

Torgils Åkra Eldrup
Eirik Forseth
Henrik Holen
Eirik Viker Tiller

Verdsettelse av Telenor ASA

AF3015 - Finansiell styring

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Khine Kyaw

April 2021

Torgils Åkra Eldrup
Eirik Forseth
Henrik Holen
Eirik Viker Tiller

Verdsettelse av Telenor ASA

AF3015 - Finansiell styring

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Khine Kyaw
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Dette er en avsluttende oppgave skrevet av fire studenter ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven er skrevet som en del av en bachelorgrad i Økonomi og administrasjon med spesialisering i finansiell styring. Denne oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng.

Vi har anvendt store deler av pensum i bachelorgraden ved skrivingen av denne oppgaven, og dette har skapt interessante samtaler mellom oss. Vi har måttet anvende kunnskap innen strategi, finans, regnskap og statistikk m.m. Oppgaven har hatt et stort faglig omfang noe som har gjort den både lærerik og utfordrende.

Telenor har vært et fascinerende selskap å jobbe med ettersom bedriften har virksomheter i store deler av verden. Selskapet er sett på som en bærebjelke innen norsk næringsliv og det har vært meget spennende å analysere en såpass stor aktør. Med hendelser som covid-19-pandemien og militærkuppet i Myanmar har dette ført til interessante avgjørelser. Vi håper leseren vil finne dette både spennende og interessant.

Vi ønsker å takke vår veileder Khine Kyaw for gode innspill og tilbakemeldinger til oppgaven.

Trondheim, april 2021

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens egen regning.

Sammendrag

Vår verdsettelse er basert på en strategisk analyse, regnskapsanalyse, to kontantstrømbaserte analyser og en markedsbasert analyse av Telenor ASA.

Problemstillingen vi skal svare på i denne oppgaven er: «Hva er Telenor ASA verdt ved 31.12.20?» Formålet med oppgaven er å estimere en rettferdig aksjekurs basert på tilgjengelig informasjon. Vi har analysert kvantitative og kvalitative data fra perioden 2016 til 2020.

Oppgaven er bygget opp med en innledende del etterfulgt av en gjennomgang om Telenor og telekommunikasjonsbransjen. Telenor har gått fra å være et heleid statlig selskap med monopol i Norges telekommunikasjonsmarked til å bli et internasjonalt aksjeselskap med flere konkurrenter i ulike markeder. Telenor opererer nå som en av de ledende aktørene innenfor sitt marked i både Norden og Asia. Nå i starten av 2021 er de i front i utbyggingen av 5G i Norge og har mange spennende muligheter internasjonalt. Dette blir vist i en strategisk analyse der modellene PESTEL, Porter, og VRIO oppsummeres i en SWOT-analyse.

Av de kvantitative analysene er det gjennomført en regnskapsanalyse, som har som mål å skape et helhetsbilde av selskapets finansielle stilling. Regnskapsanalysen viser generelt en positiv utvikling. Verdsettelsen av Telenor gjøres på bakgrunn av diskontert kontantstrøm, dividendemodellen, sensitivitetsanalyse og en markedsbasert verdsettelse basert på P/E, P/B, P/CF, EV/EBITDA og EV/EBIT.

Et vektet gjennomsnitt gir et kursmål på 180,00 NOK. Til sammenligning var kursen på Telenor ASA 145,90 NOK den 31.12.2020. Telenor ASA er underpriset og vi anbefaler kjøp av aksjen.

Vi kommer derfor med en kjøpsanbefaling av Telenor ASA.

Abstract

Our valuation is based on a strategic, financial, two cash flow analysis and a market-based analysis of Telenor ASA.

The issue answered in this paper is «What is Telenor ASA worth per 31.12.20? ». The purpose of the thesis is to estimate a fair share price based on available information. We have analyzed quantitative and qualitative data for the period 2016 to 2020.

The paper starts with an introduction followed by a review of Telenor and the telecommunication industry. Telenor started as a government-owned company with a monopoly in the Norwegian telecommunication market and has evolved into an international stock-based company with several competitors in different markets. Telenor is now a leading company within their markets, both in Asia and in the north. They are now leading the development of 5G in Norway and got a lot of exciting opportunities abroad, and different strengths and weaknesses. This is shown in a strategic analysis where the models PESTEL, Porter, and VRIO are summarized in a SWOT analysis.

From the quantitative analyses, we have done an accounting analysis with the goal of creating an overall picture of the company's financial statement. The accounting analysis shows an overall positive development. The valuation of Telenor is done based on the discounted cash flow, dividend discount model, sensitivity analysis, and a market-based valuation based on P/B, P/E, P/CF, EV/EBITDA, and EV/EBIT.

A weighted average gives a *target price* of 180,00 NOK. In comparison, the price for Telenor was 145,90 NOK at 31.12.2020. Telenor ASA is under-valued, and we recommend buying the stock.

We conclude with a buy-recommendation for Telenor ASA.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1. <i>Motivasjon</i>	1
1.2. <i>Problemstilling</i>	1
1.3. <i>Avgrensning</i>	1
1.4. <i>Oppbygging</i>	2
2. Om Telenor Group og bransjen	3
2.1. <i>Om Telenor Group</i>	3
2.2. <i>Historie</i>	4
2.3. <i>Visjon, strategi og mål</i>	6
2.4. <i>Eiere og ledelse</i>	7
2.5. <i>Telekombransjen</i>	8
2.6. <i>Utviklingen i telekombransjen</i>	9
3. Strategisk analyse	11
3.1. <i>Eksterne analyser</i>	11
3.1.1. <i>PESTEL-analyse</i>	11
3.1.2. <i>Porters fem konkurransekrefter</i>	17
3.2. <i>Interne analyser</i>	21
3.2.1. <i>VRIO-analyse</i>	21
3.3. <i>SWOT-analyse</i>	24
4. Regnskapsanalyse	25
4.1. <i>Lønnsomhet</i>	25
4.1.1. <i>Driftsmargin</i>	26
4.1.2. <i>Totalkapitalrentabilitet</i>	26
4.1.3. <i>Egenkapitalrentabilitet</i>	28
4.2. <i>Finansiering</i>	29
4.2.1. <i>Finansieringsgrad 1</i>	29

4.2.2. Arbeidskapital	30
4.3. <i>Soliditet</i>	31
4.3.1. Egenkapitalandel	31
4.3.2. Gjeldsgrad	32
4.4. <i>Likviditet</i>	33
4.4.1. Likviditetsgrad 1	33
4.5. <i>Oppsummering av regnskapsanalysen</i>	34
5. Avkastningskrav.....	35
5.1. <i>CAPM: Kapitalverdimodellen</i>	35
5.1.1. Risikofri rente (R_f).....	35
5.1.2. Beta (β).....	37
5.1.3. Markedets risikopremie ($R_m - R_f$).....	38
5.1.4. Utregning av CAPM (R_e)	39
5.2. <i>WACC: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad</i>	39
5.2.2. Gjennomsnittlig gjeldsrente (R_g).....	41
5.2.3. Skattesats på rentebærende gjeld (s)	41
5.2.4. Utregning av WACC (R_{TK}).....	42
6. Estimering av kontantstrøm.....	43
6.1. <i>Inntekter</i>	43
6.2. <i>Kostnader og EBITDA</i>	45
6.3. <i>Avskrivninger og nedskrivninger</i>	46
6.4. <i>Endring i arbeidskapital</i>	47
6.5. <i>Driftsinvesteringer (CAPEX)</i>	48
6.6. <i>Utbytte til minoritetsiere av datterselskaper</i>	49
6.7. <i>Estimert fri kontantstrøm</i>	50
7. Kontantstrømbasert verdsettelse	52
7.1. <i>Diskontert kontantstrøm</i>	52
7.2. <i>Sensitivitetsanalyse av diskontert kontantstrøm</i>	53

7.3. <i>Dividende-modellen</i>	54
8. Markedsbasert verdsettelse	58
8.1. <i>Sammenlignbare selskaper</i>	58
8.2. <i>Price / Earnings</i>	60
8.3. <i>Price / Book</i>	60
8.4. <i>Price / Cash Flow</i>	61
8.5. <i>EV / EBITDA</i>	61
8.6. <i>EV / EBIT</i>	62
8.7. <i>Estimert markedsverdi</i>	62
8.8. <i>Verdiintervall av markedsverdien</i>	65
9. Konklusjon	66
10. Oppgavekritikk	67
Referanseliste	68

Tabeller

Tabell 1: Oversikt over eiere per 31.12.20 (Telenor, Årsrapport 2020)	7
Tabell 2: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter	21
Tabell 3: Potensielle utfall av VRIO-analysen.....	21
Tabell 4: Oppsummering av VRIO-analysen.....	24
Tabell 5: SWOT-analyse av Telenor.....	24
Tabell 6: Driftsmargin.....	26
Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet.....	27
Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet	28
Tabell 9: Finanseringsgrad 1	29
Tabell 10: Arbeidskapital	30
Tabell 11: Egenkapitalandel.....	31
Tabell 12: Gjeldsgrad	32
Tabell 13: Likviditetsgrad 1	33
Tabell 14: Risikofri rente	36
Tabell 15: Rentedifferanse på statsobligasjoner.....	39
Tabell 16: Utregning av avkastning på egenkapital (Re).....	39
Tabell 17: Fordelingen av egenkapital og gjeld	40
Tabell 18: Vektet gjennomsnittlig gjeldsrente	41
Tabell 19: Utregning av WACC.....	42
Tabell 20: Historiske inntekter	43
Tabell 21: Estimerte inntekter	44
Tabell 22: Historiske kostnader og EBITDA	45
Tabell 23: Estimerte kostnader og EBITDA	46
Tabell 24: Historiske avskrivninger og nedskrivninger	47
Tabell 25: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger	47
Tabell 26: Historiske endringer i arbeidskapital.	47
Tabell 27: Estimerte endringer i arbeidskapital	48
Tabell 28: Historiske driftsinvesteringer (CAPEX)	49
Tabell 29: Estimerte driftsinvesteringer (CAPEX)	49
Tabell 30: Historiske utbytter til minoritetsiere	49
Tabell 31: Estimerte utbytter til minoritetsiere	50
Tabell 32: Historisk skatt på EBIT.....	50

Tabell 33: Estimert skatt på EBIT	50
Tabell 34: Historiske frie kontantstrømmer	50
Tabell 35: Estimerte frie kontantstrømmer	51
Tabell 36: Diskontert kontantstrøm.....	53
Tabell 37: Sensitivitetsanalyse med vekstrate og WACC.....	53
Tabell 38: Sensitivitetsanalyse med vekstrate og beta.	54
Tabell 39: Historiske utbytter.....	55
Tabell 40: Dividendemodellen	57
Tabell 41: Multipler	62
Tabell 42: Estimert aksjepris med vektete multipler.....	64
Tabell 43: Vekting av verdsettelsesmetoder	66

Formler

Formel 1: Driftsmargin.....	26
Formel 2: Totalkapitalrentabilitet.....	26
Formel 3: DuPont-modellen.....	27
Formel 4: Egenkapitalrentabilitet.....	28
Formel 5: Finansieringsgrad 1.....	29
Formel 6: Arbeidskapital.....	30
Formel 7: Egenkapitalandel	31
Formel 8: Gjeldsgrad.....	32
Formel 9: Likviditetsgrad 1.....	33
Formel 10: Kapitalverdimodellen	35
Formel 11: Beta.....	37
Formel 12: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad	40
Formel 13: Diskontering av kontantstrøm	52
Formel 14: NNV terminalledd	53
Formel 15: Dividende-modellen	54
Formel 16: Utbyttevekstrate.....	55
Formel 17: Gordon's Growth Model	56
Formel 18: Dividendemodellen.....	57

Figurer

Figur 1: Fordeling av inntekter etter geografisk område (Telenor, Årsrapport 2020)	3
Figur 2: Utviklingen av Telenor sin aksjepris (Yahoo Finance, 2021).....	4
Figur 3: Månedlig valutakurs I44 (Norges Bank, 2021c)	13
Figur 4: Styringsrenter (Norges Bank, 2021a).....	13
Figur 5: Driftsmargin	26
Figur 6: DuPont-modellen.....	27
Figur 7: Egenkapitalrentabilitet før skatt	28
Figur 8: Finansierungsgrad 1	29
Figur 9: Arbeidskapital.....	30
Figur 10: Egenkapitalandel	31
Figur 11: Gjeldsgrad.....	32
Figur 12: Likviditetsgrad 1	33
Figur 13: Årlig rente på 10-årige statsobligasjoner (Norges Bank, 2021d).....	36
Figur 14: Oppdeling av driftsinntekter for 2020 (Telenor, Årsrapport 2020, s. 106)	44
Figur 15: Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene	65

Vedlegg

Vedlegg 1: Utregning av beta.....	75
Vedlegg 2: Vekting av markedets risikopremie	75
Vedlegg 3: Utregning av rente på leieavtaler	76
Vedlegg 4: Utregning av vektet skattesats	76
Vedlegg 5: Vekting av skatt på EBIT	76

1. Innledning

1.1. Motivasjon

Vi var raske på å velge verdsettelsesoppgave som avsluttende oppgave i finansiell styring i faget *AF3015 - Semesteroppgave i finansiell styring*. Det var klart at vi ønsket å velge en norsk bedrift som både er viktig for Norge og utviklingen i sitt fagfelt. Samtlige av forfatterne er interessert i teknologi og innovasjon, og vi følger nøye med på utviklingen i fremvoksende markeder. Telenor er en bedrift som har vært utrolig viktig for utviklingen i Norge og en tydelig aktør i nyhetsbildet. De har vært med som en vital faktor for Norges vekst. Den norske stat har en stor eierandel og Telenor tilrettelegger for at befolkningen kan ta i bruk ny tilgjengelig teknologi, samtidig som de gjør dette på en bærekraftig måte. På grunn av utbyggingen av telenettet og en aktør som er i fronten på utbyggingen av 5G-nettverket i Norge legger de en grobunn for videre utvikling i det norske samfunnet. Telenors utvikling av dette nettet vil bane vei for den økende datatrafikken i vårt samfunn, industrien, fjernstyring av maskiner i sanntid, helsetjenester og selvkjørende framkomstmidler. Telenor som en ledende aktør i Norden og en aktør som satser i fremvoksende markeder gjorde at dette var et selskap som var verdt å lære mere om. Selskapet er fremtidsrettet og har stor betydning for norsk økonomi, noe som gjør at det er et spennende selskap å verdsette.

1.2. Problemstilling

Vi har valgt følgende problemstilling: «Hva er Telenor ASA verdt ved 31.12.20?»

1.3. Avgrensning

En avgrensning av oppgaven er at vi verdsetter Telenor den 31.12.2020, men skriver oppgaven våren 2021. Tallene vil da være historisk sett fra før 2020 mens vi vil kommentere nylige hendelser og har tatt i bruk årsrapporten som kom i mars 2021. Oppgaven vår er basert på offentlig tilgjengelig sekundærdata som årsrapport, kvartalsrapporter, nettartikler og annen offentlig informasjon. Denne informasjonen kommer hovedsakelig fra Telenor, og vi har forsøkt så godt det er mulig å supplere med alternative kilder. De finansielle tallene er hovedsakelig hentet fra Telenors årsrapporter. Tallene er lite påvirket av nyere hendelser som den tilspissede situasjonen i Myanmar eller den mulige gigantfusjonen i Malaysia.

Metodene vi benytter i denne oppgaven avhenger av tiden og informasjonen vi har tilgjengelig. Vi har valgt å bruke regnskapstall for perioden 2016 til 2020 i regnskapsanalysen og de kontantstrømbaserte verdsettelsesmodellene. Telekommunikasjonsbransjen har vært i en stor vekst de siste årene. Vi har derfor valgt å benytte oss av regnskapstall for de siste fem årene da det er denne epoken som gir best oversikt over den nåværende situasjonen.

1.4. Oppbygging

Oppgaven begynner i del 2 og 3 med den kvalitative delen. Her vil vi starte med å fortelle kort om Telenor generelt, før vi går videre på et dypdykk i deres historie, strategi, visjon og tar en analyse av bransjen. Det vil i del 2 fokuseres på selskapet Telenor og telekommunikasjonsbransjen.

Videre i del 3 går vi over til en større strategisk analyse av Telenor. Vi begynner med de eksterne analysemodellene *PESTEL* og *Porters femkraftsmodell* for å kartlegge makroforholdene til selskapet. Videre gjennomføres det en intern analyse med modellen *VRIO*. Til slutt oppsummeres analysene i en *SWOT-analyse*.

De neste delene av oppgaven går over til den kvantitative delen av verdsettelsen. I del 4 begynner vi med en regnskapsanalyse av Telenor, som baserer seg på historiske regnskapstall. Dette vil være med på å skape et helhetsbilde av Telenors økonomiske situasjon og vil skape grunnlaget for prognosen av fremtidige kontantstrømmer i del 6 og den kontantstrømbaserte verdsettelsen i del 7. Når vi verdsetter selskapet ved bruk av diskontert kontantstrøm og dividendemodellen, vil vi ta i bruk avkastningskravet til Telenor som blir estimert i del 5. I denne delen vil vi finne både den risikofrie renten, utregne betaen til Telenor, se på markedets risikopremie og estimere Telenor sin vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad som senere brukes til diskontering av kontantstrømmer.

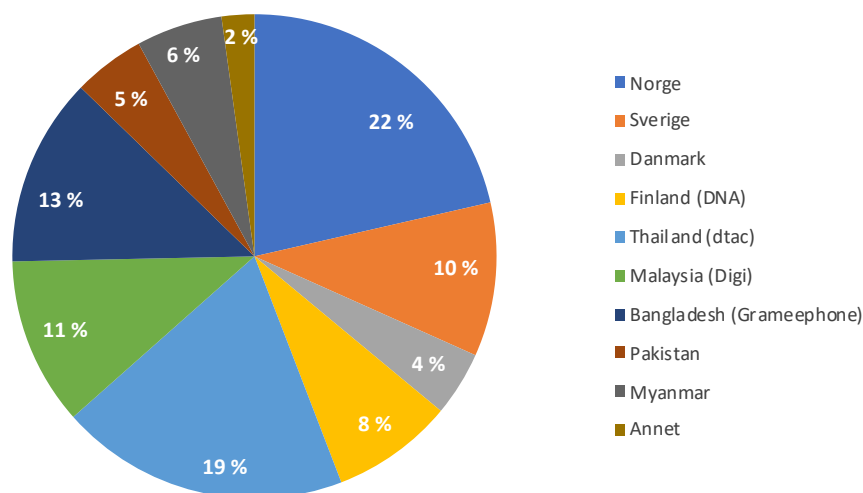
Del 8 går videre på en markedsbasert verdsettelse der Telenor vil bli satt opp mot lignende selskaper i markedet. Selskapene vil bli sammenlignet ved bruk av ulike multipler og ratioer.

Del 9 svarer på problemstillingen med en konklusjon basert på de gjennomførte analysene. Del 10 avslutter med oppgavekritikk.

2. Om Telenor Group og bransjen

2.1. Om Telenor Group

Telenor Group er et privat norsk selskap med en stor statlig eierandel, som i hovedsak driver med telekommunikasjon. Telenor har operert under deres formål «Connecting you to what matters most, empowering societies», i mer enn 160 år. Med 182 millioner kunder spredt mellom de nordiske landene og Asia, har de et årlig salg på rundt 14 milliarder (Telenor, 2021a). De er med dette en av de ledende telekommunikasjons-aktørene både i Norden og Asia. Telenor Group opererer i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Pakistan, Bangladesh, Thailand, Malaysia og Myanmar. I Norden har de en ledende posisjon i mobil, bredbånd og TV tilbud, samt merkbare aktiviteter i datterselskaper og i *joint venture*-virksomheter. Se Figur 1 for grafisk illustrasjon av fordelingen av omsetningen for Telenor etter Årsrapporten 2020.



Figur 1: Fordeling av inntekter etter geografisk område (Telenor, Årsrapport 2020)

De har rundt 18 000 ansatte totalt og er med dette en av de største aktørene på Oslo Børs der de er notert under tickeren *TEL* og har en aksjepris på 145,90 NOK per 31.12.20. Dette er en stor økning fra deres inngang på børsen i 2000 med en IPO på 42 NOK (Telenor, 2010). Det største børsfallet for Telenor kom i Perioden 2007-2009, på grunn av finanskrisen og problemer med inngangen i Unitech Wireless i India som gjorde at aksjen falt 25% (Brenna, 2008). Neste store fall kom i 2015 etter problemer i Vimpelcom og uro i Telenor styret (Tunaal, 2015). En videre historisk illustrasjon av aksjeprisens historikk vil bli vist i en grafisk fremstilling under i Figur 2, med tall hentet fra Yahoo Finance. Inntektene deres er fordelt inn i geografiske områder, med 52,2 i Asia, 44,5 i Norden og 3 milliarder i andre land (Telenor, Kvartalsrapport Q4 2020).



Figur 2: Utviklingen av Telenor sin aksjepris (Yahoo Finance, 2021)

2.2. Historie

Det norske telekommunikasjonskonsernet Telenor ASA ble opprettet i 1855 som et statlig eid selskap under navnet *Kongelige elektriske telegraf* (1855 til 1969), og deretter *Telegrafverket* (1969 til 1994). Formålet til selskap var å knytte landet sammen med telegraflinjer, ettersom den elektriske telegrafen var begynt å bli brukt i Europa. Den første norske telegrafforbindelsen ble laget mellom Drammen og Christiania (dagens Oslo) i 1855 samtidig som arbeidet ble startet med å lage flere linjer i landet. Telegrafen ble her også første virksomhet til å tillate ansettelsen av kvinner i Norge (1858) og har i 2020, 38% kvinner blant sine ansatte (Telenor, Årsrapport 2020). Første internasjonale telegrafkabel åpnet i 1867 mellom Norge og Danmark, etterfulgt av linjen mellom Norge og Storbritannia i 1869. De neste norske byene som ble koblet sammen med en telefonkabel var Arendal og Tvedestrand i 1878. Det var ikke før 1880 at *International Bell Telephone Company* åpnet det første norske sentral telefonanlegget med sentral i Oslo og Drammen. Selskapet fikk konsesjon av både Oslo og Drammen kommune før det senere ankom flere kommuner. Det var nå ikke lenge før det ble opprettet flere private telefonselskaper rundt om i Norge (Rafto, 1955).

Rundt 1900-tallet bestemte staten seg for å komme sterkere inn i Telegrafverket (Bryhn & Ulseth, 2019). Ettersom det hadde blitt opprettet flere private telefonanlegg rundt om i Norge i løpet av den siste tiden. Telegrafverket gikk da inn og overtok 200 private telefonanlegg. I 1901 får den norske staten en eksklusiv rett til å ha telefon servicer igjennom *The Telegraph Act* og åpner i 1920 den første automatiske telefonsentralen. Utviklingen går nå fremover og fører til

at NRK åpner for TV-sendinger i 1960 og den første manuelle telefonen blir lansert i Norge i 1966. Lanseringen av manuelle telefoner er også med på å påvirke navnebyttet til *Telegrafverket* i 1969, som skal være med på å symbolisere byttet til personlig kommunikasjon med bruk av mobiltelefoni. Det siste private telefonselskapet, Andebu Telephone Association, blir kjøpt opp i 1974 og Televerket får med det total monopol over nettet. Sammen med de nordiske landene lanserer Televerket første generasjon av mobil servicen 1G (1981) og får helautomatisert det norske telekommunikasjonsnettverket i 1985. 1994 blir året der Televerket bestemmer seg fra å bytte navn til Telenor (fra og med 1995) og året der Telenor blir gjort om til et statsaksjeselskap. Selskapet mister i 1998 sin enerett på telenettet og markedet blir åpnet for full konkurranse. Allerede i 1991 kommer NetCom inn i Norge og får lisens for å drive med mobiltelefoni.

Det blir i 1999 forsøkt en sammenslåing av Telenor og det svensk eide statlige selskapet Telia. Dette blir omtalt som en av de største sammenslåingene i moderne nordisk historie (Fang, Fridh, & Schultzberg, 2004). Telia var Sveriges største teleoperatør og Telenor var Norges største. De hadde begge en periode der de var landets eneste mobiloperatører og begge hadde staten som store eiere. Sammenslåingen varte bare i to uker før forholdet ble avsluttet. Fang, Fridh & Schultzberg (2004) kommer fram i sin studie «Why did the Telia-Telenor merger fail?», til tre hovedårsaker som gjorde at sammenslåingen ikke fungerte. I studien konkluderer de med at det var en mangel av personlig tillit mellom selskapene. Selskapene hadde undervurdert de politiske vanskelighetene (begge var sterkt statlig styrt) og de kulturelle forskjellene. Siste årsak var at forhandlingen speilet det tidligere forholdet Sverige og Norge har hatt med hverandre i historien, og de drar her spesielt frem *Big brother vs. Little brother-syndromet*.

Telenor blir i år 2000 den første registrerte norske telekommunikasjonsoperatøren på Oslo Børs og NASDAQ (går ut av NASDAQ i 2007), noe som også var den største børsnoteringen i Norge noensinne (Degnes, 2020). Utbyttepolitikken starter også nå med at store deler av nettoen skal ut til aksjonærene igjen. De åpner i 2002 Telenors hovedkvarteret på Fornebu, som fortsatt er hovedkvarteret i dag. Utover 2000 tallet går Telenor inn og ut av flere land rundt om i verden (Malaysia, Danmark, Montenegro, Thailand, Ungarn, Pakistan og Serbia). I 2006 får de dagens logo og bikker samme år 100 millioner abonnemeter. De bestemmer seg i 2008 for å gå inn i India via selskapet Unitech Wireless. Dette skal vise seg å være en dårlig investering i et tungt konkurranseutsatt marked og de taper inntil 25 milliarder på satsingen før de går ut av India i 2017 (NTB, 2017).

Telenor er nå et av Norges største konsern og tjenesteleverandør innenfor innhold-, telekommunikasjon- og datatjenester. Telenor Group har nå virksomheter i ni land og 182 millioner abonnenter (Telenor, Årsrapport 2020). De er i front for å bygge ut 5G nettverket i Norge og planlegger i løpet av 2024 å ha landsdekkende 5G-nett, ettersom 100.000 av deres kunder allerede har skaffet seg en 5G-mobiltelefon per 18 desember 2020 (Telenor, 2020a). Telenor vil i generalforsamlingen i mai 2021 også foreslå et utbytte på 9 NOK per aksje for regnskapsåret 2020 (Lorentzen, 2021a). I 2020 solgte Telenor hovedkvarter på Fornebu til Norwegian Property for 5 milliarder, men fortsetter som leietaker og har ifølge finansdirektøren Tone Hegland planer om å «forbli på Fornebu på lang sikt» (Sagmoen & Brunborg, 2020).

2.3. Visjon, strategi og mål

Telenor ASA jobber mot å kunne gjøre mer enn bare god business. De sier de jobber mot å være med å styrke og bygge samfunnene de er blitt en del av. Kjerneverdiene de bygger på er «Always Explore», «Create Together», «Keep Promises» og «Be Respectful». Ved å bygge på deres kjerneverdier og jobbe mot deres visjon som er «Empower Societies» ønsker Telenor å gi samfunnet gode tjenester og infrastruktur (Telenor, 2020b).

Man har sett hvor viktig telekommunikasjon i dagens samfunn er, og man ser at Telenor har knyttet både visjon, strategi og mål omkring dette. Deres mål som er å «Knytte deg til det som betyr mest for deg» ligger tett knyttet til deres visjon. Når vi ser på hva Telenor sier om sin kultur ser vi også hvorfor mål-strategi-visjon er så tett knyttet sammen. De sier selv at deres strategi skal forteller hva de gjør, deres verdier om hvordan de leverer og at målet/visjon er grunnen til at de eksisterer.

Telenor vil fortsette moderniseringen av samfunn i tiden fremover for å være relevante for kundene og best mulig forberedt for fremtiden. De kortsiktige målene deres for 2020 til 2022 er en fortsettelse på deres modernisering, med fokus på nye inntekter, modernisering og ansvarlig virksomhet. Telenor har kortsiktige mål om å øke abonnenter og ha en inntektsvekst på 0-2% per år, redusere driftskostnader med 1-3% per år og holde kapitalutgifter til salg på rundt 15% (Telenor, 2020c). Disse målene vil de nå samtidig som de opprettholder en sunn balanse og en fri kontantstrøm som dekker utbytte politikken. Telenor går også ut med et mål i Norden der de vil være karbon-nøytrale innen 2030.

Når det kommer til mer langsiktig strategi er dette noe som vil forandre seg fra tid til annen. I den siste strategiplanen for 2020 og 2021 kaller de det overordnede strategiske målet «Modernizing to drive societies forward». For å utdype dette har Telenor delt opp i tre strategiske delkomponenter. Den første går på vekst gjennom kundetilbudet for å være på nett og liknende servicer. Den andre er å fortsette å jobbe med å være ledende på innovasjon i markedet, alt fra selve nettverket til kundeservice. Den siste er å forsterke hvordan de driver virksomheten. Både med tanke på behandling av personvern, men også miljø og selskapets etiske rolle (Telenor, 2020d). De vil med sine strategier jobbe for å drive bærekraftig verdiskapning (Telenor, Årsrapport 2020).

2.4. Eiere og ledelse

Tabell 1 viser de ti største eierne av Telenor ASA. Den norske stat eier en majoritet av aksjene i Telenor på til sammen 59,68%, dette er medregnet Folketrygdfondet. Etter den norske stat er de resterende topp ti eierne internasjonale fond og banker.

	Eierandel	Antall aksjer
Nærings- og fiskeridepartementet	53,97 %	755,22 M
Folketrygdfondet	5,71 %	79,88 M
Caisse de Depot et Placement du Quebec	1,96 %	27,39 M
BlackRock Institutional Trust Company	1,80 %	25,23 M
DWS Investment GmbH	1,64 %	22,94 M
DNB Asset Management AS	1,57 %	21,99 M
The Vanguard Group, Inc	1,37 %	19,12 M
Storebrand Kapitalforvaltning AS	1,31 %	18,39 M
Lazard Asset Management, LLC	1,04 %	14,61 M
KLP Forsikring	0,93 %	12,98 M
	71,30 %	997,75 M

Tabell 1: Oversikt over eiere per 31.12.20 (Telenor, Årsrapport 2020)

Konsernets ledelse består av syv medlemmer som leder hver sin avdeling. Denne gruppen ledes av President og Chief Executive Officer Sigve Brekke. Tre av lederne er ledere for Finance, HR og Technology, mens de resterende tre er ledere for sine geografiske områder Asia, Norden og Norge (Telenor, 2021b).

2.5. Telekombransjen

Telenor driver hovedsakelig med telekommunikasjon. Telekommunikasjon defineres som «Enhver overføring av tegn, signaler, skrift, bilder og lyder over en infrastruktur bestående av kabler, radio eller ved annet elektromagnetisk utstyr» (Johnsen, 2020). Enklere sagt er det mobiltelefoni, bredbånd, og generelt nettbaserte tjenester Telenor driver med. Telenor er etablert i ni markeder, og for å få et lite bilde av Telenor sin posisjon innen telekom skal vi se på Telenors posisjon i det nordiske og asiatiske telekommunikasjonsmarkedet.

I Finland har Norge skaffet seg gradvis eierskap i et av de største telekommunikasjons-selskapene, DNA. Det som begynte med 54% 9 april 2019 har i løpet av starten av 2020 blitt 100% eierskap. DNA har som en av de største aktørene i det finske telekommunikasjons-markedet 29% markedsandel og konkurrerer her med blant annet Elisa og Telia, hvor alle disse tre har sine egne nettverk (Telenor, Årsrapport 2019).

Også i Sverige har Telenor en fremtredende rolle. Ser vi på markedsandeler for første halvår av 2020 har Telenor 18,8%. De største konkurrentene her er Telia på 34,1% og Tele2 på 29,1%. (Fransén, 2020) I det svenske markedet samarbeider Tele2 og Telenor på det mobile nettverket mens Telia som er ledende har sitt eget (Tutela, 2021).

I det danske markedet er det flere store aktører. Den ledende er TDC, etterfulgt av Telenor også Telia. Telenor begynte i 2000 å kjøpe seg inn i mobilselskapet Sonofon. Senere kjøpte de opp hele selskapet samt flere andre selskaper, blant annet CBB Mobil, Cybercity, Tele2 Danmark og BiBoB, før de skiftet navn fra Sonofon til Telenor i 2009. I det danske markedet deler Telia og Telenor nettverk, mens TDC har eget nett (Telenor, 2017a).

I det norske markedet er det også her kamp mellom Telenor og Telia da det er disse to som har eget utbygd nett. Ice har også blitt en aktør å regne med i markedet, men har foreløpig ikke et like konkurransedyktig nettverk, og avhenger derfor på lån av Telia sitt nettverk der deres egne ikke strekker til. I Norge hadde Telenor en markedsandel på 51,0%, Telia på 39,7% og Ice på 9,3% basert på antall mobiltelefonabonnenter i nettverket fra første halvår 2019 (Nkom, 2021a).

Gjennom sine operasjoner i Asia har Telenor fått en fremtredende rolle i markeder i vekst. I 2020 sto det asiatiske markedet for 53% av Telenor Groups samlede inntekter, med over 176 millioner mobilabonnenter. Telenor deler det asiatiske markedet i to; det modne og det

fremvoksende markedet. I det modne asiatiske markedet finner vi Malaysia hvor Telenor har 49% eierandel av aksjene i selskapet Digi, og Thailand med selskapet Dtac hvor de har 42,6% eierandel (Telenor, 2017b). Begge disse selskapene er tredje størst innen telefoni. Dtac samarbeider med CAT for å oppnå best mulig nettverk, mens Digi har eget nettverk (Telenor, 2017c).

I de fremvoksende markedene i Asia er Pakistan, Bangladesh og Myanmar. I Pakistan har Telenor sitt eget nett og omkring 30% markedsandeler. I Myanmar driver Telenor og bygger ut nettet sitt, og har en markedsandel på rundt 35%. I Bangladesh eier Telenor 55,8% av aksjene i Grameenphone som er den største aktøren i Bangladesh (Telenor, 2021c).

2.6. Utviklingen i telekombransjen

Telekombransjen har vært gjennom store endring de siste tiårene, og er fremdeles et marked som kommer til å oppleve store endringer i fremtiden. Den første tekstmeldingen ble sendt i 1992, og i 2010 ble det sendt 6,1 billioner tekstmeldinger. Videre ser vi også at infrastrukturen har utviklet seg kraftig de siste 20 årene. I 2001 ble tredje generasjons nettverk (3G) lansert i Japan som verdens første. Dette skulle i senere tid vise seg å være et stort fremskritt. Da Apple lanserte iPhone i 2007 ble 3G en ettertraktet tjeneste, og man så behovet for mobildata. I 2009 kom 4G, og dette har bidratt til en dramatisk økning i mobildatabruk. .. Dette har nå utviklet seg til at vi nå har begynt å lansere 5G og Telenor har som mål om at alle i Norge skal ha tilgang til 5G innen 2023 (Høie, 2020).

På samme måte som mobiler og utbygging av infrastruktur til dekning har utviklet seg, har også internett og nettbaserte tjenester/produkter utviklet seg mye. På 90-tallet slo *World Wide Web (WWW)* gjennom i samfunnet, og på slutten av 90-tallet gikk man også inn i det som kalles *dotcom-boblen*. Dette var en periode mange nye internetbaserte selskaper ble børsnotert, alle ønsket å tjene penger på disse selskapene. Denne boblen sprakk i 2001, og påførte store økonomiske problemer for mange IT-selskaper. Det var først i 2004 man anslår å ha vunnet tilbake all den tapte fremgangen man hadde før boblen sprakk. Siden dette har utviklingen og betydningen av internett vært stor. Den har vært så stor at man i 2012 lanserte IPv6. Grunnen til dette var at IPv4 som man bruker i dag, ikke ble designet for bruk av hele verdens befolkning. For å få plass til alle tilkoblede enheter man har i dag, blir man etter hvert nødt til å bytte til

IPv6 (Busch, 2021). I Norge er Telenor en ledende aktør på bredbånd og i 2019 hadde de en markedsandel privat og offentlig på 36,2% (Nkom, 2021b).

Ser vi på Telenor sine markeder ser vi også at det er stor forskjell i hvor langt denne utviklingen har kommet. Det er stor forskjell på hvor langt denne utviklingen har kommet i forskjellige deler av verden. Ser vi på Norge sier tallene til Telenor at nå som 5G nettet lanseres vil de slukke 3G nettet siden over 96% av mobildataen som ble brukt var 4G (Telenor, 2021d). Ser vi på tall i et land som Bangladesh estimerer de at under 50% vil bruke 4G i 2025 (Bhuiyan & Hossain, 2020). Dette er både et resultat av hvor langt infrastrukturen har kommet, men man ser også at per 2019 har kun 40% av befolkningen tilgang til smarttelefon, mens i Norge er dette tallet 95% (Statistisk sentralbyrå, 2021).

3. Strategisk analyse

Målet med den strategiske analysen er å kartlegge eventuelle konkurransefortrinn eller unike ressurser Telenor har ovenfor sine konkurrenter, bransje eller internt i selskapet, og hvorvidt det er mulig å opprettholde dette over tid. Besittelse av konkurransefortrinn eller unike ressurser fører til at selskapet kan oppnå en høyere avkastning enn sine konkurrenter.

3.1. Eksterne analyser

I de eksterne analysene kartlegger vi makroforholdene til selskapet. PESTEL-analysen har som mål å identifisere eksterne faktorer som påvirker Telenor, og omfanget av disse faktorene. Porters femkraftsmodell kartlegger selve telekombransjen, og vurderer attraktiviteten til denne bransjen.

3.1.1. PESTEL-analyse

PESTEL er et rammeverk brukt for å analysere makroomgivelsene til selskapet. Rammeverket deler makroforholdene opp i seks kategorier; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold. (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2018). Videre blir resultatene fra PESTEL-analysen brukt til å identifisere eksterne muligheter og trusler i den oppsummerende SWOT-analysen i Del 3.3.

Politiske forhold

Telenor Groups største eier er den norske stat. Det statlige eierskapet medfører visse fordeler og ulemper. En av fordelene med statlig eierskap er at staten kan være ansett som kapitalsterk og langsiktig, noe som kan gi ekstra trygghet ovenfor selskapsledelsen og andre aksjonærer. Hvorvidt dette argumentet stemmer er høyst omdiskutert politisk (Thomassen, 2019). Statlig eierskapet setter også visse krav til selskapsledelsen, blant annet strengere krav til at selskapet skal etterleve «prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse» (Telenor, Årsrapport 2018).

Hovedargumentet imot statlig eierskap er at staten ofte er passiv, og er heller ikke en eier som har som hovedmål å sikre høyest avkastning over tid, men ofte har andre mål som går over økonomisk lønnsomhet. Telenor hadde flere meget offentlige lederkonflikter i årene 2016-2018, og staten som den største eieren var taus (Lorentzen, 2018). Det at staten forholdt seg

taus i disse sakene er et godt eksempel på hvorfor statlig eierskap ofte beskrives som «passiv», der det kan argumenteres for at en annen ikke-statlig eier ville ha grepet inn.

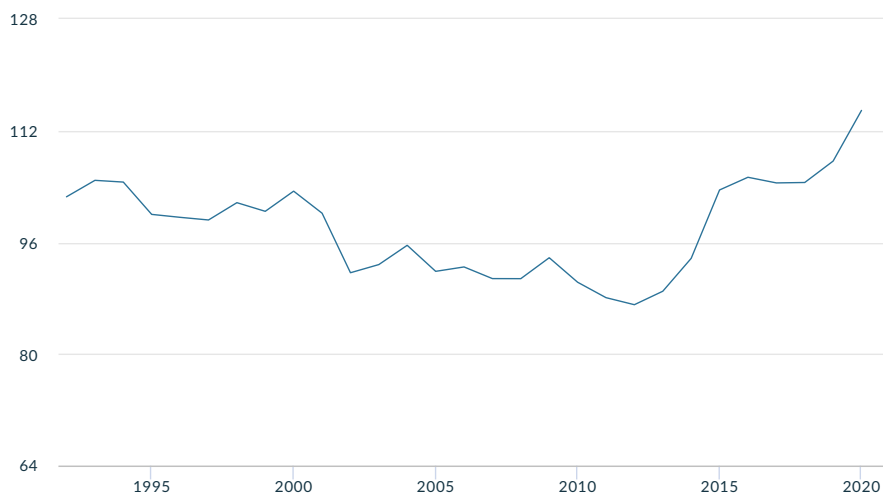
Erna Solbergs regjering har siden 2015 hatt fullmakt til at staten kan selge seg ned i Telenor til en eierandel på 34%. Nedsalget skjedde ikke, og i november 2019 ble denne fullmakten ikke videreført av, med begrunnelsen at regjeringen ønsker «å opprettholde et ledende teknologi- og industriselskap med hovedkontorfunksjoner i Norge» (Nærings- og fiskeridepartementet, 2019). Regjeringen presiserer videre at «Statens mål som eier er høyest mulig avkastning over tid».

Kommunal- og moderniseringsdepartementet bestilte i 2021 to rapporter om konkurransen i det nordiske mobil- og bredbåndsmarkedet. Rapportene fra Tefficient konkluderte med at det er store prisforskjeller i Norden, der telekomoperatørene tjener langt mer på norske kunder enn i resten av Norden. Distrikts- og digitaliseringsminister Linda Hofstad Helleland uttalte i forbindelse med kunngjøringen av rapportene at prisforskjellene «er uakseptabelt høye og folk må få lavere mobilpriser» (Lorentzen, 2021b).

Økonomiske forhold

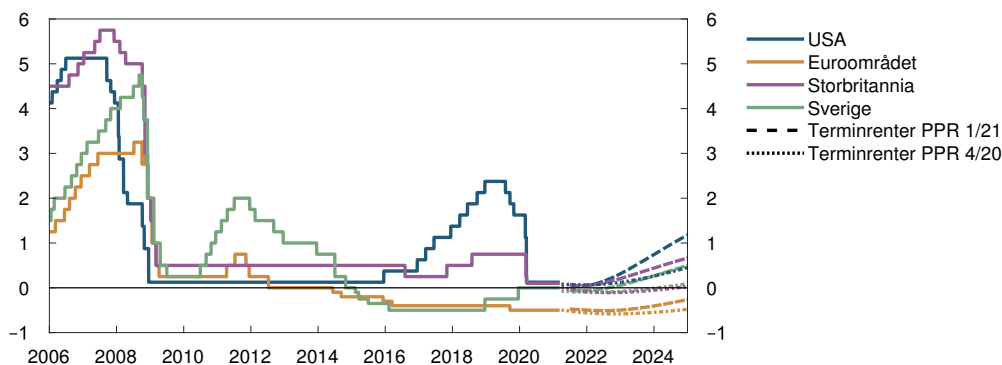
Den internasjonale økonomien har falt i aktivitet som følge av koronapandemien. Lavere BNP vil medføre lavere inntekter for landet og høyere arbeidsledighet. Generelt vil dette redusere etterspørselen etter Telenor sine produkter og tjenester. løpet av høsten 2021 (Norges Bank, 2021a, s. 14). roaminginntekter, særlig i de nordiske markedene.

Svingninger i valutakurser vil påvirke resultatet. Over tre fjerdedeler av omsetningen er i utenlandsk valuta. Når omsetningen måles i norske kroner, vil denne endres som følge av fluktuasjoner mot den norske kronen. I44 (importveid kursindeks) er en valutakursindeks beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene til Norges viktigste handelspartnere (Norges Bank, 2021b), denne er vist i Figur 3. En stigende kurve indikerer svakere kronekurs. En svakere valuta vil bidra til å øke resultatet til Telenor ettersom dette måles i NOK. Det medfører at ved kriser vil Telenor generelt prestere godt, ettersom kronekursen ofte faller i krisetider. De siste ti årene har valutaen vært i en stigende trendkanal, som indikerer en synkende kroneverdi.



Figur 3: Månedlig valutakurs I44 (Norges Bank, 2021c)

Historisk lave renter medfører at prisen på kapital er for øyeblikket lav. Dette er gunstig for Telenor da den rentebærende gjelden vil være billigere å betjene. Som Figur 4 illustrerer er det forventet at styringsrenten vil øke etter hvert som den økonomiske aktiviteten vokser. På lang sikt vil sannsynligvis renter stige, noe som vil øke prisen på Telenor sin rentebærende gjeld. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 5.



Figur 4: Styringsrenter (Norges Bank, 2021a)

Sosiokulturelle forhold

Det er flere faktorer som påvirker sammensetningen av kundegruppen til Telenor slik som befolkningsvekst, teknologisk utvikling og klimaendringer. Den teknologiske utviklingen har ført til at etterspørselen etter Telenors tjenester har økt i alle mulige aldersgrupper, og med introduksjonen av Internet of Things kan alt fra *babycall* til *sporingsbrikker på eldre mennesker* bruke Telenors tjenester. I den seneste årsrapporten uttaler Telenor selv at en av de sentrale risikoene for Telenor er «demografiske endringer som følge av klimaendringer» (Telenor, Årsrapport 2020, s. 83).

Telenors produktmiks påvirker også kundedemografien. I tråd med at konsernet har introdusert tjenester innenfor nye områder har de tiltrukket seg kunder fra nye kundegrupper. I en artikkel i tidsskriftet Magma fremhever Telenors leder for samfunnsansvar, Mai Oldgard, selskapets viktige rolle i samfunnsutviklingen i fremvoksende markeder. Åtte av ti personer i Pakistan og Myanmar hadde ikke bankkonto, og Telenor hadde som mål å kunne tilby digitale banktjenester til disse kundene (Oldgard, 2017). I 2009 innledet Telenor et samarbeid med Tameer Microfinance Bank om en heldigital bank, som i 2017 hadde mer enn 21 millioner kunder. I 2018 kjøpte Telenor opp Tameer Microfinance Bank, hvor de igjen inngikk et nytt partnerskap med AliPay-eier Ant Group. I dag har denne banken byttet navn til Telenor Microfinance Bank, der Ant Group er 45% eier. Telenor har brukt denne erfaringen fra Pakistan til å bygge finansielle tjenester i Myanmar, Bangladesh og Malaysia. Telenor har omgjort erfaringen med å operere i utfordrende makroomgivelser til en unik erfaring, som vi anser som en unik ressurs.

Teknologiske forhold

Femte generasjon mobilnettverk (5G) vil ha stor påvirkning på Telenor sin kontantstrøm. 5G-nettet vil være både raskere og ha en større kapasitet. En større kapasitet innebærer at langt flere enheter kan koble seg på nettverket. Da vil nettverket kunne håndtere flere milliarder tilkoblede enheter (Telenor, 2021e), som for eksempel sensorer, medisinsk utstyr og hele fabrikker. Økt trafikk på Telenor sitt nettverk betyr økte inntekter. Fibernettet og kobbernettet fases ut som følge av nytt nettverk. Å bygge infrastruktur er svært kostbart. 5G tillater rask hastighet uten krav om fysisk forbindelse i bakken. Trådløst bredbånd vil ikke trenge en kabel trukket i veggen. Dette vil mulig redusere kostnader for Telenor. Det foreligger derfor et stort potensial i 5G. Å bygge en 5G-infrastruktur kjapt, kan kapre nye kunder fra konkurrenter. Dersom konkurrenter til Telenor ikke klarer å bygge ut et mobilnettverk som kan konkurrere mot Telenor, kan kunder velge å bytte leverandør. Det motsatte kan skje dersom Telenor ikke lykkes i å bygge et solid 5G-nettverk fort nok.

IoT (Internet of things) vil skape muligheter for Telenor ettersom dette fører til økt etterspørsel etter nye tjenester. Begrepet refererer til et nettverk av gjenstander som er koblet sammen til hverandre og utveksler data. Den globale verdien av IoT var verdt mer enn to tusen milliarder kroner i 2019 og er forventet å vokse til mer enn tolv tusen milliarder kroner innen 2027. Dette tilsvarer en årlig vekst på 24,9% (Fortune Business Insights, 2020). Synergien med økt kapasitet på mobilnettverket og økt forbruk av data gjennom IoT kan danne gode økninger i inntekter for Telenor.

Miljømessige forhold

Telenor har de siste årene sluppet ut over 1000 millioner tonn CO₂. Telenor har et høyt energiforbruk og det er nesten utelukkende de asiatiske virksomhetene som står for de høyeste CO₂ utslippene. Driften i de asiatiske landene står for 96% av CO₂ utslippene (Telenor, Årsrapport 2019). Parisavtalen forplikter alle land i hele verden til å redusere sine klimagassutslipp (FN-sambandet, 2019). Hvordan Telenor skal redusere sine utslipp vil være utfordrende, ettersom strømmen som produseres i de asiatiske landene ikke kommer fra fornybare kilder. Telenor gikk ut med et mål i 2020 om at de har ambisiøse mål for CO₂ utslippene som de ønsker å nå innen 2030. I Norden har de som mål å drive karbon nøytral virksomhet, mens de i Asia vil prøve å redusere karbon utslippet med 50% innen 2030 (Telenor, 2020c).

Avfallshåndtering av elektrisk og elektronisk avfall er utfordrende for IKT-bransjen. Det er nødvendig at Telenor tar eierskap til dette voksende problemet, ettersom det stadig er etterspørsel etter nye produkter og komponenter. Telenor bidrar til dette problemet i økende grad, ettersom de selger produkter til brukere og de installerer elektriske komponenter i infrastrukturen de drifter. Telenor skriver i sin årsrapport at de har et krav om at alle Telenors forretningsenheter sørger for bærekraftig avfallshåndtering (Telenor, Årsrapport 2020).

Det er forventet økt nedbørmengde og hyppigere ekstremvær i Norden (FN-sambandet, 2019). Dette er utfordrende for en aktør som eier mye infrastruktur ettersom denne kan ta skade av dette. Dette vil også påvirke brukeropplevelsen dersom Telenor får utfordringer med å levere sine tjenester.

Juridiske forhold

Telenor har det siste tiåret vært mistenkt for å ha vært innblandet i en rekke korrupsjonssaker i flere ulike land. Den største og mest betente saken omhandler Telenors eierskap i Russlands nest største teleoperatør Vimpelcom. Telenor eide opp mot en tredjedel av denne operatøren. I 2012 ble det startet en etterforskning mot Vimpelcom, med mistanker om at selskapet hadde utbetalt bestikkelser til datteren til presidenten i Usbekistan i forbindelse med et oppgjør av telelisenser.

Da Vimpelcom-saken rullet opp ble dette en stor belastning for Telenor, som da var nest største deleier i Vimpelcom. I perioden bestikkelsene skal ha funnet sted fra 2006 til 2012, hadde

Telenor tre representanter i styret til Vimpelcom. Daværende administrerende direktør i Telenor Jon Fredrik Baksaas, var styremedlem i Vimpelcom i perioden 2010-2014. I november 2019 solgte Telenor seg helt ut av Vimpelcom (Garvik, 2019).

Konkurransetilsynet i Norge fattet i juni 2018 å pålegge Telenor et gebyr på 788 millioner kroner, som følge av «misbruk av sin dominerende stilling i mobilmarkedet i Norge». Telenor har bestridt dette gebyr, og saken går nå sin gang i rettssystemet. Gebyret stammer fra da Network Norway/Tele2 arbeidet med å bygge ut et tredje mobilnettverk i 2010. Konkurransetilsynet mener at Telenor endret vilkårene i nettleieavtalen ufordelaktig for Network Norway, som forhindret konkurrenten å drive lønnsomt i Norge. Network Norway og deres mobilnettverk ble senere kjøpt opp av mobiloperatøren Ice. I tillegg ble Telenor ilagt et gebyr på 1,2 milliarder kroner av Eftas overvåkningsorgan ESA for «misbruk av sin markedsrett», Telenor har også anket dette vedtaket (Berge, 2021).

Korrupsjon vil være en risiko for Telenor ettersom Telenor bedriver virksomhet i flere land der dette er et problem. Land der Telenor bedriver virksomhet, som Bangladesh, Myanmar, Pakistan og Thailand, måler betydelig under gjennomsnittet i verden for korrupsjon (Transparency International, 2020). Juridiske utfordringer knyttet til korrupsjon, slik som i Vimpelcom-saken, vil mulig forekomme også i fremtiden.

Telenor Groups virksomhet i fremvoksende markeder har helt andre politiske forhold å forholde seg til, enn de har til på hjemmebane. Et eksempel på dette er Telenors inngang i Myanmar. I Myanmar er det tillatt å betale opptil 300 dollar i bestiktelser. Telenors nulltoleranse for korrupsjon og bestiktelser gjør det vanskeligere å drive business under slike forhold. Myanmar-sjef eksemplifiserer dette gjennom «en levering av stoler til Telenor stående i tre måneder på havnelageret i Myanmar fordi selskapet nektet å betale bestiktelser for å få hente dem». (NTB, 2014).

I Myanmar gjennomførte militæret et statskupp 1. februar 2021. Telenor Myanmar er blitt beordret til å stenge internett samt blokkere domenenavn ved flere anledninger. Når Telenor stenger eller begrenser sine tjenester, vil dette reise spørsmål til Telenor som mobilselskap. Dette begrenser befolkningen i Myanmar sine fundamentale rettigheter til ytringsfrihet og tilgang til informasjon (Telenor, 2021f). Denne situasjonen er en stor utfordring for Telenor og kan potensielt få juridiske konsekvenser. I de kontantstrømbaserte metoder brukt til verdsettelse

har vi tatt hensyn til risikoen med å drive i fremvoksende markeder med urolige politiske situasjoner gjennom å bruke Damodaran's mål på ulike lands markedsrisiko i vår beregning av den markedsbaserte risikopremien i del 5.1.3.

3.1.2. Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er knyttet til mikroomgivelsene til selskapet, den har som mål å analysere dagens situasjon av de nærmeste konkurrentene til Telenor Group ASA. Med andre ord har analysen som mål å skape et helhetlig bilde over konkurransesituasjonen. De fem konkurransekraftene i en bransje er (1) Bransjerivalisering (2) Kundenes forhandlingsstyrke, (3) Leverandørens forhandlingsstyrke, (4) Trusler fra fremtidige konkurrenter og (5) Trusler fra nære substitutter.

Vi har valgt å gruppere konkurranseanalysen etter hvilket marked det tilhører. Norge, Sverige, Danmark og Finland tilhører de etablerte markedene. Thailand, Malaysia, Bangladesh, Pakistan og Myanmar tilhører de fremvoksende markedene.

Bransjerivalisering

Konkurranseskraften bransjerivalisering beskriver den nåværende konkurransesituasjonen mellom Telenor og deres konkurrenter. Høy bransjerivalisering kjennetegnes ved truende konkurranseatferd, slik som sterk priskonkurranse og høyt fokus på kapring av markedsandeler. Telekombransjen i Norge kan beskrives som en situasjon der det er et stort antall tilbydere, men få eiere av infrastruktur. I Norge finnes det over 15 forskjellige mobiloperatører i privatmarkedet, over 10 mobiloperatører i bedriftsmarkedet og en rekke lokale tilbydere av bredbånd og fiber. Det finnes kun tre mobiloperatører som selv eier sin egen infrastruktur, Telia, Telenor og Ice. Infrastrukturen til Ice er under oppbygging, og dekker ikke hele landet, dermed leier de også infrastruktur fra Telia.

Hvilke aktører som konkurrerer i Norge er tidvis i endring, oppkjøp og konkurser skjer fra tid til annen. Riktignok er de aller fleste av disse tilbyderne små. Markedsandelen for tilbyderne av mobiltelefoni måles til cirka 48% for Telenor, 37% for Telia, og 10% for Ice, det vil si at de andre mindre tilbyderne deler de siste 5% (Mobiltelefoni.no, 2021). Markedsandelen til Ice har økt betraktelig de siste årene, men er fortsatt ikke en stor aktør. Konkurransesituasjonen for bredbånd og fiber er nokså lik, det er noen få store aktører som styrer størsteparten av markedet. Bransjerivaliseringen i Norge kan dermed anses som lav.

Situasjonen i Sverige, Finland og Danmark er noe annerledes. Her finnes det flere store aktører (markedsandel større enn 20%) som deler markedet, og Telenor klassifiserer selv konkurransesituasjonen som «høy» (Telenor, Årsrapport 2019). Den store forskjellen mellom Norge og de tre nabolandene er at Norge kun har to store aktører, mens nabolandene har 3-4 store aktører. Forbrukerrådet har de seneste årene vært en sterk kritiker til mobilmarkedet i Norge, sammenlignet med nabolandene. Mobiloperatørene har langt høyere marginer i Norge, og Forbrukerrådet mener dette skyldes at konkurransesituasjonen i Norge er lavere enn i nabolandene (Amundsen, 2019). På grunnlag av dette anses bransjerivaliseringen i Sverige, Finland og Danmark som middels.

I de fremvoksende markedene er situasjonen annerledes. Telenor beskriver selv hvordan de opplever konkurranseklimaet i disse markedene i sine kvartalsrapporter. I Myanmar pågår det en hard priskrig på mobildata, og myndighetene har ikke grepet inn for å regulere den stadig mer intensive priskrigen. Det pågår også priskriger i Malaysia og Thailand, som kutter i deler av selskapets topplinje. Vi anser bransjerivaliseringen som høy i de fremvoksende markedene.

Kundenes forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingsstyrke avhenger av hvor mange aktører det befinner seg i bransjen, hvor knyttet kunden er til en spesifikk tilbyder og hvor store transaksjonskostnader det er for kunden ved et eventuelt bytte.

Bytte av abonnement for bredbånd og mobil er enkelt og har lave transaksjonskostnader. Produktene som selges er tilnærmet homogene. Forskjell i kvalitet, i form av hastighet og dekning, differensierer produktene. Hvis tilbyder ikke kan tilby like god dekning eller hastighet som Telenor, vil Telenor ha et fortrinn over andre tilbydere. Da vil kundene miste sin forhandlingsstyrke ettersom det å bytte leverandør kan medføre en tregere forbindelse.

Generelt preges telekombransjen av få eiere av infrastruktur, men mange tilbydere av tjenester. På den måten kan antall tilbydere øke, samtidig som dekning og hastighet på produktet er identisk. Dette styrker forhandlingsstyrken til kunden betraktelig ettersom kunden kan enkelt bytte leverandør uten å miste kvalitet på tjenesten. Tilnærmet homogene produkter er derfor en fordel til kunden. Vi anser kundenes forhandlingsstyrke som middels, på tross av lave transaksjonskostnader og lett tilgjengelighet er det generelt lite forskjeller mellom aktørene.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Vi har valgt å anse stater som tilbyr lisenser og frekvensbånd som leverandører av Telenor. Telenor skriver i sin årsrapport at utfordringer med sikring av frekvensbånd eller høyere priser antatt for frekvensbånd kan være med å «påvirke konsernets forretningsstrategi» (Telenor, Årsrapport 2019, s. 10). Tilbyderne av lisensene og frekvensbåndene befinner seg i en monopolsituasjon, og har dermed stor forhandlingsstyrke. Vimpelcom-saken, som beskrevet tidligere, er et ekstremt eksempel på hvor mye som i verste fall kreves av leverandørene.

Telenor har også leverandører et annet sted i verdikjeden, nemlig ved innkjøp av infrastruktur til utbygging av mobilnettverk. I forbindelse med utrulling av 5G-nettverket vil Telenor i den nærmeste tiden investere stort i denne typen infrastruktur. Det finnes tre store tilbydere av infrastruktur til 5G-nettverk, Ericsson, Nokia og Huawei. Blant annet ble det en politisk diskusjon i Norge på hvorvidt infrastruktur til telekommunikasjon kunne produseres av Huawei, som har tilknytninger til den kinesiske stat. Telenor ferdigstilte valget av leverandør til 5G-infrastrukturen i desember 2019, valget falt på svenske Ericsson (Telenor, 2019). Markedet for infrastruktur til telekommunikasjon er stort, og alle de tre nevnte leverandørene er delaktige i utallige anbudskriger til de ulike operatørene.

Leverandørenes forhandlingsstyrke påvirkes blant annet av antall tilbydere, åpenhet, forskjeller i kvaliteten mellom leverandørene og kostnad ved leverandørbytte. Nettverksinfrastruktur er lite påvirket av kvalitetsforskjeller i produktene ettersom infrastrukturen følger satte standarder. Markedsdelingen mellom de tre store aktørene, samt anbudskonkurransene, presser leverandørene ytterligere. Kostnaden ved leverandørbytte er åpenbar høy, men disse innkjøpene av infrastruktur planlegges mange år i forveien, slik at et bytte er nokså irrelevant. Vi vurderer leverandørenes forhandlingsstyrke i fremvoksende markeder til høy, på grunn av kravene som settes til Telenor ved anskaffelse av lisenser og frekvensbånd. Forhandlingsstyrken anser vi som lav til middels i de etablerte markedene, og høy i de fremvoksende markedene.

Trusler fra fremtidige konkurrenter

Det å være en aktør i telekomindustrien er svært kapitalkrevende, da land krever egen infrastruktur og lisenser for å kunne tilby telekomtenester. I fremvoksende markeder kan det også være krevende politiske prosesser og nettverk som må til for å kunne etablere seg i det spesifikke landet. Et eksempel på dette er Telenors inntreden i Myanmar.

I Norge er markedet for elektronisk kommunikasjon strengt regulert av Nkom (Nkom, 2009). Reguleringen har som mål å fremme konkurransen. Måten dette gjøres på er å pålegge dominerende tilbydere, slik som Telenor, særskilte forpliktelser til sine konkurrenter. Telenor er pålagt å tilby utleie av sitt mobilnett til mindre tilbydere til en rimelig pris. Prisen fastsettes slik at de mindre tilbyderne kan være konkurransedyktige, det vil si gå med overskudd (Nkom, 2009). Denne strenge reguleringen av markedet fører til at den kapitalintensive inngangsbarrieren er fjernet, gjennom at konkurransemyndighetene krever at de store aktørene leier ut deres infrastruktur til mindre og nye aktører.

På tross av at inngangsbarrieren til markedet er lav, så er det få nye aktører som har lyktes med å etablere seg varig i Norge de siste årene. Av nye aktører i det norske markedet er det kun Ice som har fått en betydelig markedsandel, gjennom oppkjøp og kapitalintensive investeringer. Ice har til nå ikke vært en profitabel aktør, men forventer å kunne levere positiv EBITDA for første gang for 2021 (Lorentzen, 2021c). Andre aktører som har begynt å få markedsandeler i Norge har blitt kjøpt opp av de større aktørene, slik som Telias oppkjøp av Get, NetCom, Tele2, Chess, Phonero og Telio, og Telenors oppkjøp av Talkmore og Banzai (Mobiltelefoni.no, 2021).

Trusler fra nære substitutter

Substitutter er andre goder som kan erstatte et gode. I et økonomisk perspektiv klassifiseres noe som et substitutt når en økning i prisen på et gode, fører til økt etterspørsel av et annet gode. Hvis prisen på et produkt blir for høy, vil kunder flytte seg over til et subsidierende produkt.

Telenor tilbyr en rekke produkter, slik som mobiltelefoni, bredbånd, fiber, og mobilt bredbånd. Denne produktmiksen er i endring i takt med den teknologiske utviklingen. For telekombransjen er det de ulike produktene de tilbyr som kan subsidiere hverandre. For eksempel påvirkes pris på mobildata av prisen på fast internett. I de etablerte markedene tilbyr Telenor i hovedsak hele spekteret av produkter, mens i de fremvoksende markedene tilbyr de kun en eller to av produktene – slik som mobiltelefoni og finansielle tjenester. Dermed er trusselen fra substitutter i de etablerte markedene lav, mens for de etablerte markedene er denne trusselen ansett som middels.

Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

	Etablerte markeder	Fremvoksende markeder
Bransjerivalisering	Lav / Middels	Høy
Kundenes forhandlingsstyrke	Middels	Middels
Leverandørenes forhandlingsstyrke	Lav / Middels	Høy
Trusler fra fremtidige konkurrenter	Lav	Lav
Trusler fra nære substitutter	Lav	Middels

Tabell 2: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

3.2. Interne analyser

Den interne analysen har som mål å kartlegge unike ressurser og konkurransefortrinn Telenor innehar, men som resten av bransjen ikke har og hvorvidt dette ressursavviket kan utgjøre en fordel for Telenor.

3.2.1. VRIO-analyse

VRIO-analysen er en ressursbasert analyse. VRIO-analysen vurderer enkeltressurser gjennom fire dimensjoner; verdi (value), sjeldenhet (rarity), imiterbarhet (imitability) og organisert (organization). Ved hver dimensjon stilles det følgende spørsmål for å vurdere den interne ressursen; (1) Verdi: Anses ressursen som verdifull? (2) Sjelden: Anses ressursen som sjelden? (3) Imiterbarhet: Anses ressursen som vanskelig å imitere? (4) Organisert: Er organisasjonen organisert rundt ressursen? Svarene på hver dimensjon brukes for å konkludere med hvilken betydning denne interne ressursen har for Telenor. Tabell 3 viser potensielle utfall av VRIO-analysen.

Verdi	Sjelden	Imiterbarhet	Organisert	Utfall
<u>Nei</u>	Ja	Ja	Ja	Konkurransemessig ulempe
Ja	<u>Nei</u>	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet
Ja	Ja	<u>Nei</u>	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	<u>Nei</u>	Ikke-beholdt konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn

Tabell 3: Potensielle utfall av VRIO-analysen

Merkevare

Hvert år vurderer Brand Finance attraktiviteten og verdien til merkevarer. Brand Finance kåret Telenor til Norges sterkeste merkevare i 2020. Telenors merkevare har fått en score på 87,1 av 100. Verdien til merkevaren er satt til 57,498 millioner kroner, som plasserer Telenor på en 7. plass blant merkevarer i Norden. Telenors nærmeste konkurrent i Norden er Telia Company, som har fått en 9. plass i rangeringen med en verdi på merkevaren satt til 41,335 millioner kroner (Brand Finance, 2020). Vi anser at merkevaren til Telenor har en verdi og kan vurderes som sjelden. Telenor har valgt å bruke merkevaren over landegrensene og vi anser dermed som at denne ressursen er fornuftig organisert. Vi konkluderer med at ressursen merkevare anses som et varig konkurransefortrinn.

Infrastruktur

Telenor er allerede et etablert telekomselskap som eier infrastruktur i store deler av verden. Det er derfor forventet at selskapet kan nyte godt av stordriftsfordeler. For å utfordre selskapet, må konkurrenter enten bygge egen eller leie infrastruktur. I Norge er Telenor underlagt Nasjonal kommunikasjonsmyndighets regelverk for å fremme en bærekraftig konkurranse. På bakgrunn av dette kommer det frem at Telenor ilegges gebyrer for misbruk av sin dominerende rolle. Det å ha kontroll over verdikjeden, i form av infrastruktur, skaper dermed en høy forhandlingsstyrke for Telenor. Å utfordre selskapet vil derfor være ressurskrevende. Dette skaper en konkurransemessig paritet.

Humankapital

Humankapital er et uttrykk for en bedrifts samlede kunnskaper og ferdigheter. Telenor har som mål å drive ansvarlig forretning, med dette menes at Telenor skal anerkjennes for å løfte standarder. Selskapet ytrer en strategi om å drive bærekraftig verdiskapning der de forplikter seg til en grønn og etisk forsvarlig drift. Dette gjøres blant annet ved å gjennomføre inspeksjoner av leverandører, og at de etterlever internasjonale standarder. Telenor forplikter seg til en karbonnøytral drift i Norden innen 2030. I tillegg er Telenor en pådriver for mangfold innad i selskapet med høy kvinneandel og flerkulturell bakgrunn i ledelsen.

Organisasjonserfaringen til Telenor gjør at de vet hvordan selskapet kan driftes ansvarlig. De har erfaringer fra tidligere feil som gjør at selskapet vet hvordan de skal drifte ansvarlig. Lønnsomhet kommer fra ansvarlig drift, og derfor er Telenor meget orientert på hvordan de skal oppnå dette. De tar med den ansvarlige styringen til de asiatiske landene og bidrar positivt

i miljøene. Telenor har også en uttalt ambisjon om å bygge opp talenter internt. I dag er flere av Telenors ledere, ansatte som har steget i gradene gjennom mange tiår, blant annet administrerende direktør Sigve Brekke.

For å bygge eller opprettholde humankapitalen i en organisasjon er det viktig å være attraktiv blant nyutdannede. Ifølge Universum 2019 kåring av *Norges mest attraktive arbeidsgivere* havner Telenor på en 6. plass blant norske IT-studenter, og en 23. plass blant norske økonomistudenter (Universum, 2019). Dette er en god indikator på at organisasjonserfaringen til Telenor er organisert fornuftig, og dermed vurderes humankapitalen som et varig konkurransefortrinn.

Banktjenester

I PESTEL-analysen i Del 3.1.1 drøftes Telenor Groups erfaring med å drive finansielle tjenester i et fremvoksende marked. Vi anser denne erfaringen som en unik ressurs Telenor innehar, spesielt med tanke på at ingen av Telenors nærliggende konkurrenter innehar en slik ressurs. Den seneste tiden har det blitt avdekket en rekke lovbrudd utført av ansatte hos Telenor Microfinance Bank i Pakistan. I september 2019 avdekket konsernet at flere av ledelsen i mikrofinansbanken hadde drevet med omfattende svindel, både mot banken selv og lånekundene på om lag 70 millioner kroner (Langved & Bjørklund, 2019). I samme tidsperiode ble det publisert en video der det fremgår at to av bankens ansatte utfører vold mot en kunde. Telenor beskriver denne hendelsen som «uakseptabel», i tillegg til å fortelle om at de har avdekket «titall andre enkelthendelser som alle er uakseptable» (Langved, 2019). Problemene førte til at 500 bankansatte og over 70 personer ble politianmeldt som følge av skandalene ved mikrofinansbanken (Langved, 2021).

Vi vurderer denne ressursen som verdifull på tross av problemene den seneste tiden. Det er ingen nærliggende konkurrenter som innesitter en slik ressurs og det er krevende å starte slike finansielle tjenester i fremvoksende markeder. Dermed anser vi den både som sjelden og vanskelig å imitere. Problemene ved banken kommer først og fremst som følge av manglende kontrollstyring, og dermed kan det ikke sies at organisasjonen er fornuftig organisert rundt ressursen. Dette fører til at vi vurderer ressursen til å være et ikke-beholdt konkurransefortrinn.

Oppsummering av VRIO-analysen

	Verdi	Sjelden	Imiterbarhet	Organisert	
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Infrastruktur	Ja	<u>Nei</u>	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet
Humankapital	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Banktjenester	Ja	Ja	Ja	<u>Nei</u>	Ikke-beholdt konkurransefortrinn

Tabell 4: Oppsummering av VRIO-analysen

3.3. SWOT-analyse

En SWOT-analyse (også kjent som situasjonsanalyse) er en oppsummerende analyse av de andre strategiske analysene vi har gjennomført. Dimensjonene styrker og svakheter er knyttet til selskapets interne forhold, mens dimensjonene muligheter og trusler er knyttet til selskapets eksterne forhold. Tabell 5 viser SWOT-analysen.

S	Interne styrker	W	Interne svakheter
1	Merkevare	1	Strengt retningslinjer som følge av statlig eierskap
2	Humankapital	2	Problemer med ansatte i fremvoksende markeder
3	Eier egen infrastruktur	3	Offentlige krangler innad i ledelsen
4	Stordriftsfordeler	4	
O	Eksterne muligheter	T	Eksterne trusler
1	Dominerende aktør i Norge	1	Militærkuppet i Myanmar
2	Erfaring med å drive i fremvoksende markeder	2	Stadig strengere konkurransemyndighet i Norge
3	Erfaring med å drive mikrofinansbanker	3	Midlertidig nedgang i roaminginntekter
4	Introduseringen av 5G og IoT	4	

Tabell 5: SWOT-analyse av Telenor

4. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse benyttes for å belyse den økonomiske totaliteten i et selskap. Dette gjøres på bakgrunn av historiske resultater og brukes til å predikere fremtidig utvikling. Det er fire sentrale variabler som bør belyses. For det første er likviditet viktig for å imøtekomme kreditor på kort sikt. For det andre er lønnsomhet vesentlig slik at selskapet skal kunne gjøre opp langsiktig gjeld. Soliditet er betydningsfullt for å beskrive selskapets evne til å tåle tap. Til slutt er finansiering avgjørende for ledelsen slik at nye planer og prosjekter skal kunne iverksettes.

En regnskapsanalyse bør benytte resultatmål (forholdstall) i størst mulig grad fremfor absolutte tall. Bakgrunnen for dette er at en enkelt skal kunne sammenligne resultatene med andre selskaper. Absolutte tall er vanskelig å forholde seg til, ettersom utenforstående vil ha liten forståelse til hva som er et godt eller dårlig resultat. Nedenfor er alle tallene resultatmål, der anerkjente nøkkeltall benyttes slik at leseren skal kunne relatere.

Svarene i regnskapsanalysen er nyttig for ulike grupper. Blant annet brukes den til å forklare selskapets gjeldsbetjeningsevner og er derfor nyttig for lånekreditorer. I tillegg vil eiere, ledelse, konkurrenter og leverandører kunne nyttiggjøre seg av en regnskapsanalyse. Når den økonomiske situasjonen fremstilles i et helhetsbilde, vil nevnte aktører være tryggere på beslutninger som gjelder selskapet. En regnskapsanalyse er derfor helt sentral for et rasjonelt selskap. Basert på årsregnskapet fra 2016 til 2020 vil vi beregne nøkkeltallene for Telenor.

I fremstillingen av nøkkeltallene viser vi først en tabell over regnskapstall før de blir illustrert grafisk under. I grafen tar vi også med en trendlinje (linje i oransje) for å illustrere trenden til Telenor de siste årene.

4.1. Lønnsomhet

Lønnsomhet er selskapets evne til å generer verdi. For at investorer skal skyte inn kapital, krever det en lønnsomhet som overstiger investert beløp og gir overskudd til eierne. Det betyr at inntektene må være større enn kostnadene. Dette er nødvendig for at et selskap skal kunne overleve på lang sikt. En analyse av lønnsomhet tar utgangspunkt i en analyse av inntektene til selskapet.

4.1.1. Driftsmargin

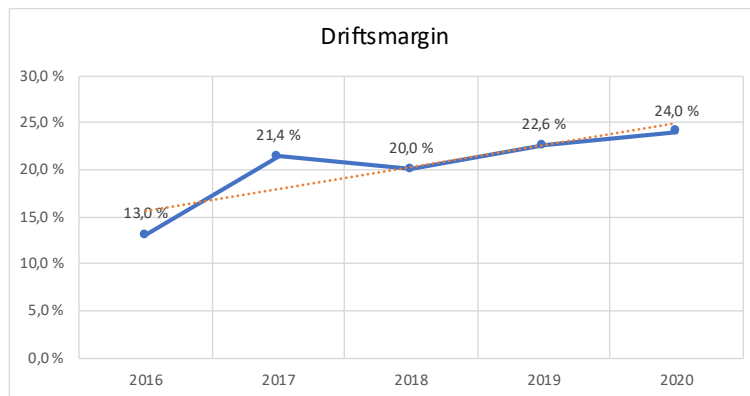
$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 1: Driftsmargin

Driftsmargin viser hvor mye en bedrift har tjent på driften før finansielle inntekter og kostnader. Under viser vi regnskapstallene som er brukt for å utregne driftsmarginen og illustrerer dette i en graf.

	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	17 070	26 739	22 088	25 702	29 500
Driftsinntekter	131 427	124 756	110 362	113 666	122 811
Driftsmargin	13,0 %	21,4 %	20,0 %	22,6 %	24,0 %

Tabell 6: Driftsmargin



Figur 5: Driftsmargin

En bedrift vil prøve å oppnå best mulig driftsmargin. Over ser vi at Telenor sin driftsmargin har vært stabilt økende de siste årene som viser at de får mer igjen for hver krone de omsetter. En god driftsmargin vil gjøre bedriften motstandsdyktig i dårlige tider, og svært lønnsom i gode tider. Utslaget på driftsmarginen i 2016 forekommer mest på grunn av store nedskrivninger dette året i datterselskapene Tapad og Telenor India.

4.1.2. Totalkapitalrentabilitet

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 2: Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet (TKR) måler avkastning på kapitalen som er i selskapet og er et mål på hvor effektivt selskapet driftes. Gjennomsnittlig total kapital er den gjennomsnittlige verdisummen av eiendelene. En tommelfingerregel er at en total kapitalrentabilitet over 10% anses som god, en verdi over 15% anses som veldig god, i perioder med lav prisstigning for stabile selskaper (Kristoffersen, 2017).

	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	131 427	124 756	110 362	113 666	122 811
Driftsresultat	17 070	26 739	22 088	25 702	29 500
Finansinntekter	427	1 652	1 209	1 354	675
IB Eiendeler	204 909	206 319	201 766	191 272	248 898
UB Eiendeler	206 319	201 766	191 272	248 898	256 529
Resultatgrad	13,31 %	22,76 %	21,11 %	23,80 %	24,57 %
Kapitalens omløpshastighet	63,92 %	61,14 %	56,16 %	51,65 %	48,60 %
Totalkapitalrentabilitet	8,51 %	13,91 %	11,85 %	12,29 %	11,94 %

Tabell 7: Totalkapitalrentabilitet

Som vi ser av Tabell 7 ligger nivået på totalkapitalrentabiliteten nokså stabilt mellom 11,85% til 13,91% for de siste fem årene, med unntak av 2016 som lå på kun 8,51%. 2016 var et år med både lavt driftsresultat og finansinntekter.

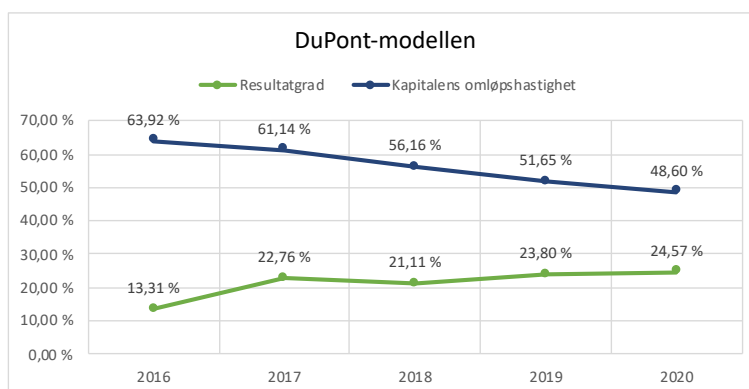
Vi bruker DuPont-modellen for å dekomponere dette nøkkeltallet ytterligere. Resultatgraden er et mål på hvor mye hver krone i omsetning ender opp som resultat. Kapitalens omløpshastighet er et mål på sirkulasjonen av kapitalen i bedriften.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \text{Resultatgrad} * \text{Kapitalens omløpshastighet}$$

$$\text{Resultatgrad} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter})}{\text{Driftsinntekter}}$$

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gj.snittlig totalkapital}}$$

Formel 3: DuPont-modellen



Figur 6: DuPont-modellen

Resultatgraden i 2016 var kun på 13,31%, og har siden økt betraktelig. Telenor har ikke foretatt seg ekstraordinære nedskrivninger etter dette året, i tillegg til at EBITDA har hatt en stabil økning. Kapitalens omløpshastighet er i en synkende trend, som vil si at Telenor binder mer kapital i bedriften. Det betyr at de driver mindre kapitaleffektivitet for hvert år.

4.1.3. Egenkapitalrentabilitet

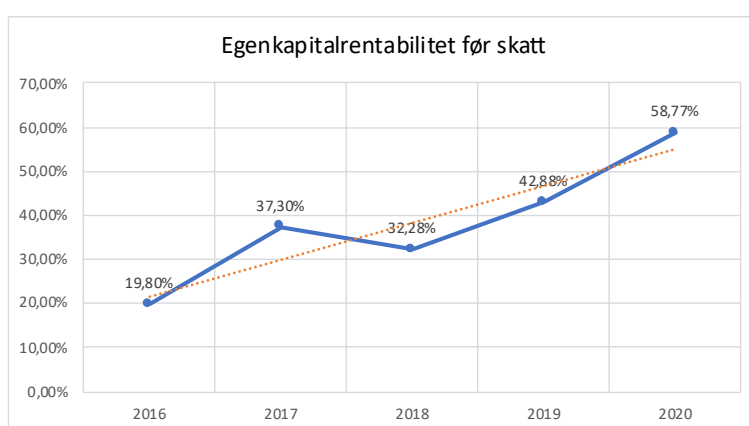
$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 4: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet angir hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenandelen.

	2016	2017	2018	2019	2020
Resultat før skatt	11 731	21 959	18 848	20 968	25 641
IB egenkapital	63 126	55 396	62 335	54 455	43 339
UB egenkapital	55 396	62 335	54 455	43 339	43 918
Egenkapitalrentabilitet før skatt	19,80 %	37,30 %	32,28 %	42,88 %	58,77 %

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet



Figur 7: Egenkapitalrentabilitet før skatt

Fra 2016 har Telenor hatt en positiv utvikling på egenkapitalrentabiliteten som viser at avkastningen på investeringene som er foretatt av aksjonærene stiger. En høyere egenkapitalrentabiliteten indikerer en høyere lønnsomhet for selskapet. 2016 er her igjen preget av de store nedskrivningene som nevnt tidligere. Utviklingen av egenkapitalrentabiliteten i 2019 og 2020 må kunne anses som svært gode.

Hvis egenkapitalrentabiliteten hadde vært lav kunne eierne se etter andre alternativer for plassering av kapitalen for å oppnå høyere avkastning. Hovedforskjellen mellom totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten er at egenkapitalrentabiliteten ikke har med avkastningen som kommer fra lånte midler.

Egenkapitalrentabiliteten for Telenor ligger høyt over totalrentabiliteten i til Telenor noe som anses som et svært godt tegn. Siden 2016 er det viktig å vite at egenkapitalandelen har gått ned mens den langsiktige gjelden har gått stabilt opp, noe som er med å påvirke egenkapitalrentabilitet utviklingen i positiv grad.

4.2. Finansiering

Finansiering handler om det å anskaffe og anvende kapital. Analysen baserer seg på sammensetningen av eiendeler. Dette kan gjøres ved bruke balansen på et gitt tidspunkt (Kristoffersen, 2017). Eiendeler kan være både kortsiktig og langsiktig finansiert. Sammensetningen er forskjellig fra bransje til bransje. For eksempel vil kapitalkrevende industri ofte ha en høy andel eiendeler som er langsiktig finansiert.

4.2.1. Finansieringsgrad 1

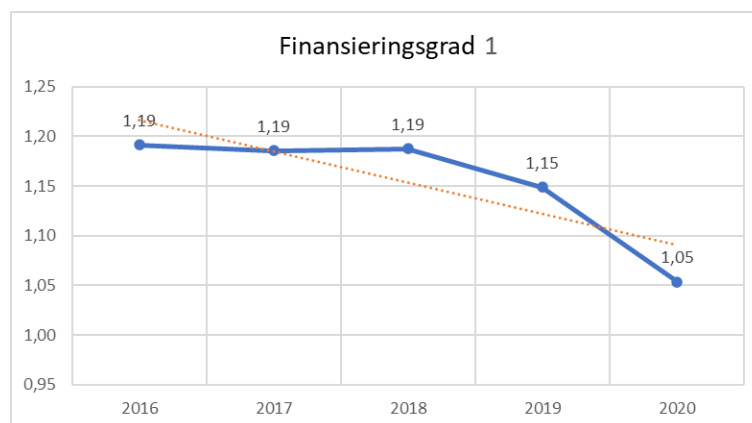
$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Formel 5: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvor stor grad anleggsmidler er langsiktig finansiert. Svaret bør være lavere enn 1, ettersom da er anleggsmidlene fullstendig finansiert av langsiktig kapital. Langsiktig kapital er summen av langsiktig gjeld og egenkapital (Kristoffersen, 2017).

	2016	2017	2018	2019	2020
Sum anleggsmidler	153 328	148 298	147 008	202 040	206 464
Langsiktig kapital	128 701	125 082	123 816	175 866	195 993
Finansieringsgrad 1	1,19	1,19	1,19	1,15	1,05

Tabell 9: Finansieringsgrad 1



Figur 8: Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 har de siste årene vært stabilt på 1,19 og har siden vært i en fallende trendkanal. Dette er en positiv utvikling for Telenor. I 2020 øker den langsiktige gjelden med nærmere 20 milliarder samtidig som den kortsiktige gjelden synker med nærmere 13 milliarder, det er dette som påvirker nedgangen i Finansieringsgrad 1 for dette året.

4.2.2. Arbeidskapital

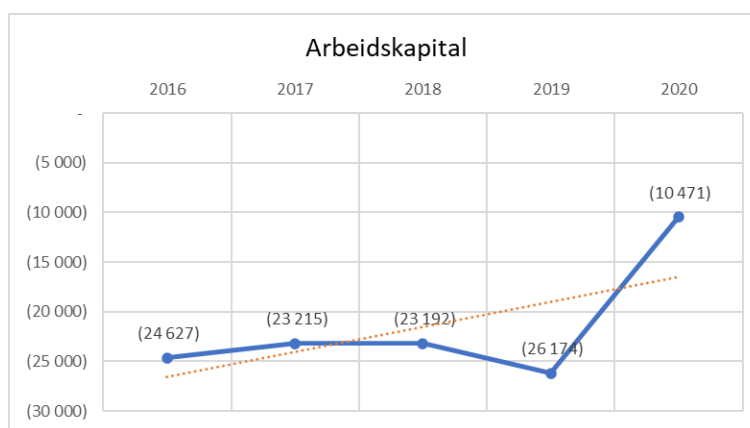
$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Formel 6: Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom kortsiktig gjeld og omløpsmidler. Dette er et forhold mellom anskaffet og anvendt kapital, og sier noe om finansieringen av foretaket. En negativ arbeidskapital viser at den kortsiktige gjelden er større enn omløpsmidlene, som betyr at kortsiktig gjeld finansierer en del av anleggsmidlene. Dette vil som regel medføre en dårlig likviditet, og da kan det være utfordrende å betale forpliktelser ved forfall. Generelt bør ikke anleggsmidler være finansiert av kortsiktig gjeld, og derfor bør arbeidskapital være positiv (Kristoffersen, 2017).

	2016	2017	2018	2019	2020
Sum omløpsmidler	52 991	53 468	44 264	46 858	50 065
Sum kortsiktig gjeld	77 618	76 683	67 456	73 032	60 536
Arbeidskapital	(24 627)	(23 215)	(23 192)	(26 174)	(10 471)

Tabell 10: Arbeidskapital



Figur 9: Arbeidskapital

For 2020 har arbeidskapitalen forbedret seg betraktelig. Den kortsiktige gjelden er redusert med 13 milliarder og omløpsmidlene har økt med tre milliarder. Dette er generelt et positivt tegn. Etersom Telenor er et telekomselskap, er det naturlig at omløpsmidlene ikke er spesielt høye da Telenor eier mye infrastruktur som ikke er lett omsettelig. I tillegg tilbyr de i stor grad tjenester, noe som ikke vil øke et varelager. Derfor anses ikke en negativ arbeidskapital i dette tilfellet som spesielt bekymringsverdig.

4.3. Soliditet

Soliditet forteller noe om selskapets evne til å tåle tap. Størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i selskapet gir innsikt i soliditeten til selskapet (Kristoffersen, 2017). Gjeld vil være krevende å betjene ved en feilslått investering. Hvis en investering ikke er lønnsom, dekkes tapet blant annet med egenkapitalen. Egenkapital er derfor viktig når inntektene er fallende.

4.3.1. Egenkapitalandel

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

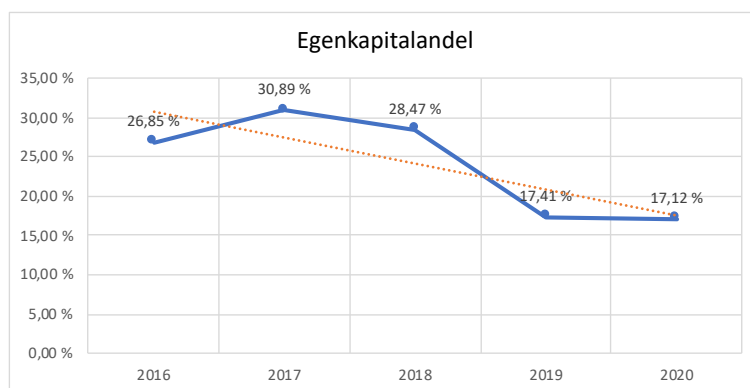
Formel 7: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent eiendelene er finansiert med egne midler.

	2016	2017	2018	2019	2020
Sum egenkapital	55 396	62 335	54 455	43 339	43 918
Totalkapital	206 319	201 766	191 272	248 898	256 529
Egenkapitalandel	26,85 %	30,89 %	28,47 %	17,41 %	17,12 %

Tabell 11: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen for Telenor har vært synkende. Fra 2018 til 2019 faller andelen med over 10% prosentpoeng. Dette fallet skyldes hovedsakelig konsolideringen av den finske mobiloperatøren DNA. Dette kjøpet finansierte Telenor delvis med egenkapital og gjeld, derav nedgangen i over 10 milliarder i egenkapital.



Figur 10: Egenkapitalandel

Allmennaksjeloven krever at egenkapitalandelen skal være «forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet». Det er høyst diskutert hvor høy egenkapitalandelen bør være, tidligere regulerte aksjeloven aksjeselskaper til å ha en egenkapitalandel på minst 10% for å kunne ta ut utbytte. Telenor anser selv egenkapitalandelen for å være på et egnet nivå «ut fra selskapets mål, strategi og risikoprofil».

4.3.2. Gjeldsgrad

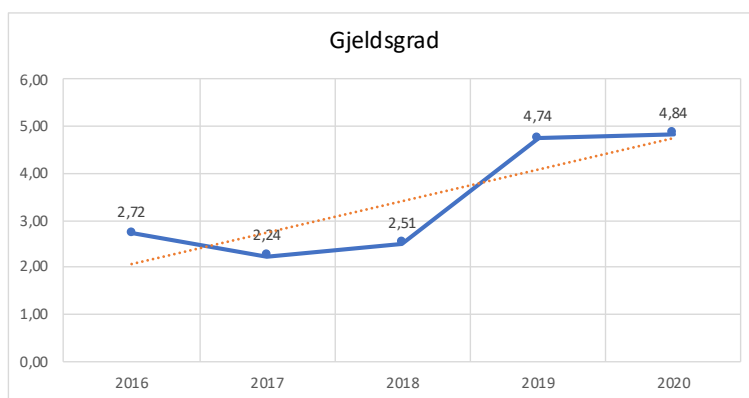
$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld * 100\%}{Egenkapital}$$

Formel 8: Gjeldsgrad

Gjeldsgrad viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital finansiert av eierne. Hvis et selskap har like mye gjeld som egenkapitalandel vil gjeldsgraden ligge på 1.

	2016	2017	2018	2019	2020
Sum gjeld	150 923	139 430	136 817	205 559	212 611
Sum egenkapital	55 396	62 335	54 455	43 339	43 918
Gjeldsgrad	2,72	2,24	2,51	4,74	4,84

Tabell 12: Gjeldsgrad



Figur 11: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden kan ses i sammenheng med egenkapitalrentabiliteten. Telenor har i de siste årene hatt en økende gjeld samtidig som en lavere del med egenkapital. Dette har ført til en stigende gjeldsgrad de siste årene for Telenor. Kjøpet av DNA er i stor grad med på å påvirke den høye utviklingen av gjeldsgraden fra 2018 til 2019. Større andel gjeldsgrad kan føre til økt risiko for aksjonærer i selskapet. Dermed er det vanskelig å si akkurat hva gjeldsgraden bør være, men det blir omtalt at det ikke finnes noen norm eller klare retningslinjer for hvor høy egenkapitalen bør være (Kristoffersen, 2017).

4.4. Likviditet

Likviditet til et selskap omhandler evnen til å betale sine forpliktelser. Hvis en tar stilling til betalingsevnen basert på regnskapstallene, kan dette gi en feil forståelse. Grunnen til dette er at regnskapet viser situasjonen på et bestemt tidspunkt og viser ikke forfallstidspunkter. Betalingsforpliktelser er knyttet til fremtiden, og likviditeten endres over tid. For eksempel kan selskapet benytte kassakreditt eller gjennomføre salg av eiendeler for å forbedre likviditeten (Kristoffersen, 2017).

4.4.1. Likviditetsgrad 1

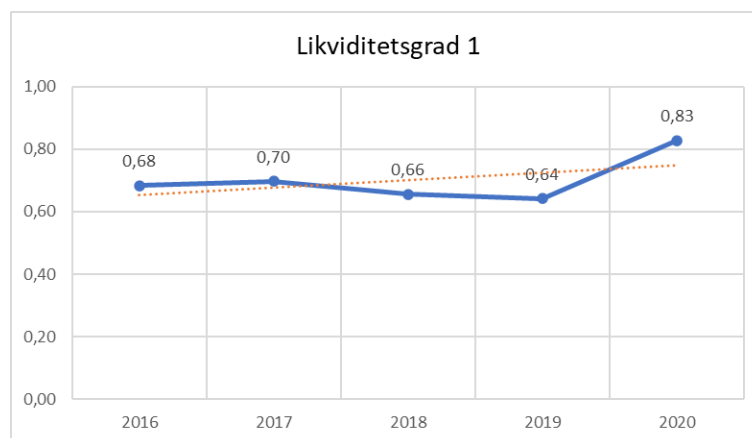
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 9: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 bør være mer enn 2, men i praksis fremkommer det at en sjelden setter så høye likviditetskrav (Kristoffersen, 2017).

	2016	2017	2018	2019	2020
Sum omløpsmidler	52 991	53 468	44 264	46 858	50 065
Sum kortsiktig gjeld	77 618	76 683	67 456	73 032	60 536
Likviditetsgrad 1	0,68	0,70	0,66	0,64	0,83

Tabell 13: Likviditetsgrad 1



Figur 12: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 har vært stabilt mellom 0,64 til 0,7 frem til 2019. For 2020 har likviditeten forbedret seg betraktelig, primært knyttet til en reduksjon av kortsiktig gjeld på 13 milliarder fra året før. For 2020 er finansieringsgraden 0,83. Dette betyr at per krone i kortsiktig gjeld har Telenor 0,83 kroner likvide midler til å betjene gjelden.

4.5. Oppsummering av regnskapsanalysen

Vi avdekker ingen store overraskelsesmomenter gjennom regnskapsanalysen. Dette henger i tråd med at Telenor Group er et modent selskap, og selskapene følges tett av analytikere som kontinuerlig overvåker Telenors regnskapstall.

Telenor Group har hatt økende lønnsomhet med en økende driftsmargin og egenkapitalrentabilitet. Totalkapitalrentabiliteten har vært mer stabil, ettersom kapitalenes omløpshastighet har sunket, mens resultatgraden har økt. Datterselskapene Tapad og Telenor India har pådratt Telenor store tap, og dette er synlig gjennom økningen av nedskrivninger i 2016, som da påvirker nøkkeltallene for lønnsomhet.

I finansieringsanalysen fremkommer det at eiendelene er finansiert av langsiktig og kortsiktig gjeld. Dette er uheldig, ettersom Telenor kan oppleve utfordringer med å møte sine forpliktelser. For 2020 er det en positiv utvikling i finansieringen, noe som preges av økt langsiktig gjeld.

Endringen i soliditeten har gjort Telenor mer risikoutsatt. I april 2018 påpekte analytikere i Arctic og Carnegie at Telenor burde øke gjeldsgraden, ettersom Telenors europeiske konkurrenter hadde langt høyere gjeldsgrad (Framstad, 2018). Dette ble videre poengtert av andre analytikere i januar 2019 (Kvale, 2019). Senere i januar 2019 valgte styret i Telenor å offentliggjøre at selskapet har fastsatt seg et mål om å øke nettogjeld i forhold til driftsresultatet før avskrivninger. Dette målet som innbar en dobling av den daværende gjeldsgraden i løpet av tre år. Kun ti måneder senere var dette målet nådd, i november 2019 ble det kjent at gjennom oppkjøpet av teleselskapet DNA i Finland hadde gjeldsgraden økt til ønsket nivå.

Likviditetsgraden har holdt seg stabil, før den det siste året har økt. I 2020 solgte Telenor tapssluket Tapad til Experian for rundt 2,5 milliarder kroner, og hovedkontoret sitt på Fornebu til Norwegian Property for rundt 5 milliarder kroner.

5. Avkastningskrav

I denne delen vil vi estimere et avkastningskrav som skal senere anvendes i de ulike verdsettelsesmodellene. Her vil vi derfor gå igjennom de forskjellige avkastningskravene som vi vil bruke i formel 13 og 18 for å estimere aksjekursen i del 7.

Prisen på kapital reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer (Tore Johnsen, 1997). Avkastningen skal kompensere investorer for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Det er kjent at jo lavere renten er, jo flere personer søker over på aksjemarkedet for å skaffe høyere avkastning. Investorer ser også på risikofrie investeringer som for eksempel statsobligasjoner. Risikopremien er den avkastningen investorer vil forvente å mota over den risikofrie renten for kompensasjon for ekstra risiko.

5.1. CAPM: Kapitalverdimodellen

Capital Asset Pricing Model (kapitalverdimodellen), heretter *CAPM*, brukes for å utregne avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen beskriver forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning.

$$R_e = R_f + \beta * R_m$$

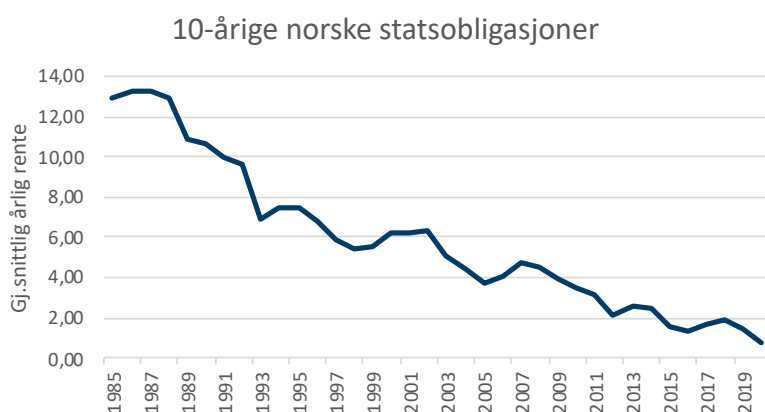
Formel 10: Kapitalverdimodellen

Modellen er definert som følger Forventet avkastning (R_e) som er summen av risikofri rente (R_f) og, Beta (β) ganget med markedets risiko (R_m). Beta er et mål på hvordan avkastningen til en gitt aksje varierer i forhold til en gitt markedsportefølje.

5.1.1. Risikofri rente (R_f)

Et av de vanligste målene på den risikofrie renten er å se på Norske statsobligasjoner. Disse obligasjonene regnes som helt risikofrie investeringer der man ikke trenger en risikopremie fordi risikoen ved statlige obligasjoner er tilnærmet lik null i sikre økonomier. Norges Bank viser på sine sider den risikofrie renten på statsobligasjoner på 3, 5 og 10 år. Norske statsobligasjoner har en rangering på *Aaa* av Moody's (Moody's, 2020), en vurdering som tilsvarer den tryggeste formen for obligasjoner.

Vi tar i bruk renten på 10-årige norske statsobligasjoner. I PwC sin årlige undersøkelse om risikopremien i det Norske markedet med den Norske Finansanalytikernes Forening, kommer det frem at de fleste respondenter bruker som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper er tiårige statsobligasjoner. Hele 42% sier at de benytter obligasjonene som risikofri rente mens 25% benytter den normalisert risikofrie renten (PwC, 2020). Per 5. mars 2021 står den 10 årlige renten på Norske statsobligasjoner på 1,51%. Det er viktig å ta med at dette er en stor økning fra fjorårets renter. Den gjennomsnittlige renten på tiårige obligasjoner i 2020 var på 0,82% (Norges Bank, 2021d). Den lave renten i 2020 kan begrunnes med covid-19-pandemien som rammet store deler av verden og den internasjonale handelen. En historisk oversikt over den gjennomsnittlige 10-årige renten som er hentet fra Norges Bank vil bli gitt i Figur 13.



Figur 13: Årlig rente på 10-årige statsobligasjoner (Norges Bank, 2021d)

Norges Bank forventer at renten på 5-årige statsobligasjoner ligge på 1% (år 2021-2026) og for 10-årige statsobligasjoner på 1,51%. Vi velger å ikke ta utgangspunkt i renten på 10-årige statsobligasjoner, men vi legger til grunn at renten vil øke med 1% og dermed bli 2% for perioden 2026 til 2031. Dette er mye på grunn av covid-19-pandemien og at vi forventer at økonomien vil ta seg opp, når større deler av befolkningen er blitt vaksinert. Deretter tar vi i bruk den normaliserte risikofrie renten for videre år (2032 og utover). Fra PwC sin undersøkelse kommer det frem at hele 91% bruker 3% eller lavere i risiko som normalisert risikofri rente (PwC, 2020). Den lave renten forventes å øke på grunn av inflasjonsmålet til Norge på 2% og den høye boligprisveksten. Se Tabell 14 for sammendrag av hva vi har valgt som risikofri rente.

År	Risikofri rente (R_f)
2021 – 2025	1%
2026 – 2031	2%
2032 og utover	3%

Tabell 14: Risikofri rente

5.1.2. Beta (β)

$$\beta_j = \frac{Cov_{j,m}}{\sigma_m^2} = \frac{\sigma_j * \rho_{j,m}}{\sigma_m}$$

Formel 11: Beta

Beta er et mål på markedsrisiko og sier noe om hvor sensitiv en aksje er i forhold til markedet. Hele markedet vil ha en beta på 1, ettersom markedet er referansepunktet. Aksjer med en beta mellom 0 og 1 vil bevege seg i samme retning som markedet, men saktere. En negativ beta vil medføre at en aksje beveger seg i motsatt retning av markedet (Brealey, Myers, & Allen, 2019).

En fordel med å bruke beta er at den måler volatiliteten til en aksje i forhold til markedet. Det negative med å bruke beta er at den tar utgangspunkt i historisk data, og vil ikke nødvendigvis være gjeldende for fremtiden. På bakgrunn av dette, kan det argumenteres for at beta reflekterer kortsiktig risiko. Langsiktig risiko vil heller styres av en helhetlig risiko knyttet til selskapet (McClure, 2020).

Et annet aspekt er at et selskap som faller mye i verdi på kort tid, vil ha en høyere beta og høyere risiko. En investor kan argumentere for at selskapet er mindre risikabelt å investere i, ettersom prisen er lavere for samme selskap (McClure, 2020).

Vi har regnet ut og estimer betaen ved bruk av Excel som dataverktøy i oppgaven. Dataene er hentet ut ved bruk av finansdatabasen Orbit. Vi valgte å bruke Oslo Børs som indeks (OSEBX) for representasjon av markedet siden det er der Telenor er notert. Datagrunnlaget er en daglig tidsseriedata over Telenors og OSEBX sine priser ved handelsslutt. Perioden datagrunnlaget er hentet fra er 2. januar 2015 til 30. desember 2019, nærmere 5 år, tilsvarende 1253 observasjoner. Vi velger å ikke ta med 2020 i utregning av betaen og begrunner dette med at 2020 har vært et ekstremt uvanlig år i aksjemarkedet på grunn av covid-19-pandemien og vil da ikke representere et gjennomsnittlig ordinært år for fremtiden. Betaen er så regnet ut ved bruk av lineær regresjonsanalyse (minste kvadraters metode). Beta, varians, standardavvik og et 95%-konfidensintervall er vist i Vedlegg 1.

Ifølge regresjonsanalysen er den lineære sammenhengen mellom Telenor og OSEBX lik 0,7754 i intervallet 2015 til og med 2019. Et 95%-konfidensintervall tilsvarende [0.7122, 0.8385]. Betaen varierer i stort ut ifra hvilket datagrunnlag som velges. Vi har valgt daglig tidsseriedata over en femårsperiode som begrunnet over.

5.1.3. Markedets risikopremie ($R_m - R_f$)

Markedets risikopremie er ifølge PwC sine årlige undersøkelser på 5,0%. Denne størrelsen har vært stabil i Norge så lenge denne undersøkelsen har vært gjennomført. Undersøkelsen viser at aktører innenfor Private Equity legger til grunn en noe høyere premie på 5,5% avkastning enn øvrige aktører. Bank og kapitalforvaltning, som representerer den største delen av respondentene, legger til grunn en noe lavere markedsrisikopremie på 4,53% (PwC, 2020). Dette viser at ulike aktører vekter forskjellig premie for den risikoen de påtar seg.

Markedsrisikopremien kan variere med usikkerhet knyttet til langsiktige vekstutsikter. Koronakrisen skaper usikkerhet knyttet til fremtiden. På bakgrunn av utfordringer i økonomien, har sentralbanken satt renten til null. Covid-19-pandemien skaper usikkerhet for fremtiden. Hvilke etterfølger den skyhøye pengetrykningen kan skape i ettertid blir også et uromoment. Dette er faktorer som mulig kan påvirke investorenes krav til avkastning. PwC Norge sine undersøkelser viser at risikopremien er den samme uavhengig av makroforhold. Derimot viser undersøkelser av PwC Sverige at markedsrisikopremien har steget i takt med at risikofri rente har falt. I mai 2020 ble dette anslått til å være 7,7%. Legg merke til at på tidspunktet da undersøkelsen ble gjennomført var usikkerheten på sitt høyeste knyttet til covid-19-pandemien. Likevel viser undersøkelsen at svenskene verdsetter en vesentlig høyere markedsrisiko enn i Norge, og at dette mulig kan sees opp mot rentenivået (Fastbø & Gran, 2021).

Fra vår strategiske analyse ser vi at risikoen i de fremvoksende markedene er annerledes enn det er i det nordiske markedet. Fremvoksende markeder er i større grad preget av politisk og økonomisk uro. Derfor har vi valgt å ta høyde for dette gjennom å veie markedets risikopremie etter hvor andelen av omsetning stammer fra. Vi bruker Damodaran's Equity Risk Premium gitt etter land, som et mål på markedets risikopremie for hvert spesifikke land. For eksempel er risikopremien i Myanmar satt til 11,02%. (Damodaran, 2021). Vi antar dermed at 6% av omsetningen har en høyere risiko lik 11,02%. Dette gjøres også for øvrige land. Se utregningen i Vedlegg 2.

For å justere for risiko ved å binde kapital over lang tid, anvender vi gjennomsnittlig differanse mellom årsgjennomsnittet på statsobligasjoner for 5 og 10 år (Norges Bank, 2021d). Dette anser vi som et godt estimat, ettersom dette gjenspeiler hvordan markedet vurderer denne risikoen. Tabell 15 viser at differansen er 0,39%. På bakgrunn av dette øker vi risikopremien med 0,39% hvert 5. år.

År	5 år	10 år	Differanse
2020	0,56 %	0,82 %	0,26 %
2019	1,28 %	1,49 %	0,21 %
2018	1,44 %	1,88 %	0,44 %
2017	1,07 %	1,64 %	0,57 %
2016	0,84 %	1,33 %	0,49 %
Gjennomsnitt	1,04 %	1,43 %	0,39 %

Tabell 15: Rentedifferanse på statsobligasjoner.

For perioden 2021-2025 settes $(R_m - R_f) = 6,27\%$, for perioden 2026-2031 $(R_m - R_f) = 6,67\%$, og for perioden 2032 og utover settes $(R_m - R_f) = 7,06\%$.

5.1.4. Utregning av CAPM (R_e)

Tabell 16 viser den hva vi estimerer avkastningskravet på egenkapitalen ved bruk av kapitalverdimodellen, definert i Formel 10.

Tidsperiode	Risikofri rente (R_f)	Beta (β)	Markedets risikopremie ($R_m - R_f$)	CAPM (R_e)
2021-2025	1 %	0,78	6,27 %	5,86 %
2026-2031	2 %	0,78	6,67 %	7,17 %
2032-	3 %	0,78	7,06 %	8,48 %

Tabell 16: Utregning av avkastning på egenkapital (R_e)

5.2. WACC: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (på engelsk «Weighted Average Cost of Capital», heretter *WACC*) brukes for å utregne hva selskapet gjennomsnittlig betaler for sin total kapital, basert på alle finansieringskilder. Telenor er ikke finansiert kun gjennom egenkapital, den er også finansiert gjennom ulike former for gjeld. Avkastningskravet på egenkapital utregnet i del 5.1 er kun representativt for en spesifikk andel av kapitalen.

Modellen består av en vektet sum av gjennomsnittlig egenkapitalkostnad og gjennomsnittlig gjeldskapitalkostnad. Gjennomsnittlig egenkapitalkostnad er avkastningskravet til egenkapital R_e multiplisert med egenkapitalandelen $\frac{EK}{TK}$. Avkastningskravet til egenkapital er regnet ut i del

5.1 ved bruk av CAPM. Gjennomsnittlig gjeldskapital er selskapets gjeldskostnad R_g justert for skattesats tilhørende rentebærende gjeld $1 - s$ multiplisert med gjeldsandelen til selskapet $\frac{G}{TK}$.

$$WACC = R_e * \frac{EK}{TK} + R_g * (1 - s) * \frac{G}{TK}$$

Formel 12: Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

En forutsetning for den diskonterte analysen er at WACC er større enn forventet vekstfaktor. En typisk verdi for WACC er i størrelsesnivået 8-10% (Kaldestad & Møller, 2016).

5.2.1. Fordeling av egenkapital (EK/TK) og gjeld (G/TK)

Tabell 17 viser utregnet egenkapital og gjeld i henhold til markedsverdi. Aksjeprisen per 31.12.20 er lik 145,90 NOK. Aksjeprisen multipliseres med antall utestående aksjer, som gir markedsverdien av egenkapitalen lik 204,18 milliarder kroner.

For å komme frem til markedsverdien av den rentebærende gjelden, bruker vi Telenors egne estimater (Telenor, Årsrapport 2020). I tillegg har vi inkludert markedsverdien av leieavtaler. Dette er knyttet til blant annet leie av nettverk, passiv infrastruktur og tomter for egne basestasjoner. Denne er per 31.12.2020 på 44,882 milliarder NOK (Telenor, Årsrapport 2020). Siden det ikke er oppgitt noe annet i rapporten tolker vi dette som markedsverdien. Samlet markedsverdi av gjeld per 31.12.20 er på 156,764 milliarder NOK. Fordelingen av egenkapital og gjeld ender på henholdsvis 56,57% og 43,43%.

Aksjepris 31.12.20	145,90
(*) Antall aksjer	1 399 458 033
(=) Markedsverdi egenkapital (EK)	204 180 927 015

Rentebærende gjeld	111 882 000 000
(+) Leieavtaler	44 882 000 000
(=) Markedsverdi gjeld (G)	156 764 000 000

Totalkapital (TK)	360 944 927 015
Gjeldsandel (G/TK)	43,43 %
Egenkapitalandel (EK/TK)	56,57 %

Tabell 17: Fordelingen av egenkapital og gjeld

5.2.2. Gjennomsnittlig gjeldsrente (R_g)

Konsernets gjennomsnittlige rentekostnader på den rentebærende gjelden er lik 1,8% for 2020, ekskludert leieavtaler. Dette er en reduksjon fra 2,7% i 2019 og 3,4% i 2018. Sett i forhold til hvordan rentene har utviklet seg både historisk og da spesielt nå på grunn av koronasituasjonen tar vi utgangspunkt for denne renten på 1,8% gjelder på kort sikt.

Disse rentekostnadene inkluderer ikke rentekostnadene Telenor betaler for sine leieavtaler. Ved å bruke de fremtidige rentebetalingene og dividerer på resterende leieforpliktelser ender vi med en rente på 4,6% for Telenors renteforpliktelser tilknyttet leieavtaler, se Vedlegg 3 for utregning.

	Sum gjeld	Rente
Rentebærende gjeld	111 882 000 000	1,80 %
Leieavtaler	44 882 000 000	4,60 %
Vektet gjennomsnittlig gjeldsrente	156 764 000 000	2,60 %

Tabell 18: Vektet gjennomsnittlig gjeldsrente

Vi har valgt å vekte gjennomsnittlig gjeldsrente etter andel rentebærende gjeld og leieavtaler. Den vektete gjennomsnittlige gjeldsrenten ender på 2,60%. Vi antar den kun gjelder på kort sikt, og at den risikofrie renten kommer til å øke de neste årene. Basert på dette antar vi at dette også vil være tilfelle fremover og føre til at gjeldsrenta vil øke med 1% som setter den på 3,6% for perioden 2026-2030.

5.2.3. Skattesats på rentebærende gjeld (s)

I utregningen av WACC multipliseres den gjennomsnittlige gjeldsrenten med en skattesats. Dette gjøres ettersom rentekostnader på gjeld er fradratt skatt, og følgelig må dette korrigeres for i utregningen av avkastningskravet. Høyere andel av gjeld fører til høyere skattefradrag. Økning i skattesatsen fører til at WACC går ned, ettersom høyere skattesats fører til høyere fradragmulighet. Skattesatsen på den rentebærende gjelden må ikke forveksles med skattesatsen på resultatet i den kommende kontantstrømanalysen.

I Norge er skattesatsen for bedrifter satt til 22% (Finansdepartementet, 2020). Telenor har flere datterselskaper i andre land, og det er andre skattesatser i disse landene. Skattesatsen i WACC-modellen skal representere gjennomsnittlig skattesats vektet etter størrelsen på rentebærende

gjeld. Den gjennomsnittlige vektete skattesatsen på rentebærende gjeld er regnet ut til 21,73% for 2020, 21,76% for 2019 og 20,68% for 2018. Se Vedlegg 4 for utregning. Disse satsene er nær Norges nåværende skattesats på 22%, som følge av at over 75% av gjelden i Telenor hører hjemme i Norge. Vi estimerer at skattesatsen holder seg på rundt 21,85% for 2021 og perioden fremover.

5.2.4. Utregning av WACC (R_{TK})

Tabell 19 viser utregningen av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, ved bruk av Formel 12.

Kapitalverdimodellen	
Gjeldsrente, gjennomsnittlig (R_g)	3,60 %
Skattesats på rentebærende gjeld (s)	21,85 %
Avkastningkrav egenkapital (R_e)	8,48 %
Gjeldsandel (Gjeld / Totalkapital)	43,43 %
Egenkapitalandel (Egenkapital / Totalkapital)	56,57 %
WACC (R_{tk})	6,02 %

Tabell 19: Utregning av WACC

6. Estimering av kontantstrøm

En kontantstrømoppstilling viser en oversikt over innbetalinger og utbetalinger. Kontantstrømmen er en kobling mellom resultatregnskapet og balansen, og forklarer endringer i likviditeten i løpet av en periode. Gjennom balansen finner man ut hvordan bedriften anvender og anskaffer kapital. Resultatregnskapet viser hvordan selskapet går med et overskudd eller underskudd, noe som vil påvirke egenkapitalen. Eiendelene viser hvordan kapital anvendes, og egenkapital og gjeld viser hvordan eiendelene finansieres. En kontantstrømoppstilling vil tydeliggjøre hvordan kapital anvendes og anskaffes, og vil forklare endringer i kontantbeholdningen (Kristoffersen, 2017).

6.1. Inntekter

Driftsinntekter er bedriftens inntekt fra salg av varer og tjenester. For Telenor innebærer dette inntjening på alt fra mobiltjenester til banktjenester. Dette er noe vi må ta hensyn til når vi skal estimere fremtidige driftsinntekter, at flere av disse tjenestene er sterkt påvirket av covid-19-pandemien og internasjonal reising.

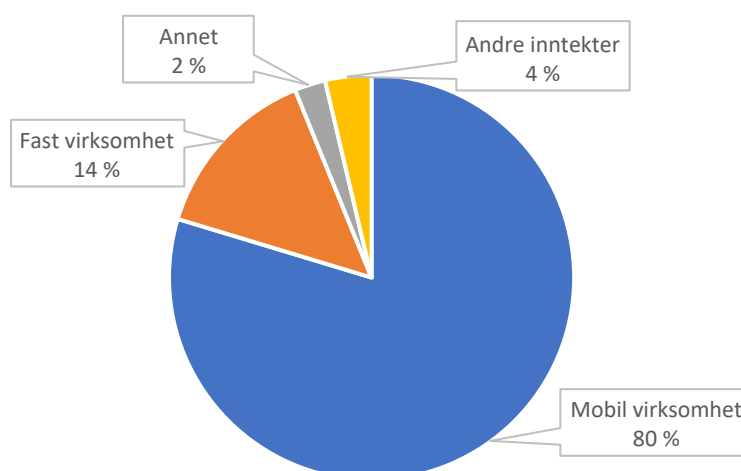
Inntekter	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	131 427	124 756	110 362	113 666	122 811
<i>Δ Vekst i %</i>	2,9 %	-4,5 %	-12,4 %	3,6 %	11,4 %
Andre inntekter	547	1 311	63	741	4 588
<i>l % av driftsinntekter</i>	0,4 %	1,1 %	0,1 %	0,7 %	3,7 %
Sum inntekter	131 974	126 067	110 425	114 407	127 399

Tabell 20: Historiske inntekter

Fra de historiske tallene til Telenor ser vi at det er store svingninger i driftsinntektene. Dette kommer blant annet av at Telenor har trukket seg ut av blant annet India. De har også i denne perioden preget av nye investeringer og etableringer som tar tid før man får ønsket resultat salgsmessig. Blant annet er 5G under oppbygging noe som kan være med å påvirke de fremtidige driftsinntektene. Inntektene i 2020 har også vært påvirket av covid-19-pandemien.

Telenor oppgir ikke ytterligere oppdeling av inntektene enn vist i Figur 14. 80% av omsetningen til Telenor kommer fra mobile tjenester, slik som mobilabonnement og roaming. Ca. 14% av omsetningen kommer fra fast virksomhet. Fast virksomhet er definert som inntekter fra trafikk og abonnement over kabel og fiber, dette inkluderer blant annet bredbånd, TV og fastnett. Andre inntekter representerer ca. 4% av omsetningen. Telenor beskriver andre inntekter som

hovedsakelig utleieinntekter. 2% av omsetningen kommer fra segmentet *Annet*, dette beskrives som «inntekter fra andre mobile og ikke-mobile tjenester» (Telenor, Årsrapport 2020, s. 105).



Figur 14: Oppdeling av driftsinntekter for 2020 (Telenor, Årsrapport 2020, s. 106)

For å estimere de fremtidige driftsinntektene ser vi på Telenors egne uttalelser om et mål på mellomlang sikt med en vekst på 0-2% for 2021-2022 (Telenor, 2020c). Vi har satt andre inntekter til 0,4% av driftsinntektene. Denne posten har variert mye, og består hovedsakelig av utleieinntekter. Vi ser også at det er relevant og se på en mulig økning i driftsinntekter etter mellomlang sikt da 5G vil begynne å få et bredere fotfeste. Selv om dette kunne ført til en større endring en 0-2% må vi også ta i betraktning at Telenor har hatt en reduksjon på roaminginntekter som følge av covid-19-pandemien (Solli, 2021). Basert på dette estimerer veksten det første året til 0% som resultat av lave roaminginntekter. Det påfølgende året setter vi vekst til 1% i tro om vaksineplan fungerer og ting åpner litt mer opp, men fremdeles vil være preget av pandemien. Fra 2023-24 ser vi det som realistisk at det driftsinntektene øker litt ekstra som gir økning på 1,5%, på grunn av økt databruk som følge av introduksjonen av 5G, samt samfunnet har trolig åpnet opp for resing etter covid-19-pandemien. Etter denne oppgangen tror vi på en svak nedgang på økningen og estimerer 0,5% i 2025, der driftsinntektene har blitt normalisert.

Inntekter	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Driftsinntekter	122 811	124 039	125 900	127 788	128 427	129 069
Δ Vekst i %	0,0 %	1,0 %	1,5 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Andre inntekter	491	496	504	511	514	516
1 % av driftsinntekter	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Sum inntekter	123 302	124 535	126 403	128 299	128 941	129 586

Tabell 21: Estimerte inntekter

6.2. Kostnader og EBITDA

Driftskostnader er alle kostnader knyttet mot å holde bedriften løpende.

Kostnader	2016	2017	2018	2019	2020
Vare- og trafikkostnader	34 095	31 039	26 180	27 912	29 768
% av driftsinntekter	25,9 %	24,9 %	23,7 %	24,6 %	24,2 %
Lønn og personalkostnader	13 152	12 802	10 723	10 803	11 398
% av driftsinntekter	10,0 %	10,3 %	9,7 %	9,5 %	9,3 %
Andre driftskostnader	37 698	31 923	28 008	24 215	25 125
% av driftsinntekter	28,7 %	25,6 %	25,4 %	21,3 %	20,5 %
Andre kostnader	1 927	1 412	3 267	1 200	2 543
% av driftsinntekter	1,5 %	1,1 %	3,0 %	1,1 %	2,1 %
Sum driftskostnader	86 872	77 176	68 178	64 130	68 834
Endring i %	2,2 %	-11,2 %	-11,7 %	-5,9 %	7,3 %
(=) EBITDA	45 102	48 891	42 247	50 277	58 565
EBITDA i % av sum inntekter	34,2 %	38,8 %	38,3 %	43,9 %	46,0 %

Tabell 22: Historiske kostnader og EBITDA

Vi velger å bruke gjennomsnitt av kostnader basert på prosent av inntektene. Telenor har et kortsiktig mål for 2020-2022 med å redusere operasjonelle kostnader (lønn og personalkostnader og andre driftskostnader) med 1-3% per år (Telenor, 2020c). Selv om Telenor har et mål om å kutte kostnadene på 1-3% for 2020-22, mener vi det er mer realistisk at de vil ligge omkring det de har gjort tidligere år. Dette er på grunn av at de siste tallene er preget av covid-19-pandemien og på grunn av oppkjøpet av DNA i 2019 mener vi gjennomsnittet er mest representativt. Dette gjør at vi ser på fremtidige driftskostnader som en % av driftsinntekter da disse vil påvirke hverandre i stor grad.

Alle postene i den estimerte kontantstrømmen tar utgangspunkt i gjennomsnitt i foregående år, med noen unntak. For å reflektere Telenor sine egne ambisjoner om kostnadsreduksjon, har vi redusert kostnadene for første året for lønn og personalkostnader. Resterende år er gjennomsnittet av foregående år. Andre driftskostnader er også redusert første år. Dette er estimert til 20% av driftsinntekter det første året, etterfulgt av et stabilt nivå på 21% årene etter. Etersom de to siste årene har andre driftskostnader vært omkring 21%, benytter vi dette som forventede kostnader fremover. Dette gjør at vi får en EBITDA som % av inntekter for 2021 på 44,8% og 43,1% for årene etter.

Kostnader	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Vare- og trafikkostnader	30 295	30 598	31 057	31 523	31 680	31 839
% av driftsinntekter	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %	24,7 %
Lønn og personalkostnader	11 053	12 099	12 280	12 464	12 527	12 589
% av driftsinntekter	9,0 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %	9,8 %
Andre driftskostnader	24 562	26 048	26 439	26 836	26 970	27 105
% av driftsinntekter	20,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Andre kostnader	2 133	2 154	2 187	2 220	2 231	2 242
% av driftsinntekter	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Sum driftskostnader	68 043	70 899	71 963	73 042	73 407	73 774
Endring i %	-1,1 %	4,2 %	1,5 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
(=) EBITDA	55 259	53 636	54 441	55 257	55 534	55 811
EBITDA i % av sum inntekter	44,8 %	43,1 %	43,1 %	43,1 %	43,1 %	43,1 %

Tabell 23: Estimerte kostnader og EBITDA

6.3. Avskrivninger og nedskrivninger

Avskrivninger og nedskrivninger er ikke tall som er en del av kontantstrømmene som vi skal diskontere tilbake for å estimere verdi. De har derimot et viktig skattemessig innspill på resultatet til Telenor. Telenor Group kan trekke fra avskrivninger i skatteberegningen og dermed få fradrag på skatten. Dette fradraget vil føre til at driftsresultatet blir høyere og dermed påvirke kontantstrømmen og videre estimeringer.

Avskrivningene og nedskrivningene til Telenor har holdt seg relativt stabile de siste årene. Teknologibransjen som Telenor er en del av, er en bransje som kan bestå av raske endringer og investeringer for å følge med i den teknologiske progresjonen og for å utnytte de oppstående mulighetene. Vi kan derimot se enkelte år som gir store utslag prosentmessig i endring fra året før. Et av eksemplene her er nedskrivningene i 2016 som hovedsakelig er relatert til Telenor i India (Telenor, Årsrapport 2016) som økte med 266% fra 2015, se Tabell 24. For at ikke slike utligger skal påvirke estimeringen i stå stor grad, har vi valgt å ta utgangspunkt i driftsinntektene. Vi fant da hvor stor prosent av driftsinntektene som har gått til nedskrivninger og avskrivninger. Ved bruk av denne metoden kan vi se at i perioder der Telenor har økt driftsinntekt har avskrivningene og nedskrivningene økt, og motsatt ved dårligere år. Nedskrivninger og avskrivninger har lagt stabilt på rundt 20% av driftsinntektene de siste fem årene. Det er forventet at avskrivningene vil holde seg på dette nivået inn i framtiden.

Avskrivninger & nedskrivninger	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivninger (D&A)	20 050	21 257	20 104	24 527	29 053
Nedskrivninger	7 983	895	56	47	11
Sum	28 033	22 152	20 160	24 574	29 064
Δ Avskrivninger i %	9,1 %	6,0 %	-5,4 %	22,0 %	18,5 %
Δ Nedskrivninger i %	266,0 %	-88,8 %	-93,7 %	-16,1 %	-76,6 %
D&A i % av Anleggsmidler	18,3 %	14,9 %	13,7 %	12,2 %	14,0 %
D&A i % av inntekter	21,2 %	17,6 %	18,3 %	21,5 %	22,8 %
Gjennomsnittlig endring	20,3 %				

Tabell 24: Historiske avskrivninger og nedskrivninger

Etter de estimerte driftsinntektene blir avskrivningene følgende når de ligger på 20,27% av driftsinntektene, se Tabell 25.

Avskrivninger & nedskrivninger	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Avskrivninger (D&A)	24 897	25 146	25 523	25 906	26 035	26 166
Nedskrivninger						
Sum avskrivninger og nedskrivninger	24 996	25 246	25 625	26 009	26 140	26 270
Δ Avskrivninger i %	-14,3 %	1,0 %	1,5 %	1,5 %	0,5 %	0,5 %
Δ Nedskrivninger i %						
D&A i % av anleggsmidler						
D&A i % av inntekter	20,3 %	20,3 %	20,3 %	20,3 %	20,3 %	20,3 %
Gjennomsnittlig endring						

Tabell 25: Estimerte avskrivninger og nedskrivninger

6.4. Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital utregnes fra balansen og en endring i arbeidskapitalen vil påvirke selskapets kontantstrøm. Kontantstrømmen viser forskjellen på kontanter ut og inn av et selskap. For eksempel vil en reduksjon i gjeld bli betalt med tilgjengelig likviditet ut av selskapet. Dette vil reflekteres i arbeidskapitalen

Arbeidskapital	2016	2017	2018	2019	2020
Sum omløpsmidler	52 991	53 468	44 264	46 858	50 065
% av driftsinntekt	40,2 %	42,4 %	40,1 %	41,0 %	39,3 %
Sum kortsiktig gjeld	77 618	76 683	67 456	73 032	60 536
% av driftsinntekt	58,8 %	60,8 %	61,1 %	63,8 %	47,5 %
Arbeidskapital	(24 627)	(23 215)	(23 192)	(26 174)	(10 471)
% av driftsinntekt	-18,7 %	-18,4 %	-21,0 %	-22,9 %	-8,2 %
Δ Arbeidskapital	(1 962)	1 412	23	(2 982)	15 703
Δ Arbeidskapital%	8,7 %	-5,7 %	-0,1 %	12,9 %	-60,0 %

Tabell 26: Historiske endringer i arbeidskapital.

Omløpsmidlene estimerer vi basert på gjennomsnittlig omløpsmidler i prosent av driftsinntekter fra tidligere år. Vi antar at omløpsmidlene vil øke tilsvarende vekstambisjonene til Telenor. I tillegg antar vi at den kortsiktige gjelden vil øke fra 2020, ettersom gjeldsnivået var uvanlig lavt i forhold til foregående år. På bakgrunn av dette estimerer vi en gradvis økende kortsiktig gjeld. For 2021 vil denne være 50% og i påfølgende perioder øker denne med 1%.

Arbeidskapital	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Sum omløpsmidler	50 037	50 538	51 296	52 065	52 326	52 587
% av driftsinntekt	40,6 %	40,6 %	40,6 %	40,6 %	40,6 %	40,6 %
Sum kortsiktig gjeld	61 651	63 513	65 730	67 999	69 628	71 272
% av driftsinntekt	50,0 %	51,0 %	52,0 %	53,0 %	54,0 %	55,0 %
Arbeidskapital	(11 614)	(12 975)	(14 434)	(15 933)	(17 303)	(18 685)
% av driftsinntekt	-9,4 %	-10,4 %	-11,4 %	-12,4 %	-13,4 %	-14,4 %
Δ Arbeidskapital	(1 143)	(1 361)	(1 459)	(1 500)	(1 369)	(1 382)
Δ Arbeidskapital%	10,9 %	11,7 %	11,2 %	10,4 %	8,6 %	8,0 %

Tabell 27: Estimerte endringer i arbeidskapital

6.5. Driftsinvesteringer (CAPEX)

Driftsinvesteringer (på engelsk «Capital Expenditure», heretter *CAPEX*) er utgifter bedriften bruker for å kjøpe eller forbedre varige driftsmidler. *CAPEX* gjelder alle investeringer Telenor er nødt til å gjennomføre for å opprettholde driften, dette inkluderer leieavtaler, lisenser og frekvensbånd. Telenor har valgt i sine årsrapporter å poengtere at nivået utenom disse leieavtalene er nokså stabilt, og ligger nærme deres målsetning om *CAPEX* rundt 15% av driftsinvesteringer.

Det totale investeringsnivået i Telenor har ikke vært stabilt de seneste årene, hovedsakelig som følge av investeringer i andre virksomheter. I 2019 kjøpte Telenor nær 95% av den finske telekommunikasjonsoperatøren DNA, derav den høye økningen i investeringer i andre virksomheter. Når det gjelder utregningen av fri kontantstrøm er oppkjøp og investeringer i andre virksomheter utelatt, da vi forutsetter Telenor betaler en rimelig pris for dette, dermed en forventningsverdi for at salg eller kjøp av andre virksomheter er lik null. Det er ikke tatt hensyn til potensielle oppkjøp ved estimering av inntekter, dermed velger vi å utelate dette.

Investeringer	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinvesteringer ekskl. leieavtaler	22 702	18 235	16 776	17 415	16 351
(+) Leieavtaler, lisenser og frekvensbånd	3 557	3 052	14 469	660	5 089
(=) Driftsinvesteringer CAPEX	26 259	21 287	31 245	18 075	21 440
(+) Investeringer i virksomhet	3 589	2 252	114	27 807	367
Sum investeringer	29 848	23 539	31 359	45 882	21 807
i % av inntekter	19,9 %	16,9 %	28,3 %	15,8 %	16,8 %

Tabell 28: Historiske driftsinvesteringer (CAPEX)

Vi forventer at CAPEX holder seg stabilt i fremtiden på rundt 15% av driftsinvesteringer de neste årene, med unntak av 2021. For 2021 regner vi med at Telenor har behov for større driftsinvesteringer som følge av investeringer i 5G-nettet i de etablerte markedene, og har dermed satt driftsinvesteringer til 20% av driftsinntekter. Vi forventer videre at CAPEX holder seg på 17,5% av driftsinntekter til og med 2025, før det stabiliserer seg til 15% i terminalleddet.

Investeringer	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Driftsinvesteringer CAPEX	24 562	21 707	22 032	22 363	22 475	19 360
i % av driftsinntekter	20,0 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	15,0 %

Tabell 29: Estimerte driftsinvesteringer (CAPEX)

6.6. Utbytte til minoritetseiere av datterselskaper

Hvert år utbetales det utbytte fra Telenors datterselskaper, fordelt mellom Telenor og andre minoritetseiere av datterselskapene. I utregningen av fri kontantstrøm justeres det for den delen som tilfaller de ikke-kontrollerende aksjonærene. De siste årene har totalsummen på disse utbytterne vært varierende, som følge av endringer i eierskap av datterselskapene.

Utbytte til ikke-kontrollerende eiere	2016	2017	2018	2019	2020
Digi	1 714	1 442	1 533	1 549	1 483
Grameenphone	904	1 190	1 281	1 502	1 159
dtac	185	-	252	288	661
Øvrige	58	9	7	-	-
(=) Sum utbytte	2 861	2 641	3 073	3 339	3 303
Δ Utbytte i %	-26,2 %	-7,7 %	16,4 %	8,7 %	-1,1 %

Tabell 30: Historiske utbytter til minoritetseiere

Vi estimerer en rolig innfasing på 2% økning i utbytte for hvert år etter 2021. For 2021 estimerer vi ingen endring i fra nivået for 2020, som følge av fallende roaminginntekter under covid-19-pandemien.

Utbytte til ikke-kontrollerende eiere	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Sum utbytte	3 303	3 336	3 386	3 454	3 523
Δ Utbytte i %	0,0 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %

Tabell 31: Estimerte utbytter til minoritetsiere

6.7. Estimert fri kontantstrøm

I kontantstrømoppstillingen regnes ut skatt på driftsresultatet EBIT. Denne skattesatsen har historisk vært varierende.

Investeringer	2016	2017	2018	2019	2020
= Driftsresultat EBIT	17 069	26 739	22 087	25 703	29 501
(-) Skatt på EBIT	5 924	6 854	6 179	9 033	6 577
Skattesats i %	34,7 %	25,6 %	28,0 %	35,1 %	22,3 %
= NOPLAT	11 145	19 885	15 908	16 670	22 924

Tabell 32: Historisk skatt på EBIT

Vi estimerer en skattesats på 24% fremover. Denne nominelle skattesats er vektet etter omsetning fra de ulike landene Telenor har virksomheter i. Se Vedlegg 5 for utregning.

Investeringer	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
= Driftsresultat EBIT	30 362	28 490	28 918	29 351	29 498	29 646
(-) Skatt på EBIT	7 287	6 838	6 940	7 044	7 080	7 115
Skattesats i %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %
= NOPLAT	23 075	21 653	21 977	22 307	22 419	22 531

Tabell 33: Estimert skatt på EBIT

Driftsresultat EBIT fratrukket skatt gir netto operasjonelle inntekter justert for skatt (på engelsk «Net Operating Profit Less Adjusted Taxes», heretter *NOPLAT*). Avskrivninger, nedskrivninger og endring i arbeidskapital legges til, før CAPEX og utbytte til ikke-kontrollerende eiere fratrekkes. Dette vil da gi ut den frie kontantstrømmen.

Kontantstrøm	2016	2017	2018	2019	2020
NOPLAT	11 145	19 885	15 908	16 670	22 924
(+) Avskrivninger og nedskrivninger	28 033	22 152	20 160	24 574	29 064
(+) Endring arbeidskapital	(1 962)	1 412	23	(2 982)	15 703
(-) Investeringer CAPEX	26 259	21 287	31 245	18 075	21 440
(-) Utbytte til ikke-kontrollerende eiere	2 861	2 641	3 073	3 339	3 303
(=) Fri kontantstrøm	8 096	19 521	1 773	16 848	42 948

Tabell 34: Historiske frie kontantstrømmer

Av de estimerte frie kontantstrømmene ser vi at Telenor ender på 18,964 milliarder i 2021, før det stiger gradvis utover til 2025. Dette er nedgang fra 2020 som følge av at den frie kontantstrømmen på 42,948 milliarder inkluderer oppkjøpet av DNA. Terminalleddet er leddet som vil bli brukt i neddiskonteringen av kontantstrømmen i verdsettelsen.

Kontantstrøm	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
NOPLAT	22 976	21 552	21 875	22 203	22 314	22 426
(+) Avskrivninger og nedskrivninger	24 996	25 246	25 625	26 009	26 140	26 270
(+) Endring arbeidskapital	(1 143)	(1 361)	(1 459)	(1 500)	(1 369)	(1 382)
(-) Investeringer CAPEX	24 562	21 707	22 032	22 363	22 475	19 360
(-) Utbytte til ikke-kontrollerende eiere	3 303	3 336	3 386	3 454	3 523	3 593
(=) Fri kontantstrøm	18 964	20 394	20 623	20 897	21 087	24 360

Tabell 35: Estimerte frie kontantstrømmer

7. Kontantstrømbasert verdsettelse

I oppgaven har vi valgt å ta i bruk diskontert kontantstrøm (på engelsk «Discounted Cash Flow», heretter *DCF*) og dividendemodellen som kontantstrømbaserte modeller for å estimere aksjeprisen til Telenor. Dividendemodellen er valgt på grunn av at Telenor er over vekstfasen og har en historikk med stabile økninger i utbyttet, noe som gjør de til et egnet selskap for dividendemodellen som er den mest teoretisk riktige modellen (Kinserdal, 2017). Dette er på grunn av at hvis en aksjonær eier selskapet til evig tid så er utbytte den eneste kontantstrømmen de vil få som avkastning.

Diskontert kontantstrøm er en av de mest anerkjente metodene innen verdivurdering, og som har mye empiri både i praksis og lærebøker. Her tar vi for oss estimerte kontantstrømmer til Telenor og diskonterer de tilbake ved bruk av et avkastningskrav. Analysen går dermed ut på at estimert egenkapitalverdi er lik de framtidige fordelene av å eie en aksje i Telenor.

7.1. Diskontert kontantstrøm

Vi har diskontert våre prognoser av fremtidige kontantstrømmene tilbake til netto nåverdi ved bruk av Formel 13. Vi bruker den estimerte langsiktige WACC som diskonteringsfaktor. Ut ifra den diskonterte kontantstrømmen har vi regnet ut selskapsverdien til Telenor. Deretter har vi trukket fra netto rentebærende gjeld, hvorav leieavtalene er rentebærende og inkludert, og lagt til kontanter fra balansen, for å estimere egenkapitalverdien.

$$PV = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCFF_4}{(1 + WACC)^4} + \frac{FCFF_5 + \frac{FCFF_{Terminal}}{WACC - g}}{(1 + WACC)^5}$$

Formel 13: Diskontering av kontantstrøm

År	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	94,32 %	88,97 %	83,92 %	79,16 %	74,67 %
WACC	6,02 %				
Vekstrate	0,5 %				

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal
Fri kontantstrøm	18 964	20 394	20 623	20 897	21 087	24 360
NNV Fri kontantstrøm	17 888	18 145	17 308	16 542	15 745	329 714

Selskapsverdi (EV)	415 341
(+) Kontanter	20 577
(-) Gjeld	156 882
Egenkapitalverdi	279 036
Antall aksjer	1 399
Aksjepris	199,39

Tabell 36: Diskontert kontantstrøm

Det er estimert en evigvarende vekst g på 0,5%. Formel 14 viser utregningen av terminalleddet.

$$NNV \text{ terminalledd} = \frac{24\,360}{6,02\% - 0,5\%} * 74,67\%$$

Formel 14: NNV terminalledd

Etter kontanter er lagt til og rentebærende gjeld er fratrukket, får vi en egenkapitalverdi som vi deler på antall aksjer. Dette priser Telenor ASA per 31.12.2020 til **199,39 NOK per aksje**.

7.2. Sensitivitetsanalyse av diskontert kontantstrøm

Det er flere usikre variabler i den diskonterte kontantstrømmen. Derfor gjør vi en sensitivitetsanalyse for å vise hvordan ulike variabler påvirker verdsettingen. Måten dette gjøres på er å endre en variabel om gangen, innenfor et utfallsrom vi anser som rimelig. I sensitivitetsanalysen har vi sammenlignet vekstrate med både WACC og beta.

		Vekstrate				
		0 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %
WACC	5,27 %	220,78	233,52	247,60	263,24	280,71
	5,52 %	205,88	217,33	229,92	243,84	259,29
	5,77 %	192,28	202,61	213,93	226,37	240,12
	6,02 %	179,81	189,18	199,39	210,57	222,87
	6,27 %	168,34	176,86	186,12	196,21	207,26
	6,52 %	157,76	165,53	173,95	183,10	193,08
	6,77 %	147,97	155,08	162,76	171,08	180,12

Tabell 37: Sensitivitetsanalyse med vekstrate og WACC.

En endring av vekstrate på 0,25 skaper en endring i aksjeverdien med ca. ±5%. En endring av WACC på 0,25 påvirker aksjeverdien med ca. ±7%. Ut ifra sensitivitetsanalysen i Tabell 37 bør aksjeprisen ligge i intervallet 176,86 og 226,37 NOK.

		Vekstrate				
		0 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %
Beta	0,625	211,63	223,57	236,72	251,29	267,50
	0,675	200,26	211,25	223,30	236,60	251,33
	0,725	189,68	199,81	210,90	223,07	236,51
	0,775	179,81	189,17	199,39	210,57	222,87
	0,825	170,57	179,25	188,69	198,99	210,28
	0,875	161,92	169,98	178,72	188,23	198,62
	0,925	153,78	161,28	169,40	178,20	187,79

Tabell 38: Sensitivitetsanalyse med vekstrate og beta.

Som nevnt tidligere vil en endring av den evigvarende vekstraten på 0,25 prosentpoeng gi en endring i aksjeverdien på ca. ±5%. En endring av beta på 0,05 påvirker aksjeverdien også ca. ±5%. Ut ifra denne sensitivitetsanalysen i Tabell 38 bør prisen ligge i intervallet 179,25 til 223,07 NOK.

Generelt er analysen vår meget sensitiv for endringer i vekstrate, WACC eller beta. Dette medfører en økt usikkerhet knyttet til resultatet av estimeringen.

7.3. Dividende-modellen

En aksjonær kan forvente å motta kontantstrømmer av aksjer på to forskjellige måter. Kontantstrømmene kan henholdsvis komme i form av en økning i aksjeprisen ved salg eller ved utbetaling av utbytte til aksjonærene. Aksjen kan da prises etter dividendemodellen, som i hovedsak vurderer prisen etter diskontering av fremtidige kontantstrømmer som her blir aksjonærenes utbytte. Samtidig som dividendemodellen er en av de enklere modellene, blir den også regnet som «en av de teoretisk beste verdsettelsesmetodene» (Mishkin & Eakins, 2018).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 15: Dividende-modellen

Aksjen vil her da bli beregnet etter fremtidig utbytte med forventning om en konstant vekst fremover. Telenor er et gammelt selskap, som vi anser har kommet ut av fasen med rask vekst og passer dermed med en antatt framtidig jevn vekst. Telenor har tidligere blitt omtalt som en «utbyttmaskin» (Degnes, 2020) og har jevnt over betalt et betydelig utbytte til sine aksjonærer, dette gjør at modellen kan regnes som et passende redskap for verdsettelsen av Telenor. Historisk utbytte fra Telenor er vist i Tabell 39 (Telenor, 2021g).

Fordelene med dividendemodellen er at den tar til høyde for den mest direkte formen for avkastning som en aksjeeier kan få. Hvis ikke selskapet gir ut utbytte, argumenterer den for at selskaper har en verdi på grunn av at investorer forventer at selskapet skal betale utbytte en gang i fremtiden når selskapet er ferdig med vekstfasen (Mishkin & Eakins, 2018). Dette er en av de enklere modellene å bruke for estimater av verdien til et selskap.

Ulempene ved bruk av en slik modell er også viktig å ha i bakhodet. I dividendemodellen må vi ta i bruk et avkastningskrav i diskonteringen som anslår en konstant gjeldsandel målt på markedsverdi (Kaldestad & Møller, 2016). Denne er vanskelig å fastslå i praksis og det kan være ulemper med å operere med et avkastningskrav som varierer over tid. I modellen må man estimere utbytte frem i tid, en konstant vekstrate og avkastningskravet som blir påvirket av avdragsbetalinger og låneopptak frem i tid (Kaldestad & Møller, 2016). Det er dermed en enkel metode som tar for seg flere intrikate estimeringer. Vi har før i oppgaven argumentert for vårt valg av avkastningskrav og velger å bruke denne modellen på bakgrunn av Telenors historikk. I tillegg er bedriften ikke i en hurtig vekstfase, noe som gjør Telenor egnet for dividendemodellen.

År	Utbytte	Økning i utbytte	EPS	Plowback Ratio	Payout Ratio
2020	9	0,3	12,32	0,27	0,73
2019	8,7	0,3	5,4	-0,61	1,61
2018	8,4	0,3	10	0,16	0,84
2017	8,1	0,3	7,99	-0,01	1,01
2016	7,8	0,3	1,89	-3,13	4,13
2015	7,5	0,2	2,27	-2,30	3,30
2014	7,3	0,3	6,03	-0,21	1,21
2013	7	1	5,74	-0,22	1,22
Gjennomsnittlig payout ratio					1,76

Tabell 39: Historiske utbytter

$$\text{Dividend Growth Rate} = \text{Plowback Ratio} * \text{Return on Equity}$$

$$\text{Plowback Ratio} = 1 - \text{Payout ratio}$$

Formel 16: Utbyttevekstrate

Tabell 39 viser at Telenor har gjennomsnittlig betalt ut 1,76 ganger inntjening per aksje til utbytte. Ved bruk av Formel 16 ser vi at flere år ville fått en negativ vekst rate siden Telenor ofte har over 1 i *payout ratio*. Når payout ratioen er over 1 ser man at plowback ratioen vil bli negativ som et resultat av Formel 16 av retention ratio. Siden vekstfaktoren blir negativ ved bruk av denne formelen, vil vi ikke ta utgangspunkt i denne utregningen siden Telenor sitt utbytte har hatt en jevn vekst helt siden 2013. Denne veksten stemmer overens med Telenor sin utbytte policy, der de har et mål om årlig vekst i utbytte per aksje (Telenor, 2021g). I 2021 sier Sigve Brekke (presidenten for Telenor og CEO) at de vil fortsette å ha fokus på vekst (Telenor, Kvartalsrapport Q4 2020).

Vi får ikke mulighet til å bruke formelen til å finne vekstraten til utbytte. Historisk sett kan vi se at utbytte har økt med 0,3 kroner de seneste årene med et unntak i 2013 der det økte med 1 krone. Vi forventer at denne veksten vil fortsette i de neste årene, men at den ikke blir mulig å opprettholde slik vekst over en lengre periode. Fra 2014 til 2020 har den gjennomsnittlige veksten i utbytte vært 3,66%, men siden veksten i utbytte har holdt seg stabilt på 0,3 kroner vil veksten i prosent gå ned når det totale utbytte øker. Siden vi ser det som usannsynlig med en slik vekst i evig tid, vil vi ta i bruk 2% som vår vekstrate for å holde i tråd med inflasjon og for å holde en sannsynlig vekstrate inn i fremtiden. Når vi skal regne aksjeverdien med dividendemodellen, vil vi ta i bruk to forskjellige metoder. Den første metoden vi anvender er *Gordon's Growth Model*. Gordons modell regner aksjeverdi (P) ved å ta neste års utbytte (D) og diskontere dette ved bruk av avkastningskrav (k) og en konstant vekstfaktor (g).

$$P = \frac{D_1}{(k - g)}$$

Formel 17: Gordon's Growth Model

Utbytte som betales i 2021 skal være 9 NOK (Telenor, Kvartalsrapport Q4 2020). Som evigvarende vekstfaktor brukes 2%. Som avkastningskrav på egenkapitalen brukes CAPM utregnet i del 5.1.4. Ved å anvende Gordon's Growth Model i Formel 17 estimerer vi en aksjepris på 174,08 NOK. Vi velger heller å gå videre med dividendemodellen, ettersom den tar ytterligere hensyn til veksten i modellen.

Den andre metoden vi bruker er en forlengelse av dividendemodellen som inneholder to stadier. Der vi først estimerer utbyttet frem i tid og senere diskonterer den estimerte verdien som aksjen vil ha en gang i fremtiden ved bruk av Gordons formel. Vi forventer at utbyttet stiger med 0,3 kroner frem til 2025, før vi etterpå har lagt på en vekst på 2% årlig i utbytter videre. Tabell 40 viser en oppstilling av dividendemodellen.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + k_e)^n} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n}$$

Formel 18: Dividendemodellen

År	2021	2022	2023	2024	2025
Utbytte	9,00	9,30	9,60	9,90	10,20
Endring i % (vekst)		3,33 %	3,23 %	3,13 %	3,03 %
Avkastningskrav	5,86 %	5,86 %	5,86 %	5,86 %	5,86 %
Netto nåverdi	8,50	8,30	8,09	7,88	7,67

2026	2027	2028	2029	2030
10,40	10,61	10,82	11,04	11,26
2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
7,17 %	7,17 %	7,17 %	7,17 %	7,17 %
7,30	6,95	6,61	6,29	5,99

2031	Terminalledd
11,49	177,38
2,00 %	
8,48 %	
5,63	86,98

Pris per aksje	166,21
-----------------------	---------------

Tabell 40: Dividendemodellen

Ved bruk av dividendemodellen estimerer vi en aksjepris på **166,21 NOK per aksje**.

8. Markedsbasert verdsettelse

Ved markedsbasert verdsettelse verdsettes selskapet ved å sammenligne det med andre selskaper. Selskapet sammenlignes ved bruk av ulike forholdstall, også kalt multipler og ratioer. Disse multiplene blir brukt i verdivurderingen ved å ta et tall fra selskapets resultatregnskap eller balanse, og multiplisere dette med en multiplere. En markedsbasert verdsettelse forutsetter at markedet har priset de sammenlignbare selskapene til en rett pris, gitt informasjonen som er tilgjengelig. Denne analysen lar oss bruke andre markedsaktørers verdivurderinger av andre selskaper til vår verdivurdering av Telenor.

De klare fordelene ved markedsbasert verdsettelse er at det er lite tidkrevende, lar markedet ta seg av verdivurderingen og generelt brukes mye i praksis. Ulempene er blant annet det er et kortsiktig fokus, ved at det kun ser på dagens markedsverdi, ikke analyserer fremtidig verdi av selskapet og at det er vanskelig å kvantifisere forskjeller mellom selskapet og de sammenlignbare selskapene (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi har valgt å bruke fremtidige estimerte regnskapstall som sammenligningsgrunnlag i denne markedsbaserte verdsettelsen (forward-looking desember 2021). Vi har valgt å bruke ettårig forward-looking estimater ettersom disse fremtidsestimaterne er korrigert for enkelthendelser, slik at sammenligningsgrunnlaget på tvers av selskapene er mer korrekt. Vi har valgt å begrense oss til ettårige estimater ettersom multiplene synker vanligvis i takt med lengden på den fremtidige estimerte tidshorizonten, dermed anser vi at ettårig gir et korrekt bilde (Kaldestad & Møller, 2016, s. 236). Bruken av fremtidsestimater krever at det foreligger fremtidsanalyser for alle valgte peers, noe det gjør i vårt tilfelle ettersom de valgte telekommunikasjonselskaperne er godt fulgt av analytikere.

8.1. Sammenlignbare selskaper

Det er vanlig å sammenligne selskapet med andre lignende selskaper (også kalt *peers*), gjerne innenfor samme bransje. Det er flere faktorer som er viktig å tenke over ved valg av peers. For det første kan det være utfordrende å finne gode selskaper å sammenligne med, og da vil en markedsbasert verdsettelse miste noe av sin verdi. For det andre er det viktig å være bevisst på hvilke multipler en inkluderer i en analyse. Vekstselskaper vil ofte ha høye multipler i motsetning til modne selskaper. Til slutt bør en justere for utliggerer i en analyse. Utliggerer vil medføre at gjennomsnittet øker vesentlig og sammenligningsgrunnlaget blir kunstig høyt.

De selskapene som vi har valgt er selskaper som har lignende interne og eksterne forhold som Telenor Group. Innenfor telekombransjen er det svært mange selskaper å velge mellom. Dette gjør det mindre utfordrende å finne selskaper med likhetstrekk. Ettersom Telenor er et modent selskap, er det naturlig å ekskludere vekstselskaper innen telekombransjen. Valgte peers er alle store selskaper som er godt etablert og relativt lik finansiell struktur.

Følgende peers er valgt:

- **Telia Company (TELIA.ST)** er et telekomselskap som er i flere av de samme geografiske markedene som Telenor. De konkurrerer i Norden i tillegg til at Telia er i de baltiske landene Litauen og Estland.
- **Tele2 (TEL2.ST)** har en portefølje bestående av Sverige, Baltikum og Nederland. Geografisk ligner dette selskapet på Telia og har derfor likhetstrekk til Telenor. Selskapet er modent og etablert (Tele2, 2021).
- **Telefonica (TEF.NYSE)** er i store deler av verden, med størst omsetning fra Europa og Latin-Amerika. Vi inkluderer Telefonica på bakgrunn av en diversifisert portefølje med inntekter fra både etablerte og fremvoksende markeder tilsvarende Telenor.
- **Deutsche Telekom (DTE.DE)** inkluderer vi ettersom også her er porteføljen diversifisert som en telekomleverandør i flere deler av verden. Den største delen av omsetningen kommer fra Europa, slik som Telenor.
- **Verizon (VZ.NYSE)** er et av de største telekomselskapene i USA. Vi ønsker å inkludere dette selskapet basert på geografi og fellestrekk til Telenor. Ettersom faktorer i USA ofte er toneangivende for andre markeder, anser vi det som fordelaktig å medregne et amerikansk telekomselskap.
- **KPN (KPN.AS)** er et nederlandsk telekomselskap. Selskapet eier infrastruktur i landet og er i tillegg en mobiloperatør. Selskapet har multipler som vi mener passer i vår analyse. KPN startet i likhet som Telenor som en statlig eid telekommunikasjonsoperatør, som senere ble privatisert.
- **United Internet (UTDI.DE)** ligger i Tyskland og ligner mye på KPN. Selskapet har tilhørighet i Europa og multipler vi synes er passende.

8.2. Price / Earnings

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

Dette er en ganske enkel multiplum som brukes for å gi en relativ verdi av selskapets aksjer for å sammenligne, enten mot tidligere år eller andre selskap i samme bransje. Kort sagt kan P/E ratio forklares med hva markedet er villig til å betale i dag for en aksje basert på tidligere inntjening. En veldig høy P/E ratio kan ofte være et tegn på at aksjen er overpriset eller en forventning om vekst. En lav P/E ratio kan tyde på lav/negativ vekst eller underprising (Fernando, 2021a).

En svakhet med P/E-ratioen er at den ikke tar hensyn til kapitalstruktur. En annen svakhet man må vite er at det er lett for et selskap å «jukse» med inntekter slik at vi ikke får korrekt tall. Verdsettelse med bruk av P/E-ratioen bør gjøres sammen med andre multipler for å være en god indikator.

8.3. Price / Book

$$P/B = \text{Pris per aksje} / \text{Bokført verdi per aksje}$$

P/B forholdet gir oss en sammenheng mellom markedsverdi og bokført verdi der bokført verdi er selskapets netto eiendeler. Dette betyr hvis et selskap har en P/B på tre tilsier det at markedsprisen verdsettes til tre ganger bokført verdi. Som for P/E er det også her viktig at man sammenligner med andre selskap innen samme sektor. Et lavt P/B betyr ofte at aksjen er undervurdert, men kan også bety at det er noe fundamentalt galt med selskapet. En høy P/B kan indikere at selskapet er overpriset. (Fernando, 2021b).

En av fordelene med å bruke P/B-ratio er at bokført verdi ofte er mer stabilt enn EPS og være et bedre mål enn hvis Earnings Per Share er volatil. En ulempe er at det ikke tar hensyn til immaterielle eiendeler som for eksempel merkevare. Det er også en stor ulempe at bokført egenkapital endres når selskap gir utbytte. Man er også nødt til å passe på at forskjellige regnskapemetoder kan ha utslag på verdien vi får.

8.4. Price / Cash Flow

$$P/CF = \text{Pris per aksje} / \text{Operativ CF per aksje}$$

P/CF-ratioen gir oss forholdet mellom pris og kontantstrøm. Denne multiplikatoren fungerer veldig godt for selskaper som har positive kontantstrømmen,

Multiplikatoren sammenligner et selskaps markedsverdi med den operasjonelle kontantstrømmen. Dette forholdet gir oss informasjon om hvor mye kontant et selskap genererer i forhold til aksjekurs. Her vil en lav P/CF ofte indikere at aksjen er undervurdert mens høy ofte indikerer at den er overvurdert (Hayes, 2021).

En fordel med Price to Cash Flow er at dette er en parameter man ikke kan «jukse» med for å få bedre tall. Ulempen med denne multiplikatoren er at CF som er under nevner kan regnes på forskjellige måter om man ikke er tydelig. En annen ulempe er at P/CF ikke tar hensyn til eventuelle utsatte inntekter.

8.5. EV / EBITDA

$$EV / EBITDA = \text{Selskapsverdi} / \text{Driftsresultat før avskrivninger}$$

Enterprise Value er selskapsverdien, altså markedsverdien av egenkapitalen pluss netto rentebærende gjeld. EBITDA er driftsresultatet før avskrivninger og amortiseringer.

Fordelen med EBITDA er at ratioen utelater forskjeller i selskapets avskrivningsprofiler og goodwill. Selskapene har vanligvis ulike avskrivningsprofiler som følge av lokal lovgivning. Det samme gjelder for goodwill, det er vanskelig å verdsette goodwill da det avhenger sterkt av selskapets egne forutsetninger. I tillegg tas det heller ikke hensyn til tilfeldige renteinntekter. Metoden kan også brukes til å sammenligne med selskaper som har underskudd, i så fall vil multiplikatoren ha en negativ verdi.

8.6. EV / EBIT

$$EV / EBIT = \text{Selskapsverdi} / \text{Driftsresultat}$$

EBIT er driftsresultatet inkludert avskrivninger og amortiseringer. Fordelen med å inkludere avskrivninger er at det tas hensyn til de ulike selskapers behov for investeringer. Bruken av EBIT som nevner er at praksisen rundt avskrivninger er nokså lik, som nevnt tidligere varierer dette som følge av blant annet lokal lovgivning.

Alternativt kan EBITA, dette ekskluderer kun amortiseringer. Amortiseringer er nedskrivninger og avskrivninger på eiendeler som ikke skal gjenskaffes (Kaldestad & Møller, 2016).

8.7. Estimert markedsverdi

Tabell 41 viser multiplene for Telenor og peers, samt gjennomsnittet for peers.

	P/E	P/B	P/CF	EV/EBITDA	EV/EBIT
Telenor	14,71	5,76	5,18	6,31	12,61
Telia	19,54	2,36	6,38	8,09	20,66
Tele2	19,2	2,65	9,72	10,68	20,56
Telefonica	9,05	1,19	1,96	5,08	14,07
Verizon	11,64	3,59	6,56	7,23	11,04
Deutsche Telekom	15,46	2,01	3	6	19,29
Koninklijke KPN	21,75	4,91	5,79	7,65	20,52
United Internet	16,11	1,41	7,32	7,18	12,26
Gjennomsnitt peers	16,11	2,59	5,82	7,42	16,91

Tabell 41: Multipler

Estimat etter Price / Earnings

Vi ender opp med en P/E-bransjesnitt på 16,11. Vi ser at Telenor har en P/E som er noe under snittet for bransjen. Med dette bransjesnittet ender vi opp med en estimert kursverdi på 164,29 NOK.

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

$$\text{Aksjepris}_{P/E} = 10,20 * 16,11 = 164,29 \text{ NOK}$$

Estimat etter Price / Book

For P/B får vi et bransjesnitt på 2,59. Her er Telenor veldig mye høyere enn snittet på 5,76. Fra det markedsbaserte P/B får vi en estimert kursverdi på 67,43 NOK.

$$\begin{aligned} \text{Aksjepris}_{P/B} &= \text{Bokført egenkapital per aksje} * \text{Markedsbasert P/B} \\ \text{Aksjepris}_{P/B} &= 26,05 * 2,59 = 67,43 \text{ NOK} \end{aligned}$$

Estimat etter Price / Cash Flow

Bransjesnittet for P/CF ligger på 5.82. Her igjen ligger Telenor litt under snittet. Dette gir oss en estimert kursverdi på 168,54 NOK.

$$\begin{aligned} \text{Aksjepris}_{P/CF} &= \text{Operationell CF per aksje} * \text{Markedsbasert P/CF} \\ \text{Aksjepris}_{P/CF} &= 28,97 * 5,82 = 168,54 \text{ NOK} \end{aligned}$$

Estimat etter EV / EBITDA

Bransjesnittet for EV/EBITDA er satt til 7,42. Telenor plasser seg under snittet på 6,31. Vi bruker EBITDA for regnskapsåret 2020. Vi bruker EBITDA for regnskapsåret 2020. Den rentebærende gjelden er inklusive leieavtaler, utregningen er gitt i Tabell 17. Denne multippelen verdsetter selskapsverdien til Telenor til 434,552 milliarder NOK. Etter å ha lagt til kontanter og trukket fra gjelden gir denne verdsettelsesmetoden en egenkapitalverdi på 290,166 milliarder NOK. Aksjeprisen ender på 212,85 NOK.

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value}_{EV/EBITDA} &= \text{EBITDA} * \text{Markedsbasert EV/EBITDA} \\ \text{Enterprise Value}_{EV/EBITDA} &= 58\,565 * 7,42 \approx 434\,552 \text{ mill. kroner} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Equity Value} &= \text{Enterprise Value} + \text{Kontanter} - \text{Rentebærende gjeld} \\ \text{Equity Value} &= 434\,552 + 20\,577 - 156\,882 = 298\,247 \text{ m NOK} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Aksjepris}_{EV/EBIT} &= \text{Equity Value} / \text{Antall aksjer} \\ \text{Aksjepris}_{EV/EBITDA} &= 298\,247 / 1\,400 = 212,85 \text{ NOK} \end{aligned}$$

Estimat etter EV/EBIT

Bransjesnittet for EV/EBIT er satt til 16,91. Telenor har lavere multiplenum enn gjennomsnittet på med en multiplenum på 12,61. Vi bruker EBIT for regnskapsåret 2020. Denne multiplenumen verdsetter selskapsverdien til Telenor til 498,861 milliarder NOK. Etter å ha lagt til kontanter og trukket fra gjelden gir denne verdsettelsesmetoden egenkapitalverdi på 347,093 milliarder NOK. Aksjeprisen ender på 259,06 NOK.

$$\text{Enterprise Value}_{EV/EBIT} = EBIT * \text{Markedsbasert EV/EBIT}$$

$$\text{Enterprise Value}_{EV/EBIT} = 29\,501 * 16,91 \approx 498\,861 \text{ mill. kroner}$$

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} + \text{Kontanter} - \text{Rentebærende gjeld}$$

$$\text{Equity Value} = 498\,861 + 20\,577 - 156\,882 = 362\,557$$

$$\text{Aksjepris}_{EV/EBIT} = \text{Equity Value} / \text{Antall aksjer}$$

$$\text{Aksjepris}_{EV/EBIT} = 362\,557 / 1\,400 = 259,06 \text{ NOK}$$

Samlet vektet kursmål etter multiplene

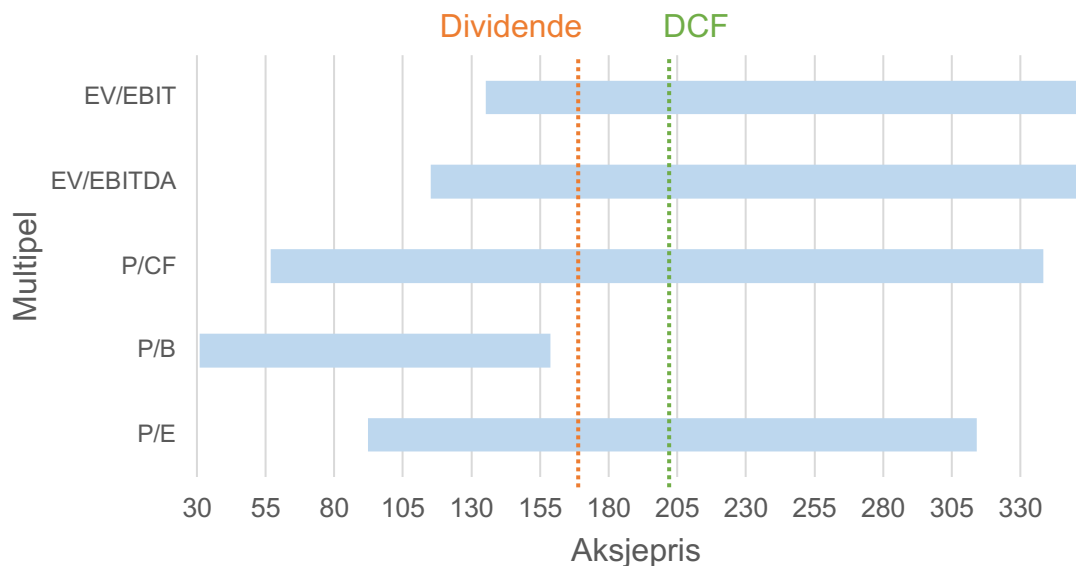
Tabell 42 viser et vektet snitt av de valgte multiplene. Vi har valgt å vektlegge multiplene likt (markert i gult) da vi mener alle har sine styrker og svakheter, og ved å vektlegge de likt vil vi oppnå en mest rettferdig prising. Dette gir oss en markedsbasert verdsettelse til **174,44 NOK per aksje den 31.12.2020**. Høyre side av Tabell 42 viser også en alternativ vektning, der det er tatt mindre hensyn til ekstremverdiene. Basert på denne markedsbaserte verdsettelsen ser vi at Telenor var underpriset i markedet når de var priset til 145,90 NOK per aksje den 31.12.2020, nesten 20% under den markedsbaserte verdsettelsen.

	Kursmål	Vekting	Kursmål	Vekting
P/E	164,29	20 %	164,29	30 %
P/B	67,43	20 %	67,43	5 %
P/CF	168,54	20 %	168,54	30 %
EV/EBIDTA	212,85	20 %	212,85	30 %
EV/EBIT	259,06	20 %	259,06	5 %
Vektet sum	174,44	100 %	180,03	100 %

Tabell 42: Estimert aksjepris med vektete multipler

8.8 Verdiintervall av markedsverdien

Figur 15 viser estimert aksjepris etter diskontert kontantstrøm, dividendemodellen og den markedsbaserte verdsettelsen. Telenor har en annerledes strategi når det kommer til infrastruktur enn de andre. Ettersom Telenor leier infrastruktur i flere av landene de tilbyr teletjenester, vil Telenor ofte ha en høyere P/B-multippel enn andre telekommunikasjonsselskaper. Selv om dette ikke er den beste multippelen for Telenor, mener vi likevel at den er viktig å inkludere for å reflektere risiko. Telenor har en større risiko ettersom de har lav bokført verdi sammenlignet med markedsverdi.



Figur 15: Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene

9. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å besvare hva vi mener Telenor er verdt per 31.12.2020. Gjennom de strategiske analysene har vi kartlagt Telenors interne og eksterne forhold, som senere har blitt brukt til å estimere selskapets fremtidige økonomiske stilling. Deretter gjorde vi en regnskapsanalyse som viste at tallene til Telenor er som forventet av et stort modent selskap og resultatmålene viste en positiv utvikling. Videre estimerte vi fremtidige kontantstrømmer basert på tilgjengelig informasjon.

Denne informasjonen brukte vi til å komme frem til tre forskjellige aksjekurser ved bruk av diskontert kontantstrøm, dividendemodellen og markedsbasert verdsettelse, henholdsvis 199,39 NOK, 166,21 NOK og 174,44 NOK. For å komme frem til et resultat har vi tatt et vektet gjennomsnitt av disse tre aksjekursene. Ved å vektlegge de likt ender vi med en aksjekurs på 180,00 NOK.

Det kan argumenteres for å vektlegge disse modellene annerledes. Høyre side av Tabell 43 viser en alternativ vekting av de ulike verdsettelsesmetodene, vektet etter vår ressursbruk i analysearbeidet. Vi finner ingen nevneverdig grunn til å ikke vektlegge modellene likt, derfor bruker vi vektingen på venstre side av Tabell 43. Vi mener de valgte verdsettelsesmodellene passer godt for Telenor, ettersom selskapet har en stabil utbytte- og kontantstrømshistorikk, i tillegg til vi har vært nøye med valget av peers. Kinserdal argumenter for at ulike verdsettelsesmetoder skal gi samme resultat, så lenge forutsetningene for estimatene er fornuftige og dataene er konsistente (Kinserdal, 2017). Vi har forsøkt så godt det har vært mulig å være forventingsrette og konsistente i våre estimater.

	Aksjekurs	Vekting	Aksjekurs	Vekting
Diskontert kontantstrøm	199,39	33 %	199,39	50 %
Dividende-modellen	166,21	33 %	166,21	25 %
Multipler	174,44	33 %	174,44	25 %
Vektet sum	180,00	100 %	184,86	100 %

Tabell 43: Vekting av verdsettelsesmetoder

Telenor er verdt **180,00 NOK per aksje den 31.12.2020**. Dette gir oss en aksjekurs som er 34,10 NOK over det de faktisk var priset til 31.12.2020, som var 145,9 NOK per aksje. Dette tilsvarer en oppside på 23,3% og viser at Telenor er undervurdert.

Vi anbefaler derfor kjøp av Telenor aksjen.

10. Oppgavekritikk

De kontantstrømbaserte verdsettelsene og den markedsbaserte verdsettelsen er avgrenset i tid frem til 31.12.2020. Dette medfører at verdsettelsene mangler endringer etter dette tidspunktet. I motsetning har den strategiske analysen inkludert hendelser i 2021. Det betyr at tallfundamentet er noe utdatert, samtidig som verdsettelsen farges av hendelser senere enn tallmaterialet.

I verdsettelsen ved bruk av diskontert kontantstrøm forklarer den eksplisitte perioden (2021e-2025e) 21% av selskapsverdien og terminalleddet forklarer 79%. Forutsetningene vi legger til grunn i terminalleddet har derfor stor betydning for denne modellen. Premisser vi legger til grunn for evig vekst vil derfor være avgjørende i aksjeprisingen.

Flere av antakelsene er tatt på bakgrunn av uttalelser fra Telenor. Vi har forsøkt så godt det lar seg gjøre å veie disse uttalelsene med andre informasjonskilder, men i noen tilfeller er dette kun basert på Telenors egne tanker om fremtiden. De aller fleste prognoser av verdivurderinger bommer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 52). Vi har i våre estimer kun estimert et punkttestimat, når det i realiteten er et stort utfallsrom. Hvis verdivurderingen vår skulle vært mer korrekt hadde vi vært nødt til å sannsynlighetsvekte ulike scenarioer. Vi har forsøkt så godt det lar seg gjøre å bruke estimer lik forventningsverdien til dette utfallsrommet. I tillegg må det påpekes at oppgaven er trolig påvirket av nåtidsbias og en sterk forankring til det norske markedet.

For risikofri renten har vi valgt å ta noen forutsetninger basert på situasjonen vi er i med tanke på covid-19-pandemien. Vi har derfor valgt å bruke 5-årige norske statsobligasjoner istedenfor 10-årige for de første fem årene, og deretter lagt inn egne forutsetninger for perioden etter de fem første årene og tatt normalisert risikofri rente videre.

Betaen blir veldig påvirket av hvilket datagrunnlag man velger å ta i bruk. Vi har valgt å ta i bruk data for perioden 2015 til 2019. Vi ekskluderer data fra 2020 siden dette har vært et svært turbulent år i aksjemarkedet grunnet covid-19-pandemien og en høy usikkerhet i markedet (Eikseth, 2020). Dette vil da ikke representere et vanlig år. Markedets risikopremie er utregnet etter et vektet forhold mellom de forskjellige landene Telenor har omsetning i og vi har valgt å øke markedets risikopremie for hvert femte år med forskjellene mellom 5 og 10 årlige Norske statsobligasjoner for å symbolisere risikoen ved langvarig binding av kapital.

Referanseliste

- Amundsen, G. (2019, desember 19). *Forbrukerrådet om mobilmarkedet*. Hentet fra Aftenposten: <https://www.aftenposten.no/digital/i/b5J8vl/forbrukerraadet-om-mobilmarkedet-telenor-og-telia-begrenser-konkurra>
- Berge, J. (2021, januar 11). *Telenor kjemper mot gigantgebyr i rettssystemet*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/PR5GE0/telenor-kjemper-mot-gigantgebyr-i-rettssystemet>
- Bhuiyan, M., & Hossain, M. (2020, juli 8). *Bangladesh to see only 6% 5G network users in 2025*. Hentet fra The Business Standard: <https://tbsnews.net/bangladesh/telecom/bangladesh-see-only-6-5g-network-users-2025-103087>
- Brand Finance. (2020, juli). *The annual report on the most valuable and strongest Norwegian brands*. Hentet fra Brandirectory: <https://brandirectory.com/download-report/brand-finance-norway-10-2020-preview.pdf>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance* (13. utg.). New York: McGraw-Hill Education.
- Brenna, A. (2008, oktober 30). *Børsras for Telenor*. Hentet fra Digi: <https://www.digi.no/artikler/borsras-for-telenor/207838>
- Bryhn, R., & Ulseth, T. (2019, april 30). *Telenor*. Hentet fra Store norske leksikon: <https://snl.no/Telenor>
- Busch, P. (2021, januar 23). *Internetts historie*. Hentet fra Store norske leksikon: https://snl.no/Internetts_historie
- Damodaran, A. (2021, januar 8). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet fra Damodaran Online: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Degnes, O. G. (2020, desember 4). *Børsens sikreste utbyttedekning*. Hentet fra Finansavisen: <https://finansavisen.no/nyheter/telekom/2020/12/04/7594931/etter-20-ar-pa-borsen-har-telenor-utbetalt-128-3-milliarder-kroner-i-utbytte>
- Eikseth, H. M. (2020). *Corona Crisis Diary: Outlook on Financial Markets, Institutions and Regulations*. Trondheim: NTNU.
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2018). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Fang, T., Fridh, C., & Schultzberg, S. (2004). Why did the Telia-Telenor merger fail? *International Business Review*, 573-594.

- Fastbø, K., & Gran, H. (2021, januar). Lavere markedsrisikopremie i Norge enn i Sverige. *Magma*, ss. 14-16.
- Fernando, J. (2021a, februar 8). *P/E Ratio*. Hentet fra Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>
- Fernando, J. (2021b, januar 24). *P/B Ratio*. Hentet fra Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>
- Finansdepartementet. (2020, oktober 7). *Skattesatser 2021*. Hentet fra Regjeringen.no:
regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/
- FN-sambandet. (2019, 24 september). *Klimaendringer*. Hentet fra FN-sambandet:
<https://www.fn.no/tema/klima-og-miljoe/klimaendringer>
- Fortune Business Insights. (2020, juli). *Internet of Things (IoT) Market*. Hentet fra Fortune Business Insights: <https://www.fortunebusinessinsights.com/industry-reports/internet-of-things-iot-market-100307>
- Framstad, A. P. (2018, april 24). *Nekter å la seg stresse av utbyttekrav*. Hentet fra E24:
<https://e24.no/boers-og-finans/i/5VazR6/nekter-aa-la-seg-stresse-av-utbyttekrav>
- Fransén, K. (2020, november 26). *Svensk telekommunikasjon første halvåret 2020*. Hentet fra Post- og telestyrelsen: <https://www.pts.se/globalassets/startpage/dokument/icke-legala-dokument/rapporter/2020/telefoni/sv-telekommunikasjon-1h2020-dnr-20-12551.pdf>
- Garvik, O. (2019, desember 10). *Vimpelcom-saken*. Hentet fra Store norske leksikon:
<https://snl.no/Vimpelcom-saken>
- Hayes, A. (2021, februar 20). *P/CF-ratio*. Hentet fra Investopedia:
<https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-cash-flowratio.asp>
- Høie, Ø. (2020, desember 9). *Telekommunikasjon i historisk perspektiv*. Hentet fra Nasjonal digital læringsarena:
<https://ndla.no/subject:14/topic:1:185588/topic:1:185595/resource:1:117985>
- Johnsen, R. (2020, juni 24). *Telekommunikasjon*. Hentet fra Store norske leksikon:
<https://snl.no/telekommunikasjon>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Kinserdal, F. (2017, mars). Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi. *Magma*, ss. 54-66.
- Kristoffersen, T. (2017). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (5. utg.). Bergen: Vigmostad & Bjørke AS.

- Kvale, A. N. (2019, januar 29). *Mer lån kan sette fart på Telenor-aksjen*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/Kv58m6/mer-laan-kan-sette-fart-paa-telenor-aksjen-analytiker-venter-pengedryss-over-aksjonaerene>
- Langved, Å. (2019, desember 19). *Telenor-ansatte banket opp lånekunde i Pakistan*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/telekom/telenor/pakistan/telenor-ansatte-banket-opp-lanekunde-i-pakistan/2-1-725612>
- Langved, Å. (2021, mars 26). *Telenor i Pakistan: Politianmeldt 72 og sparket 500 ansatte*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/marked/telenor-microfinance-bank/pakistan/telenor/telenor-i-pakistan-politianmeldt-72-og-sparket-500-ansatte/2-1-988307>
- Langved, Å., & Bjørklund, I. (2019, desember 5). *Telenor ble varslet om mulig svindel i Pakistan i september*. Hentet fra Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/kriminalitet/telenor/pakistan/okonomisk-kriminalitet/telenor-ble-varslet-om-mulig-svind-i-pakistan-i-september/2-1-718679>
- Lorentzen, M. (2018, august 16). *Forvalter om Telenor-konfliktene: – Statens styringsmodell er trolig for svak*. Hentet fra E24: <https://e24.no/naeringsliv/i/RxMBJW/forvalter-om-telenor-konfliktene-statens-styringsmodell-er-trolig-for-svak>
- Lorentzen, M. (2021a, Februar 2). *Telenor vil investere mer og øker utbyttet*. Hentet fra E24: <https://e24.no/teknologi/i/qAv4jE/telenor-vil-investere-mer-og-oeker-utbyttet-til-126-milliarder>
- Lorentzen, M. (2021b, april 10). *Digitaliseringsministeren langer ut mot norske mobilpriser*. Hentet fra E24: <https://e24.no/teknologi/i/vA2MeB/digitaliseringsministeren-langer-ut-mot-norske-mobilpriser-uakseptabelt-hoeye>
- Lorentzen, M. (2021c, februar 16). *Ice med milepæl*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/86E7rd/ice-med-milepael-i-2020-snudde-driften-til-pluss-for-foerste-gang>
- McClure, B. (2020, februar 18). *What Beta Means When Considering a Stock's Risk*. Hentet fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/investing/beta-know-risk/>
- Mishkin, F., & Eakins, S. (2018). *Financial Markets and Institutions Global Edition* (Vol. 9). Harlow: Pearson Education Limited.
- Mobiltelefoni.no. (2021, februar 16). *Mobiloperatører i Norge*. Hentet fra Mobiltelefoni.no: <https://mobiltelefoni.no/mobiloperatører>
- Moody's. (2020, juni 12). *Moody's affirms Norways Aaa ratings; maintains a stable outlook*. Hentet fra Moody's Investor Service: https://www.moody's.com/research/Moodys-affirms-Norways-Aaa-ratings-maintains-stable-outlook--PR_425560

- Nærings- og fiskeridepartementet . (2019, november 11). *Ny eierskapsmelding: De fleste salgsfullmaktene videreføres* . Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-eierskapsmelding-de-fleste-salgsfullmaktene-viderefores/id2678992/>
- Nkom. (2009, juni 12). *Nkoms virkemidler for tilbydere med sterk markedsstilling*. Hentet fra Nasjonal kommunikasjonsmyndighet: <https://www.nkom.no/ekom-markedet/om-markedsregulering>
- Nkom. (2021a, april 15). *Tilgang til mobilnett*. Hentet fra Nasjonal kommunikasjonsmyndighet: <https://www.nkom.no/ekom-markedet/markeder/marked-15-tilgang-til-mobilnett>
- Nkom. (2021b, februar 25). *Markedsandeler for bredbåndsleverandører*. Hentet fra Medienorge: <https://www.medienorge.uib.no/statistikk/medium/IKT/345>
- Norges Bank. (2021a, april 10). *Pengepolitisk rapport 1/2021*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2021/ppr-12021/>
- Norges Bank. (2021b). *I-44, Importveid kursindeks*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/i44/>
- Norges Bank. (2021c, april 10). *Valutakurser*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=I44>
- Norges Bank. (2021d, mars 8). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet fra Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- NTB. (2014, november 30). *Telenor lover nulltoleranse for lovlige bestikkelser i Myanmar*. Hentet fra Fædrelandsvennen: <https://www.fvn.no/norgeogverden/i/KKAk7/telenor-lover-nulltoleranse-for-lovlige-bestikkelser-i-myanmar>
- NTB. (2017, februar 23). *Slutt for Telenor i India*. Hentet fra E24: <https://e24.no/boers-og-finans/i/ngo7Jm/slutt-for-telenor-i-india>
- Oldgard, M. (2017, juli). Telenor kjemper om kundene banken ikke vil ha . *Magma*, ss. 82-84.
- PwC. (2020, desember). *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Hentet fra PwC: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>
- Rafto, T. (1955). *Telegrafverkets historie 1855-1955*. Bergen: John Grieg.
- Sagmoen, I., & Brunborg, I. (2020, oktober 20). *Norwegian property kjøper telenors hovedkvarter for 5 milliarder kroner*. Hentet fra E24:

- <https://e24.no/naeringsliv/i/Ky3544/norwegian-property-kjoeper-telenors-hovedkvarter-for-5-milliarder-kroner>
- Solli, M. (2021, februar 2). *Telenor-tallene klare: 70.000 mobil-abonnenter er borte*. Hentet fra NA24: <https://www.nettavisen.no/okonomi/telenor-tallene-klare-70-000-mobil-abonnenter-er-borte/s/12-95-3424082944>
- Statistisk sentralbyrå. (2021, februar 25). *Andel med tilgang til smarttelefon*. Hentet fra Medienorge: <https://medienorge.uib.no/statistikk/aspekt/tilgang-og-bruk/388>
- Tele2. (2021, mars 25). *Annual Report 2020*. Hentet fra Tele2: <https://www.tele2.com/investors/reports-and-presentations/>
- Telenor. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/reports/annual-reports/>
- Telenor. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/reports/annual-reports/>
- Telenor. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/reports/annual-reports/>
- Telenor. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/annual-report-2019/>
- Telenor. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/annual-report-2020/>
- Telenor. (2021). *Kvartalsrapport Q4 2020*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/reports/quarterly-reports/>
- Telenor. (2010, desember). *Ten Years on the Stock Exchange*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/ten-years-on-the-stock-exchange/>
- Telenor. (2017a, june). *Our operations: Telenor Denmark*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/company-facts-and-analytical-information/business-description/telenor-denmark/>
- Telenor. (2017b, juni). *Our operations: dtac*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/company-facts-and-analytical-information/business-description/dtac-thailand/>
- Telenor. (2017c, juni). *Our operations: DiGi*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/company-facts-and-analytical-information/business-description/digi-malaysia>

- Telenor. (2019, desember 13). *Telenor har ferdigstilt leverandørvalg for 5G*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/no/media/pressemelding/telenor-har-ferdigstilt-leverandorvalg-for-5g>
- Telenor. (2020a, desember 18). *Over 100.000 Telenor-Kunder har 5G-mobiltelefon*. Hentet fra MyNewsDesk: <https://www.mynewsdesk.com/no/telenor/pressreleases/over-100-dot-000-telenor-kunder-har-5g-mobiltelefon-3060475>
- Telenor. (2020b, februar 2). *Our Culture*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/about-us/our-culture/>
- Telenor. (2020c, mars 2). *Capital Markets Day 2020*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/presentations/2020/capital-markets-day-2020/>
- Telenor. (2020d, februar 2). *Our Strategic Action Plan 2021-23*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/about-us/our-strategy/>
- Telenor. (2021a, februar 22). *Telenor Group at a Glance*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/about-us/telenor-at-a-glance/>
- Telenor. (2021b, mars 2). *Group Executive Management*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/about-us/corporate-governance/group-executive-management/>
- Telenor. (2021c, februar 22). *Grameenphone*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/about-us/global-presence/bangladesh/>
- Telenor. (2021d, februar 25). *Stenging av 3G-nettet*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.no/privat/dekning/hvorfor-stenger-vi-3g-nettet/>
- Telenor. (2021e, februar 16). *5G fra Telenor*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.no/5g/>
- Telenor. (2021f, februar 7). *Datanettverket i Myanmar er gjenopprettet*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/no/media/pressemelding/myndighetene-i-myanmar-beordrer-nasjonal-nedstenging-av-datanettverket>
- Telenor. (2021g, mars 18). *Dividend Policy*. Hentet fra Telenor Group: <https://www.telenor.com/investors/dividend/>
- Thomassen, E. (2019, desember 26). *Statlig eierskap*. Hentet fra Store norske leksikon: https://snl.no/statlig_eierskap
- Transparency International. (2020). *Corruption Perceptions Index 2020*. Hentet fra Transparency International: <https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>
- Tunaal, K. (2015, Desember 7). *Telenor-aksjen har falt for mye*. Hentet fra Dine Penger: <https://www.dinepenger.no/penger/aksjer/telenor-aksjen-har-falt-for-mye/23575005>

Tutela. (2021, februar 19). *Comparing mobile experience across the Nordics*. Hentet fra Tutela: <https://www.tutela.com/comparing-mobile-experience-across-the-nordics/coverage>

Universum. (2019). *Mest attraktive arbeidsgivere* . Hentet fra E24: <https://e24.no/spesial/universum-lister/studenter/>

Yahoo Finance. (2021, April 12). *Telenor ASA*. Hentet fra Yahoo Finance : <https://finance.yahoo.com/quote/TEL.OL?p=TEL.OL&.tsrc=fin-srch>

Vedlegg

Vedlegg 1: Utrekning av beta

Daglig pris	OSEBX	Telenor
Gjennomsnitt	738,65	155,81
Maks	946,43	190,25
Min	515,23	115,81

Daglig avkastning	OSEBX	Telenor
Gjennomsnitt	0,04%	0,01%
Høyeste	4,26%	8,20%
Laveste	-5,19%	-6,66%
Varians	0,000097	0,000184
Standardavvik	0,99%	1,36%
Kovarians	0,000075	
Beta	0,7754	

Stigningstall / slope	0,7754
-----------------------	--------

<i>Koeffisient</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Øvre 95%</i>
0,7754	0,712274658	0,83851263

Vedlegg 2: Vekting av markedets risikopremie

Land	Omsetning	Andel	Rm	Vektet Rm
Norge	26 307	21 %	5 %	1,07 %
Sverige	12 618	10 %	5 %	0,51 %
Danmark	5 308	4 %	5 %	0,22 %
Finland (DNA)	9 998	8 %	5 %	0,41 %
Thailand (dtac)	23 704	19 %	6,27 %	1,21 %
Malaysia (Digi)	13 766	11 %	5,88 %	0,66 %
Bangladesh (Grameephone)	15 483	13 %	8,21 %	1,04 %
Pakistan	5 880	5 %	11,02 %	0,53 %
Myanmar	7 069	6 %	11,02 %	0,63 %
Annet	2 679	2 %		
	122 812	100 %		6,27 %

Vedlegg 3: Utregning av rente på leieavtaler

Forfall på leieforpliktelser

	Totalt	< 1 år	2 år	3 år	4 år	5 år
Sum leieforpliktelser	44 882	9 298	6 840	6 180	5 629	5 150
Fremtidige rentebetalinger	8 430	2 077	1 647	1 330	1 044	784
Sum inkludert fremtidige re	53 312	11 375	8 487	7 511	6 673	5 934
Rest leieforpliktelser	44 882	35 584	28 744	22 564	16 935	11 785
Gjeldsrente		4,63 %	4,63 %	4,63 %	4,63 %	4,63 %

6 år	7 år	8 år	9 år	10 år	> 10 år
3 950	2 723	1 304	1 134	459	2 217
545	363	237	176	124	103
4 495	3 085	1 540	1 310	583	2 320
7 835	5 112	3 808	2 674	2 215	(2)
4,62 %	4,63 %	4,64 %	4,62 %	4,64 %	4,65 %

Vedlegg 4: Utregning av vektet skattesats

Langsiktig gjeld før valutabytteavtaler			2020	2020	2019	2019	2018	2018
Telenor ASA	Norge	22,00 %	76 910	17,16 %	64 021	16,77 %	25 422	10,61 %
Telenor Danmark	Danmark	20,00 %	-	0,00 %	-	0,00 %	142	0,05 %
DNA	Finland	20,00 %	2 560	0,52 %	3 674	0,87 %	-	0,00 %
dtac	Thailand	20,00 %	13 584	2,75 %	10 046	2,39 %	22 030	7,99 %
DiGi	Malaysia	24,00 %	5 299	1,29 %	5 852	1,67 %	5 279	2,30 %
Grameenphone	Bangladesh	40,00 %	-	0,00 %	-	0,00 %	659	0,48 %
Telenor Pakistan	Pakistan	29,00 %	-	0,00 %	-	0,00 %	686	0,36 %
Telenor Myanmar	Myanmar	25,00 %	-	0,00 %	-	0,00 %	91	0,04 %
Annen	Ukjent	25,00 %	273	0,07 %	394	0,12 %	811	0,37 %
			98 627	21,79 %	83 987	21,83 %	55 120	22,20 %

Kortsiktig gjeld før valutabytteavtaler			2020	2020	2019	2019	2018	2018
Telenor ASA	Norge	22,00 %	2 871	8,66 %	7 399	11,03 %	4 167	6,11 %
DNA	Finland	20,00 %	628	1,72 %	284	0,38 %	-	0,00 %
dtac	Thailand	20,00 %	1 849	5,07 %	4 718	6,39 %	403	0,51 %
DiGi	Malaysia	24,00 %	828	2,72 %	839	1,36 %	400	0,61 %
Grameenphone	Bangladesh	40,00 %	125	0,69 %	304	0,82 %	734	1,87 %
Telenor Pakistan	Pakistan	29,00 %	489	1,94 %	605	1,19 %	1 027	1,90 %
Telenor Myanmar	Myanmar	25,00 %	-	0,00 %	-	0,00 %	234	0,37 %
Annen	Ukjent	25,00 %	506	0,13 %	613	0,18 %	8 722	3,96 %
			7 296	20,93 %	14 761	21,36 %	15 687	15,33 %

Gjeld før valutabytteravtaler			2020	2020	2019	2019	2018	2018
Langsiktig gjeld			98 627	21,79 %	83 987	21,83 %	55 120	22,20 %
Kortsiktig gjeld			7 296	20,93 %	14 761	21,36 %	15 687	15,33 %
Sum gjeld			105 923	21,73 %	98 748	21,76 %	70 807	20,68 %

Vedlegg 5: Vekting av skatt på EBIT

Land	Omsetning	Andel	Skattesats	Vektet sats
Norge	26 307	21 %	22,00 %	4,71 %
Sverige	12 618	10 %	20,60 %	2,12 %
Danmark	5 308	4 %	22,00 %	0,95 %
Finland (DNA)	9 998	8 %	20,00 %	1,63 %
Thailand (dtac)	23 704	19 %	20,00 %	3,86 %
Malaysia (Digi)	13 766	11 %	24,00 %	2,69 %
Bangladesh (Grameeophone)	15 483	13 %	40,00 %	5,04 %
Pakistan	5 880	5 %	29,00 %	1,39 %
Myanmar	7 069	6 %	25,00 %	1,44 %
Annet	2 679	2 %		
	122 812	100 %	24,73 %	23,83 %

