

Også her påvirkes nøkkeltallet av de store nedskrivningene i 2016. Med unntak av 2016 er utviklingen positiv, og i 2018 hadde Telenor en resultatmargin på over 20% noe som må sies å være meget godt. Denne økningen fra 2017 til 2018 skyldes i hovedsak salget av virksomheter. Noe som også er årsaken til økningen fra 2015/2016 til 2017. Selv om Telenor Group har avviklet og solgt virksomheter har de holdt driftsinntektene oppe, som har resultert i denne positive økningen. De neste årene vil vise om selskapet klarer å utnytte de markedene til fremdeles opererer i til å fortsette denne utviklingen.

Telenor Group har uttrykt som en del av sin ambisjon å kutte å kostnader, samt at selskapet skal fortsette å øke inntektene. De har derfor valgt å holde seg i de markedene hvor de kan fokusere på vekst og lønnsomhet. Dersom Telenor lykkes i å gjennomføre sin strategi de neste årene, forventes det at lønnsomheten har en positiv utvikling.

4.2 Finansiering

I en analyse av finansieringen til et selskap skal vi se nærmere på anskaffelse og anvendelse av kapital. Dette innebærer å se nærmere på kapitalstrukturen til selskapet og hvordan denne er finansiert av kortsiktig og langsiktig gjeld og egenkapital. Analysen tar utgangspunkt i balansen på et gitt tidspunkt (Kristoffersen, 2017). Vi skal se nærmere på nøkkeltallene finansieringsgrad 1 og arbeidskapitalen.

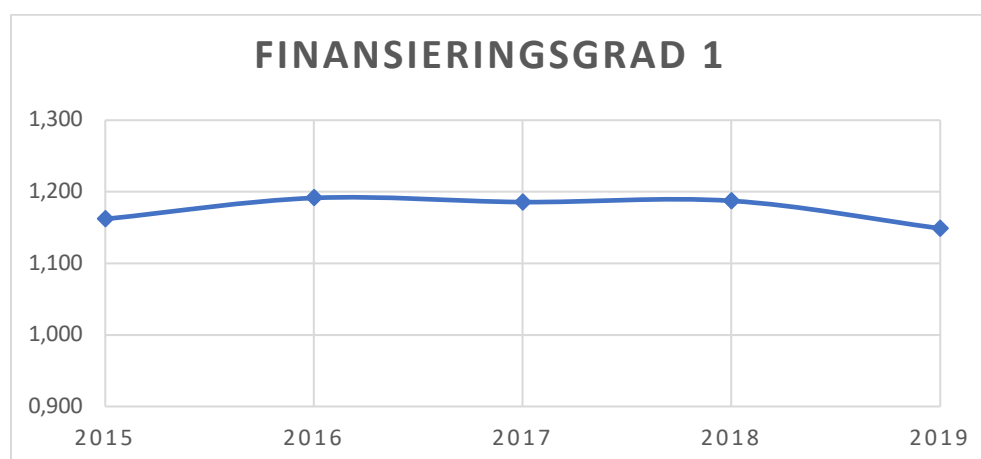
4.2.1 Finansieringsgrad 1

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Ved å se på forholdstallet mellom anleggsmidlene og den langsiktige kapitalen, kan vi se nærmere hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Det er ønskelig at dette tallet er under 1, som vil si at anleggsmidler er 100% finansiert med langsiktig kapital. Langsiktig kapital er summen av langsiktig gjeld og egenkapital (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Finansieringsgrad 1	1,162	1,191	1,186	1,187	1,149

Tabell 4-4 Finansieringsgrad 1



Figur 4-4 Finansieringsgrad 1

For Telenor kan vi se at verdien ligger stabilt opp under 1,2. Dette betyr at anleggsmidlene finansieres av både langsiktig kapital og kortsiktig gjeld. Tallet er ikke under 1 som ønskelig, og dette får betydning for arbeidskapitalen som vi skal se på videre.

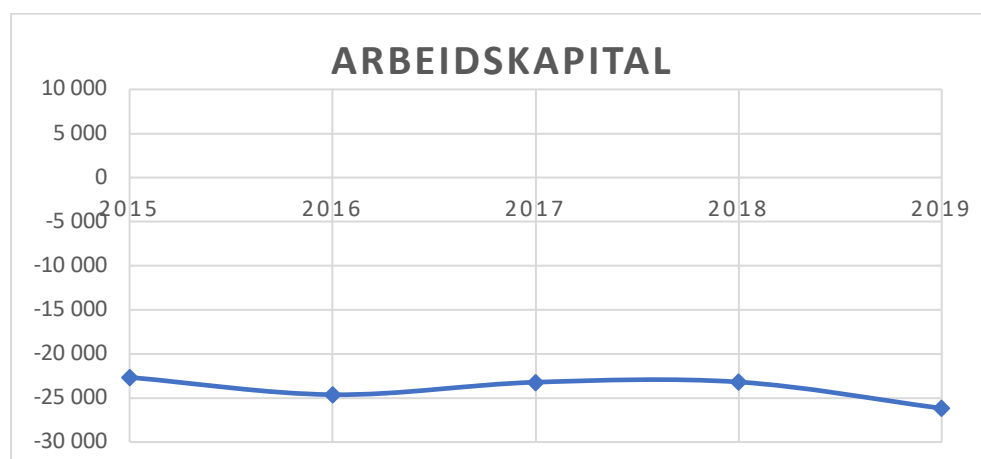
4.2.2 Arbeidskapital

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Arbeidskapital defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Denne henger tett sammen med finansieringsgrad 1, og ved en positiv arbeidskapital er noen av omløpsmidlene langsiktig finansiert. Dersom den er negativ, vil den kortsiktige gjelden være større enn omløpsmidlene (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Arbeidskapital	-22 665	-24 627	-23 215	-23 192	-26 174

Tabell 4-5 Arbeidskapital



Figur 4-5 Arbeidskapital

Som vi ser i figur 4-5 har Telenor Group negativ arbeidskapital. Dette vil i utgangspunktet få negative konsekvenser for likviditeten til Telenor. Den kortsiktige gjelden er med andre ord med på å finansiere anleggsmidlene. Det er derimot viktig å se den stabile utviklingen av finansieringen. Dette tyder på en bevisst finansieringsstrategi. Vi skal se nærmere på dette når vi vurderer likviditetsgrad 1 og 2 som er tett tilknyttet arbeidskapitalen.

4.3 Soliditet

Her skal vi se nærmere på Telenors evne til å tåle tap. Soliditet er tett knyttet opp til finansieringen av selskapet, og hvor stor andel egenkapital selskapet har. Gjeld har en viss risiko knyttet til seg, så selskaper som i større grad finansieres av egenkapital vil tåle større tap (Kristoffersen, 2017). Her skal vi nærmere på egenkapitalandelen og gjeldsgraden.

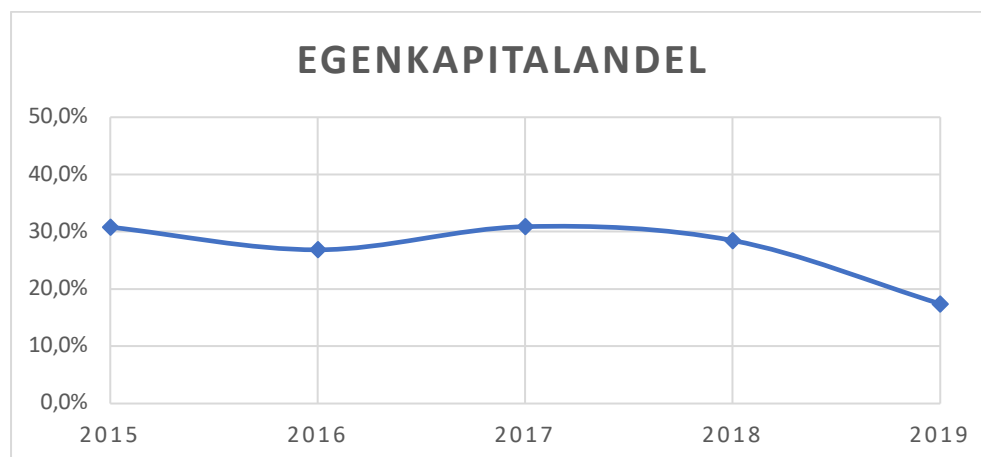
4.3.1 Egenkapitalandel

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalandelen forteller oss hvor stor del av eiendelene som er finansiert av egne midler. Den sier også noe om hvor mye selskapet kan tape før gjelden påføres tap. Desto høyere egenkapitalandel desto mer solid er bedriften (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalandel	30,8%	26,8%	30,9%	28,5%	17,4%

Tabell 4-6 Egenkapitalandel



Figur 4-6 Egenkapitalandel

Telenor har i perioden hatt en jevn egenkapitalandel på rundt 30%. Det er vanskelig å gi et normtall på hvor stor denne andelen bør være, men Telenor viser at de opprettholder en stabil andel, noe som må sies å være positivt. Det er regler i aksjeloven som regulerer om selskaper har lov til å betale utbytte. Denne begrensningen ligger på 10%, noe som Telenor holder seg

over for å kunne utøve sin utbyttestrategi. Nedgangen i 2016 kan som tidligere knyttes til unormalt store nedskrivninger. I 2019 ser vi at egenkapitalandelen til Telenor faller med rundt 11%. Dette skyldes oppkjøpet av DNA i Finland, som reduserte egenkapitalen og økte gjelden betraktelig. Dette resulterer i at soliditeten svekkes, men er ikke negativt dersom oppkjøpet fører til større lønnsomhet enn kostnadene ved den reduserte gjeldsgraden.

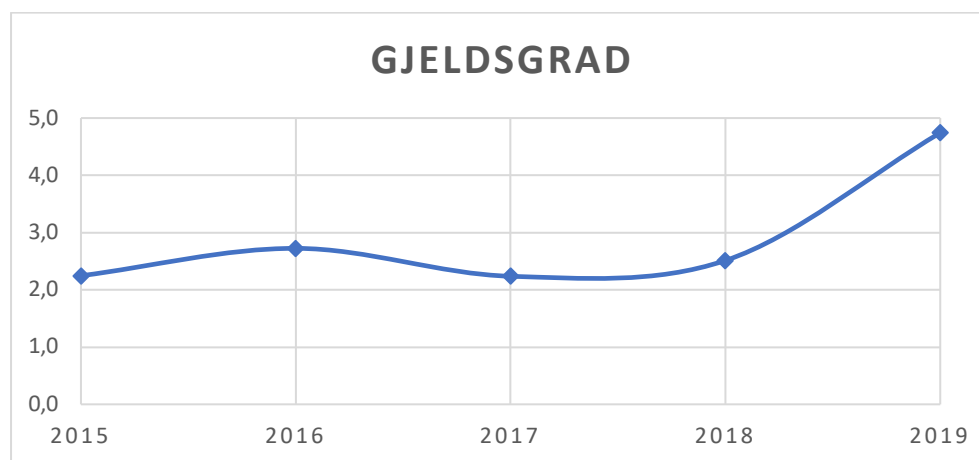
4.3.2 Gjeldsgrad

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Gjeldsgraden viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert av gjeld i forhold til egenkapitalandelen. Jo lavere dette tallet er, jo mer solid er selskapet (Kristoffersen, 2017).

År	2015	2016	2017	2018	2019
Gjeldsgrad	2,2	2,7	2,2	2,5	4,7

Tabell 4-7 Gjeldsgrad



Figur 4-7 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden korrelerer negativt med egenkapitalandelen, som betyr at om egenkapitalandelen øker, synker gjeldsgraden. Dette illustreres i figur 4-6 og 4-7, hvor opptaket av gjeld i 2019 fører til en kraftig økning og reduksjon i hhv. gjeldsgraden og egenkapitalandelen. Den tidligere stabile utviklingen kan ses i sammenheng med et skifte i strategien til Telenor Group.

4.4 Likviditet

Likviditeten til selskaper sier noe om deres evne til å betale for sine forpliktelser. Selskapets likviditet belyses ved å se nærmere på selskapets omløpsmidler og kortsiktige gjeld (Kristoffersen, 2017) Nærmere bestemt skal vi se på to ulike nøkkeltall, likviditetsgrad 1 og 2.

4.4.1 Likviditetsgrad 1 og 2

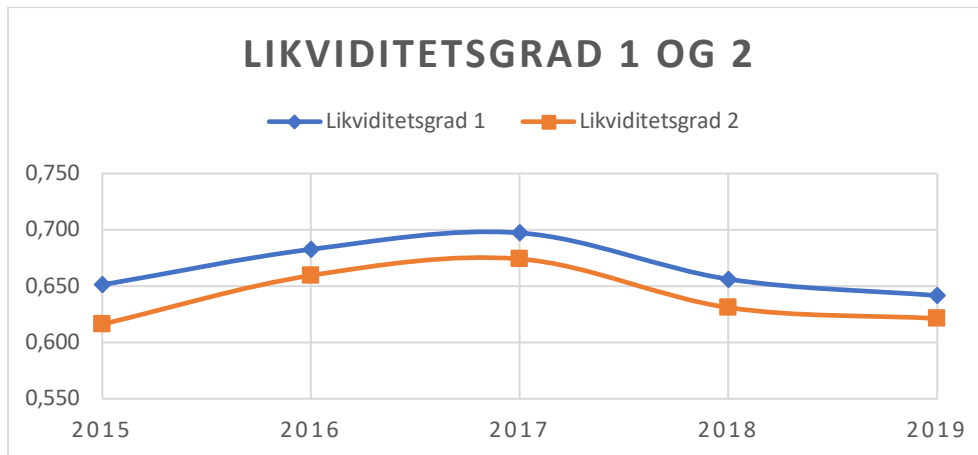
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 og 2 tar utgangspunkt i omløpsmidlene og måler de opp imot den kortsiktige gjelden på en gitt tid i balansen. De mest likvide omløpsmidlene er normalt omløpsmidler – varelager. Likviditetsgrad 1 bør være over 2, og likviditetsgrad 2 over 1, men dette er sjeldent i realiteten (Kristoffersen, 2017). Ved å se på begge nøkkeltallene, skal vi forsøke å belyse hvorfor disse normtallene ikke kan overføres til Telenor.

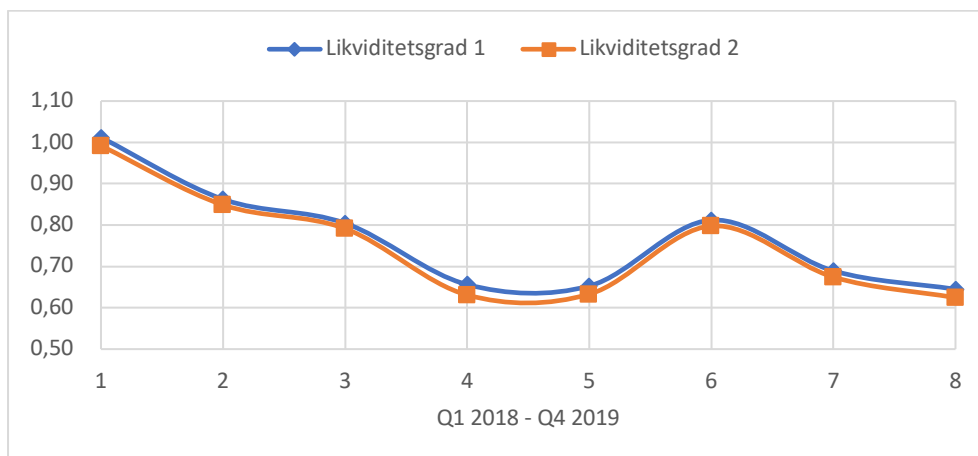
År	2015	2016	2017	2018	2019
Likviditetsgrad 1	0,65	0,68	0,70	0,66	0,64
Likviditetsgrad 2	0,62	0,66	0,67	0,63	0,62

Tabell 4-8 Likviditetsgrad 1 og 2



Figur 4-8 Likviditetsgrad 1 og 2 2015-2019

Begge likviditetsgradene holder seg innenfor 0,6 til 0,7, og dette skyldes i hovedsak at selskapet ikke har et betydelig varelager. Telenor tjener hovedsakelig sine penger gjennom månedlige abonnementer noe som betyr at samtlige omløpsmidler er relativt likvide. Dette sett sammen med selskapets evne til å betale utbytte, tyder dette på at Telenor ikke har noen problemer med å betale for sine forpliktelser. Nedenfor har vi sett litt nærmere på nøkkeltallene ved å beregne kvartalsvis utvikling de siste 2 årene.



Figur 4-9 Likviditetsgrad 1 og 2 Q1 2018 - Q4 2019

I perioden Q1 2018 til Q4 2019 varierer likviditeten som vist over. Her ser vi også at likviditeten er på sitt laveste ved slutten av året. Dette kan tyde på at det er betydelige forfall til betaling i fjerde kvartal. Analysen er likevel nyttig i den forstand at vi kan se utviklingen fra periode til periode, hvor endringene er det viktigste.

Et siste viktig moment for å avgjøre om likviditetsgraden er problematisk er hvorvidt Telenor sine likviditetsgrader avviker fra sammenlignbare selskaper. Vi har regnet ut likviditetsgraden til fire andre telekommunikasjonsselskaper for 2018 og 2017. Telenor sine likviditetsgrader ligger noe under snittet, men de har ikke unormale tall i forhold til flere av de andre aktørene⁸.

4.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Telenor sin finansielle posisjon er solid, dog har selskapets gjeldsgrad økt i 2019 som følge av oppkjøpet av DNA i Finland. Imidlertid styrker oppkjøpet Telenor sin posisjon i Norden. De siste årene har utviklingen på avkastningen vært meget positiv. Dersom selskapet lykkes med sin strategi om forenkling av porteføljen samt kostnadsreduksjon er det rimelig å tro at trenden vil fortsette. Det mest positive å trekke fram er lønnsomheten, hvor selskapet leverer solide tall både med tanke på totalkapitalen og egenkapitalen, noe som gjenspeiler en god lånefinansiering med lav rente. Videre kan det rettes kritikk mot selskapets finansiering av langsiktige midler med kortsiktig gjeld, noe som fører til nedsatt likviditet. Av analysen kommer det frem at 2016 er en avstikker i den positive trenden, men som nevnt kan dette i stor grad skyldes virksomheten i India som nå er avviklet.

Denne regnskapsanalysen gjenspeiler kun utviklingen fra samme tidspunkt fra år til år. Dette er også en svakhet ved analysen da selskapet kan ha forfall for sine betalinger på forskjellige tidspunkt. Spesielt kan kortsiktig gjeld og omløpsmidler variere innenfor et år. Et eksempel vil være likviditetsgraden, som ved en nærmere analyse varierer i stor grad fra kvartal til kvartal. Analysen viser også at selskapet har endret kapitalstruktur i 2019. Dette henger også sammen med den uttrykte strategien og oppkjøpet av DNA. Telenor Group har i løpet av 2019 formidlet en ambisjon om en økning i forholdet mellom rentebærendegjeld og EBITDA. Forholdet har tidligere vært på rundt 1, men skal i framtiden ligge på 1,8 - 2,3. Dette kan vi se i sammenheng med gjeldsgraden som økte i 2019, som også doblet den rentebærende gjelden. Dette skal vi se nærmere på i den finansielle analysen.

⁸ Se årsrapporter fra konkurrenter: (Deutsche Telekom, 2020) (Telia Company, 2020) (Tele2, 2020) (Telefonica Group, 2020) (Verizon, 2020)

5 Finansiell analyse

I den finansielle analysen skal vi forsøke å verdsette konsernet Telenor Group til korrekt verdi per 31.12.2019. Vi skal bruke historiske data i kombinasjon med kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom vårt arbeid hittil i oppgaven. Vi skal benytte oss av tre ulike metoder for verdsettelse, hhv. fri kontantstrøm, dividende-modellen og markedsbasert verdsettelse.

Telenoraksjen ble ved årsskiftet handlet til NOK 157,45 og selskapet hadde 1 422 663 071 utestående aksjer, som tilsvarer en markedsverdi på NOK 224 milliarder. I vår verdsettelse har vi delt inn kontantstrømmen inn i tre ulike perioder. Først er det en eksplisitt periode fra 2020 til 2024, deretter en periode med konstant vekst fra 2025 til 2029 og et siste terminalledd fra 2030 og utover. Disse har ulike forutsetninger og dermed ulike avkastningskrav.

5.1 Avkastningskrav

Bakgrunnen for at investorer ønsker å investere i aksjer fremfor å sette pengene i banken kan ses i sammenheng med de lave rentenivået de siste ti årene. Rentnivået henger sammen med sikre «risikofrie» investeringer som langsiktige statsobligasjoner, og når disse instrumentene gir en lav avkastning, søker mange seg til aksjemarkedet hvor en kan oppnå høyere avkastning. En rasjonell risikoavers investor ønsker likevel å minimere sin risiko, og man ønsker å få betalt for den risikoen man påtar seg. Det første vi skal undersøke er derfor avkastningskravene.

5.1.1 CAPM – Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen kan brukes til å regne ut hvilken avkastning vi kan forvente på egenkapitalen. Følgende ligning brukes ved beregning av forventet avkastning (Brealey, et al., 2017, p. 200).

$$CAPM: r_e = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

r_e = Avkastningskrav til egenkapitalen

r_f = Risiko fri rente

β = Selskapets betaverdi

r_m = Markedets forventet avkastning

$r_m - r_f$ = markedets risikopremie

5.1.1.1 Risikofri rente

Et vanlig mål på den risikofrie renten, altså avkastningen vi kan forvente på en så godt som risikofri investering, er langsiktige statsobligasjoner fra «sikre» økonomier, for eksempel renten på en tiårig norsk statsobligasjon. Dette er også en det mest vanlige målet på risikofri rente blant respondentene i PwC sin undersøkelse av finansanalytikere (Fastbø, et al., 2019, p. 7). Den gjennomsnittlige renten på en norsk tiårig statsobligasjon var 1,49% da denne undersøkelsen ble gjennomført. Allikevel har denne renten gått kraftig ned den siste tiden siden covid-19 utbruddet rammet Europa, og den daglige renten er per 30.03. 0,87% (Norges Bank, 2020).

Vi forventer at over den neste femårsperioden vil rentenivået ligge på rundt 1%. Og vi legger dette til grunn for avkastningskravet i perioden 2020-2024.

Vår antagelse er at rentenivået vil hente seg inn gradvis over de neste ti årene. Og for perioden 2025-2030 legger vi til grunn et rentenivå som er 1,5 % høyere, tilsvarende 2,5%. Deretter legger vi til grunn en normalisert risikofri rente i perioden fra 2030 og utover. Dette tilsvarer den mest brukte normaliserte risikofrie renten i PwC sin undersøkelse (Fastbø, et al., 2019, p. 7). Vi mener vi må heve rentenivået på lengre sikt siden det ikke er plass til en inflasjonsforventning på 2% i en risikofri rente på 1%. Det er dermed heller ikke plass til en uendelig vekst på 2%, noe vi kommer tilbake til senere. Vi legger derfor til grunn følgende risikofrie renter i vår analyse:

$$r_{f2020-2024} = 1\%$$

$$r_{f2025-2030} = 2,5\%$$

$$r_{f2030\rightarrow} = 3\%$$

5.1.1.2 Selskapets beta-verdi

Beta er et mål på hvor sensitiv en aksje er til endringer i markedet (Brealey, et al., 2017, p. 181). Markedsbeta vil være betaen av en portefølje som inkluderer alle aksjer, og vil dermed være lik 1. Sagt på en annen måte vil betaen til en gjennomsnittlig aksje være lik 1. Dette betyr at det er perfekt samvariasjon mellom avkastning i markedet og aksjen. Ved en lavere betaverdi enn 1, vil aksjens endring være mindre enn markedet. Aksjer med større beta enn 1

vil oppleve en større endring enn markedet. Beta beregnes ved bruk av følgende ligning (Brealey, et al., 2017, p. 183).

$$\beta_e = \frac{\text{Kovarians}(R_e, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

Når vi estimerer Telenor sin betaverdi har vi valgt å bruke Oslo børs som referanse-index. Denne indexen inneholder et representativt utvalg av alle aksjer notert på Oslo børs. Vi har beregnet beta ved å benytte oss av daglig kurs fra de siste 5 årene, fram til 31.12.2019. Vi har beregnet beta gjennom kovarians og varians, men også regresjon for å finne intervallet hvor beta-verdien befinner seg i. Dette gir følgende beregninger:

	TEL	OSEBX
5år		
Varians	0,000181666	9,72415E-05
Standard avvik	1,35%	0,99%
Kovarians	0,0000743	
Beta	0,76	
<i>Coefficients</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
	0,76	0,83

Figur 5-1 Utregning av betaverdi

En betaverdi mellom 0,7 og 0,83 sier at vi med 95% sikkerhet kan påstå at den ekte verdien ligger i dette konfidensintervallet. Ettersom utbytte ikke er en del av målingene velger vi å legge til grunn en beta-verdi på 0,83 i den videre analysen.

5.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er ifølge PwC sin undersøkelse antatt å være omkring 5% av de fleste respondenter. Dette er derfor et naturlig utgangspunkt å bruke. Allikevel kan teori tilsi at risikopremien varierer med de økonomiske tidene. Når det er dårligere økonomiske tider tåler investorer tap dårligere, og de blir mer risikoaverse. Dermed medfører dette en høyere risikopremie (Kinserdal, 2017). Vi legger likevel til grunn en risikopremie på 5% i vår analyse, til tross for dårligere prognoser på kort sikt.

5.1.1.4 Avkastningskrav på egenkapitalen

Basert på tallene overfor, beregner vi følgende avkastningskrav til egenkapitalen i de ulike periodene:

$$CAPM_{2020-2024}: r_e = 1\% + 0,83 * 5\%$$

$$r_{e2020-2024} = 5,15\%$$

$$CAPM_{2025-20230}: r_e = 2,5\% + 0,83 * 5\%$$

$$r_{e2025-20230} = 6,65\%$$

$$CAPM_{2030\rightarrow}: r_e = 3\% + 0,83 * 5\%$$

$$r_{e2030\rightarrow} = 7,15$$

5.1.2 WACC – Weighted average cost of capital

Telenor Group finansierer sin virksomhet fra ulike kilder. På grunn av dette er ikke kostnaden til egenkapitalen tilstrekkelig, og vi benytter derfor et vektet gjennomsnitt av kostnaden til kapitalen, gjennom WACC modellen.

2019 var det første året der det var påkrevd å bruke den nye regnskapsstandarden IFRS16. Denne innebar at alle leieavtaler blir behandlet som det som tidligere har blitt kalt finansielle leieavtaler (Deloitte, 2019). Et resultat av at tidligere operasjonelle leieavtaler nå omhandles som finansielle leieavtaler er at vi anser dette som en del av finansieringen i en verdsettelse. Gjelden vil dermed inkludere leieavtaler i WACC-modellen, med tilhørende gjeldsrente.

WACC-modellen beregner avkastningen på totalkapitalen ved å beregne kostnaden fra de ulike finansieringskildene. Det benyttes derfor markedsbaserte verdier for både gjeld og egenkapital. Gjeldsandelen multipliseres med $(1 - s)$ for å inkludere skattefordelen ved rentebetalinger.

$$WACC: r_{TK} = r_e * \frac{EK}{TK} + r_g \frac{G}{TK} (1 - s)$$

$$\frac{EK}{TK} = \text{Egenkapitalandel}$$

$$r_g = \text{Gjennomsnittlig gjeldsrente}$$

$$\frac{G}{TK} = \text{Gjeldsandel}$$

$$TK = \text{Totalkapital}$$

$$s = \text{Skattesats}$$

5.1.2.1 EK og Gjeldsandel

Vi finner markedsverdien til egenkapitalen per 31.12.2019 ved å multiplisere aksjeprisen, NOK157,45, med antall utestående aksjer, 1 422 663 071. Egenkapitalen får da en markedsverdi på NOK 223 998 300 500.

Markedsverdien på den rentebærende gjelden er 102 702 000 000 NOK ifølge årsrapporten fra 2019 (Telenor Group, 2020a, p. 110). I tillegg hadde de leieavtaler balanseført til NOK 41 297 000 000. Leieavtaler inkluderer spektrum lisenser, leie av passiv infrastruktur, kabler, tomter og bygninger (Telenor Group, 2020a, p. 90). Vi legger til grunn at dette er markedsverdien, da det ikke presenteres andre tall i årsrapporten. Til sammen blir da gjelden på NOK 143 999 000 000.

Totalkapitalen i WACC-modellen blir NOK 367 997 300 529 og dermed blir EK-andelen på 60,87% og gjeldsandelen på 39,13%.

5.1.2.2 Skattesats

Inntektsskatten for bedrifter i Norge er på 22%, men siden Telenor har virksomheter i mange land har de mange skattesatser å forholde seg til. Den effektive skattesatsen varierer fra år til år, men fra de siste årenes årsrapporter ser vi at skattesatsen som regel har vært på rundt 30%, selv om den var på hele 43,1% i 2019 (Telenor Group, 2020a, p. 84). Grunnen til at skattesatsen varierer fra år til år er i stor grad korreksjoner fra tidligere år og enkelthendelser slik som at de ikke får godkjenning til å føre spesifikke tap skattemessig. Ettersom de nominelle inntektsskattesatsene i landene Telenor har virksomhet er mellom 20% og 30% er 30% tallet vi velger å bruke for effektiv skattesats på resultatet til Telenor i kontantstrømoppstillingen (Telenor Group, 2020a, p. 84).

Skattesatsen som brukes i WACC-modellen er imidlertid ikke relatert til det overordnede resultatet til Telenor konsernet, men de skattebesparelsene de får av rentekostnadene sine. For å beregne denne skattesatsen har vi sett på hvordan den rentebærende gjelden er fordelt over de forskjellige selskapene. Skattesatsen vi da kommer frem til er 21,85%, dette hovedsakelig fordi mesteparten av den rentebærende gjelden er tatt opp sentralt av Telenor ASA der den nominelle skattesatsen er 22%. Se vedlegg 2 for utregning.

5.1.2.3 Gjeldsrente

Telenor sin gjennomsnittlige gjeldsrente på rentebærende gjeld var i 2019 2,7% (mot 3,4% i 2018) (Telenor Group, 2020a, p. 114). Den er ganske lav i forhold til tidligere år, men ettersom vi i våren 2020 har svært lav rente og antar at dette vil fortsette en stund tar vi utgangspunkt i denne renten på 2,7% på kort sikt.

Vi må også finne en gjeldsrente for leieavtalene som nå skal tas med som finansiering etter IFRS16.

Beløp i millioner kr	Total	1 år	2 år	3 år	4 år	5 år
Sum leieforpliktelser	41 297	9 295	7 357	5 520	4 792	4 311
Fremtidige rentebetalinger	7 596	2 030	1 573	1 212	940	705
Sum inkludert fremtidige rentebetalinger	48 893	11 325	8 930	6 732	5 732	5 016
Resterende leieforpliktelser å betale	41 297	32 002	24 645	19 125	14 333	10 022
Gjeldsrente		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

Tabell 5-1 Utregning gjeldsrente leieforpliktelser

Vi regner ut gjeldsrenten på leieavtalene basert på de oppgitte fremtidige rentebetalinger og hvor mye det utgjør av de resterende leieforpliktelsene. Fra utregningen ser vi at gjeldsrenten på de leieavtalene Telenor har for øyeblikket ligger på omtrent 4,9% og vi velger å bruke dette som utgangspunkt for gjeldsrenten til leieavtaler.

Den vektete gjennomsnittlige gjeldsrenten blir da 3,33% i den eksplisitte perioden. Dette er gjeldsrenten vi bruker på kort sikt, men vi antar at denne gjeldsrenten vil øke når den risikofrie renten øker. For perioden 2025-2029 antar vi at gjeldsrenten vil øke med 1% til 4,33%, og vi forventer at gjeldsrenten vil øke med 0,5% til 4,83% for terminalleddet. Dette er justert nesten i takt med den risikofrie renten, men for å unngå en for høy justering av gjeldsrenten justerer vi opp med 0,5 færre prosentpoeng totalt over perioden.

Se full utregning i vedlegg 2.

5.1.2.4 WACC: Avkastningskrav til totalkapitalen

Basert på tallene overfor har vi beregnet følgende avkastningskrav til totalkapitalen i de ulike periodene.

$$WACC_{2020-2024}: r_{TK} = 5,15\% * 60,87\% + 3,33\% * 39,13\%$$

$$r_{TK2020-2024} = 4,15\%$$

$$WACC_{2025-2029}: r_{TK} = 6,65\% * 60,87\% + 4,33\% * 39,13\%$$

$$r_{TK2025-2029} = 5,37\%$$

$$WACC_{2030\rightarrow}: r_{TK} = 7,15\% * 60,87\% + 4,83 * 39,13\%$$

$$r_{TK2030\rightarrow} = 5,83\%$$

5.2 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Når vi estimerer fremtidige kontantstrømmer, tar vi utgangspunkt i historiske tall fra årsregnskapene fra 2015-2019. Her ser vi på forholdstall, historisk nivå og målene Telenor har publisert for fremtiden. Et utdrag av hovedtallene fra regnskapene er presentert i vedlegg 1.

5.2.1 Estimering av driftsinntekter

						2019
Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019	(Q4)
Driftsinntekter	128175	131427	124756	110362	113666	31737
Endring i %		2,5%	-5,1%	-11,5%	3,0%	

Tabell 5-2 Historiske driftsinntekter

De historiske tallene for driftsinntektene viser store endringer fra år til år over perioden 2015 til 2019. Dette skyldes selskapets endringer hvor de har trukket seg ut av enkelte land og etablert seg i nye. På bakgrunn av dette velger vi å ikke basere fremtidige tall på en økning fra tidligere års driftsinntekter, men heller se på siste kvartal i 2019, som er den første perioden hvor selskapet opererte med den porteføljen vi regner med de skal videreføre de neste årene. Vi forventer at de opprettholder samme nivå på inntektene i 2020 som de gjorde i

Q4 2019. Dette betyr altså at vi ikke forventer noe vekst i driftsinntekter fra slutten av 2019 til utløpet av 2020 på grunn av lavere økonomisk aktivitet.

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	126949	128217	129500	130147	130798
Endring i %	12%	1%	1%	0,5 %	0,5 %

Tabell 5-3 Estimerte driftsinntekter

Telenor presenterte sine mål for salg og trafikk inntekter under kapitalmarkedsdagen i starten av mars. Her la de frem ambisjoner om en vekst på 0-2% (Telenor Group, 2020c). Ved beregning av kontantstrøm legger vi til grunn en vekst på 1% i 2021 og 2022, og deretter en økning på 0,5%. Endringen på 12% fra 2019 til 2020 er beregnet ved bruk av regnskapstallet for hele 2019 der DNA ikke inngikk i virksomheten før august.

5.2.2 Estimering av driftskostnader

Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019	2019 (Q4)
Vare- og trafikkostnader	35147	34095	31039	26180	27912	8671
i % av driftsinntekter	27%	26%	25%	24%	25%	27%
Beløp i millioner kr						2019 (Q4)
Lønn og personalkostnader	12406	13152	12802	10723	10803	3006
i % av driftsinntekter	10%	10%	10%	10%	10%	9%
Andre driftskostnader	36425	37698	31923	28008	24215	6663
i % av driftsinntekter	28%	29%	26%	25%	21%	21%
-Andre inntekter	113	547	1311	63	741	293
i % av driftsinntekter	0,1%	0,4%	1,1%	0,1%	0,7%	0,9%
Andre kostnader	985	1927	1412	3267	1200	508
i % av driftsinntekter	1%	1%	1%	3%	1%	2%
Sum operasjonelle kostnader	49703	52230	44826	41935	35477	9885
i % av driftsinntekter	39%	40%	36%	38%	31%	31%

						2019
Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019	(Q4)
Sum driftskostnader	84850	86325	75865	68115	63389	18555

Tabell 5-4 Historiske driftskostnader

Telenor inndeler kostnader i to kategorier, operasjonelle kostnader og vare og trafikkostnader. Historisk er det store svingninger i kostnadene på grunn av endringene i hvilke markeder de opererer i, og på grunn av nedbemanningen de siste årene. Likevel er det en sammenheng mellom salgsinntektene og operasjonelle kostnader.

Ved estimering av vare- og trafikkostnader ser vi på de siste årene at kostnadene ligger tett knyttet til driftsinntektene rundt 25%, dette er nivået vi regner med det vil ligge på i årene fremover også, og estimerer derfor med en økning i takt med inntektene.

Målet til Telenor Group er å kutte netto operasjonelle kostnader med 1-3 % per år i perioden 2020-2022 (Telenor Group, 2020c). Ved estimering av kostnadene i 2020 ser vi også her til Q4 2019 hvor operasjonelle kostnader var på 31% av driftsinntektene. Dette justerer vi opp til 32% siden de historiske operasjonelle kostnadene har ligget på en noe høyere prosentandel av driftsinntektene og vi ikke ønsker å underestimere kostnadene. Vi legger til grunn en reduksjon på 1% i 2020 og 2021, 2% i 2022, og deretter ingen reduksjon de siste årene. Vi antar reduksjonen vil være lav de første årene ettersom vi tror de utsetter nedbemanning, noe de allerede har gjort i 2020 som et resultat av situasjonen rundt Covid-19, og deretter ta seg opp i 2022. Ettersom vi ikke har noen kilder for strategi fra 2023 og fremover antar vi en fortsettelse av kostnadsminimering, men at det ikke er mulig å redusere netto kostnader stort videre. Dette gir følgende driftskostnader og EBITDA estimert for perioden 2020-2024:

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Vare- og trafikkostnader	31737	32054	32375	32537	32699
i % av driftsinntektene	25%	25%	25%	25%	25%

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Lønn og personalkostnader	12230	12108	11866	11866	11866
i % av driftsinntektene	10%	10%	9%	9%	9%
Andre driftskostnader	27111	26840	26303	26303	26303
i % av driftsinntekter	21%	21%	21%	21%	21%
-Andre inntekter	1193	1181	1157	1157	1157
i % av driftsinntekter	1%	1%	1%	1%	1%
Andre kostnader	2069	2048	2007	2007	2007
i % av driftsinntekter	2%	2%	2%	2%	2%
Sum operasjonelle kostnader	40217	39815	39019	39019	39019
i % av driftsinntekter	32%	31%	30%	30%	30%

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Sum driftskostnader	71955	71870	71394	71556	71718

Tabell 5-5 Estimerte driftskostnader

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBITDA	54994	56348	58106	58591	59079
Margin	43,32%	43,95%	44,87%	45,02%	45,17%

Tabell 5-6 Estimert EBITDA

5.2.3 Estimering av avskrivninger

Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019
Anleggsmidler	162596	153328	148298	147008	202040
Avskrivninger og amortiseringer	18384	20050	21257	20104	24527
i % av AM	11%	13%	14%	14%	12%

Tabell 5-7 Historiske avskrivninger

Telenor er plassert i en teknologisk sektor hvor det skjer hyppige endringer. Muligheten for disse endringene er implementert i den estimerte utnyttbare levetiden og dermed avskrivningene. Som vi ser av historiske regnskapstall kan vi se at avskrivningene holder seg nokså stabilt. I de neste 5 årene anslår vi en økning som holder seg stabilt. Hovedgrunnene til

økningen er oppkjøpet av rollen som hovedaksjonær i DNA og endringen i regnskapsstandard som gjorde at alle leieavtaler skal ha en tilsvarende eiendelspost som avskrives. Forskjellen i avskrivningene i % av AM i 2019 skyldes delvis at DNA først er en del av beregningene i Q4. Tar vi utgangspunkt i avskrivningene i denne perioden og multipliserer det med fire kvartaler, får vi samme forholdstall på 14%. Vi legger til grunn dette for perioden fremover, hvor avskrivningene øker i 2020 sammen med investeringene. Deretter forventer vi at avskrivningene avtar noe, men fortsatt holder et høyt nivå i takt med investeringsnivået:

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Avskrivninger	28 342	27 842	27 342	26 842	26 342

Tabell 5-8 Estimerte avskrivninger

5.2.4 Estimering av endring i arbeidskapital

Omløpsmidler 31.12.2019	46858
Kortsiktig gjeld 31.12.2019	73032
Arbeidskapital 31.12.2019	-26174
Gjennomsnittlig endring/år over 5 år	-5235

Tabell 5-9 Beregninger av arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld og gir innsyn i bedriftens likviditet. Etersom Telenor vil ha voksende inntekter antar vi at omløpsmidlene vil følge etter. Det er krevende å forutse endringen i arbeidskapitalen da den er preget av store svingninger. Vårt estimeringsforsøk legger til grunn at den kortsiktige gjelden ikke øker i fremtiden. Ved utgangen av 2019 har Telenor en arbeidskapital på negativ NOK 26174mrd. Over de neste 5 årene forventer vi at Telenor har økt arbeidskapitalen i takt med inntjeningen slik at de når et nivå hvor omløpsmidler tilsvarer kortsiktig gjeld.

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Endring AK	-4935	-5085	-5235	-5385	-5535

Tabell 5-10 Estimert endring arbeidskapital

5.2.5 Estimering av investering i varige driftsmidler og leieavtaler

Telenor har de siste årene hatt et stabilt nivå på sine investeringsutgifter, med en kraftig økning i 2019 under oppkjøpet av DNA i Finland. I de kommende årene har Telenor ambisjoner om å holde investeringsnivået i området 15% av driftsinntektene. Vi legger til grunn et relativt høyt investeringsnivå i 2020 i forbindelse med utbyggingen av 5G nettverket. Deretter forventer vi en nedgang til 16%, dette for å unngå en underestimert av investeringsnivå i den eksplisitte perioden samt for å justere for en eventuell økning i investeringsnivået i senere perioder. De estimerte verdiene blir dermed:

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
i % av driftsinntekter	20%	16%	16%	16%	16%
Investeringer i varige driftsmidler	25390	20515	20720	20824	20928

Tabell 5-11 Estimerte investeringer i varige driftsmidler

Endringen i regnskapsstandarder som følge av IFRS 16 bydde på utfordringer i beregningen av kontantstrøm. Siden alle leieavtaler nå teller som det som tidligere var finansielle leieavtaler, må vi trekke fra tilgang på nye leieavtaler i beregningen. Vi har få holdepunkter, og lite historiske data for å estimere hvordan denne tilgangen vil utvikle seg, og baserer oss dermed bare på tilgangen som var i 2019. Denne justerer vi opp med prosentvis endring i driftsinntekter og får følgende tall:

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Tilgang leieavtaler	4177	4219	4261	4282	4304
Endring i %	0%	1%	1%	0,5 %	0,5 %

Tabell 5-12 Estimert tilgang av leieavtaler

5.2.6 Estimering i utbytte til minoriteter

Telenor sine virksomheter i Bangladesh, Malaysia og Thailand er drevet av deleide datterselskaper, og dette har en innvirkning på verdsettelse basert på kontantstrømmer. Siden Telenor er majoritetseier fører de alle inntekter og eiendeler til datterselskaper i sine konsernregnskap selv om alt ikke tilfaller aksjonærer i Telenor ASA. Derfor justerer vi kontantstrømmen ved å trekke fra utbytte til minoriteter.

Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019
Digi	2000	1700	1400	1600	1600
Dtac	900	200	0	300	300
Grameenphone	900	900	1200	1300	1300
Sum utbytte til minoriteter	3800	2800	2600	3200	3200

Tabell 5-13 Historisk utbytte til minoriteter

Utbyttet har variert noe, og det var spesielt lavt i 2016 og 2017 da dtac, virksomheten i Thailand, slet med lønnsomhet. De siste to årene har utbyttet vært stabilt og vi velger å bruke dette som grunnlag for forventet utbytte til minoriteter de kommende årene. Siden vi antar at virksomhetene i Asia kommer til å oppleve høyere vekst enn Telenor sine virksomheter for øvrig antar vi en årlig vekst i utbytte til minoriteter på 2%.

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Forventet utbytte til minoriteter	3264	3329	3396	3464	3533
Endring i %	2%	2%	2%	2%	2%

Tabell 5-14 Estimert utbytte til minoriteter

5.2.7 Estimert fri kontantstrøm 2020-2024

Ved beregningen av fri kontantstrøm estimerer vi fremtidig EBIT etter skatt justert for avskrivninger, investeringer i varige driftsmidler, tilgang leieavtaler, endringen i arbeidskapital, og forventet utbytte til minoriteter. Vi legger til grunn en skattesats på 30% (se 5.1.2.2 skattesats) og får følgende fri kontantstrøm:

Beløp i millioner kr	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Driftsinntekter	126949	128217	129500	130147	130798
-Driftskostnader	71955	71870	71394	71556	71718
EBITDA	54994	56348	58106	58591	59079
EBITDA/Driftsinntekter	43,32%	43,95%	44,87%	45,02%	45,17%
Endring EBITDA i %		2,46%	3,12%	0,84%	0,83%
-Avskrivninger	28 342	27 842	27 342	26 842	26 342
EBIT	26 652	28 506	30 764	31 749	32 737
-Skatt 30%	7996	8552	9229	9525	9821
EBIT etter skatt	18 657	19 954	21 535	22 225	22 916
+Avskrivninger	28 342	27 842	27 342	26 842	26 342
-Investeringer i varige driftsmidler	25390	20515	20720	20824	20928
-Tillegg leieavtaler	4177	4219	4261	4282	4304
+Endring i arbeidskapital	-4935	-5085	-5235	-5385	-5535
-Forventet utbytte til Minoriteter	3264	3329	3396	3464	3533
Fri kontantstrøm	9 233	14 648	15 265	15 112	14 959

Tabell 5-15 Estimert fri kontantstrøm

5.2.8 Estimert fri kontantstrøm 2025-2029 og 2030 →

I verdsettelsen har vi forutsatt to ytterligere perioder utover den eksplisitte. I begge disse periodene forutsetter vi at verdien til kontantstrømmen vokser med en konstant vekstfaktor, g . Selv om vi antar at Telenor vil ha betydelig vekst i den eksplisitte perioden, og nokså gode muligheter for videre vekst som følge av potensialet til eventuell ny teknologi, kan vi ikke anta noe stor vekst i terminalleddet ettersom dette innebærer stor risiko for overvurdering. Telenor uttrykker selv at de operer med 0% vekst i terminalleddet for f.eks. Telenor Sverige (Telenor Group, 2020a, p. 87). Norges Bank sitt inflasjonsmål er på 2% og vi forutsetter at Telenor vil vokse i takt med prisstigningen i tiden etter 2024. Vekstfaktoren g settes til 2%.

År	2025	2026 - 2029	2030	→ ∞
FCFF	15258	$g = 2\%$	16846	$g = 2\%$

Tabell 5-16 Estimert fri kontantstrøm 2025 - 2029 og TV

6 Verdssettelse

6.1 Fundamentalverdi

Vi neddiskonterer kontantstrømmen med avkastningskravene og finner en nåverdi for totalkapitalen. Deretter trekker vi fra netto rentebærende gjeld for å finne nåverdien til egenkapitalen. Det betyr at vi trekker fra balanseført rentebærende gjeld, herunder leieforpliktelser, og legger til balanseførte kontanter og kontantekvivalenter.

Nåverdi av selskapet =

$$\sum_{t=1}^5 \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{2020-2024})^t} + \frac{FCFF_{2025}}{WACC_{2025-2029}} \left[1 - \frac{(1 + g)^5}{(1 + WACC_{2025-2029})^5} \right] + TV$$

$$TV = \frac{\frac{FCFF_{2030}}{WACC_{2030 \rightarrow} - g}}{(1 + WACC_{2020-2024})^5 * (1 + WACC_{2020-2024})^5}$$

Beløp i millioner kr							
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - 2029	2030 →
FCF	9 233	14 648	15 265	15 112	14 959	15258	16846
Nåverdi	8865	13503	13511	12842	12205	55410	276289
NNV	392625,2						
Netto rentebærende gjeld (inkl leieavtaler)	126178						
Nåverdi EK	266447,2						
Antall aksjer	1422,663071						
Aksjeverdi	187,29						

Tabell 6-1 Beregning aksjeverdi FCFF

Nåverdi av selskapet =

$$\sum_{t=1}^5 \frac{FCFF_t}{(1 + 4,15\%)^t} + \frac{15258}{5,37\% - 2\%} \left[1 - \frac{(1 + 2\%)^5}{(1 + 5,37\%)^5} \right] + \frac{16846}{5,83\% - 2\%} \frac{1}{(1 + 4,15\%)^5 * (1 + 5,37\%)^5}$$

Vi deler nåverdien til egenkapitalen på antall utestående aksjer per 31.12.2019 for å finne aksjeverdien. Aksjeverdien per 31.12.2019 vi finner ved FCFF-verdssettelse blir 187,29NOK.

6.2 Dividende-modellen

Dividend-modellen er en av de enklere måtene for å vurdere en aksjes verdi.

Verdsettelsesmodellen baserer seg på selskapets utbytte og veksten på utbetalingen. I hovedtrekk beregnes aksjeverdien av forventet utbytte i fremtiden med en konstant vekst, neddiskontert til i dag. For et selskap som deler ut betydelige regelmessige utbytter til sine aksjonærer, slik Telenor Group gjør, kan denne metoden være nyttig for verdsettelse. Først skal vi se på historiske utbytte.

År	EPS	Utbytte	Retention rate	Dividend payout ratio
2014	6,03	7,30	-0,21	1,21
2015	2,27	7,50	-2,30	3,30
2016	1,89	7,80	-3,13	4,13
2017	7,99	8,10	-0,01	1,01
2018	10,00	8,40	0,16	0,84
2019	5,40	8,70	-0,61	1,61
Gjennomsnittlig dividend payout ratio				2,02

Tabell 6-2 Historisk pay-out ratio

Gjennomsnittlig har de en utbyttegrad på rundt 2,0, som betyr at de deler ut dobbelt så mye i utbytte som det inntjenes per aksje. De siste to årene har også utbyttegraden i gjennomsnitt vært over 1,0, som fører til en negativ plowback ratio, og dermed negativ vekstrate basert på formelen: ($Dividend\ growth\ rate = plowback\ ratio * ROE$). Derfor velger vi å se bort ifra denne formelen når vi ser på vekstfaktor i utbytte. Telenor Group ytrer eksplisitt at utbyttet skal øke, men likevel sier de ikke noe om vekstfaktoren de ønsker å ha (Telenor Group, 2020c). Vi kan ikke utelukkende basere en vekstfaktor på historiske data, men vi ser at utbyttet har steget jevnt med rundt 0,3 hvert år. Vi mener likevel at dette er en usannsynlig vekst å anta i evig tid. Derfor har vi valgt å bruke 2% som vekstraten, som er den samme som ble brukt i FCFF-modellen.

I denne oppgaven har vi valgt to noe forskjellige fremgangsmåter for å beregne aksjeverdi basert på dividendemodellen. Den første ser bare på utbytte betalt til neste år, og neddiskonterer dette basert på ett avkastningskrav og en konstant vekstfaktor. Beregningene er gjort ved bruk av følgende formel (Gordons formel):

$$\frac{Div_1}{r - g}$$

Utbytte år 1	8,7
CAPM ₂₀₂₅₋₂₀₂₉	6,65%
Vekst	2%
Aksjepris	187,10

Utbyttet som skal betales i 2020 skal være på 8,7 per aksje (Telenor Group, 2020a). Tre forskjellige avkastningskrav ble utregnet tidligere i analysen. Vi har valgt å bruke CAPM for år 5-10 i denne utregningen fordi vi mener dette avkastningskravet best representerer gjennomsnittlig avkastningskrav over en lengre periode, når bare et avkastningskrav skal brukes. Aksjeprisen ble på 187,10 kr.

I den andre fremgangsmåten modifiserer vi den tidligere modellen og bruker samme metodikk som i verdsettelsen basert på neddiskontering av frie kontantstrømmer. Det er en mer detaljert modell der vi har tilpasset formelen til de tre spesifikke tidsperiodene.

$$\sum_{t=1}^5 \frac{Div_t}{(1+5,15\%)^t} + \frac{\frac{10,10}{6,65\%-2\%} \left[1 - \frac{(1+2\%)^5}{(1+6,65\%)^5} \right]}{(1+5,15\%)^5} + \frac{\frac{11,15}{7,15\%-2\%}}{(1+5,15\%)^5 * (1+6,65\%)^5}$$

År	2025	2026 - 2029	2030	→ ∞
Utbytte	10,10	g = 2%	11,15	g = 2%

Tabell 6-3 Estimert utbytte 2025 - 2029 og TV

Beløp i millioner kr							
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 - 2029	2030 →
Utbytte	8,70	9,00	9,30	9,60	9,90	10,10*	11,15*
Nåverdi	8,27	8,14	8,00	7,85	7,70	33,76	122,06
Aksjepris	195,8						

Tabell 6-4 Beregning aksjeverdi dividendemodellen

*utbytte i år 2025 og 2030

6.3 Markedsbasert verdsettelse

En markedsbasert verdsettelse er en metode som er ofte brukt for å sammenligne lignende selskaper med det aktuelle investeringsobjektet. Dette kalles for en verdivurdering basert på multipler. Vi valgte å se på Price/Earnings-ratio og Enterprise value/EBITDA-ratio for følgende selskaper.

Selskap	EPS (utregnet)	EPS (oppgitt)	Markedsverdi aksje	P/E(Oppgitt)
Telenor	5,46	5,4	157,45	29,16
Telefonica	0,22	0,17	6,363	37,43
Deutsche Telekom	0,82	0,82	14,57	17,77
Telia	1,73	1,7	40,25	23,68
Tele2	7,52	7,28	135,85	18,66
Verizon	4,65	4,66	61,21	13,14
Markedsbasert P/E				22,13

Tabell 6-5 Markedsbasert P/E⁹

6.3.1 Price/Earnings (P/E)

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

P/E-ratioen er en av de mest populære redskapene i en multipelanalyse. Her finner man verdier for hvor mye investorer er villige til å betale «per inntjening» i de sammenlignbare selskapene. Beregningen er basert på markedsverdien og fortjeneste per aksje. En høy P/E ratio kan være et tegn på at selskapets aksje er overpriset eller en forventning om vekst blant investorer. En lav P/E ratio viser til lav aksjepris i forhold til inntekt, noe som kan være en forventning om lav/eventuell negativ vekst blant investorer. (Investopedia, 2020; Brealey, et al., 2017)

Ved å ta i bruk en gjennomsnittlig P/E ratio for markedet får man et referansepunkt som kan brukes til å sammenligne Telenor mot konkurrenter. Gjennomsnittet er basert på de 5 selskapene, ekskludert Telenor. Utvalget i tabell 6-5 er blant de største selskapene i bransjen

⁹ Fortjeneste per aksje hentet fra: (Telefonica Group, 2020, p. 4) (Deutsche Telekom, 2020, p. 148) (Telia Company, 2020, p. 86) (Tele2, 2020, p. 37) (Verizon, 2020, p. 93)
Kursverdi per aksje 31.12.19 hentet fra: (Yahoo Finance, 2020)

som opererer internasjonalt. Ved å ta gjennomsnittet får man en markedsbasert P/E ratio på 22,13. Det markedsbaserte gjennomsnittet kan også brukes sammen med selskapets fortjeneste per aksje for å finne en tilnærming til aksjeverdi.

$$\text{Aksjepris} = \text{EPS}_{\text{oppgitt}} * \text{markedsbasert P/E}$$

Basert på disse tallene burde Telenor være priset til 119,56 kroner. Denne verdien er under kursverdien per 31.12.19 som vises i tabellen. Man kan med denne tilnærmingen si at investorer ser en potensiell fremtidig vekst og er villig til å betale mer for andeler i selskapet i forhold til bransjen. Det er viktig å nevne at P/E ratio er en veldig enkel modell som ikke tar hensyn til verken kapitalstruktur eller gjeld.

6.3.2 EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

Enterprise value (EV) er en måte å få frem verdien av selskapet. EV beregnes på følgende måte; markedsverdien av selskapet + total gjeld – kontantbeholdningen. EBITDA er et mål for bedriftens lønnsomhetsgrad før investeringer, skatt og finans- inntekter og kostnader.

Dette fordi det er lettere å sammenligne internasjonale selskaper da spesielt skatt kan variere fra land til land (Investopedia, 2020).

Selskap	EV/EBITDA
Telenor	6,2
Telefonica	6,1
Deutsche Telekom	5,4
Telia	8,6
Tele2	11,5
Verizon	13,3
Gjennomsnitt EV/EBITDA	8,99

Tabell 6-6 Markedsbasert EV/EBITDA¹⁰

I tabellen har vi tatt utgangspunkt i verdsettelsen gjort av DNB hvor vi har hentet ut EV/EBITDA. EV/EBITDA, også kalt Enterprise Multiple, er en multippel som bestemmer verdien til et selskap. Verdien viser konsernverdi delt på driftsresultat og er hovedsakelig brukt til å bestemme om bedriften er overpriset eller underpriset. Selskaper med en

¹⁰ (DNB Markets, 05Februar2020)

EV/EBITDA verdi under 7,5 blir som oftest ansett gode investeringer under oppkjøp (Investopedia, 2019).

Multippel	8,988
EBITDA	50 277 000 000
EV	451 889 676 000
Netto finansiell gjeld	126 178 000 000
Verdi egenkapital	325 711 676 000
Antall aksjer	1422663071
Verdi per aksje	228,95

Tabell 6-7 Verdssettelse EV/EBITDA

Telenor Group har en EV/EBITDA verdi på 6,27 per 31.12.19. Markedsgjennomsnittet, ekskludert Telenor Group ligger på 8,988. Den estimerte verdien til aksjen endte opp på NOK 228,95 per aksje ved hjelp av EV/EBITDA multiplere.

6.3.3 Oppsummering multiplereanalyse

Multiplereanalysen har sine svakheter da den baserer seg på ettårig tidshorisont og kun fem sammenlignbare selskaper. Tidshorisonten sår muligheter for støy ved unormale resultater som avviker fra normalen til selskapene. Tallene i analysen blir da enkle spekulasjoner som kun kan brukes som en pekepinn med underliggende usikkerhet.

Multiplereanalysene heller mot at Telenor er et godt investeringsobjekt. Ser man multiplene i lys av våre prognoser ser vi et samsvar for en fremtidig økning i aksjeverdi. Telenors P/E ratio ligger over gjennomsnittet og kan ansees som høy. P/E ratioen kan som sagt vise investorers forventning om fremtidig vekst. Man kan tolke dette som et positivt tegn for aksjen og villigheten til investering.

Ser man på EV/EBITDA, er en verdi på 6,2 en positiv indikasjon for Telenoraksjen. Den lave EV/EBITDA verdien kan bety at selskapet er underpriset og er en god investering.

Aksjekursen på 228,95 kr som vi har beregnet ved hjelp av gjennomsnittlig EV/EBITDA støtter opp under vår prognose om fremtidig vekst.

7 Sensitivitetsanalyse

g/WACC	4,33%	4,83%	5,33%	5,83%	6,33%	6,83%	7,33%	7,83%
0,0 %	164,8	147,1	132,6	120,6	110,6	102,0	94,5	88,1
0,5 %	187,3	164,8	147,1	132,6	120,6	110,6	102,0	94,5
1,0 %	216,4	187,3	164,8	147,1	132,6	120,6	110,6	102,0
1,5 %	255,9	216,4	187,3	164,8	147,1	132,6	120,6	110,6
2,0 %	312,3	255,9	216,4	187,3	164,8	147,1	132,6	120,6
2,5 %	399,5	312,3	255,9	216,4	187,3	164,8	147,1	132,6
3,0 %	552,3	399,5	312,3	255,9	216,4	187,3	164,8	147,1
3,5 %	889,1	552,3	399,5	312,3	255,9	216,4	187,3	164,8
4,0 %	2246,7	889,1	552,3	399,5	312,3	255,9	216,4	187,3

Tabell 7-1 Sensitivitetsanalyse (WACC og vekst)

Tabell 7-1 viser beregnet aksjekurs ved forskjellige antakelser om WACC og vekstrate i terminalleddet. De første 10 årene i kontantstrømmen er holdt konstant lik tallene presentert i FCFF-modellen. Tallet i rødt viser aksjekursen beregnet i vår analyse. En endring i WACC eller vekstrate i terminalleddet gjør store utslag på beregnet aksjekurs.

Nåverdi ved kontantstrørendring								
Endring	1	2	3	4	5	TV (6-10)	TV (10→)	Aksjeverdi
FCFF	2020	2021	2022	2023	2024	2025→	2030→	
-2000	6945	11660	11741	11142	10573	48147	243488	152,9
-1000	7905	12582	12626	11992	11389	51778	259889	170,1
-500	8385	13043	13068	12417	11797	53594	268089	178,7
0	8865	13503	13511	12842	12205	55410	276289	187,3
500	9345	13964	13953	13267	12613	57226	284490	195,9
1000	9825	14425	14396	13692	13021	59041	292690	204,5
2000	10785	15347	15281	14542	13837	62673	309091	221,7

Tabell 7-2 Sensitivitetsanalyse (Fri kontantstrøm)

Tabell 7-2 viser endringen i nåverdi for alle årene og terminalleddet ved en endring i kontantstrøm, samt hvilken aksjeverdi dette vil føre til. For å spesifisere er det altså ikke endring i nåverdi på for eksempel 2000 i alle ledd, men en endring i kontantstrøm hvert år på

2000 som fører til nåverdien presentert i tabellen. Beregningene er gjort basert på tallene presentert i den finansielle analysen tidligere i oppgaven.

Aksjeverdien er relativt sensitiv til endringer i WACC, vekstrate eller kontantstrøm. Det skal altså ikke gjøres mange feilberegninger, eller antagelsesendringer for at aksjekursen skal endres relativt mye. For å eksemplifisere kan en endring i driftskostnader på 1% hvert år redusere eller øke aksjekursen med rundt 10kr. Dette betyr at modellen vår er ytterst sensitiv til endringer i antakelser, og gjør oss ydmyke med tanke på sikkerheten til kursmålet.

Dersom de makroøkonomiske konsekvensene av Covid-19 vedvarer over en lengre periode enn det vi har lagt til grunn i modellen, vil dette ha store utslag på aksjeprisen. Som vist i tabell 7-1 gir avkastningskrav og vekst på hhv. 4,33% og 0% i terminalleddet en aksjekurs på 164,8kr. Dette forutsetter vekst frem til 2030.

Dersom vi regner med et terminalledd etter 5 år, med et avkastningskrav og vekst tilpasset det lave rentenivået får vi følgende beregninger:

Beløp i millioner kr	1	2	3	4	5	TV
År	2020	2021	2022	2023	2024	2025 →
FCF	9 233	14 648	15 265	15 112	14 959	14959
Nåverdi	8864,8	13503,4	13510,7	12842,0	12204,9	293854,5
NNV	354780,5					
Netto rentebærende gjeld (inkl leieavtaler)	126178,00					
Nåverdi EK	228602,5					
Antall aksjer	1422663071					
Aksjeverdi	160,69					

Tabell 7-3 Aksjepris ved lav økonomisk vekst

Regner vi med et avkastningskrav på 4,15% og en vekst på 0% i terminalleddet får vi en aksjepris på NOK 160,69. Denne modellen tar utgangspunkt i at kontantstrømmen vokser i de første 5 årene. Dersom vi går inn i en periode med lavkonjunktur som vedvarer over lengre tid som følge av pandemien vil dette få relativt store konsekvenser for aksjeprisen. Likevel ser det ut til at Telenor Group ikke påvirkes i like stor grad som resten av økonomien.

Nåverdi ved utbytteendring								
Endring	1	2	3	4	5	TV (6-10)	TV (10→)	Aksjeverdi
utbytte	2020	2021	2022	2023	2024	2025→	2030→	
-2	6,4	6,3	6,3	6,2	6,1	27,1	100,2	158,6
-1	7,3	7,2	7,1	7,0	6,9	30,4	111,1	177,2
-0,5	7,8	7,7	7,6	7,4	7,3	32,1	116,6	186,5
0	8,3	8,1	8,0	7,9	7,7	33,8	122,1	195,8
0,5	8,7	8,6	8,4	8,3	8,1	35,4	127,5	205,1
1	9,2	9,0	8,9	8,7	8,5	37,1	133,0	214,4
2	10,2	9,9	9,7	9,5	9,3	40,4	144,0	233,0

Tabell 7-4 Sensitivitetsanalyse utbytte

Tabell 7-3 viser endringen i aksjeverdi ved endring i nivå på utbytte. Vi ser at verdien på aksjen er følsom overfor endringer, dersom Telenor velger å senke utbytteneivået. Dette kan være en viktig faktor for at strategien til Telenor er slik den er, hvor de spesifiserer at de jobber mot årlig vekst i utbytte til sine aksjonærer (Telenor Group, 2020c).

8 Konklusjon

Ut ifra den strategiske analysen ser man at Telenor er en solid aktør i telekom-markedet. Dette underbygges av selskapets rolle som industrileder i Norden og pioner i det fremtredende markedet i Asia. Telenors produkter og løsninger for både privatpersoner og bedrift er høyt verdsatt og anerkjent.

Siden Telenor er et internasjonalt selskap som opererer i ulike markeder vil konkurransesituasjonen være flytende og varierende fremover, spesielt i Asia. Styrkene i markeds plassering og teknologiske fremskritt gir bedriften gode muligheter til å sikre seg andeler i det voksende asiatiske markedet. Spesielt overgangen fra kontantkort til abonnement vil være et av hovedpunktene. Når det kommer til det «grønne skiftet» i samfunnet med en økende miljøbevissthet er de godt posisjonert for å skape fremtidens løsninger.

Ved aktiv bruk av de indre styrkene som 5G og organisasjonsoppbygging har de verktøyene til fremtidig vekst og verdiskapning.

I regnskapsanalysen presenterte vi historiske regnskapstall og nøkkeltall. Telenor har gjennomgående hatt god lønnsomhet og stabil soliditet. Selv om nøkkeltallene for finansiering og likviditet er noe under det som anbefales (Kristoffersen, 2017) har de vært forholdsvis stabile og ikke noe vi tolker som problematisk. Vi tror utviklingen vil være positiv videre, og dette er en del av grunnlaget for prognosene av kontantstrømmer.

I henhold til problemstillingen “*Hva er Telenor ASA verdt per aksje den 31.12.2019*” har vi brukt fire forskjellige metoder for å beregne aksjekurs slik at vi får best mulig grunnlag for å få en korrekt aksjeverdi. Metodene brukt er FCFF, P/E, EV/EBITDA og dividendemodellen. Aksjeprisene vi har fått i de forskjellige verdsettelsesmetodene har variert nokså mye og vi velger å ta et vektet gjennomsnitt for å finne ett enkelt kursmål. Dette fordi vi ønsker å justere for svakheter i alle modellene og få en mest mulig riktig aksjeverdi.

Vi har valgt å vekte neddiskonteringen av frie kontantstrømmer med 60% ettersom dette er den mest omfattende modellen i vår verdsettelse og bygger på Telenor sin fundamentalverdi. Dividendemodellen har vi vektet med 20%, grunnet likheten med FCFF-modellen og at den

er basert på mer begrenset data. Vi vektlegger multippelanalysene P/E og EV/EBITDA med henholdsvis 5% og 15%. I likhet med dividendemodellen er de forholdsvis begrensede. Avsluttende har vi dermed beregnet følgende aksjepris:

	Aksjepris	Vekting
FCFF	187,29	60%
Dividendemodellen	195,78	20%
P/E	119,56	5%
EV/EBITDA	228,95	15%
Vektet aksjepris	191,85	100%

Tabell 8-1 Vektet aksjepris

Vi konkluderer med et kursmål på 191,85 NOK. Dette gir en oppside på 21,85% fra aksjekursen i markedet per 31.12.2019 som var på 157,45 NOK. Derfor kommer vi med en kjøpsanbefaling av Telenor-aksjen.

9 Kritikk

Vi har kun basert oss på sekundærinformasjon, noe som betyr at vi er avhengige av disse kildenes nøyaktighet. Sekundærkildene har også begrenset mulighet til å gi helt oppdatert informasjon om hvordan detaljene rundt virksomheten til Telenor vil utvikle seg videre. Vi har i stor grad basert oss på informasjon direkte fra Telenor når vi har anslått videre utvikling i regnskapstall og kontantstrøm, og dette kan være en betydelig svakhet. Allikevel er Telenor et stort statseid selskap og vi har derfor god grunn til å stole på det de fremsetter.

Verdsettelsesmetoden vi har lagt mest vekt på, nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til virksomheten, er svært følsom for hvilke forutsetninger vi legger til grunn. I tillegg baserer prognosene seg på historiske tall og dette har svært begrenset mulighet til å spå hva som vil skje i fremtiden. Hva som vil skje i fremtiden er svært usikkert, og dermed kan våre forutsetninger om utvikling i kontantstrøm og avkastningskrav være feil. Vi kan enkelt se i sensitivitetsanalysen hvor følsom aksjeverdien er for endringer i avkastningskrav, vekstrate eller kontantstrømmer. Den markedsbaserte verdsettelsen er basert på et lavt antall selskaper i utvalget. Dette medfører en svakhet i modellen, hvor valg av sammenlignings-selskaper påvirker resultatet betraktelig.

Vektingen av de forskjellige verdsettelsene er ikke basert på fast vitenskap, men på egne vurderinger. Det betyr at vi kunne fått et helt annet kursmål dersom vi hadde tatt en annen vektning, f.eks. vektet P/E multippelen høyere. Vi vet ikke om vi har vektet riktig, men tror vi har kommet fram til et godt resultat.

En annen viktig kritikk av oppgaven er rettet mot forutsetningene som er lagt til grunn med tanke på Covid-19 og de langsiktige økonomiske konsekvensene av det. Informasjon rundt viruset og konsekvensene av det har kommet fortløpende gjennom skriveprosessen som betyr at ulike deler av oppgaven kan være dårlige tilpasset den nyeste tilgjengelige informasjonen. I tillegg er det viktig å rette kritikk mot vår inndeling av perioder i nåverdiberegninger og avkastningskravene som brukes her. Vi har gått ut fra at de makroøkonomiske utsiktene vil være dårlige de første fem årene og dermed gradvis ta seg opp før de er i det vi kaller en "normalsituasjon" fra år 10 og ut. Det kan godt hende at de økonomiske konsekvensene av viruset vil være både mer alvorlige og mer varige enn det vi har lagt til grunn i verdsettelsen, noe som også virker noe sannsynlig i lys av ny informasjon per 20. april 2020. Dersom det

blir en mer vedvarende lavkonjunktur enn vi har lagt til grunn vil vi ha en stor risiko for overvurdering i vår verdsettelse.

10 Kildeliste

Oslo Børs, 2020. *www.oslobors.no*. [Internett]

Available at: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk>

[Funnet 20 Mars 2020].

Telenor Group, 2020a. *Årsrapport 2019*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2020/03/Print-Annual-Report-2019-Q-a1e12ba51bb18d30a0ea97bebc4f3e94-1.pdf>

[Funnet 30 Mars 2020].

Telenor Group, 2020c. *Capital Markets Day 2020*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/investors/presentations/2020/capital-markets-day-2020/>

[Funnet 24 Mars 2020].

DNA, U.D. *DNA AS as a company*. [Internett]

Available at: <https://corporate.dna.fi/company/about-dna>

[Funnet 14 Mars 2020].

Tutela, U.D. *Comparing mobile experience across the nordics*. [Internett]

Available at: <https://www.tutela.com/comparing-mobile-experience-across-the-nordics/coverage>

[Funnet 16 Mars 2020].

dtac, 2019. *Major shareholders*. [Internett]

Available at: <https://investor.dtac.co.th/en/shareholder-information/major-shareholders>

[Funnet 27 Mars 2020].

Telenor Group, 2020d. *Global Precense*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/about-us/global-presence>

[Funnet 5 Mars 2020].

Telenor Group, 2020e. *Telenor Group at a Glance*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/about-us/telenor-at-a-glance/>

[Funnet 20 Mars 2020].

Telia, 2019. *Shareholdings as of December 31.12.2019*. [Internett]

Available at: <https://www.teliacompany.com/en/investors/share-related-information/shareholdings/>

[Funnet 27 Mars 2020].

Telia, UD. *Purpose, Ambition, Strategy*. [Internett]

Available at: <https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/strategy/>

[Funnet 27 Mars 2020].

Tele2, UD. *The smartest telco in the world*. [Internett]

Available at: <https://www.tele2.com/about/who-we-are>

[Funnet 27 Mars 2020].

Three, UD. *World of Three*. [Internett]

Available at: <http://three.com/>

[Funnet 27 Mars 2020].

Proff, UD. *Telenor ASA - aksjeposter og eiere*. [Internett]

Available at: <https://www.proff.no/aksjon%C3%A6rer/-/telenor-asa/982463718>

[Funnet 27 Mars 2020].

TDC Group, UD. *Who we are*. [Internett]

Available at: <https://tdcgroup.com/en/who-we-are>

[Funnet 27 Mars 2020].

Fransén, K., 2019. *The Swedish Telecommunication Market First half year 2019 (PTS-ER-2019:22)*. [Internett]

Available at: https://statistik.pts.se/media/1484/swedish-telecoms-market-en-1h-2019_t.pdf

[Funnet 27 Mars 2020].

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T., 2017. *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. 2 red. Bergen: 2017.

Knudsen, C., 2019. *Norges Bank spår kronestyrking, men på klart svakere nivå enn før*. *E24.no*. [Internett]

Available at: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Qo2ryQ/norges-bank-spaar-kronestyrking-men-paa-klart-svakere-nivaa-enn-foer>

[Funnet 18 Februar 2020].

Amundsen, G., 2019. *Forbrukerrådet om mobilmarkedet*. *Aftenposten.no*. [Internett]

Available at: https://www.aftenposten.no/digital/i/b5J8vI/forbrukerradet-om-mobilmarkedet-telenor-og-telia-begrenser-konkurransen-til-sitt-eget-beste?fbclid=IwAR3v1QjmMmbVMsHGnwQ6q4t_TVh3Bkq3QuLmDex78ztVzc7IIDtau43y8ck

[Funnet 18 Februar 2020].

Lorentzen, M., 2019. *Nå starter den norske 5G-kampen: Telenor lover at Trondheim blir først*. *E24.no*. [Internett]

Available at: <https://e24.no/teknologi/i/JoGB1P/naa-starter-den-norske-5g-kampen-telenor-lover-at-trondheim-blir-foerst>

[Funnet 19 Februar 2020].

Lorentzen, M., 2018. *Samferdselsdepartementet avviser Telenor-anke*. *E24.no*. [Internett]

Available at: <https://e24.no/teknologi/i/4daJXe/samferdselsdepartementet-avviser-telenor-anke-telegiganten-skal-fortsatt-detaljreguleres>

[Funnet 12 Feb 2020].

Finstad, Ø., 2019. *Telenor velger Ericsson*. *DN.no*. [Internett]

Available at: <https://www.dn.no/telekom/telenor-velger-ericsson/2-1-723600>

[Funnet 18 Feb 2020].

Nanda, S. Y., 2018. *Telecommunications sector a bright spot for economy in 2018-19*.

mmtimes.com.. [Internett]

Available at: <https://www.mmtimes.com/news/telecommunications-sector-bright-spot-economy-2018-19.html>

[Funnet 15 Februar 2020].

Transparency International, 2019. *Corruption Perception Index 2019*. [Internett]

Available at: <https://www.transparency.org/cpi2019>

[Funnet 19 Mars 2020].

Nærings- og fiskeridepartementet, 2019b. *Statens forventninger til selskapene*.

regjeringen.no. [Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/statlig-eierskap/statens-forventninger-til-selskapene/id2679226/?fbclid=IwAR15E1ZhYhGwdRWqa0dbCnVR-OCsRSSjktIVqFEcIj98JW-HbBWKSvh4nZQ>

[Funnet 25 Mars 2020].

Nærings- og Fiskeridepartementet, 2019a. *Hvor staten eier*. *regjeringen.no*. [Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/statlig-eierskap/hvorfor-eier-staten/id2607021/>

[Funnet 15 Mars 2020].

Telenor Group, 2020f. *EMTN Programme*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/investors/debt-financing/emtn-programme/>

[Funnet 24 Mars 2020].

Knoema, 2018. *Thailand - Share of internet users*. *knoema.com*. [Internett]

Available at: <https://knoema.com/atlas/Thailand/Share-of-the-Internet-users>

[Funnet 28 Februar 2020].

Statista, 2019. *Internet user penetration in Thailand from 2017 to 2023*. *statista.com*.

[Internett]

Available at: <https://www.statista.com/statistics/975067/internet-penetration-rate-in-thailand/>

[Funnet 25 Mars 2020].

GSMA Intelligence, 2017. *Country Overview: Bangladesh*. *gsmaintelligence.com*. [Internett]

Available at:

<https://www.gsmaintelligence.com/research/?file=a163eddca009553979bcd5f2ef0&download>

[Funnet 15 Februar 2020].

Telenor Group, 2019a. *Commercial paper*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/investors/debt-financing/commercial-paper/>

[Funnet 28 Februar 2020].

Telenor Group, 2019c. *Dette er 5G*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.no/om/teknologi-norge/dette-er-5g.jsp>

[Funnet 19 Mars 2020].

Corporate Finance Institute, UD. *What is the Bargaining Power of Buyers?*

corporatefinanceinstitute.com. [Internett]

Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/bargaining-power-of-buyers/>

[Funnet 25 Mars 2020].

Telenor Group, UDb. *Prinsipper for leverandøradferd*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/no/om-oss/styring-og-selskapsledelse/prinsipper-for-leverandoradferd/>

[Funnet 26 Februar 2020].

Telenor Group, UDa. *Artificial Intelligence*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/innovation/artificial-intelligence/>

[Funnet 5 Mars 2020].

SSB, 2019. *Oppturen i norsk økonomi snart over*. *SSB.no*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/no/om-oss/styring-og-selskapsledelse/prinsipper-for-leverandoradferd/>

[Funnet 18 Mars 2020].

SSB, 2018. *Fakta om Internett og Mobil*. *SSB.no*. [Internett]

Available at: <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/faktaside>

[Funnet 10 Februar 2020].

Elisa, UD. *A sustainable future through digitalization*. [Internett]

Available at: https://corporate.elisa.com/?_ga=2.209254930.1615524361.1584814153-833995917.1584614629

[Funnet 27 Mars 2020].

DN, 2020. *DN Investor - aksjekurser*. [Internett]

Available at: <https://investor.dn.no/#!/Oversikt>

[Funnet 2 April 2020].

Norges Bank, UD. *Om styringsrenten*. *norges-bank.no*. [Internett]

Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

[Funnet 23 Februar 2020].

ECB, 2020. *ECB announces €750 billion PEPP*. *ecb.europa.eu*. [Internett]

Available at:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

[Funnet 2 April 2020].

Telenor Group, UDC. *Klima og Miljø*. [Internett]

Available at:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

[Funnet 28 Mars 2020].

Klima- og miljødepartementet, 2020. *Klimaendringer og norsk klimapolitikk*. *regjeringen.no*.

[Internett]

Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/klimaendringer-og-norsk-klimapolitikk/id2636812/>

[Funnet 28 Mars 2020].

Telenor Group, UDD. *Vårt klimamål*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.no/om/samfunnsansvar/artikler/klima-miljo/klimamal/>

[Funnet 28 Mars 2020].

Climate Central, 2019. *Flooded Future*. *climatecentral.org*. [Internett]

Available at: <https://www.climatecentral.org/news/report-flooded-future-global-vulnerability-to-sea-level-rise-worse-than-previously-understood>

[Funnet 28 Mars 2020].

IFRS, UD. *IFRS 16 Leases*. *ifrs.org*. [Internett]

Available at: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>

[Funnet 5 April 2020].

Mirzayev, E., 2019. *How Corruption Affects Emerging Economies*. *investopedia.com*.

[Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/articles/investing/012215/how-corruption-affects-emerging-economies.asp>

[Funnet 15 Februar 2020].

Tidemann, A., 2020. *Kunstig Intelligens*. *snl.no*. [Internett]

Available at: https://snl.no/kunstig_intelligens

[Funnet 2 April 2020].

Pal, D - Telenor Group, 2017. *Capital Markets Day 2017 - Grameenphone LTD*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2017/02/Telenor-CMD-2017-Grameenphone.pdf>

[Funnet 2 Mars 2020].

Williamson, C., 2020. *COVID-19 outbreak leads to largest collapse in eurozone business activity ever recorded*. *ihsmarkit.com*. [Internett]

Available at: <https://ihsmarkit.com/research-analysis/covid19-outbreak-leads-to-largest-collapse-in-eurozone-business-activity-ever-recorded-March2020.html>

[Funnet 27 Mars 2020].

Telenor Group, 2019b. *Annual Report 2018*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2019/03/Annual-Report-2018-Q-f620116b2df031374baf3747e3e5644a-1.pdf>

[Funnet 1 April 2020].

Telenor Group, 2019d. *Our Strategic Action Plan 2020-21*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/about-us/our-strategy/>

[Funnet 27 Mars 2020].

Malaysian Communications and Multimedia Commission, 2019. *Industry Performance Report 2018*, *mcmc.gov.my*. [Internett]

Available at: <https://www.mcmc.gov.my/skmmgovmy/media/General/pdf/Industry-Performance-Report-2018.pdf>

[Funnet 28 Mars 2020].

Krungsri research, 2019. *Thailand Industry outlook 2019-21*. *krungsri.com*. [Internett]

Available at: https://www.krungsri.com/bank/getmedia/929b4e2f-389f-43e1-81b6-d0f02882980b/IO_Mobile_Operator_190515_EN_EX.aspx

[Funnet 15 Mars 2020].

Pakistan Telecommunication Authority, 2018. *Annual report 2017-2018*. *pta.gov.pk*.

[Internett]

Available at: https://www.pta.gov.pk/assets/media/pta_ann_rep_2018_121218.pdf

[Funnet 15 Mars 2020].

Fastbø, K., Hyllseth, S. & Bergsjø, C., 2019. *Risikopremien i det norske markedet*. *pwc.no*.

[Internett]

Available at: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>

[Funnet 15 Mars 2020].

Norges Bank, 2020. *Rentestatistikk*. *norges-bank.no*. [Internett]

Available at: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/>

[Funnet 31 Mars 2020].

Kinserdal, F., 2017. *Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav?*

magma.no. [Internett]

Available at: <https://www.magma.no/hva-bli-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav1>

[Funnet 6 April 2020].

Telenor Group , 2018. *Our Culture*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/about-us/our-culture/>

[Funnet 5 Mars 2020].

Telenor Group, 2010. *Ten years on the Stock Exchange*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/ten-years-on-the-stock-exchange/>

[Funnet 5 Februar 2020].

Telenor Group, 2019e. *Telenor's History and Heritage*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/about-us/our-history/>

[Funnet 6 Februar 2020].

Telenor Group, 2016. *Telenor cultural heritage - Telenor's history is Norway's history*.

telenorkulturarv.no. [Internett]

Available at: <https://telenorkulturarv.no/en/about>

[Funnet 2 Februar 2020].

Bryhn, R. & Ulseth, T., 2019. *Telenor*. *snl.no*. [Internett]

Available at: <https://snl.no/Telenor>

[Funnet 2 Februar 2020].

Telenor ASA, 2000. *Prospectus - IPO*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/investors/company-facts-and-analytical->

information/prospectus/

[Funnet 5 Feb 2020].

Telenor Group, 2017. *Capital Markets Day 2017*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2017/02/Telenor-Group-CMD-2017.pdf>

[Funnet 9 Februar 2020].

Telenor Group, 2020b. *Kvartalsrapport 2019 Q4*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2019/10/Telenor-Q4-2019-report-e06d6a7ec355d2449eeb0d8299cab3f4.pdf>

[Funnet 25 2020 Mars].

Høgseth, M. & Aarø, J., 2020. *Federal reserve kutter renten til null prosent*. E24.no.

[Internett]

Available at: <https://e24.no/boers-og-finans/i/xPvpyQ/federal-reserve-kutter-renten-til-null-prosent>

[Funnet 16 Mars 2020].

Digi, UD. *Our Company*. [Internett]

Available at: <https://www.dtac.co.th/en/manifesto/>

[Funnet 27 Mars 2020].

Lien, L. B., Knudsen, E. S. & Baardsen, T. Ø., 2016. *strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.

Traficom, 2020. *Volume of data transferred in mobile network*. [traficom.fi/en](https://www.traficom.fi/en). [Internett]

Available at: <https://www.traficom.fi/en/statistics/volume-data-transferred-mobile-network>

[Funnet 27 Mars 2020].

Telenor Group, UDe. *Internet of Things*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/innovation/internet-of-things/>

[Funnet 15 Februar 2020].

Lien, L. B. & Jakobsen, E. W., 2015. *Ekspansjon og Konsernstrategi*. s.l.:Gyldendal Akademisk.

Nkom, 2019a. *EkomROS 2019*. [Internett]

Available at: https://www.nkom.no/aktuelt/nyheter/_attachment/42430?_ts=16b4a976ad8

[Funnet 10 Mars 2020].

Nkom, 2019b. *Ekommarkedet 1. halvår 2019*. [Internett]

Available at: <https://ekomstatistikken.nkom.no/#/article/ekom1h2019>

[Funnet 14 Mars 2020].

Kristoffersen, T., 2017. *Årsregnskapet*. 5 red. Bergen: Fagbokforlaget.

Brealey, Myers & Allen, 2017. *Principles of Corporate Finance*. 12 red. New York: McGraw-Hill Education.

DNB Markets, 05Februar2020. *Equity Research Telenor*, s.l.: DNB Markets.

Telefonica Group, 2020. *Annual report 2019*. *telefonica.com*. [Internett]

Available at: <https://www.telefonica.com/documents/162467/141705152/Consolidated-Annual-Accounts-2019.pdf/2532d380-3cfd-5d90-d0d8-a475f7a4251f>

[Funnet 5 April 2020].

Telia Company, 2020. *Annual report 2019*. *teliacompany.com*. [Internett]

Available at: <https://www.teliacompany.com/globalassets/teliacompany/documents/reports/2019/telia-company--annual-and-sustainability-report-2019.pdf>

[Funnet 5 April 2020].

[Funnet 5 April 2020].

Deutsche Telekom, 2020. *The 2019 Financial Year*. *telekom.com*. [Internett]

Available at: https://report.telekom.com/annual-report-2019/servicepages/downloads/files/entire_dtag_ar19.pdf

[Funnet 5 April 2020].

Tele2, 2020. *Annual report 2019*. *tele2.com*. [Internett]

Available at: <https://www.tele2.com/globalassets/documents/reports/annual-reports/2019/annual-report-2019-final.pdf>

[Funnet 5 April 2020].

Verizon , 2020. *Annual report 2019*. *verizon.com*. [Internett]

Available at: <https://www.verizon.com/about/sites/default/files/2019-Verizon-Annual-Report.pdf>

[Funnet 5 April 2020].

Yahoo Finance, 2020. *yahoo.finance.com*. [Internett]

Available at: <https://finance.yahoo.com>

[Funnet 5 April 2020].

Investopedia, 2020. *P/E ratio*, *investopedia.com*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>

[Funnet April 5 2020].

Investopedia, 2020. *EBITDA*, *investopedia.com*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/e/ebitda.asp>

[Funnet 5 April 2020].

Investopedia, 2019. *Enterprise Multiple*, *investopedia.com*. [Internett]

Available at: <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>

[Funnet 5 April 2020].

Telenor Group, 2016-2020. *Annual reports*. [Internett]

Available at: <https://www.telenor.com/investors/reports/annual-reports/>

[Funnet 14 April 2020].

Deloitte, 2019. *IFRS 16 Valuation impact*. *deloitte.com*. [Internett]

Available at: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/za/Documents/finance/IFRS-1-brochure-V9.pdf>

[Funnet 9 April 2020].

11 Vedlegg 1: Hovedtall årsregnskap

Beløp i millioner kr	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	128 175	131 427	124 756	110 362	113 666
Vare- og trafikkostnader	-35 147	-34 095	-31 039	-26 180	-27 912
Lønn og personalkostnader	-12 406	-13 152	-12 802	-10 723	-10 803
Andre driftskostnader	-36 425	-37 698	-31 923	-28 008	-24 215
Andre inntekter	113	547	1 311	63	741
Andre kostnader	-985	-1 927	-1 412	-3 267	-1 200
EBITDA	43 325	45 102	48 891	42 247	50 277
Avskrivninger og amortiseringer	-18 384	-20 050	-21 257	-20 104	-24 527
Nedskrivninger	-2 181	-7 983	-895	-56	-47
Driftsresultat	22 760	17 069	26 739	22 087	25 703
Andel resultat etter skatt fra tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter	-7 070	1 517	531	-81	-955
Gevinst (tap) ved avgang av tilknyttede selskaper og felleskontrollerte virksomheter	251	-3 313	-5 148		106
Finansinntekter og -kostnader					
Finansinntekter	491	427	1 652	1 209	1 354
Finanskostnader	-2 727	-3 205	-3 061	-2 484	-5 031
Netto valutagevinst (tap)	-961	-208	1 036	-2 227	-282
Netto verdiendring finansielle instrumenter	277	-557	425	342	60
Netto gevinster (tap og verdifall) av finansielle eiendeler og gjeld			-216	3	15
Netto finansinntekter og -kostnader	-2920	-3543	-164	-3 157	-3 884
Resultat før skatt	13 021	11 730	21 958	18 849	20 970
Inntektsskatt	-6 317	-5 924	-6 854	-6 179	-9 033
Resultat fra videreført virksomhet	6 704	5 806	15 104	12 670	11 936
Resultat fra avvirket virksomhet			-207	4 773	-742
Resultat etter skatt	6 704	5 806	14 897	17 443	11 194
Sum av poster som kan reklassifiseres til resultatet i senere perioder	99	1 305	7 750	1 445	-333
Sum av poster som ikke kan reklassifiseres til resultatet i senere perioder	862	-248	-63	-3 047	530
Øvrige resultatelementer, netto etter skatt	961	1 057	7 687	-1 602	197
Totalresultat for perioden	7 665	6 863	22 584	15 841	11 391

Tabell 11-1 Hovedtall fra Årsregnskap 2015-2019¹¹

Balanse	2015	2016	2017	2018	2019
EIENDELER					
Sum anleggsmidler	162 596	153 328	148 298	147 008	202040
Sum omløpsmidler	42 313	52 991	53 468	44 264	46858
Sum eiendeler	204 909	206 319	201 766	191 272	248899
EGENKAPITAL OG GJELD					
Sum egenkapital	63 126	55 396	62 335	54 455	43339
Sum langsiktig gjeld	76 805	73 305	62 747	69 361	132527
Sum kortsiktig gjeld	64 978	77 618	76 683	67 456	73032
Sum egenkapital og gjeld	204 909	206 319	201 765	191 272	248899

Tabell 11-2 Hovedtall fra Balanse 2015-2019¹²

¹¹ Tall hentet fra årsrapporter 2015-2019 (Telenor Group, 2016-2020)

¹² (Telenor Group, 2016-2020)

12 Vedlegg 2: Beregning skattesats

Langsiktig rentebærende gjeld			
Selskap	Valuta	Gjeld før valutabytteavtaler	Nominell skattesats
Telenor ASA	EUR	57191	22%
	NOK		22%
	SEK	6830	22%
	USD		22%
Sum Telenor ASA		64021	
Denmark	DKK		22%
Finland	EUR	3674	20%
dtac	THB	10046	20%
Digi	MYR	5852	24%
Grameenphone	DBT		40%
Grameenphone	USD		40%
Pakistan	USD		29%
Myanmar	USD		25%
Annen langsiktig rentebærende gjeld		394	22%
Sum datterselskap		19966	
Sum langsiktig rentebærende gjeld		83987	21,81%
Vektet gjennomsnitt nominell skattesats			21,81%
Kortsiktig rentebærende gjeld			
Selskap	Valuta	Gjeld før valutabytteavtaler	Nominell skattesats
Telenor ASA	NOK		22%
	EUR	7399	22%
	SEK		22%
	MYR		22%
	THB		22%
	USD		22%
	HUF		22%
Sum Telenor ASA		7399	
Finland	EUR	284	20%
dtac	THB	4718	20%
Digi	MYR	839	24%
Grameenphone	BDT		40%
Grameenphone	USD	304	40%
Pakistan	PKR	605	29%
Pakistan	USD		29%
Myanmar	USD		25%
Telenor East Holdning II AS	USD		
Annen kortsiktig rentebærende gjeld		613	22%
Sum datterselskaper		7363	
Sum kortsiktig rentebærende gjeld		14762	22,09%
		Gjeld før valutabytteavtaler	Nominell skattesats
Sum langsiktig rentebærende gjeld		83987	21,81%
Sum kortsiktig rentebærende gjeld		14762	22,09%
Sum rentebærende gjeld		98749	21,85%

Tabell 12-1 Beregning av skattesats rentebærende gjeld¹³

¹³ Tall hentet fra: (Telenor Group, 2020a, pp. 84, 110-111)

13 Vedlegg 3: Beregning leierente

Beløp i millioner kr	Total	1 år	2 år	3 år	4 år	5 år	6 år	7 år	8 år	9 år	10 år	Over 10 år
Sum leieforpliktelser	41 297	9 295	7 357	5 520	4 792	4 311	3 742	2 832	1 849	534	366	698
Fremtidige rentebetalinger	7 596	2 030	1 573	1 212	940	705	493	309	169	79	52	34
Sum inkludert fremtidige rentebetalinger	48 893	11 325	8 930	6 732	5 732	5 016	4 235	3 141	2 018	613	418	732
Resterende leieforpliktelser å betale	41 297	32 002	24 645	19 125	14 333	10 022	6 280	3 448	1 599	1 065	699	1
Gjeldsrente		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

Tabell 13-1 Beregning rente leieavtaler¹⁴

¹⁴ (Telenor Group, 2020a, p. 92)

