



Universitetet  
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS**

**BACHELOROPPGAVE**

<p>STUDIUM: Økonomi og administrasjon</p>	<p>OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE TEMATISKE RETNING:  Regnskap og finans  ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?  Nei</p>
<p>TITTEL: Verdsettelse av Telia Company AB  ENGELSK TITTEL: Valuation of Telia Company AB</p>	

<p>FORFATTERE: Vetle Frisvold og Johannes Sommerstad</p>		<p>VEILEDER:</p>
<p>Kandidatnr: 7726 ..... 7758 .....</p>	<p>Navn: Vetle Frisvold ..... Johannes Sommerstad .....</p>	<p>Kristoffer Wigestrands Eriksen</p>

## ***Forord***

Denne oppgaven er en avsluttende oppgave på vårt bachelorstudium ved Universitetet i Stavanger. Vi har valgt å fordype oss i temaet verdsettelse som har vært en fin måte å vise kunnskapen vi har tilegnet oss de siste tre årene.

Vi valgte å verdsette Telia fordi det er et stort internasjonalt konsern som opererer i et marked som er i stadig forandring og utvikling. Selskap og enkeltindivider blir i større grad avhengig av teknologien Telia har å tilby og selskapets muligheter er mange.

Oppgaven har bydd på mange utfordringer og vi ønsker å takke vår veileder Kristoffer Wigestrands Eriksen som har veiledet oss godt gjennom hele prosessen. Han har bidratt med god oppfølging og konstruktiv kritikk gjennom oppgaven. Vi ønsker også å takke våre foreldre som har bidratt til korrektur og annen språklig input, og gitt oss interessante perspektiv utover det rent økonomiske.

## ***Sammendrag***

Vi skal i denne oppgaven verdsette aksjen til Telia Company AB. Selskapet operer i telekombransjen og er en av de største aktørene i markedene de har virksomhet i. Verdsettelsen er basert på fundamental analyse og bruk av total kapitalmetoden og relative verdsettelsesmetoder. Vår problemstilling er følgende:

“Hva er Telia Company ABs verdi per aksje 31.12.2020?”

Oppgaven begynner med en oversikt over Telias virksomhet og oppbygging hvor vi videre foretar en strategisk analyse av Telia. Disse analysene tar for seg eksterne og interne faktorer som gir et overblikk over hvilke faktorer som påvirker Telias virksomhet. Videre foretar vi en regnskapsanalyse som baserer seg på regnskapstallene fra 2016-2020. Regnskapsanalysen og den strategiske analysen skaper grunnlaget for de fremtidige kontantstrømmene vi kommer frem til. Disse kontantstrømmene neddiskonterer vi med et beregnet avkastningskrav. For å komplementere verdsettelsen av total kapitalen gjør vi en verdsettelse ved hjelp av dividendemodellen og multippel basert verdsettelse.

Vårt estimat på Telia aksjen, ut ifra total kapitalmetoden, ble på 36,74 SEK. Aksjekursen per 31.12.2019 var 33,96 SEK. Dette kan tyde på at aksjen til Telia er undervurdert og resultatene fra den estimerte aksjeverdien med de relative verdsettelse metodene og dividendemodellen

støtter opp om dette. I konklusjonen av oppgaven konkluderes det derimot med at aksjen er nokså riktig priset av markedet. Ettersom forskjellen er såpass liten og modellene vi har brukt er relativt sensitive for endringer mener vi at analysene ikke gir et godt nok grunnlag til å konkludere bastant i den ene eller andre retningen.

# ***Innholdsfortegnelse***

<b>1.</b>	<b><i>Innledning</i></b>	<b>1</b>
1.1	Motivasjon	1
1.2	Problemstilling	2
1.3	Avgrensning av oppgaven	2
1.4	Struktur	2
<b>2.</b>	<b><i>Om Telia Company AB og Telekombransjen</i></b>	<b>3</b>
2.1	Om Telia Company ABs virksomhet	3
2.1.1	Telia Company AB Norden	4
2.1.2	Sverige og Baltikum	4
2.1.3	Selskapets oppbygging	5
2.2	Historien til Telia Company AB	6
2.3	Visjon, mål og strategi	7
2.4	Konkurrenter	8
2.5	Eierskap og selskapsledelse	10
<b>3.</b>	<b><i>Eksterne og interne analyser</i></b>	<b>13</b>
3.1	Pestel-analyse	13
3.1.1	Faktorer som politisk uro, ustabilitet og korrupsjon	13
3.1.2	Økonomiske faktorer	14
3.1.3	Sosiale faktorer	16
3.1.4	Teknologiske faktorer	17
3.1.5	Miljømessige og lovmessige faktorer	18
3.2	Porters bransjeanalyse	18
3.2.1	Trusselen fra nyetablerere	19
3.2.2	Trusselen om substitutter	20
3.2.3	Kundenes forhandlingssituasjon	20
3.2.4	Leverandørenes forhandlingssituasjon	21
3.2.5	Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen	22
3.2.6	Oppsummering og konklusjon	22

3.3	Internanalyse - SVIMA modellen	24
3.3.1	Merkevare	25
3.3.2	Teknologiske fremskritt	26
3.3.3	Organisasjonen som ressurs	28
3.3.4	Oppsummering av SVIMA	28
3.4	SWOT-analyse	29
3.4.1	Strengths	29
3.4.2	Weaknesses	29
3.4.3	Opportunities	30
3.4.4	Threats	31
3.4.5	Oppsummering og konklusjon av SWOT	31
<b>4.</b>	<b><i>Regnskapsanalyse</i></b>	<b>32</b>
4.1	Lønnsomhet	33
4.1.1	Totalkapitalrentabilitet	33
4.1.2	Egenkapitalrentabilitet	34
4.1.3	Resultatmargin	35
4.2	Finansiering	36
4.2.1	Finansieringsgrad 1	36
4.2.2	Arbeidskapital	37
4.3	Soliditet	38
4.3.1	Egenkapitalandel	39
4.3.2.	Gjeldsgrad	40
4.4	Likviditet	41
4.4.1	Likviditetsgrad 1 og 2	41
<b>5.</b>	<b><i>Verdsettelsesteori og metode</i></b>	<b>42</b>
5.1	Innledning	42
5.2	Fundamental verdsettelse basert på neddiskonterte estimerte fremtidige kontantstrømmer <sup>42</sup>	
5.2.1	Egenkapitalmetoden	43
5.2.1.1	Avkastningskrav til egenkapitalen	44
5.2.1.2	Nåverdi av egenkapital	44
5.2.2	Totalkapitalmetoden	45
5.2.2.1	Avkastningskrav til totalkapital	46
5.2.2.2	Nåverdi av totalkapital	46
5.2.3	Estimere terminalverdi	47
5.2.3.1	Vekstforutsetninger	47
5.2.3.2	Gordons formel	48
5.2.4	Oppsummering av total- og egenkapitalmetoden	49

5.3	Relativ verdsettelse	49
5.3.1	P/E multippel	49
5.3.2	P/B multippel	50
5.3.3	EV/EBITDA multippel	50
5.4	Opsjonsbasert verdsettelse	51
5.5	Valg av verdsettelsesmetode	52
<b>6.</b>	<b><i>Finansiell analyse</i></b>	<b>53</b>
6.1	Innledning	53
6.1.1	Kapitalverdimodellen	53
6.1.1.1	Risikofri rente	54
6.1.1.2	Beta	55
6.1.1.3	Markedets risikopremie	57
6.1.1.4	Avkastning på egenkapitalen	57
6.1.2	WACC	58
6.1.2.1	Egenkapital og gjeldsandel	58
6.1.2.2	Skattesats	59
6.1.2.3	Gjeldsrente	59
6.1.2.4	Beregning av avkastningskrav til TK	60
6.2	Prognose av fremtidige kontantstrømmer	60
6.2.1	Estimering av driftsinntekter	60
6.2.2	Estimering av driftskostnader	61
6.2.3	Estimering av avskrivninger	62
6.2.4	Estimering av arbeidskapital	63
6.2.5	Estimering av investeringer i varige driftsmidler og leieavtaler	64
6.2.6	Estimering av dividendeutbetalinger	66
6.2.7	Utbytte til minoriteter	66
<b>7.</b>	<b><i>Verdsettelse</i></b>	<b>67</b>
7.1	Fundamental verdsettelse	67
7.2	Dividendemodellen (Gordons formel)	70
7.3	Relativ verdsettelse	72
7.3.1	P/E multipelen	72
7.3.2	EV/EBITDA multipelen	72
7.4	Oppsummering av verdsettelsesmetoder	73
<b>8.</b>	<b><i>Sensitivitetsanalyse</i></b>	<b>76</b>
<b>9.</b>	<b><i>Konklusjon</i></b>	<b>78</b>
<b>10.</b>	<b><i>Kritikk</i></b>	<b>80</b>
<b>11.</b>	<b><i>Kildehenvisninger</i></b>	<b>82</b>

## ***Tabell liste***

<b>2.</b>	<b><i>Om Telia Company AB og Telekombransjen</i></b>	
2.1	Oversikt over selskaper helt eller delvis eid av Telia Company AB	5
2.2	10 største aksjonærer i selskapet	10
<b>3.</b>	<b><i>Eksterne og interne analyser</i></b>	
3.1	Oppsummering Porter	23
3.2	Oppsummering SVIMA	28
<b>4.</b>	<b><i>Regnskapsanalyse</i></b>	
4.1	Finansieringsgrad 1 og 2	41
<b>6.</b>	<b><i>Finansiell analyse</i></b>	
6.1	Svensk statsobligasjon	54
6.2	Utrekning beta	56
6.3	Historisk vekst i driftsinntekter	60
6.4	Estimering av fremtidig vekst i driftsinntekter	61
6.5	Historiske driftskostnader	61
6.6	Estimering av fremtidige driftskostnader	62
6.7	Beregning av avskrivninger	62
6.8	Beregning av arbeidskapital	63
6.9	Estimering av fremtidig endring i arbeidskapital	63
6.10	Beregning av historiske investeringer i varige driftsmidler	64
6.11	Estimering av fremtidige investeringer i varige driftsmidler	64
6.12	Estimering av fremtidige avskrivninger	65
6.13	Estimering av fremtidige leieavtaler	65
6.14	Beregning av utgående dividende	66
6.15	Estimering av fremtidig dividende	66
6.16	Utbytte til minoriteter	67
<b>7.</b>	<b><i>Verdsettelse</i></b>	
7.1	Estimert fri kontantstrøm 2021-2025	67
7.2	Estimert fri kontantstrøm 2026-2030	68
7.3	Estimert fri kontantstrøm terminalledd 2030- $\infty$	68
7.4	Beregning av endelig aksjeverdi	69
7.5	Historisk dividende	70
7.6	Estimert dividende 2021	70
7.7	Verdsettelse Gordons vekstformel	70
7.8	Estimert utbytte 2025-2029 og TV	71
7.9	Beregning aksjeverdi dividendemodellen	71
7.10	Markedsbasert P/E	72
7.11	Markedsbasert EV/EBITDA	73
7.12	Verdsettelse EV/EBITDA	73
<b>8.</b>	<b><i>Sensitivitetsanalyse</i></b>	
8.1	Sensitivitetsanalyse vekst og WACC	76
8.2	Sensitivitetsanalyse kontantstrøm 2021-2025	77
8.3	Sensitivitetsanalyse dividendemodellen	78

## ***Figur liste***

<b>2.</b>	<b><i>Om Telia Company AB og Telekombransjen</i></b>	
2.1	Salgsinntekter og fordeling av markedsandeler	4
2.2	Selskapsstruktur	11
2.3	Organisasjonsstruktur	12
<b>3.</b>	<b><i>Eksterne og interne analyser</i></b>	
3.1	BNP Baltikum	15
<b>4.</b>	<b><i>Regnskapsanalyse</i></b>	
4.1	Totalkapitalrentabilitet	33
4.2	Egenkapitalrentabilitet	34
4.3	Resultatmargin	35
4.4	Finansieringsgrad 1	37
4.5	Arbeidskapital	38
4.6	Egenkapitalandel	39
4.7	Gjeldsgrad	40
<b>5.</b>	<b><i>Verdsettelsesteori og metode</i></b>	
5.1	Kontantstrøm til egenkapital	43
5.2	Nåverdi av egenkapital	44
5.3	Kontantstrøm til total kapital	45
5.4	Nåverdi av total kapital	46
5.5	Gordons formel	48
5.6	P/E multippel	49
5.7	P/B multippel	50
5.8	EV/EBITDA multippel	51
<b>6.</b>	<b><i>Finansiell analyse</i></b>	
6.1	Kapitalverdimodellen (CAPM)	53
6.2	WACC (Weighted average cost of capital)	58
<b>7.</b>	<b><i>Verdsettelse</i></b>	
7.1	Nåverdi av selskap	69
7.2	Gordons formel	70
7.3	Formel for endelig beregning dividendemodellen	71



# ***Kapittel 1: Innledning***

## **1.1 Motivasjon**

Vi har valgt å skrive vår bacheloroppgave i økonomi og administrasjon innen temaet finans, mer spesifikt en verdsettelse av et selskap. Formålet til en verdsettelsesoppgave er å finne ut av hvorvidt en aksje er priset korrekt i markedet basert på analyser og estimeringer av selskapet som sådan.

Dagens situasjon med en global pandemi gjør denne type oppgaven svært interessant og lærerik. Hovedsakelig fordi markedet hadde en svært sterk reaksjon på pandemien, som førte til store svingninger i aksjekursen til ekstremt mange selskap, også de selskapene som historisk har vært stabile. Når en verdsettelse skal foretas, er det en rekke forutsetninger som må vurderes. Siden markedet i dag bærer preg av den globale pandemien, ønsker vi å undersøke i hvor stor grad denne kortsiktige reaksjonen har påvirket det aktuelle selskapets aksjekurs.

Vi ønsket å finne et selskap som til tross for den utfordrende situasjonen, burde ha gode muligheter for å levere gode resultater. Telekombransjen ble den sektoren hvor vi på forhånd anså at mulighetene for det var gode. Med krav om hjemmekontor og et begrenset tilbud på uteaktiviteter og sosialt samvær, vil det være logisk å tenke at leverandører av tjenester som internett, TV og telefoni får en økt etterspørsel da behovet for tjenestene potensielt kan øke for mange.

Valg av telekomselskap falt på det svensk/finske selskapet Telia Company AB. Som ledende selskap i bransjen i Sverige, og med posisjon som størst eller nest størst i samtlige land selskapet operer i tror vi dette vil være et spennende valg. Telekombransjen og teknologi generelt er også en svært innovativ bransje. Eksemplene på selskap som har måttet kapitulere grunnet treg utvikling er mange. I fjor startet utbyggingen av et helt nytt 5G nettverk for fullt. Med hastigheter mobilt/trådløst som kan matche selv de beste fastlinje alternativene på både stabilitet og hastighet.

I oppgaven skal fremtidig vekst i aksjekurs og kontantstrøm forsøkes estimeres, og vi synes utbyggingen av dette nettverket virker som en spennende faktor for dette estimatet, og for markedet og selskapet generelt. I oppgaven skal vi ta i bruk de kunnskapene vi har tilegnet oss

gjennom 2,5 år som bachelorstudenter i Økonomi og administrasjon ved UiS og da med et spesielt fokus på finans og verdsettelse.

## **1.2 Problemstilling**

“Hva er Telia Company ABs verdi per aksje 31.12.2020?”

## **1.3 Avgrensning av oppgaven**

Telia Company AB opererer i flere land, områder og markeder. Selskapet har base i Stockholm og det er også i Sverige selskapets største og mest innbringende virksomhet ligger. Oppgaven vil bygge på offentlig tilgjengelig sekundærinformasjon som årsrapporter og regnskapstall fra relevante år.

Telias virksomhet kan deles i to hovedgrupper; Norden og Baltikum. Vi vil ikke spesifikt gå inn på hvert enkelt land, men ha et overordnet fokus på hver region. I de landene hvor selskapets virksomhet skiller seg fra resten i en relevant forstand vil dette kommenteres, men totalt kan oppgaven som følge av denne avgrensingen mangle spesifikke detaljer i hvert enkelt land og markedet.

## **1.4 Struktur**

Oppgaven innledes med en overordnet presentasjon av selskapet og telekombransjen og om selskapets konkurrenter i dette markedet. Deretter presenteres interne og eksterne analyser i form av PESTEL, Porter og SVIMA-analyse som til slutt vil konkluderes i en SWOT-analyse. Etter dette vil vi gå nærmere inn på selskapets økonomi og regnskap for å danne et bilde av Telias økonomiske stilling. Informasjonen vi opparbeider her vil sammen med de interne og eksterne analysene danne grunnlaget for vår endelige verdsettelse i slutten av oppgaven. I den delen vil bruk av analysemetode drøftes med bakgrunn i hvilken metode som anses best egnet for vårt selskap. De tre metodene for verdsettelse vi skal se nærmere på er fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

Etter den endelige verdsettelsen vil vi foreta en sensitivitetsanalyse hvis formål er å avdekke hvor sårbar verdsettelsen er for eventuelle endringer av forutsetninger vi har benyttet oss av. Eksempler kan være endringer av estimert avkastningskrav, driftskostnader eller generelle vekstrater vi har brukt.

I konklusjonen av oppgaven vil sensitivitetsanalysen vurdert opp mot de estimerte verdiene vi har kommet frem til. Tanken er at dette skal si noe om hvor sårbar vår verdsettelse er, samt hvilke holdepunkter vi anser som både troverdige og sikre. Avslutningsvis vil vi forsøke å belyse eventuelle svakheter oppgaven kan ha, samt forsøke å forklare disposisjonene vi har benyttet oss av.

## ***Kapittel 2: Telia Company AB og telekombransjen***

### **2.1 Telia Company ABs virksomhet**

Telia Company AB er et telekommunikasjonsselskap med den svenske stat som den største aksjeholderen. Selskapets kjernevirksomhet er telekommunikasjon med både telefoni, bredbånd og kringkasting. Selskapet opererer pr dags dato i Finland, Sverige, Norge, Danmark, Litauen, Latvia og Estland. Telia Company AB har per utgangen av 2020 17 millioner mobilkunder, 2.9 millioner bredbåndskunder, 3.2 millioner TV-avtaler og 1,2 millioner avtaler med fast telefoni kombinert i disse landene. I tillegg har selskapet i utgangen av 2020, 20 800 ansatte i forskjellige land og sektorer. (Telia Company a, 2021) Det er oppgitt ca 490 000 aksjeholdere i selskapet og den svenske stat har en aksjemajoritet med 39,5%. Selskapet er børsnotert og aksjene omsettes i Nasdaq Stockholm og Nasdaq Helsinki. Selskapet har per 09.04.2021 (Klokka 13:47) 4 089 631 702 utestående aksjer med en samlet markedsverdi på 157 164 546 307,86 SEK. (Nasdaq Nordic, 2021)

Telia Company ABs virksomhet kan deles inn i to geografiske områder; Norden og Baltikum. Selskapet har de siste årene gjort noen endringer i sin portefølje ved å redusere antall markeder selskapet operer i, eksemplifisert ved at de trakk seg ut av markedene i og rundt Tyrkia. Fokuset har heller blitt flyttet til forholdsvis stabile og lønnsomme markeder og økonomier, med stor kjøpekraft og et heller kvalitetsbevisst forbruksmønster. Under kommer en fordeling av Telias inntekter fordelt på landene de opererer i og balansen av markedene generelt.



(Figur 2.1) (Salgsinntekter og fordeling av markedsandeler) (Telia årsrapport 2020)

### 2.1.1 Telia Company AB Norden

De nordiske markedene er kvalitetsbevisste og med stor kjøpekraft. Telia har en sterk posisjon i samtlige av disse landene, men er kun ledende i Sverige som også er selskapets hjemland. Telia har sin egen infrastruktur hva gjelder telefoni i samtlige land. I Norge har ikke Telia hatt eget nett på fiber og TV siden de solgte NextGenTel i 2013. Etter oppkjøpet av GET/TDC i 2018 fikk de derimot tilgang på dette igjen, og GET/TDC var blant de ledende selskapene i denne sektoren. Her i landet er hovedkonkurrenten Telenor som er ledende innen samtlige tjenester, og formålet med oppkjøpet av GET/TDC var følgelig å kunne konkurrere mot Telenor i samtlige segment ved å øke sin konkurransekraft gjennom å bli en totalleverandør.

Telia har bevisst valgt å fokusere på sikre og stabile markeder og økonomier i sin portefølje. Markedene i Norden er i samsvar med Telias uttalte strategi på dette området. Denne disposisjons-endringen ble for alvor gjennomført i praksis med avviklingen av selskapet Turkcell fra Tyrkia og Yoigo fra Spania i 2017. Turkcell er et tyrkisk telekomselskap som i tillegg til Tyrkia opererer i Hviterussland og Ukraina. Vi skal senere i oppgaven gå nærmere inn på hvordan disse disponeringene har gjort seg gjeldende for Telias økonomi og strategi.

### 2.1.2 Sverige og Baltikum

Telia Company AB har hovedkontor i Stockholm og eies delvis av den svenske staten på samme måte som Telenor i Norge. Det er også i Sverige Telia har den største delen av sin virksomhet illustrert i figuren over hvor en ser at 38% av selskapets inntekt stammer herfra. Som de nå også er blitt i Norge er Telia en totalleverandør i Sverige og leverer telefoni, fastnett og kringkasting/TV. Selskapet er også ledende leverandør på alle områdene. (Telia Company a, 2021)

De baltiske markedene er mindre enn de nordiske i hovedsak fordi populasjonen er vesentlige mindre enn de øvrige. Telia stiller sterkt i samtlige av de baltiske landene, og er ledende innen telekom i både Estland og Litauen. (Telia Company Estland, 2021) (Telia Company Litauen, 2021) I Latvia eier ikke Telia egen infrastruktur, men har eierinteresser i mobilselskapet LMT med 60,3%, samt fastlinje leverandøren Lattelecom med 49%. Ved å være på eiersiden i de selskapene leverer Telia også her en komplett telekomløsning. (Telia Company Latvia, 2021)

### 2.1.3 Selskapets oppbygging

Telia Company AB sitt hovedmerke er Telia, og det selges også inn som Telia i landene de opererer i med unntak av Latvia. Selskapet har også eierinteresser i andre selskap, som selges og markedsføres under andre navn. Under avsnittet legges det ved en oversikt over alle Telias datterselskaper som operer i de forskjellige landene og som ikke handles under navnet “Telia”. Det er verdt å merke at ikke alle selskapene er 100% eid av Telia, og det vil kommenteres hvilke som ikke er det med en prosentandel som representerer eierskapet til Telia i selskapet. Det er bevisst en del av Telias strategi for å diversifisere sine produkter og tjenester ved å kunne gi et tilbud til et bredere markedssegment som for eksempel i lavprissegmentet. Å være konkurransedyktige i flere segment er en viktig del av Telias strategi for videre utvikling. Da morselskapet selger sine tjenester og produkter med fokus på kvalitet over pris, gir en diversifisering under andre navn mulighet til å kunne gjøre andre disposisjoner.

Land	Selskap
Danmark	Telia, Call me, Mie Tele
Estinoia	Telia, Diil
Filand	Telia
Latvia	Telia, Telia Cloudy, LMT (60,3%), Lattelecom/TET (49%)
Lithuania	Telia, Omnitel (88,2%), Ezys (88,2%)
Norway	Telia, MyCall, OneCall, Phonero, GET/DC
Sweden	Telia, Halebo

(Tabell 2.1) (Oversikt over selskap som er helt eller delvis eid av Telia Company AB)

## 2.2 Historie

Telia Company har en lang historie datert helt tilbake til det Kongliga Elecktrisk Telegraf-Werket ble grunnlagt i 1853. Frem til 1993 var det svenske telegrafverket et 100% statseid og drevet selskap. Det var dette året Telia ble grunnlagt, selv om det stadig var 100% eid av den svenske stat.

Telia Company AB forsøkte i 1999 å slå seg sammen med norske Telenor, som nå er selskapets hovedkonkurrent. Forsøket falt sammen da politiske kontroverser sørget for at avtalen aldri ble gjennomført. En direkte konsekvens var at selskapets aksjekurs stupte, og staten reduserte sitt eierskap til 70,6% ved å legge deler av selskapets aksjer ut for salg.

Som følge av den mislykkede sammenslåingen kombinert med dotcom-boblen sent på 90-tallet var Telias økonomiske situasjon svært dårlig i årene som fulgte. Sammenslåingen med finske Sonera i 2002 sørget derimot for at Telia igjen kunne fortsette sin videre vekst til det selskapet vi i dag kjenner som Telia Company AB. (Telia Company h, 2021)

Telia er som nevnt et svensk telekomselskap, og Sverige var blant de siste landene som innførte statlige reguleringer på sitt telemarked. De første reguleringene kom så sent som i 1993 og var hovedårsaken til at Telia AB ble et eget selskap istedenfor å være en del av det svenske televerket.

Andre selskap og entreprenører forstod at markedet hadde et stort potensial uten lovmessige reguleringer å forholde seg til. Dette sørget for at utviklingen i markedet i Sverige vokste hyppig allerede fra tidlig på 80-tallet. På dette tidspunktet var lovfestede monopol normen i de fleste land på området. Sveriges unike posisjon som følge av manglende reguleringer sørget med andre ord for en hyppigere vekst, og at Telia i 1993 ble utskilt fra det svenske telegrafverket var en viktig reform for telekombransjen i landet. (Telia Company h, 2021)

Den hyppige veksten i telemarkedet var tema for mange politiske debatter, og var så diskutert at EU i 1998 så seg nødt til å gripe inn ved å tillate telekomselskaper å ekspandere til andre medlemsland av organisasjonen. Telia startet raskt flere datterselskaper blant annet i England. I Norge var også 1998 et viktig år for landets telekom virksomhet. Det var nemlig da mono-polet, som frem til det hadde eksistert med Telenor, ble oppløst som grunnet Telias inntog i markedet. Det var også en av de viktigste årsakene til den forsøkte sammenslåingen

av selskapene i 1999, da en slik sammenslåing ville sørget for at Telenor, sammen med Telia, ville beholdt monopolet i Norge. (Telia Company h, 2021)

### 2.3 Visjon, mål og strategi

I dette avsnittet skal vi forsøke å belyse selskapets overordnede visjon, hvilke målsettinger de har satt seg og hvordan de går frem for å nå disse målene.

Telia har som uttalt formål å gjøre samfunnet mer sammenkoblet gjennom teknologi. I de dagligdagse trekker de frem streaming, gaming, banktjenester, gode og smarte tjenester for arbeidslivet generelt og de retter seg også mot studenter og deres behov.

Slagordet er “reinventing better connected living”, hvor innovativitet står sentralt ved å utfordre seg selv, sine eiere, kunder og samfunnene selskapene er en del av, til å prestere bedre. (Telia Company b, 2021)

Telias strategi belager seg på fire hovedpilarer;

Pilarer:	Fremgangsmåte
Inspirere sine kunder	Gjennom et sterkt fokus på gode kundeopplevelser samt levere premium tjenester, service og produkter.
Koble alt og alle sammen	Gjennom et fortsatt fokus på utbyggelse av sin eksisterende infrastruktur med sine samarbeidspartnere og smarte investeringer ønsker Telia å forbli i front som ledende leverandør av telekom tjenester.
Jobbe for effektiv digitalisering	Fokus på å digitalisere og forenkle seg som selskap ved raske og smarte løsninger sørge

	for effektivisering gjennom hele bedriften og derav forankre sin posisjon som pionerer innen teknologisk utvikling.
Bærekraft	Selskapet har et sterkt ønske om levere stabilt og bærekraftig. For sine ansatte ved god opplæring i tråd med den teknologiske utviklingen. For sine eiere ved å levere stabile resultater og utbytte og for samfunnet ved å være et selskap som jobber for å ivareta jorden og verden for kommende generasjoner.

Telia jobber også etter tre kjerneverdier som har stått sentralt for selskapet i en årrekke; dare, care, simplify.

- “Dare” handler om å tørre. Tørre å være innovative ved idemyldring, ta sjanser og fokus på og alltid være lærevillige.
- “Care” handler om å bry seg om selskapet. Som ansatt gjennom å ha eierskap til sitt arbeid gjennom å bry seg om sine medarbeidere. Det handler om å bry seg om sine kunder ved og alltid fokusere på gode kundeopplevelser. Samt Telias samfunnsansvar som et stort selskap ved å opptre ansvarsfullt og med alle etiske prinsipper ivaretatt.
- “Simplify” gjennom å ta hurtige og riktige avgjørelser og et transparent arbeidsmiljø så samtlige kan inkludere seg å komme med innspill samt et fortsatt fokus på å forenkle og effektivisere selskapet. (Telia Company b, 2021)

## 2.4 Konkurrenter

Telia opererer innen flere forskjellige segment av telekomsektoren ved å være en totalleverandør. Selskap som har samme portefølje, vil følgelig være å anse som hovedkonkurrenter. I de nordiske markedene er det mange av de samme aktørene som går igjen, og vil bli viet større oppmerksomhet enn konkurrenter i Baltikum.

Norges konkurransesituasjon skiller seg fra de andre nordiske landene ved at markedet er duopolistisk i den forstand at det i hovedsak kun er to store aktører. Vi vil derfor bruke Norge



til å eksemplifisere konkurransen, da situasjonen på en god måte illustrerer konkurransen i markedet. Samtidig begrenser det delkapittelet i den forstand at vi kunne skrevet langt mer om konkurransen i samtlige marked enn hva vi har plass til i oppgaven.

Telia Company ABs hovedkonkurrent i Norge og Norden forøvrig er Telenor Group. Telenor Group er også et delvis statseid selskap hvor den norske staten har aksjemajoritet gjennom Nærings- og fiskeridepartementet (53,965%) og folketrygdfondet (5,062%). (proff.no, 2021)

Ved å være delvis statseid har Telenor mange av de samme føringene i Norge som Telia har i Sverige ved at de blir regulert av staten. Reguleringene Telenor er pålagt i Norge omhandler blant annet prisen de tilbyr andre telekomselskaper på sine råvarer, altså sin infrastruktur. Blant annet må denne prisen ligge på et nivå som gjør det mulig for selskapet som leier å gå med overskudd.

I Norge er Telenor sammen med Telia alene om å ha en egen fullstendig infrastruktur på mobilnett. I og med at Telia også har eget nett, men ikke trenger å ta hensyn til de samme reguleringene, får Telia et solid konkurransefortrinn på sin argeste konkurrent. Frem til Telias oppkjøp av GET/TDC i 2018 hadde derimot Telenor et stort konkurransefortrinn ved at de i motsetning til Telia kunne tilby fastlinje-internett samt TV-tjenester.

Her til lands er Telenor det største av de to selskapene med en oppslutning på over 50,4% av markedsandelen i det totale telekommarkedet mot Telias 25,5%. De to selskapene kontrollerer dermed til sammen over  $\frac{3}{4}$  av det norske markedet. Den største forskjellen på de to ligger i bedriftsmarkedet, hvor de to selskapene i praksis er duopolister med en oppslutning på 94% av totalen. Telenor og Telia hadde i første halvår av 2019 henholdsvis 60,47% og 33,5% oppslutning i bedriftsmarkedet. (DN,2019)

I Sverige, som er Telias største og mest innbringende marked, er konkurransesituasjonen noe annerledes. Det er blant annet flere større aktører og den nærmeste utfordreren er Tele2 med Telenor på en tredje plass. Totalt i telekomsektoren i Sverige er Telia likevel den klart største aktøren med over tre ganger så store driftsinntekter som nærmeste konkurrent. (Largest Companies, 2021)

Som ledende leverandør i markedet er Telias posisjon i Sverige stabil og sterk, men de har, som Telenor i Norge, reguleringer de må ta høyde for som konkurrentene ikke nødvendigvis rammes av. Markedet generelt er under stadig og hyppig utvikling, og med flere konkurrenter

med egen infrastruktur kan en argumentere for at det er lettere for andre aktører å kapre større markedsandeler.

## 2.5 Eierskap og selskapsledelse

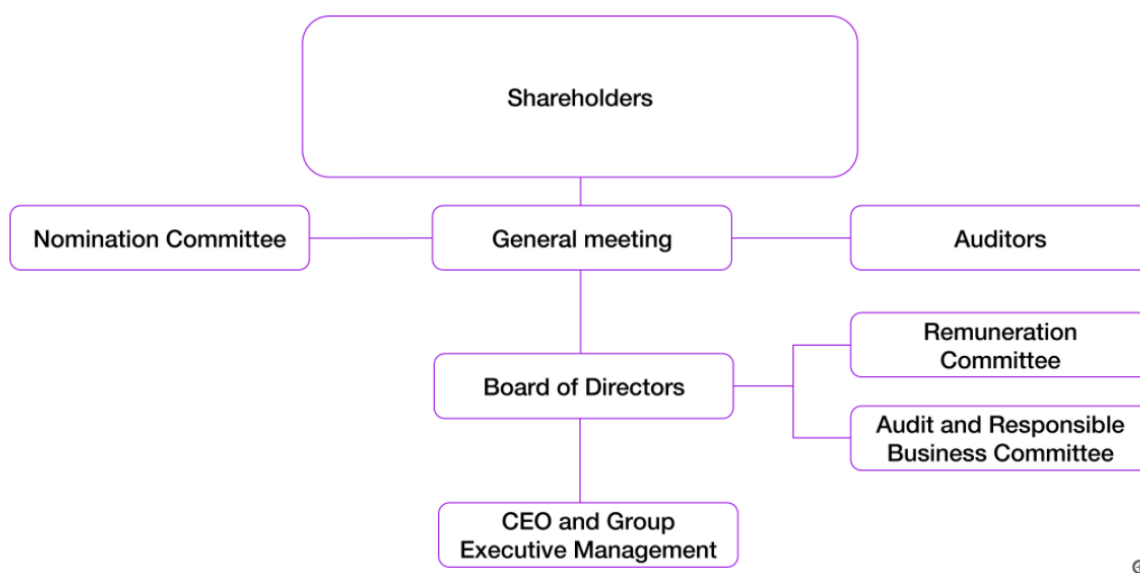
I tabell 2.2 under er de 10 største aksjonærene i Telia Company AB presentert, og hvilken prosentandel av aksjene i selskapet hver eier innehar samt totalt antall aksjer i selskapet. Den svenske staten er som tidligere nevnt aksjemajoritet med 39,5%. De resterende eierne på listen er enten banker eller internasjonale kapitalforvaltningsselskaper. (Telia Company c, 2021)

Shareholder	Percent of all shares
Swedish State	39.5
Blackrock	2.8
Vanguard	1.7
Swedbank Robur	1.7
Nordea Funds	1.4
Handelsbanken Funds	1.2
Folksam	0.9
Mondrian Investment Partners	0.8
Life Insurance Skandia	0.7
SPP Funds	0.7
Other shareholders	48.6
<b>Total</b>	<b>100</b>
Total number of shares	4,089,631,702
Total number of shareholders	490,000

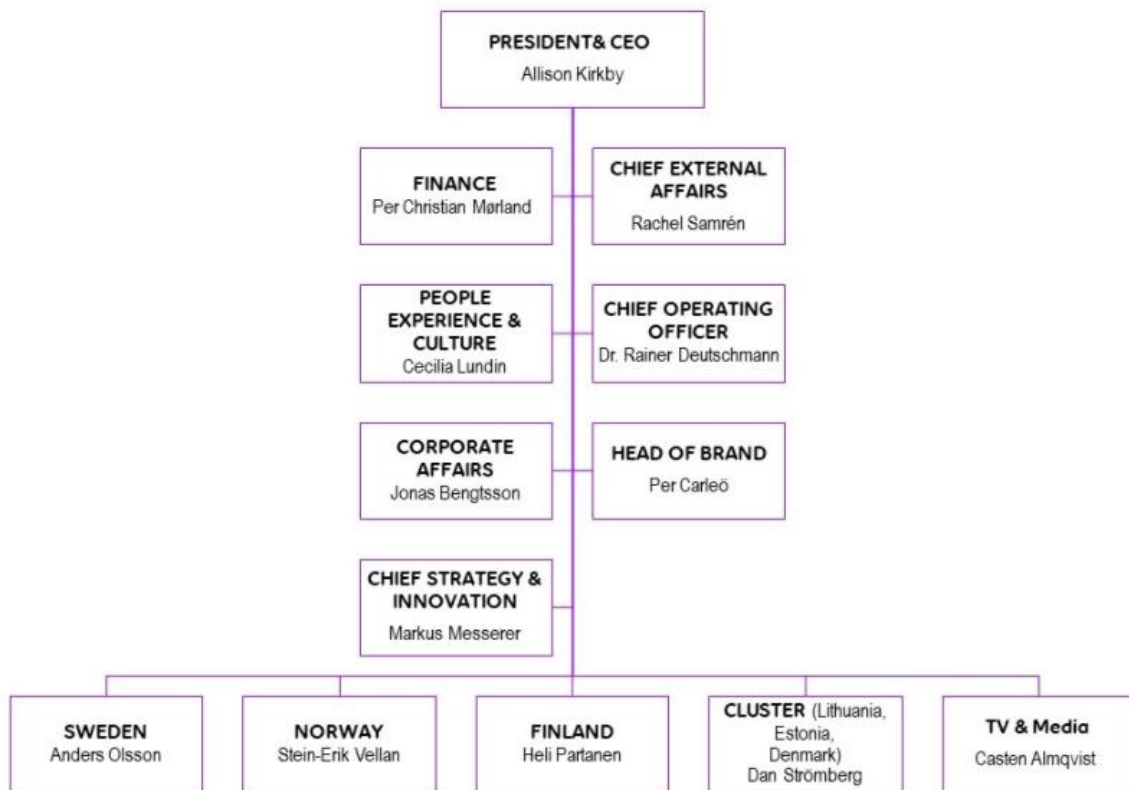
(Tabell 2.2) (10 største aksjonærer i selskapet) (Telia årsrapport 2020)

Telias øverste leder er per april 2021 Chief executive officer, forkortet CEO, Allison Kirkby. Videre kommer selskapets styre, board of directors, som består av komiteer for revisjon og selskapsdrift samt godtgjørelse. Det gjennomføres også generalforsamlinger hvert år hvor utvalgte ansatte samt de med direkte innsikt i selskapets økonomi deltar. Telia har også en overordnet leder for hvert enkelt land de opererer i og som rapporterer til det øvrige styret og til CEO.

Figur 2.2 og 2.3 under illustrerer selskaps- og organisasjonsstrukturen. (Telia Company d, 2021) (Telia Company e, 2021)



(Figur 2.2) (Telia Company f, 2021) (Selskapsstruktur)



(Figur 2.3) (Telia Company j, 2021) (Organisasjonsstruktur)

## ***Kapittel 3 Interne og eksterne analyser***

### **3.1 PESTEL analyse**

Strategisk analyse:

Makroøkonomiske forhold - PESTEL analyse

I denne delen av oppgaven skal vi utføre en PESTEL-analyse av Telia. Dette er en analyse som omhandler de makroøkonomiske forholdene rundt selskapet som kan påvirke selskapets strategier i den forstand om de vil lykkes eller ikke. I analysen skiller vi mellom politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 83). Telia er et stort selskap og opererer i Norden og Baltikum, dette fører til at det er mange eksterne forhold som påvirker selskapet. I denne analysen vil vi ta for oss de mest sentrale forholdene.

#### **3.1.1 Faktorer som politisk uro, ustabilitet og korrupsjon**

Politiske faktorer kan påvirke langsiktig vekst, hvor bærekraftig og hvor profitabelt Telia kan være og operere. Telias virksomhet foregår i flere land og gjør selskapet potensielt mer sårbart for endringer i politiske situasjoner i de forskjellige landene de opererer.

De politiske forholdene i Norden er i relativt stabile som er grunnlaget for Telias videre satsning i markedene siden stabilitet gjør det enklere å predikere markedets vekst og trender.

Politikk spiller en sentral rolle for ethvert selskaps potensielle utvikling og vekst. En av regjeringens viktigste oppgaver er planen for landets økonomiske utvikling. Konservative partier har ofte en mer kapitalistisk tankegang som for de fleste private bedrifter vil kunne gi bedre muligheter for økonomisk vekst. På den andre siden av politikken finner vi de sosialistiske partiene. Fokuset her er tradisjonelt mer vridd mot samfunnsgoder og at alle aktører i større grad skal bidra til å fremme og finansiere landets felles interesser. Et eksempel kan være høyere skatter blant privatpersoner og for selskaper.

Den politiske situasjonen i de nordiske landene er som nevnt over relativt stabil. Regjeringen sitter som regel ut perioden de er innvalgt, og selv om det er forskjellige fløyer og oppfatninger blant partiene, er allikevel de største partiene relativt unisone. Altså vil det bli

enklere for selskap å kunne planlegge lenger frem i tid, da de med større sikkerhet kan basere seg på en nokså lik politisk linje.

De politiske forholdene i Baltikum har i større grad vært preget av uro og ustabilitet. Estland har blitt ledet av flere koalisjonsregjeringer og det er få regjeringer som har fullført en hel mandatperiode. Det samme gjelder for Litauen og Latvia, hvor regjeringene har vært ustabile og kortvarige. I tillegg er også politikken i Baltikum i større grad påvirket av korrupsjon og konflikter enn i Norden.

Politisk usikkerhet og uro kan påvirke en bedrift negativt ved at usikkerheten i og rundt bedriften øker. Derfor er det viktig for Telia å analysere politiske trender og de politiske scenarioene som kan forekomme, ettersom en regjeringsskifte kan føre til andre prioriteringer hva gjelder utvikling av de forskjellige industriene i det aktuelle landet. (FN.no, 2021)

#### Korrupsjon

Korrupsjon vil kunne påvirke markedet og Telias virksomhet og omdømme negativt. Opererer man i land hvor det er mye korrupsjon og svak håndhevelse av loven vil forretningsmiljøet i større grad være uforutsigbart og irrasjonelt. Korrupsjon kan påvirke forskjellige deler av driften, som for eksempel ved lisensiering og falske avtaler/kontrakter.

Landene i Baltikum og spesielt Litauen og Latvia, er mer utsatt for korrupsjon enn landene i Norden. (FN.no, 2021)

### **3.1.2 Økonomiske faktorer**

For et selskap som Telia er det viktig å forstå de økonomiske faktorene som kan påvirke dets virksomhet. Det kan være alt fra valutakurser til renter, tilstanden til arbeidsmarkedet og inflasjon. Ved å forstå den økonomiske tilstanden i landene Telia opererer i, vil det kunne hjelpe selskapet å predikere vekst i markedet og Telia som organisasjon. Vi vil i avsnittene under redegjøre for noen av faktorene vi anser som særskilt betydningsfulle for Telias virksomhet.

## Vekst i BNP

Vekst i BNP vil være avgjørende for strategiene Telia vil anvende for langsiktig og fremtidig vekst. I Latvia, Estland og Litauen kan en se at det er en høy vekst i BNP, som indikerer at det er et fremvoksende marked. Land med høy BNP per capita tyder på at konsumentene i markedet har god betalingsevne, er villig til å bruke mer på produktene som blir tilbudt og følgelig er mer kvalitetsbevisst i sin selektering av produkter og tjenester. Norge, Sverige, Finland og Danmark er land med høy BNP og god betalingsevne.



Figur 3.1 (BNP Baltikum (Verdensbanken))

Konjunktursvingninger i økonomien vil påvirke etterspørsel etter goder og dermed påvirke Telias omsetning og deres investeringsprioriteringer. I en årrekke, før Covid-19, har vi opplevd en stigende økonomi siden finanskrisa i 2007 og vært i en oppgangskonjunktur. Da pandemien inntraff for fullt i Mars 2020 falt økonomien kraftig, hovedsakelig på grunn av tiltakene som ble ført inn i Europa for å hindre spredning. Tiltakene dempet økonomisk aktivitet i de landene Telia opererer i og mange arbeidstakere mistet enten jobben sin eller ble permittert.

Etter børs- og indeks fallet i mars har finansmarkedet reagert positivt og er nå på et høyere nivå enn det var i utgangspunktet. En grunn til dette kan være at styringsrenten rundt omkring i verden ble satt ned, som gir et intensivt hvis hensikt er å stimulere økonomien ved for eksempel gunstigere lånevilkår. En annen grunn er at markedet kan ha overreagert til nyhetene om lockdown og nedbemanning. Dette støttes av aksjeforvalteren i fondet Carnegie, Mikael Tarnawski-Berlin. Han mente at markedet overreagerte og argumenterte med at

aksjeprisen er en sum av alle fremtidige kontantstrømmer og at et fall på kort tidshorisont ikke har så mye å si i det lange løp.

(Mikael Tarnawski-Berlin, 2020)

Endring i valutakurser:

Telia opererer i flere land med ulike valuta. Svingninger i valutakurser kan utgjøre en risiko for Telia. Ettersom 62%, ref. figur 2.1 «salgsinntekter og fordeling av markedsandeler», av omsetningen til Telia kommer fra virksomheter utenfor Sverige, vil den svenske valutakursen opp mot de lokale valutakursene påvirke omsetningen da den måles i svenske kroner.

### **3.1.3 Sosiale faktorer**

Organisasjonskulturen påvirkes i stor grad av sosiale normer, verdier og trender. Det å forstå demografiske trender, politiske strukturer, konsumentenes forbruk og verdier vil hjelpe Telia til å forbedre deres kartlegging og målsetting i de respektive markedene.

I Norge har 99% av de i aldersgruppen 9-79 år tilgang på internett og 95% har tilgang på mobil. Dette er en økning på 22% fra 2013. (SSB, 2019) Trenden viser også at snittalderen på når førstegangsbrukere får tilgang på internett og telefoni er synkende. En kan følgelig med relativt stor sikkerhet konkludere med at mobil og internetts betydning for samfunnet vil bli viktigere og viktigere i tiden fremover, og at de er kommet for å bli.

Trendene og de sosiale normene i et marked/samfunn vil også være viktig for Telia å imøtekomme. Et godt eksempel kan være miljø. Ved at flere konsumenter er miljøbevisste i disponeringene de foretar seg, vil potensielt selskap som har en lite miljøvennlig tilnærming til drift risikere å miste disse kundene. Ved å forsøke og ivareta konsumentenes verdier gjennom sin driftspraksis, økes selskapets anseelse i det aktuelle markedet ved at konsumentene føler seg sett og hørt. I Sverige, hvor Telia har den største delen av sin virksomhet, har særlig miljø fått et sterkt fokus etter Greta Thunbergs gjentatte tirader vedrørende temaet. Derfor viktig å respektere og ikke overse de store og viktige trendene i markedet.



### 3.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologisk utvikling og digitalisering er en viktig faktor for Telia. Digitaliseringen skjer i et høyt tempo og Sverige, Danmark, Norge og Finland er blant de mest digitaliserte landene i verden. Landene i Baltikum kommer litt etter, men er over gjennomsnittet i verden og ikke langt bak de skandinaviske landene. (Cisco, 2019)

Teknologisk utvikling i telekombransjen går mot en virtualisering av infrastruktur, lagring i skytjenester, utvikling av 5G og automatisere tjenester ved hjelp av kunstig intelligens (AI). Det femte generasjons mobilnett(5G) vil være selve stammen for det digitale samfunnet i årene som kommer. Det skal kunne gi høyere hastighet, lavere forsinkelse, økt pålitelighet og større kapasitet enn de tidligere generasjonene. Det nye 5G nettet er oppbygd slik at det kan gi et tilbud ulike samfunnsområder som forsvaret, samferdsel, forvaltning, helse, varehandel og finans. (Nsm, 2020)

Kunstig intelligens og avanserte analyseprogrammer skaper muligheter for effektivisering, økt verdiskaping for selskap og samfunn, samt generell vekst i det aktuelle samfunnet. Kunstig intelligens øker også muligheten til å løse globale problemer. Det vil kunne gi kundene verdi i form av mer effektive tjenester og forbedrede kundeopplevelser. Med kunstig intelligens kan man optimalisere produksjon, forsyningskjeden og salg. (Telia Company g, 2021)

Telia har allerede begynt å bruke kunstig intelligens i sine systemer. I kundesenter løsningen Telia ACE, som har mellom 150 millioner samtaler og 200 millioner brukere hvert år, er det innledet et samarbeid med Google cloud artificial intelligence (GCAI). Dette samarbeidet har gjort det mulig for bedrifter og organisasjoner å møte kundene sine på en smart, effektiv og smidig måte uansett tid, sted eller kanal. Dette skjer ved at kundesamtalene blir styrt av en virtuell agent. Ved menneskelige samtaler vil også Google sin GCAI-løsning hente inn informasjon som kan hjelpe veilederen ved å maksimere serviceutbytte. At Telia tar i bruk løsninger som dette viser at de følger med i timen og holder følge med den raske teknologiske utviklingen telekomsektoren opplever i dag. Telia viser også etiske hensyn til de spørsmålene som stilles rundt anvendelse av AI, ved at de bruker AI i mindre områder og at AI'en blir styrt av datasett og algoritmer under menneskelig kontroll. Telias mål er at AI skal kunne komplementere menneskers kompetanse og prosesser, ikke diktere dem. (Presse Telia, 2020)

### **3.1.5 Miljømessige og lovmessige faktorer**

Klimaendringer og miljø er høyt på dagsorden i Europa og samfunnet har forventinger til bedriftens samfunnsansvar. Ettersom Telia er et delvis statlig eid selskap, blir forventningene som stilles til Telia enda større. Telia ønsker å ta sin del av samfunnsansvaret og har derfor satt som mål at de skal bli karbonfrie innen 2030, i likhet med deres konkurrent Telenor. (Telia Company, 2019)

#### **Lovmessige faktorer**

Telia må forholde seg til flere ulike lover og forskrifter i de landene de opererer i. Disse forskriftene setter rammer i og dikterer hvordan virksomheten skal gjennomføres. Det kan være generelle lover, som arbeidsmiljøloven, og mer spesielle lover som Ekom loven som omhandler lover for elektronisk kommunikasjon. Siden Telia opererer i forskjellige land, må de innrette seg etter de lover og regler som gjelder i de respektive landene.

Som et delvis statlig eid selskap, må de følge den svenske koden for eierstyring og selskapsledelse oversatt til Swedish code of corporate governance. Den pålegger Telia blant annet kravet om å publisere separate rapporter om eierstyring og selskapsledelse i tillegg til årsrapporten. (Telia Company f, 2021)

### **3.2 Porters fem konkurransekrefter**

Porters fem konkurransekrefter er i motsetning med PESTEL-modellen knyttet til mikroforhold. Det er en grunnleggende modell som brukes til å vurdere konkurransesituasjonen til et selskap og i markedet generelt. De fem konkurransekreftene i en bransje er:

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

### 3.2.1 Trusselen fra nyetablerere

Å etablere et nytt selskap i telekombransjen krever tilgang til infrastruktur for å kunne yte de tjenester som er nødvendig for å drive selskapet. Det kan oppnås på to måter; bygge egen infrastruktur eller leie stasjoner av selskaper som har egen infrastruktur fra før. Utbyggelse av egen infrastruktur er svært ressurskrevende. Det vil utgjøre en veldig stor investering for et nyetablert selskap og må gjøres før det i det hele tatt kan starte med sin faktiske drift som skal generere inntekten. Følgelig vil en investering i denne prisklassen være utfordrende, da all fremtidig inntekt er avhengig av utbyggelsen.

Det er også en del hensyn som må tas i forbindelse med utbygging, både miljømessige og konkurransemessige. I Norge er det tre selskaper som har egen infrastruktur; Telenor, Telia og delvis Ice som betaler Telia for de områdene i landet de selv ikke dekker. Telenor og Telia er i henholdsvis Norge og Sverige lovpålagt å la selskaper som benytter seg av deres infrastruktur mulighet til å oppnå profitt. Med andre ord, de kan ikke kreve så mye i leie at det i praksis blir tilnærmet umulig for selskapene å oppnå positive driftsresultater.

Hensikten til disse reguleringene er å sørge for økt konkurranse i markedet til tross for at kun noen av aktørene har egen infrastruktur. Det oppnås ved at de andre aktørene tilbyr tilnærmet like god dekning som leverandørene som har eget nett og infrastruktur. Det gjør at konsumentene kan være veldig prisbevisste når leverandør skal velges. Dersom resultatet blir en priskrig, vil allikevel Telenor og Telia stille sterkt siden de er de største aktørene. Uansett vil det gagne forbrukerne i det aktuelle markedet ved at prisene synker.

Hvor stor trusselen for nyetablere er vil for Telia avhenge av deres opprinnelige posisjon i det spesifikke landet eller markedet. Jo sterkere Telia står i det aktuelle segmentet, jo mindre er denne trusselen og omvendt. Siden Telia står sterkt i så og si samtlige marked hvor de driver virksomhet, er ikke denne trusselen sett under ett spesielt stor. Dette samsvarer også godt med Telias uttalte strategi om å satse på stabile og trygge økonomier, hvor de anser mulighetene for vekst som best. (Telia Company årsrapport a, 2021)

### **3.2.2 Trusselen om substitutter**

Substitutter kan være et produkt eller en tjeneste som har tilsvarende egenskaper, og tilfredsstillende de samme behovene, som tjenestene eller produktene selskapet tilbyr. Tilgangen på substitutter kan være avgjørende for hvor lønnsomt markedet det opereres i er. Dersom det er stor tilgang på lignende produkter og tjenester som tilfredsstillende de behovene konsumentene har, vil det potensielt være vanskelig å bevare faste kundeforhold over tid. I telekombransjen er det derimot ingen direkte substitutter. I bransjens oppstartsfase kunne det argumenteres for at fax og post kunne substitueres med telefoni, i form av at begge tilbyr meldingstjenester. Å sende brev eller fax i dag vil være langt mindre effektivt enn en mail eller melding, og følgelig ikke være like tilfredsstillende for konsumentene.

Det som derimot kan substitueres med telefoni, er internett eller mobilt bredbånd. I dag benyttes tjenester som Skype, WhatsApp, messenger og SnapChat hyppig blant både eldre og yngre grupper. Alle disse tjenestene tilbyr både meldings – og ringetjenester over internett. Man kan derfor si at tradisjonell telefonbruk på denne måten substitueres med internett. Telia tilbyr derimot begge disse tjenestene, noe som plasserer de i en spesiell situasjon; nemlig at en del av deres virksomhet kan substituere og skade en annen del av virksomheten. Følgelig er ikke trusselen for substitutter særlig stor da selskapet også har den eventuelle substitutten i sin portefølje.

### **3.2.3 Kundernes forhandlingssituasjon**

Som det ligger i ordene handler dette om påvirkningskraften kundene har på leverandøren, i form av priser og betingelser i avtalene. Det er flere faktorer som spiller inn blant annet hvor mange aktører det er i markedet, altså om kundene kan få et bedre tilbud andre steder. Hvor avhengig kundene er av leverandørens tilbud, altså tilgjengeligheten på både substitutter og andre selskaps tilbud. I tillegg kommer eventuelle transaksjonskostnader i forbindelse med overgangen til en annen leverandør. I dag er det som regel ingen kostnader forbundet med dette, men for eksempel bindingstid på avtaler kan være en transaksjonskostnad kundene ikke ønsker å ta. Ofte lager selskaper avtaler slik at kunden får en bedre avtale enn hva som er normalen mot at de får en 12 eller 24 måneders avtaletid.

Forhandlingssituasjonen til enkeltkunder kontra bedrifter er også essensiell. Dersom volumet av avtalen det forhandles om er stor vil selskapet ønske å beholde kunden og følgelig strekke seg lenger for å imøtekomme kravene som stilles.

I Norge er det kun to store aktører Telenor og Telia. Dette fører igjen til at kundenes påvirkningskraft er relativt liten. I de andre nordiske landene er det flere aktører ofte en 3-4. Dette øker kundenes påvirkningskraft i større grad enn her til lands, men fortsatt ikke i en spesielt stor grad. Telia sitter som nummer en eller to av leverandørene også i Moldova, Litauen, Latvia og Estland, noe som fører til at kundenes forhandlingsposisjon ikke nødvendigvis er veldig sterk her eller.

### **3.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt**

Leverandørenes forhandlingssituasjon handler om posisjonen til leverandøren i forhold til konkurrenter og markedet generelt. En sterk posisjon i vårt marked vil si tilgang på eget nett og en stor kundebase. I de landene Telia har sine største posisjoner er de også netteiere; Sverige, Finland, Norge og Danmark. Det vil også bety at selskapet har en forholdsvis sterk posisjon i disse landene.

Et telekomselskap med tilgang på egen infrastruktur stiller som nevnt over sterkt i ethvert marked. Ved å være delvis eid av staten kommer det en del reguleringer selskapet er nødt til å etterleve. Telia er i Sverige for eksempel nødt til å forholde seg til “The Swedish code of corporate Governance”. (Telia Company f, 2021) Et annet godt eksempel er marginalsvisetestene Telenor årlig må, i regi av NKOM, igjennom i Norge. Formålet med testen er å avdekke hvilke priser Telenor må innrette sin prising for leie av infrastruktur etter, slik at selskap som ønsker å leie nett har forutsetninger for å kunne gjøre det og fortsatt gå i pluss. Siden det kun er to selskaper i Norge som har egen infrastruktur, og kun den ene av disse er pålagt reguleringer, styrker Telias stilling i det norske markedet og det styrker også deres forhandlingsposisjon.

En viktig post for Telia og andre telekomselskaper nå og fremover er utbygging av 5G nettverket. Prosessen i Norge startet i 2020 og det var lenge uvisst hvilket selskap som skulle stå for denne utbyggingen. Generelt sett er leverandørers forhandlingsmakt stor dersom det er få aktører i markedet. Det var i hovedsak tre selskaper som konkurrerte om kontrakten på denne utbyggelsen; Ericsson, Nokia og Huawei. Telia endte til slutt opp med Ericsson og Nokia som sine leverandører for utbyggelsen, og planen er at nettet skal være landsdekkende innen 2023. (Presse Telia b, 2021)

### **3.2.5 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen**

Norge er i en relativt unik posisjon sammenlignet med resten av Norden når det kommer til konkurranse i markedet. Innen telekom er markedet i Norge duopolistisk, noe som vil si at det kun er to selskap som leverer eget fullverdig nett. Disse er Telenor, som er størst, og Telia som er nummer to. Situasjonen i de andre markedene Telia opererer i er annerledes og det er ofte tre eller fire konkurrerende selskap i landene. Telia er størst i Sverige, men her er altså rivaliseringen høyere enn i Norge.

I de baltiske landene har Telia en sterk posisjon og er den ledende leverandøren i både Estland og Litauen. De har også en sterk posisjon i Latvia, men er her som en utfordrer å regne. I Estland og Litauen eier de også lavprisselskaper med opp mot 100% eierskap som gir selskapet muligheten til å konkurrere med de selskapene som opererer i dette segmentet også.

Totalt er telekombransjen svært vanskelig for nye leverandører å slå seg inn i. Rivaliseringen er størst fra selskap som stiller med samme forutsetninger; eget nett og en relativt stor kundebase. Telia har også eierinteresser i flere lavprisselskaper i samtlige land de opererer i. Dette er et grep som sørger for at de heller ikke innen dette segmentet taper for mye terreng til konkurrenter.

### **3.2.6 Oppsummering og konklusjon**

Konklusjonen av Porters fem konkurransekrefter er oppsummert med grad fra lav-høy avhengig av hvor sterkt/svakt hvert punkt i det aktuelle området er. Posisjonen selskapet har i de forskjellige markedene vil komme til syne, da veletablerte selskaper ofte har en lavere trusselvurdering da de allerede er dominante i markedet. I de nordiske landene er det Norge som skiller seg mest ut, da det er her konkurransen er lavest. Vurderingene under er derimot gjort som en helhetsvurdering i hvert område.

Telia stiller som nevnt sterkt i samtlige land hvor de har virksomhet. Vurderingene i forbindelse med trusselbilde til selskapet er følgelig relativt like. Som en ser av tabellen under har vi likevel konkludert forskjellig på noen punkter. Vi har vurdert trusselen for substitutter som middels i Baltikum og lav i Norden. Årsaken til dette kan sees i sammenheng med selskapets virksomhet i Latvia. Grunnen til det er at Latvia er det eneste landet Telia selv ikke har egen infrastruktur, men heller eierinteresser i selskap som har det. Ved å leie nett av andre

og ikke være selvstendig anser vi trusselen for å benytte andre selskap på enten telefoni eller internett som høyere enn stedene selskapet er en selvstendig totalleverandør.

Et annet punkt vi har anslått en forskjell er rivaliseringen blant eksisterende bedrifter. I Norden er det hovedsakelig de samme rivalene som går igjen med Telenor som den største konkurrenten. Telias virksomhet er mest sårbar for konkurrenter i de markedene de har minst andel. Det nordiske markedet er kvalitets- og prisbevisste med stor kjøpekraft. Markedene har flere aktører som leverer gode og solide tjenester, med unntak av Norge hvor det i hovedsak kun er to selskap. Posisjonen i Norden gjennomgående er svært solid, men så lenge det er andre solide aktører med en relativt stor markedsandel anser vi totalt trusselen som middels. Forskjellene i Norden og Baltikum er nok en gang i hovedsak forårsaket av selskapets posisjon i Latvia. Siden de baltiske landene er mindre, både geografisk og demografisk, vil trusselen fra andre selskap øke dersom Telias posisjon i utgangspunktet ikke er som ledende i markedet. De er det i både Estland og Litauen, mens de er i utfordrerposisjon i Latvia gjennom sitt eierskap i telekomselskap i landet. Følgelig en ganske lik trusselvurdering som i Norden generelt, men justert som litt høyere grunnet stillingen i Latvia.

	Norden	Baltikum
Trussel fra nyetablerere	Lav	Lav
Trussel fra substitutter	Lav	Middels
Kundenes forhandlingsmakt	Middels	Middels
Leverandørenes forhandlingsmakt	Middels	Middels
Rivalisering blant eksisterende bedrifter	Middels	Middels-Høy

(Tabell 3.1) (Oppsummering Porter)

### 3.3 Intern Analyse - SVIMA modellen

I oppgaven så langt har vi tatt for oss de eksterne og makroøkonomiske faktorene som påvirker Telia. I neste del skal vi foreta en SVIMA analyse av selskapet. Formålet med analysen er å avdekke langvarige konkurransefortrinn som Telia har. Analysen vil gi mulighet til å kategorisere de interne ressursene for og så sette de opp mot de fem evnene; Sjelden, viktig, Ikke imiterbar, mobilisert og appropriert. Det er disse fem ordene som danner forkortelsen "SVIMA".

Det første kriteriet for at en ressurs kan skape et konkurransefortrinn er at den må være sjelden. Med dette menes at den skal være vanskelig for konkurrentene å få tak i eller å anskaffe. En ressurs som er enkel å anskaffe for konkurrenten vil ikke hjelpe Telia med å få høyere omsetning enn konkurrentene.

Det andre kriteriet for å oppnå konkurransefortrinn er at ressursen er viktig for verdiskapningen. En ressurs kan ha stor innvirkning på enten kostnader eller betalingsvilje. Viktighets kriteriet blir derfor brukt på et mål om det har betydelig effekt på kostnader eller betalingsvilje hos kunden.

Det tredje kriteriet går på om ressursen er imiterbar. Er en ressurs lett imiterbar eller enkel å bytte bort, vil den neppe gi et selskap som Telia et betydelig konkurransefortrinn. Det finnes imitasjon barrierer som kan forhindre andre parter i å utnytte de samme ressursene, som kan være patent og økonomisk avskrekking.

Det fjerde kriteriet handler om mobilisering, med andre ord, beskrive utnyttelsen av ressursen. Ressursen kan stå ubrukt selv om de passer de kriteriene som blir stilt. Det kan komme av at det er andre ressurser som tilfredsstiller kravene eller at det har vært dårlige produktmarkedsstrategier.

Det siste og fjerde kriteriet handler om verdiskapningen av ressursen og om den er appropriert. Det handler om hvor stor del av verdien som går inn i selskapet og ikke andre leverandører eller partnere. (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 74)



Telia opererer i telekombransjen som er et tøft marked. Når vi skal analysere Telias ressurser har vi valgt å gå inn på ressurser som kan gi Telia et fortrinn i dette markedet. Ressursgrunnlagene vi har valgt å se på er merkevare, teknologi og humankapital/organisasjonsledelse.

### 3.3.1 Merkevare

“Merkevare er en vare eller tjeneste som selges under ett innregistrert eller innarbeidet varemerke. Det typiske for en merkevare er at merket gir en tilleggsverdi i forhold til varen for øvrig.” (SNL, 2019)

Telia står sterkt i både Skandinavia og Baltikum og har en historie som strekker seg over 150 år tilbake i tid da det gikk under navnet Kongliga Elecktrisk Telegraf-Werket. I løpet av den tid har Telia bygget en sterk merkevare som står sterkt hos enkeltpersoner og i bransjen.

Telia har gode og fullstendige løsninger som bedriftsmarkedet ser på som trygge og pålitelige produkter. Selskapet har i landene de opererer i en stor markedsandel, og i Norge hadde Telenor og Telia 94 prosent av for eksempel markedsandelen i bedriftsmarkedet i 2019, hvorav Telias andel var på 33,5%. (DN, 2019) I Sverige er de derimot ledende på både mobil og bredbånd hvor markedsandelen i det totale telekom markedet er i overkant av 30%. (Telia Company c; 2020)

For å vurdere styrken merkevaren har som en ressurs, må den måles opp mot kriteriene i SVIMA modellen. Det første kriteriet blir å avgjøre sjeldenheten til ressursen. Det er forsvarlig å konkludere med at merkevaren Telia innehar er sjelden, ettersom de har en veldig sterk markedsposisjon i landene de opererer i. Merkevaren gjenspeiles i den sterke posisjonen de har i markedet og vi kan dermed si at merkevare er en viktig ressurs for Telia.

Det neste kriteriet i SVIMA modellen er å se om merkevaren er lett imiterbar. Muligheten for å imitere Telia som merkevare er mulig, men det vil kreve svært mye arbeid og kapital for en annen aktør og bygge seg opp på samme nivå og størrelse som Telia. Dette kan begrunnes med den lange levealderen til Telia og at det er et delvis statlig eid selskap, som også har sine fordeler. Merkevaren står ekstra sterkt i Sverige ettersom det representerer en nasjonal interesse for å fremme organisasjonen som igjen vil gi en sterk posisjon i markedet. Disse faktorene gjør det vanskelig å imitere merkevaren til Telia og er et fortrinn selskapet innehar.

Det neste kriteriet handler om i hvor stor grad merkevaren er mobilisert. I vårt tilfelle med Telia, som er et gammelt selskap med en lang historie, kan vi si at merkevaren i stor grad er mobilisert. Telia har flere egne avdelinger hvor det jobbes med å fremme Telia som merkevare. Markedsføringsavdelingene bruker flere plattformer til å fremme navnet “Telia” til så mange interessenter som mulig, for eksempel i form av reklame på TV eller på andre sosiale plattformer. Telia er også nytenkende i markedsføringen sin, ved å være hovedsponsor for E Sport ligaen, også kalt Telia Ligaen, i Norge. Her når selskapet frem til mange ungdommer og unge voksne i et veldig spennende, innovativt og raskt voksende marked. Investeringer som dette tyder på at Telia har en klar markedsstrategi som er godt mobilisert i de landene Telia operer i.

Til slutt må vi se på om merkevaren er approprierbar og om den faktisk skaper verdi og sånn sett er en del av verdiskapningen til Telia. En sentral del av det å bygge en god merkevare er kapital og ressurser hovedsakelig til markedsføringsavdelingene.

Ser vi på merkevare i sin helhet vil vi igjen konkludere med at den er et varig konkurransefortrinn. Dette fordi Telia, i de markedene de har forretningsvirksomhet, enten er ledende eller som nærmeste utfordrer i markedet, som tyder på at merkevaren Telia står sterkt hos kundene i samtlige av landene Telia opererer i. (Telia Company c, 2020)

### **3.3.2 Teknologiske fremskritt**

Telia er for tiden i full gang med utbygging av 5G og AI utvikling. 5G nettverket vil gi en betydelig høyere hastighet, mindre forsinkelser og forbedre tjenesten Telia tilbyr. For bedriftskunder vil dette sammen med AI kunne gi kundene muligheten til å effektivisere og forbedre prosesser hos sine respektive kundebaser, hvor eksempler kan være alt fra GPS, sensorstyrte trucker, droner og lastebiler til automatiske chatbotter ved kundesvevninger.

Sett ressursen i lys av SVIMA modellen skal vi først redegjøre om ressursen er så sjelden at den skaper et konkurransefortrinn. Telia er ikke alene om 5G utbygging, og i Norge er det sterk konkurranse fra Telenor, som startet med 5G utbyggingen samtidig som Telia. Telia får, etter planen, landsdekkende 5G før Telenor som på sikt kan bli en fordel. (Presse Telia b, 2021)

I Sverige får de også konkurranse fra flere aktører som Telenor, Tre og Tele2 (Insidetelekom, 2020). Utbyggingen av 5G vil ikke gi Telia et stort konkurransefortrinn ettersom det er mange aktører som har begynt utbygging, men den er viktig for at Telia følger med i tiden og ikke havner bakpå. I Norge kan selskapet få et midlertidig fortrinn hvis de når målet og planen om et landsdekkende 5G nettverk før Telenor. Telias satsing og investering i ny teknologi, anses som en viktig ressurs for selskapet, ettersom det er en bransje som er i stadig utvikling.

Det å imitere ressursen har vi allerede redegjort for. Det er fullt mulig for andre aktører å bygge ut 5G nettverk. Det er ikke bare i Norden utbyggingene av 5G har begynt og 5G blir mer og mer vanlig rundt om i verden. Det kommer nye teknologiske løsninger støtt og stadig og det er vanskelig å skape varige fortrinn, og det er derfor viktig å holde følge med konkurrentene og ideelt sett ligge foran. Her har Telia gjort en god jobb med sin satsing på rask 5G utbygging.

Ser vi på både 5G og AI så er begge i gang med mobilisering. Begge er en del av verdikjeden til selskapet og vil bli en enda større del i fremtiden i takt med at det blir mer utbredt og utviklet. AI blir brukt mye i kundebehandling og sikter etter å bli bedre over tid. Ser vi på selve verdiskapningen av teknologien så er utviklingen av 5G et stort investeringsprosjekt. Ved at Telia setter opp et eget nettverk og ikke bygger dette selv, kreves det produkter fra andre aktører. I dette tilfellet; avtaler om utbygging med Ericsson og Nokia. Utbyggingen av et slikt nettverk er dyrt og vil ha høye kostnader knyttet til seg.

Utbyggingen vil kunne åpne muligheter for Telia og deres bedrift- og privatkunder som kan skape stor verdi. 5G utviklingen vil vi anse som et midlertidig fortrinn ettersom selskapet er tidlig ute og vil ha et godt tilbud. Ser vi på verdiskapningen til AI er det mange muligheter og det er et felt som ikke er fullt utnyttet enda. Her har Telia en ledende løsning i Telia ACE plattformen hvor googles CCAI løsning det blir benyttet. (Telia Company a, 2020) Dette er en teknologi som kan gi Telia et varig fortrinn siden det er en teknologi som er relativt ny og som enda ikke har nådd sitt fulle potensial.

### 3.3.3 Organisasjonen som ressurs

Telia, som nevnt tidligere, er et stort selskap med en lang historie. Selskapets styring og ledelse er derfor godt organisert og har innarbeidet et sett med verdier og interesser som vil kunne hjelpe selskapet med deres verdiskaping. Telia har et stort nettverk og en sterk ledelse som er rettet mot utvikling og vekst. Dette er noe som smitter over på ansatte, samarbeidspartnere, kreditorer og investorer. Dermed kan man si at humankapitalen hos Telia kan være en viktig ressurs.

En godt utarbeidet organisasjonskultur er ikke gitt at alle selskap har, men den kan ikke klassifiseres som sjelden. En god kultur skaper tillit for partene involvert og hjelper til med å anskaffe og holde på kunder som er en viktig del av verdiskapningen.

Å opparbeide en god organisasjonskultur er imiterbart, men å få organisasjonskulturen opp på samme nivå er tids og ressurskrevende. Ser vi på et sammenlignbart selskap som Telenor har de også en sterk og lignende organisasjonskultur og det finnes lignende aktører rundt om internasjonalt. Har en konkurrent stor størrelse og handlekraft i markedet har en god mulighet til å imitere ressursen. Telia er fullt mobilisert i de landene de driver telekom virksomhet og for å svare om ressursen er approprierbar så holdes verdiskapningen inne i selskapet, det er ingen eksterne aktører som vil ta ut verdi ved å opparbeide en sterk organisasjon. Vi karakteriserer organisasjonen som et midlertidig fortrinn ettersom den er imiterbar og den krever kontinuerlig utvikling.

### 3.3.4 Oppsummering av SVIMA

Ressurs	Utfall
Merkevare	Varig fortrinn
5G	Midlertidig fortrinn
AI	Varig fortrinn
Organisasjon	Midlertidig fortrinn

(Tabell 3.2) (Oppsummering SVIMA)

### 3.4 SWOT-analyse

SWOT er et akronym for de engelske ordene strengths, weaknesses, opportunities og threats. Formålet med analysen er å redegjøre for interne og eksterne faktorer som kan påvirke selskapets drift. SWOT har et lengre tidsperspektiv og kan brukes til å formulere langsiktige mål og planer. Strengths og weaknesses er de interne parameterne, mens opportunities og threats er de eksterne. (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 200)

#### 3.4.1 Strengths

- Flinke til å beholde eksisterende kunder

Telia, spesielt i Norden, har flere kampanjer, tilbud og løsninger slik at kundene ønsker å holde seg hos selskapet. Et kjent utsagn er “det er lettere å beholde en eksisterende kunde enn det er å skaffe en ny”. Med et stort fokus på kundetilfredshet er nettopp dette viktig for Telia. Alison Kirkby, CEO i Telia Company AB, uttalte i års- og bærekraftsrapporten i 2020 at selskapet forsøker å jobbe etter fire grunnpilarer hvorav en av disse er målet om de mest lojale kundene ved å inspirere sine kunder. (Telia Company årsrapport 2020, 2021)

- Tiltrekke kunder gjennom markedsføring og aktive salg i butikker

Telia har egne butikker i flere av landene de opererer i. Å gi kundemassen et fysisk sted å henvende seg til med eventuelle problemer bygger oppunder kundetilfredsheten. I tillegg drives det aktivt med salg og rekruttering av nye kunder i flere kanaler blant annet i butikkene. Telia som totalleverandør skiller seg fra mindre selskaper ved å ha nettopp disse fysiske stedene kunder kan henvende seg. Spesielt i de øvrige alders sjiktene er tilgangen på fysisk hjelp viktig. Digital hjelp er vel å bra for mange, men det er ikke alle kunder som er like komfortable med teknologien.

#### 3.4.2 Weaknesses

- Dårlig utnyttelse av ressurser

Telia har i de siste 5 årene en svak “return on assets”. Den ligger på 1,56% (Investing, 2021) som er ganske svakt. Ser vi på de siste 12 månedene har det vært veldig dårlig utnyttelse med en negativ ROA på 9,16% (investing, 2021), men dette skyldes den globale pandemien verden har stått overfor det siste året. En god ROA bør ligge på rundt 5% (Investopia, 2021). Telias lave ROA tyder på at de ikke klarer å utnytte ressursene sine tilstrekkelig.

Teknologisk utvikling kan være en svakhet for selskapet. Slik situasjonen er i dag er ikke dette tilfellet, men utviklingen og forskningen på ny teknologi er svært rask. Telia er derfor avhengig av at de avdelingene i selskapet som driver med dette leverer gode resultater og ikke faller bak konkurrenter. Telia er per i dag svært ressurssterkt, så mulighetene for å levere gode resultater her er store, men det er essensielt å fortsette utviklingen.

### **3.4.3 Opportunities**

Telia Company AB har som nevnt tidligere i oppgaven flere prosjekter på gang både på kort og lang sikt. Det potensielt mest innbringende prosjektet i dag er utbyggingen av det revolusjonerende 5G nettverket. Telia har som uttalt mål å ha dette landsdekkende i flere av landene de opererer før sine konkurrenter, i Norge skal det være på plass i 2023. Ved å kunne tilby dette til kunder, privat og for bedrifter, før sine konkurrenter, kan de sikre seg store kundemasser ved å tilby en tjeneste ingen andre kan i samme omfang. I en bransje hvor mange aktører tilbyr de samme tjenestene og produktene, vil det å kunne tilby noe mer unikt gi et stort konkurransefortrinn. Da det er lettere å holde på kunder enn å skaffe seg nye, vil dette potensielt sørge for at Telia sikrer seg store markedsandeler og i etterkant klarer å beholde en stor andel av disse.

Der teknologisk utvikling også kan være en svakhet, er det samtidig en stor mulighet. Som et ressurssterkt selskap er Telia pionerer også innen den teknologiske utviklingen. Det vil være viktig for selskapet å holde seg i front, da teknologi utvikles i et hurtig tempo. Potensialet er følgelig stort, da det kan settes betydelige summer og ressurser til nettopp forskning og utvikling på området. Det å kunne være først eller tidlig ute med ny teknologi gir selskapet en betydelig fordel. Et godt eksempel på dette er utviklingen til flere mobilleverandører da overgangen til smarttelefonen kom for alvor. De selskapene som lå i bakleksa her tapte masse terreng og noen, som Nokia, måtte selge delen av selskapet som produserte mobiler og heller prioritere andre deler av virksomheten.

### 3.4.4 Threats

- Opererer i noen land hvor politisk uro og korrupsjon kan forekomme

Telia var i 2017 involvert i en rettstvist i Tyrkia da selskapet hadde eierinteresser i selskap som ble etterforsket for lovbrudd og korrupsjon. De har pr i dag solgt seg ut av all virksomhet utenfor Norden og Baltikum, og nettopp denne tidligere hendelsen er en stor del av årsaken til det. I Norden er ikke politisk uro og korrupsjon spesielt relevant, men tilstandene er noe annerledes i Baltikum. FN publiserer årlig en skala over land hvor korrupsjon og politisk uro kan forekomme. De baltiske landene scoret på denne skalaen relativt svakt, som kan fortelle at det forekommer i disse landene. Telia har ikke hatt noen problemer med dette tidligere, men det å drive virksomhet i land hvor det kan forekomme øker risikoen for at det kan skje. (FN, 2020)

- Ved utbygging av 5G nettverk er Telia avhengig av eksterne aktører som Ericsson og Nokia. Dette kan by på problemer hvis de ikke klarer å levere i tide eller levere gode nok produkter. Dette er også produkter det er høy etterspørsel etter og leverandører kan gå tom hvis de ikke møter etterspørselen på en god måte.

### 3.4.5 Oppsummering og konklusjon av SWOT

Formålet med konklusjonen er å stake ut en kurs og et mål for selskapet ved å identifisere hvilke styrker og muligheter som bør utnyttes for og nå de beste resultatene. Samtidig skal svakhetene forsøkes utbedret og kursen bør ideelt også minimere de eventuelle truslene selskapet står overfor.

For Telia ligger en maksimal utnyttelse av eksisterende infrastruktur og utbedring av denne ved oppgradering til 5G svært sentralt. Dette vil kunne sørge for et konkurransefortrinn i markedene, samtidig som det øker kundetilfredsheten blant eksisterende kunder. Dersom 5G utbyggingen blir en suksess vil det potensielt ha stor innvirkning på selskapets fremtidige vekst. Vi skal senere i oppgaven forsøke å estimere fremtidige kontantstrømmer, og denne utbyggingen vil spille en viktig rolle her.

Telia bør også, som alle andre selskap, prioritere å utbedre sine svakheter. Spesielt gjelder dette en bedre og mer lønnsom utnyttelse av dets ressurser. Med høye kostnader i forbindelse med utbygging vil det med en kort tidshorisont være vanskelig å oppnå, men på lang sikt er det definitivt et område Telia kan og bør fokusere på. Telia har i dag en såpass solid posisjon i

markedet at det ikke er noe stort problem, men på sikt kan de få problemer med å opprettholde en lønnsom drift dersom markedsposisjonen endrer seg.

For å befestе sin markedsledende posisjon også i fremtiden bør teknologiske fremskritt utover 5G prioriteres. I en bransje og marked som utvikles i et høyt tempo er trusselen for å bli utkonkurrert av mer innovative selskap i høyeste grad reell. Ethvert telekomselskap er klar over denne faren, og samtlige strever etter å levere de beste, mest effektive og innovative løsningene. Som en av de ledende aktørene har Telia en god posisjon til å være med å drive denne utviklingen, men for å klare det må det prioriteres.

## **Kap. 4 Regnskapsanalyse**

I denne delen av oppgaven skal vi foreta en regnskapsanalyse av Telia Company AB. Hensikten er å danne et bilde av selskapets økonomi og utvikling de foregående årene. Ved å studere de historiske dataene er formålet å danne et historisk grunnlag for og senere forsøke å predikere vekst og utvikling i selskapet. Historisk data i seg selv sier ingenting om fremtidig utvikling og vekst, men de kan hjelpe til med å avdekke mønstre og trender i den økonomiske utviklingen til selskapet og i markedet generelt. En regnskapsanalyse er av spesiell interesse for aksjeholdere, investorer, ansatte, kreditorer og konkurrenter. Den omhandler selskapets økonomiske stilling, som er nyttig for alle selskapets interessenter.

Vi ønsker å se nærmere på spesielt fire forhold i vår analyse:

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

Vi vil benytte oss av årsregnskap fra 2016 og frem til 2020. Ved å studere disse å finne eventuelle endringer over tid, er formålet å kunne si noe om selskapets økonomiske utvikling (positiv/negativ) basert på relevante nøkkeltall fra analysene.



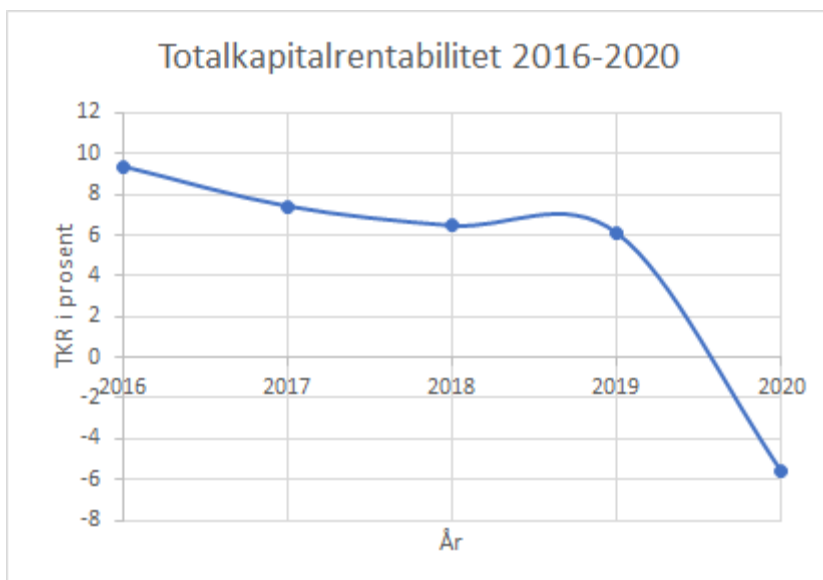
## 4.1 Lønnsomhet

For at et selskap skal være lønnsomt er essensen at inntektene må være høyere enn kostnadene; selskapet må gå med overskudd. Selskap som har lav lønnsomhet over tid vil på sikt potensielt bli utkonkurrert av markedet og dermed gå konkurs. Det er derimot ikke uvanlig at selskaper periodevis kan drive lite lønnsomt, for eksempel ved at det gjøres store investeringer. For nyetablerte selskap tar det som en hovedregel en liten stund før det er mulig å oppnå overskudd som følge av at kostnadene er uforholdsmessig store sammenlignet med inntektene. Lønnsomhet kan beregnes på ulike deler av selskapets kapital. Vi skal gå nærmere inn på rentabiliteten til Telias kapital, for så å se nærmere på resultatgraden.

### 4.1.1 Totalkapitalrentabilitet

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

Totalkapitalrentabilitet gir et bilde av avkastningen selskapet har levert i forhold til total kapitalen. Nøkkeltallet som blir utarbeidet gir en pekepinn på hvor godt selskapet blir drevet og hvor godt de utnytter sine ressurser uavhengig av finansiering.



(Figur 4.1) (Totalkapitalrentabilitet)

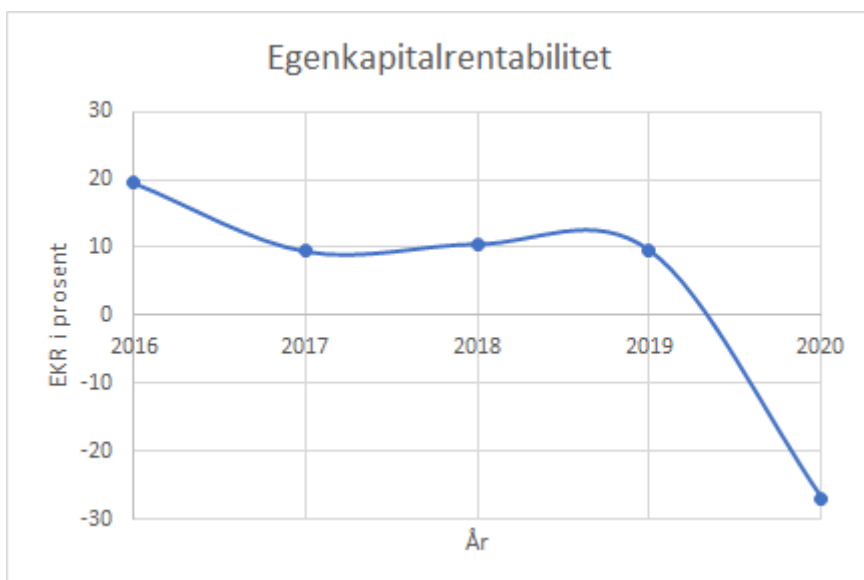
Totalkapitalrentabiliteten til Telia har mellom 2016 og 2019 holdt seg relativt stabilt i intervallet 6-10%. 2019-2020 har det derimot vært en stor nedgang. Det er vanskelig å tallfeste eksakt hva total kapitalrentabiliteten bør være, men som en generell regel bør den være høyere enn selskapets gjeldsrente. (Jusleksikon, 2012)

Som nevnt i SWOT-analysen tidligere i oppgaven har Telia historisk ikke utnyttet sine ressurser til dets fulle potensial og kommer til syne her. Den unormalt store endringen i 2020 skyldes i hovedsak to faktorer; Telia hadde store avskrivninger i forbindelse med salget av det tyrkiske selskapet Turkcell som de i Juni 2020 solgte seg ut av. Selskapet opererte i Tyrkia, Hviterussland og Ukraina, og Telia hadde en aksjeandel av selskapet på rundt 47%. I tillegg var dette perioden Covid-19 for alvor gjorde sitt inntog i Europa, noe som kan være med å forklare den spesielle nedgangen. Rent økonomisk er det derimot utfasingen og avviklingen av Turkcell som har den største betydningen. Denne strategiske restruktureringen vil gå igjen i flere av postene under, og gjenspeiler ikke nødvendigvis et korrekt bilde av Telias faktiske situasjon.

#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

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

Egenkapitalrentabiliteten sier noe om avkastningen som leveres i forhold til egenkapitalen i selskapet. I ethvert aksjeselskap er det av interesse for eierne å avdekke hvor mye av avkastningen som tilfaller egenkapitalen. En kan også ved å sammenligne rentabiliteten på egenkapitalen og totalkapitalen vurdere hvilken påvirkning selskapets lånte finansiering påvirker rentabiliteten, da dette er hovedforskjellen på de to postene. (Tofteland, 2011, s. 211)



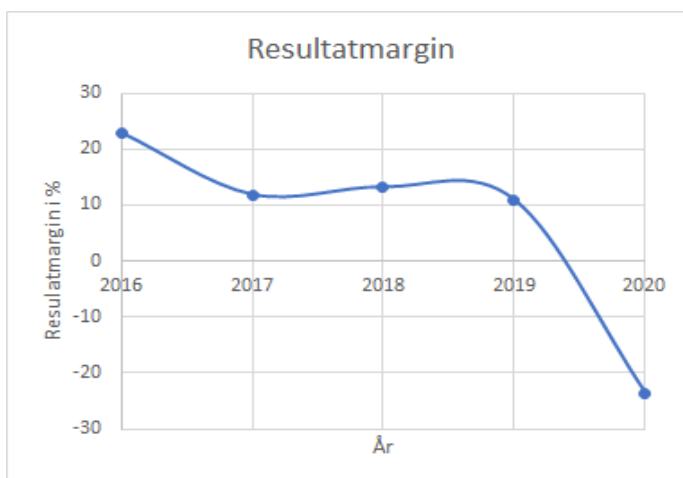
(Figur 4.2) (Egenkapitalrentabilitet)

Som med totalkapitalrentabiliteten har egenkapitalrentabiliteten en synkende kurve. De to grafene minner om hverandre, men et viktig punkt å kommentere er at egenkapitalrentabiliteten stabilt har vært høyere enn totalkapitalrentabiliteten. At egenkapitalrentabiliteten er høyere viser til at lånerenten er lavere enn rentabiliteten til eiendelene, noe som øker avkastningen på eiendelene. Den bratte nedgangen fra 2019 til 2020, kan også her forklares av avviklingen av Turkcell og kostnadene forbundet med det. Sett bort ifra det foregående året med ekstraordinære kostnader bør allikevel Telia forsøke å ligge rundt og over nivået de var på i 2016, rundt 20%. Til sammenligning har Telenor, Telias hovedkonkurrent i Norge, en egenkapitalrentabilitet på ca 40% fra 2017-2019. Altså dobbelt så høy som Telias bestenotering de foregående 5 årene. Det kan med andre ord vitne om et stort forbedringspotensial på denne posten, selv om en ikke nødvendigvis kan konkludere uten å gå nærmere inn på de to selskaperens finansielle struktur i en dypere grad enn hva vi har gjort her.

#### 4.1.3 Resultatmargin

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

Resultatmarginen viser hvor mye selskapet har tjent på årets virksomhet før eventuelle ekstraordinære kostnader. Ekstraordinære poster kan være større investeringer eller avskrivninger, og kan isolert sett ha stor påvirkning på et gitt årsregnskap dersom de ikke tas høyde for. Forholdstallet belyser selskapets “virkelige” resultat før skatt og nøkkeltallet viser i hvilken grad ekstraordinære kostnader påvirker resultatet.



(Figur 4.3) (Resultatmargin)

De tre postene under delen om lønnsomhet er korrelerte, de bygger på de samme tallene fra årsregnskapet og en vil derfor ofte få relativt like grafer med lik utvikling. Vi ser av resultatmarginen at den har samme mønster som total kapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten. I 2016 var marginen på over 20%, noe som er meget bra, mens den etter dette har hatt en synkende, men stabil, kurve med en markant endring i 2020 grunnet avviklingen av Turkcell. Salg av virksomheter, endringer i portefølje og andre signifikante forandringer i Telias virksomhet vil slå ut markant i analysen. Selv om telekombransjen ikke var den som ble rammet hardest av Covid-19, skal heller ikke effekten av dette undervurderes. Prognosene fra året pandemien kom gir derfor ikke nødvendigvis et riktig bilde av selskapets utvikling. Dersom kostnadene løper som normalt, mens inntektene blir lavere som følge av driftsinnskrenkning, permitteringer og generelt en lavere etterspørsel vil en resultatmargin utvilsomt påvirkes av dette. Når vi senere i oppgaven skal forsøke å estimere fremtidig vekst vil nettopp dette kommenteres.

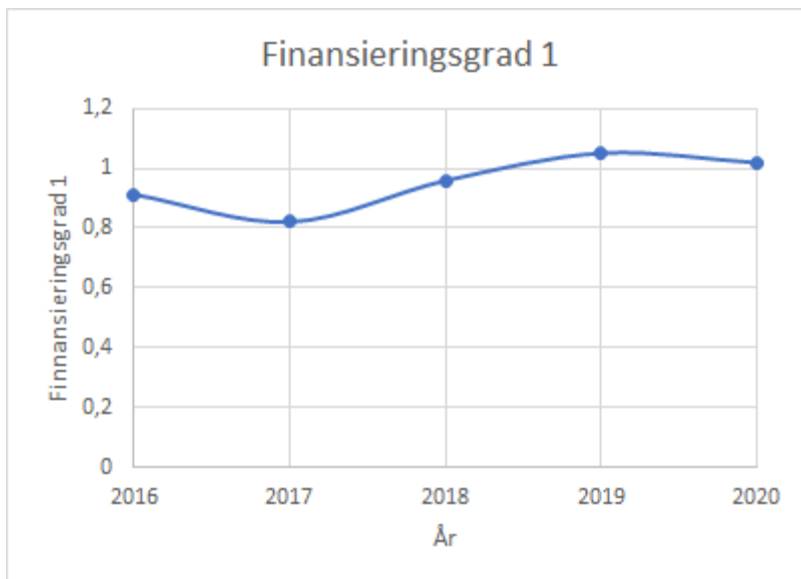
## **4.2 Finansiering**

I den finansielle analysen av Telia skal vi se nærmere på hvordan selskapet anskaffer og anvender sin kapital. Vi skal se nærmere på selskapets kapitalstruktur og hvordan gjeld, kortsiktig og langsiktig, samt egenkapital finansierer denne. Analysen tar utgangspunkt i balansen på et gitt tidspunkt og vi skal se nærmere på nøkkeltallene finansieringsgrad 1 og arbeidskapital.

### **4.2.1 Finansieringsgrad 1**

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

Ved å utarbeide forholdstallet mellom anleggsmidler og langsiktig kapital forsøker vi å forklare til hvilken grad selskapets anleggsmidler er langsiktig finansiert. Det ideelle for selskaper er at dette tallet er lavere enn 1, som betyr at anleggsmidlene er 100% finansiert av langsiktig kapital. Langsiktig kapital er summen av langsiktig gjeld og egenkapital.



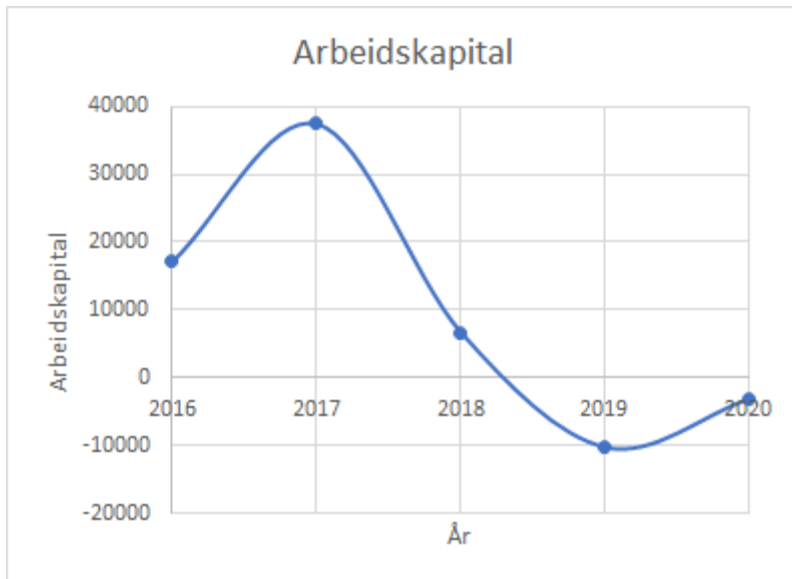
(Figur 4.4) (Finansieringsgrad 1)

Finansieringsgraden til Telia har de foregående fem årene vært svært solid. I perioden 2016-2018 lå selskapet på under 1, som vil si at dets anleggsmidler var 100% langsiktig finansiert. I 2019 økte forholdstallet noe til rett over normgrensen på 1, men i 2020 ser en at kurven sank mot ideelt nivå igjen. Å ha majoriteten av sine anleggsmidler langsiktig finansiert vil slå positivt ut på arbeidskapitalen som vi skal se nærmere på i neste avsnitt.

#### 4.2.2 Arbeidskapital

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

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Posten har en sterk korrelasjon med finansieringsgrad 1. En positiv arbeidskapital betyr at noen av omløpsmidlene er langsiktig finansiert og dersom den er negativ betyr det at den kortsiktige gjelden er større enn selskapets omløpsmidler. (Tofteland, 2011, s. 205)



(Figur 4.5) (Arbeidskapital)

Som nevnt i innledningen til arbeidskapital betyr et positivt resultat at også noen av selskapets omløpsmidler er langsiktig finansiert. Vi ser av grafen at så lenge finansieringsgrad 1 er under 1, vil arbeidskapitalen være positiv. Følgelig var Telias arbeidskapital negativ i 2019, mens den lå rundt 0 i 2020. Dette vil si at de to siste årene har noen av Telias anleggsmidler vært delvis finansiert av kortsiktig gjeld. Å oppnå en positiv arbeidskapital vil også slå positivt ut på selskapets likviditet som vi skal se nærmere på senere i analysen, da arbeidskapital er tett knyttet sammen med likviditetsgrad 1 og 2.

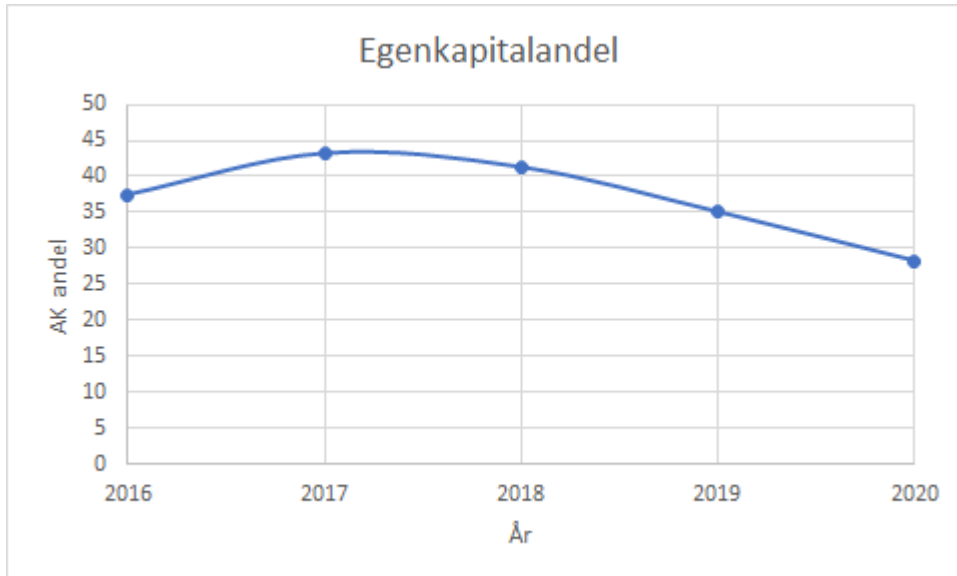
### 4.3 Soliditet

Soliditet handler om selskapets evne til å tåle tap og har en tett sammenheng med dets finansiering. Vi skal se nærmere på Telias finansiering og hvor stor andel av denne som stammer fra egenkapitalen, samt selskapets gjeld. Gjeld har en viss risiko knyttet til seg, så som en tommelfingerregel kan en si at jo større del som er finansiert av egenkapital, jo bedre er selskapet rustet til å tåle større tap. Vi skal her finne forholds- og nøkkeltallene for egenkapitalandel og gjeldsgraden. (Tofteland, 2011, s. 212)

### 4.3.1 Egenkapitalandel

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

Egenkapitalandelen sier noe om hvor mye av selskapets eiendeler som er finansiert av egne midler. Den vil også danne et bilde av hvor mye selskapet kan tape før gjelden påføres tap. Det er ideelt at denne posten er så høy som mulig, da dette sier noe om hvor solid bedriften er. (Tofteland, 2011, s.213)



(Figur 4.6) (Egenkapitalandel)

Å finne et normtall for hva et selskap bør forsøke å ligge på er vanskelig. Telia ligger i intervallet 25%-45% som tilsier at denne prosenten av deres eiendeler er finansiert av selskapets egenkapital. Vi ser en økning det første året, mens det har vært en synkende trend de siste fire årene. Allikevel vil vi anse en egenkapitalandel på ca 28%, som er den laveste verdien de siste fem årene, som relativt solid gitt selskapets størrelse.

Å holde en stabil kurve bør også i seg selv sees på som positivt. Det er for eksempel lover og regler knyttet til utbytte som vil være av interesse for eierne. I Norge må et selskap ligge på over 10% egenkapitalandel for å kunne utbetale utbytte til sine aksjonærer, og Telia ligger godt over denne grensen.

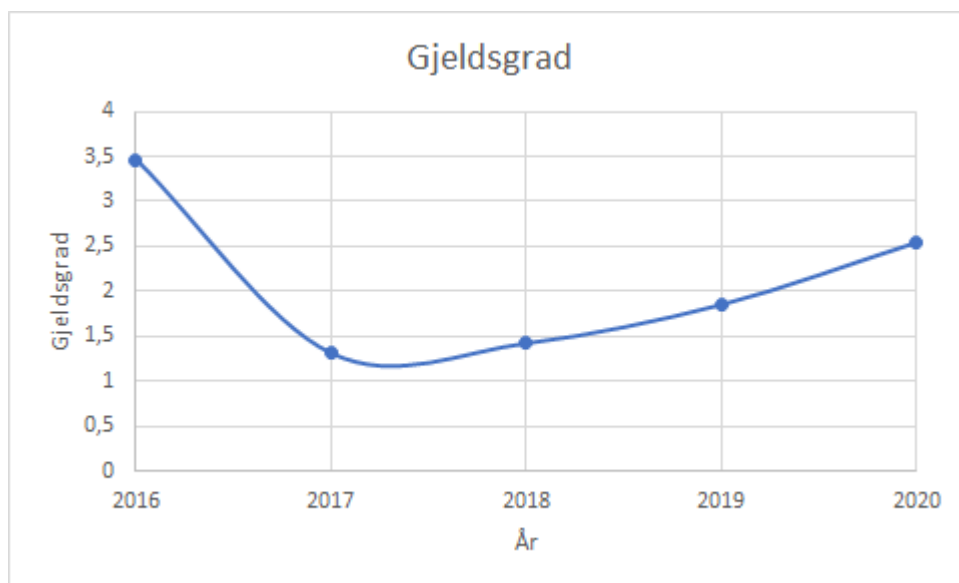
Større investeringer eller nedskrivninger kan også påvirke egenkapitalen. Telia gjennomførte oppkjøpet av GET/TDC i Norge formelt den 21 oktober 2018 for 21 milliarder kroner. Oppkjøpet ble lagt inn i årsregnskapet fra 2018 og er med på å forklare hvorfor Telias samlede egenkapital ble redusert, og ditto gjeld økt, fra 2019. (Marius Lorentzen, E24, 2018)

#### 4.3.2 Gjeldsgrad

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

Gjeldsgrad viser hvor stor del av selskapets eiendeler som er finansiert av gjeld sammenlignet med egenkapitalandelen. Her det motsatt av egenkapitalandelen, og det er ønskelig å ha tallet så lavt som mulig da det betyr at en mindre grad av eiendelene er finansiert av gjeld.

(Tofteland, 2011, s. 212)



(Figur 4.7) (Gjeldsgrad)

Gjeldsgraden er negativt korrelert med egenkapitalandelen. Ved å se på tabellen over ser vi en kraftig reduksjon av gjeld i 2016-2017, mens det fra 2017 gradvis er tatt opp mer. Grunnen til reduksjonen i 2017 kan sees i sammenheng med salget av Turkcell, mens opptaket av gjeld kan forklares med oppkjøpet av GET/TDC.



#### 4.4 Likviditet

Likviditet handler om selskapets evne til å betale for sine forpliktelser. Vi skal se nærmere på Telias omløpsmidler og kortsiktige gjeld for å belyse dette, i tillegg til å utarbeide nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og 2. (Tofteland, 2011, s 215-216)

##### 4.4.1 Likviditetsgrad 1 og 2

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

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

Begge likviditetsgradene tar utgangspunkt i selskapets omløpsmidler målt opp mot den kortsiktige gjelden en gitt tid i balansen. Vi vil i denne delen forsøke å forklare hvorfor Telia stiller noe ulikt andre selskaper med tanke på normtallene som utarbeides og forventes her. Likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, mens likviditetsgrad 2 bør være høyere enn 1.

Som en vil se av tallene under når ikke Telia opp til denne forventningen. De mest likvide omløpsmidlene, altså mest omsatte, er for mange selskaper dets varelager. Telia har sin største fortjeneste i abonnemeter solgt, og ikke fysiske omløpsmidler og dette er med på å forklare avviket her.

Nedenfor har vi beregnet likviditetsgraden til Telia de siste 5 årene ut i fra tallene vi har funnet i Telias årsrapporter.

År	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	1,30	2,18	1,17	0,80	0,92
Likviditetsgrad 2	1,29	2,16	1,162	0,79	0,92

(Tabell 4.1) (Finansieringsgrad 1 og 2)

Begge likviditetsgradene holder seg imellom 0,8 og 1,4 med unntak av 2017 hvor begge er over 2. Dette skyldes at i 2017 hadde mange omløpsmidler og mindre kortsiktig gjeld. I 2017 ble det satt av mindre midler til kortsiktige avsetninger og mindre kortsiktig lån som er en forklaring på den lave kortsiktige gjelden.

## **Kapittel 5      Verdsettelsesteori og metode**

### **5.1    Innledning**

I dette kapitlet skal vi redegjøre for ulike metoder som kan benyttes for å verdsette et selskap. Formålet er å avgjøre hvilken metode vi ønsker å bruke, samt forklare hvorfor vi mener denne metoden passer best for vårt selskap.

Det er i utgangspunktet tre forskjellige verdsettelsesmetoder; fundamental verdsettelse basert på neddiskonterte estimerte fremtidige kontantstrømmer, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. (Damodaran, 2012, kap 11) Valg av metode bør sees i sammenheng med hvilken type bransje selskapet operer i, hvilken fase av livssyklusen selskapet befinner seg i og forutsetningen om fortsatt drift. Videre skal vi redegjøre for hver enkelt metode, samt konkludere med hvilken metode vi vil benytte oss av.

### **5.2    Fundamental verdsettelse basert på neddiskonterte estimerte fremtidige kontantstrømmer**

I fundamental verdsettelse er verdiene av eiendelene lik nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer og baserer seg på underliggende forhold i virksomheten. For å benytte seg av denne metoden må det hentes inn store mengder data om selskapet da fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav ofte baseres på historiske tall og data. Denne metoden egner seg følgelig best for selskap i en stabil vekstfase. Denne fasen oppnås som regel over tid ved at det aktuelle selskapet får bedre og bedre fotfeste i markedet det opererer. Siden metoden belager seg på historiske tall og data, kreves det også en viss levetid for selskapet før metoden kan anvendes.

Det finnes i hovedsak to tilnærminger til metoden fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Førstnevnte verdsetter egenkapitalen i selskapet, altså det som tilfaller eierne, mens sistnevnte verdsetter hele selskapets kapital og omhandler følgelig også kreditorene til selskapet. De to metodene har også en noe forskjellig definisjon på kontantstrøm som vi skal redegjøre for under. (Damodaran, 2012, Kap 11-13)

### 5.2.1 Egenkapitalmetoden

I egenkapitalmetoden blir resterende kontantstrømmer etter modellen under neddiskontert med et avkastningskrav som tilsvarer kravet aksjonærene krever for sine investeringer.

Metoden blir benyttet til å avdekke for stort utbytte selskapet har råd til å utbetale.

<b>Kontantstrøm til egenkapital</b>	
	<b>Årsresultat</b>
<b>+</b>	<b>Avskrivninger</b>
<b>-</b>	<b>Investeringer</b>
<b>+/-</b>	<b>Endring i arbeidskapital</b>
<b>+/-</b>	<b>Endring i gjeld</b>
<b>=</b>	<b>Kontantstrøm til egenkapital</b>

(Figur 5.1) (Kontantstrøm til egenkapital)

Når kontantstrømmen skal beregnes tas det utgangspunkt i årsresultatet som viser hva eierne kan ta i utbytte og/eller investere i selskapet. Årsresultatet er det samme som driftsresultatet minus skatter og renter.

Avskrivninger legges så til igjen, da disse er en kostnads føring av et verditap over flere regnskapsperioder og ikke nødvendigvis gjenspeiler årets resultat som følge av at disse utgiftene er regnskapsmessige og ikke kontantutgifter. Investeringer som er gjort i perioden av selskapet trekkes også fra kontantstrømoppstillingen da det forventes at de skal lede til fremtidig avkastning.

Arbeidskapital har flere definisjoner, men vi velger å forholde oss til definisjonen vi brukte i regnskapsanalysen over, altså summen av omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. En økning av arbeidskapital vil redusere kontantstrømmen til egenkapitalen, mens en reduksjon følgelig vil øke kontantstrømmen.

Til slutt i oppsetningen må endringen i gjeldsgraden til kontantstrømmen vurderes. Dette gjøres ved å se på nettoendring av gjeld, som er differansen mellom ny gjeld og gjeldsbetalinger. Når dette er gjort sitter man igjen med en fri kontantstrøm til egenkapitalen. (Damodaran, 2012, kap. 11)

### 5.2.1.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet er renten aksjonærene krever på sin investering i selskapet og reflekterer avkastningen investorene kunne oppnådd ved å plassere sin kapital et annet sted gitt samme risikobilde som det aktuelle selskapet. For å anslå dette avkastningskravet benytter vi CAPM, også kalt kapitalverdimodellen. (Damodaran, 2012, s. 65) I delkapittel kapittel 6.1.1 går vi nærmere inn på denne modellen og komponentene den består av.

### 5.2.1.2 Nåverdi av egenkapitalen

Når kontantstrømmer og avkastningskravet til egenkapitalen er funnet kan man også finne nåverdien av egenkapitalen. For å finne netto nåverdi neddiskonteres den fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen. Verdt å merke at kontantstrømmene må neddiskonteres ut ifra hvor mange perioder frem den befinner seg. Formelen under viser dette oppsettet og regnestykket.

$$\text{Verdi EK} = \sum_{k=t=1}^{t=n} \frac{KS \text{ til } EK_t}{(1 + r_e)^t}$$

(Figur 5.2) (Nåverdi av egenkapital)

KS til EK = Forventet kontantstrøm til EK

$r_e$  = Avkastningskrav til egenkapital

$t$  = Tid (f.eks. år)

$n$  = Antall perioder

### 5.2.2 Totalkapitalmetoden

Hensikten med totalkapitalmetoden er å gi et mål av et selskaps totale verdi. Beregningene metoden benytter seg av inkluderer også selskapets markedsverdi. I egenkapitalmetoden ble kapitalverdimodellen benyttet for å finne avkastningskravet, mens i totalkapitalmetoden benyttes et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnader og lånekostnader kalt WACC (Weighted average cost of capital). For å finne verdien av et selskap diskonteres resterende kontantstrømmer etter driftskostnader, reinvesteringer og skatt med det beregnede avkastningskravet.

Som en konsekvens av at mange selskap i dag er finansiert av gjeld, gir totalkapitalmetoden et bedre og mer presist bilde av et selskaps faktiske verdi. Totalkapitalen i et selskap sier noe om dets økonomiske ressurser som er fundamentet for all vekst og verdiskapning. Stor vekst i totalkapitalen kan indikere at store investeringer er gjort i måleperioden eller at driften i perioden har vært svært lønnsom. Under kommer beregningene som ligger til grunn for å avgjøre kontantstrømmen til totalkapitalen.

<b>Kontantstrøm til totalkapital</b>
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>
<b>+ Avskrivninger</b>
<b>- Investeringer</b>
<b>- Skatt</b>
<b>+/- Endring i arbeidskapital</b>
<b>= Kontantstrøm til totalkapital</b>

(Figur 5.3) (Kontantstrøm til totalkapital)

Kontantstrømmen til totalkapitalen gjøres før hensyn til kreditorer er tatt. EBIT, som betyr inntekter før renter, netto skatt og reinvesteringsbehov er benyttet som driftsresultat i denne metoden da disse postene ikke skal inngå i beregningene. Som i egenkapitalmetoden legges avskrivninger til av de samme hensynene, mens investeringer trekkes fra. En forskjell i

beregningene for kontantstrøm til egenkapital og total kapital er at også skatt skal trekkes fra i total kapitalmodellen.

Dette er, som nevnt innledningsvis i kapitlet, en definisjonsforskjell på kontantstrøm for de to metodene. Videre er heller ikke endring i gjeldsgrad en del av beregningene for kontantstrøm til total kapitalen, og vi skal senere i kapitlet forklare hvorfor. Arbeidskapitalen er felles for de to, og en økning av denne, vil som i egenkapitalmetoden, redusere den frie kontantstrømmen til total kapitalen. Etter disse beregningene vil man til slutt sitte igjen med den endelige kontantstrømmen til total kapitalen.

### 5.2.2.1 Avkastningskrav til total kapital

Der vi i egenkapitalmetoden kun benyttet kapitalverdimodellen for å finne avkastningskravet, benyttes WACC, oversatt til vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, i total kapitalmetoden. Verdien her er det selskapet anslår at de i snitt må betale til sine aksjonærer for å finansiere sine eiendeler. WACC viser minimumsavkastningen selskapet må oppnå fra sine aktiva for å tilfredsstille sine kreditorer, eiere og andre investorer. Siden WACC som nevnt representerer et veid gjennomsnitt av gjeldskostnad etter skatt og egenkapitalkostnad, er det ikke hensiktsmessig å ta med endring i gjeldsandelen når kontantstrømmen til total kapitalen skal beregnes. Vi vil i delkapittel 6.1.2 gå nærmere inn på WACC og alle komponentene den består av.

### 5.2.2.2 Nåverdi av total kapital

Når kontantstrøm og avkastningskrav til total kapitalen er beregnet, kan en også finne nåverdien til selskapet. Dette gjøres ved å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet WACC. Under følger formelen vi benytter oss av for å finne nåverdi.

$$\text{Verdi firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS \text{ til } TK_t}{(1 + WACC)^t}$$

(Figur 5.4) (Nåverdi av total kapital)

KS til TK = Forventet kontantstrøm til TK

WACC = Avkastningskrav til total kapital

t = Tid (f.eks. år)

n = Antall perioder

### **5.2.3 Estimere terminalverdi**

Terminalverdien er verdien man oppnår etter de fremtidige estimerte kontantstrømmene. Som en forutsetning antas det at selskapet vil ha en lik vekstrate uendelig etter prognosene av kontantstrømmene er fastslått. Videre benytter analytikere modellen for fundamental verdsettelse basert neddiskontering av estimerte fremtidige kontantstrømmer til å fastsette selskapets totale verdi.

I tillegg til fremtidige estimerte kontantstrømmer er terminalverdi en viktig komponent i modellen. Å beregne denne verdien kan gjøres ved en anvendelse av tre forskjellige metoder; likvideringsverdi, multippel tilnærming eller stabil vekstrate. (Damodaran, 2012, kap 12, s. 304) Vi vil basere vårt estimat på terminalverdien ved å anvende Gordons formel, også kjent som dividendemodellen, som faller under kategorien stabil vekstrate. (Finansleksikonet, 2021)

#### **5.2.3.1 Vekstforutsetninger**

Vekst i seg selv er et relativt diffust begrep og for å redegjøre for fremtidig vekst må nødvendige forutsetninger tas. Hvor veksten skal måles er også relevant, og i følge Damodaran er det ulike faktorer som kan anvendes for å estimere fremtidig vekst. Eksempelvis kan det være innen driftsinntekter, inntjening eller prisvekst per aksje. Ved å bruke en vekstrate på inntektene, ønsker vi å kunne estimere den fremtidige inntjeningsveksten.

Den estimerte vekstraten vil basere seg på selskapets forventning rundt produktpriser og salg. Den består av flere komponenter som bransjens generelle utsikter, analyser av de mest anvendte produktfunksjonene og markedets totale etterspørsel som de mest sentralt. For at det skal være hensiktsmessig for et selskap å prioritere vekst, bør sentrale faktorer som en solid kundebase og en god og funksjonell og operasjonell drift være på plass. Det er dette som danner grunnlaget for et selskaps generelle inntjening. I neste avsnitt, som omhandler Gordons formel, eksemplifiseres hvorfor et solid fundament er essensielt før vekst bør prioriteres.

### 5.2.3.2 Gordons formel

Generelt benyttes denne formelen for å estimere en aksjes indre verdi. Med dette menes at den baseres på en stabil vekst selskapet historisk har hatt, og forutsetter da en konstant vekst i de fremtidige kontantstrømmene som estimeres. Det er de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen som benyttes og estimeres. Siden formelen baseres på en konstant fremtidig vekst, benyttes den i all hovedsak for selskap som historisk har hatt en stabil vekst. Følgelig vil selskap som ikke har hatt dette tidligere ikke få noe særlig utbytte av formelen fordi den legger forutsetninger til grunn som selskapet ikke har noe grunnlag for å kunne ta. Dette er også årsaken til at det må leveres stabilt godt over tid, og hvorfor fundamentet til selskapet bør være solid før en benytter denne verdsettelsesmetoden.

Formelen består av tre hovedkomponenter; kontantstrøm, vekstraten og avkastningskravet.

$$P = \frac{KS_1}{r - g}$$

(Figur 5.5) (Gordons formel)

P = Dagens aksjekurs

KS1 = Verdien av neste års kontantstrøm

r = Avkastningskrav

g = Konstant vekst

Som en ser av formelen estimeres først neste års kontantstrøm til totalkapitalen. Etter dette divideres den med differansen mellom avkastningskravet som settes og den estimerte fremtidige og konstante veksten. Avkastningskravet er investorenes minstekrav til fortjenesten de har på investeringen. Som en ser tidligere i oppgaven kan dette kravet estimeres ved hjelp av flere metoder. Siden kontantstrømmen som benyttes er til totalkapitalen vil WACC være formelen som benyttes for å finne denne.

Til slutt antar formelen at selskapet eksisterer for alltid. Det vil si at vekstraten som benyttes på kontantstrømmene forblir den samme i uoverskuelig fremtid. Dersom modellen gir en verdi som er høyere enn den oppgitte markedsverdien, vil det bety at aksjen er undervurdert og omvendt.



## 5.2.4 Oppsummering av total- og egenkapitalmetoden

Totalkapitalen inneholder all kapital et selskap har tilgjengelig, altså summen av egenkapitalen og den langsiktige gjelden. Når verdien av et selskap fastslås ved anvendelse av totalkapitalmetoden er det denne summen man finner. Dersom man trekker fra gjelden i denne metoden, står man følgelig kun igjen med egenkapitalen. Det vil med andre ord si at netto nåverdi ved bruk av de to kontantstrømmetodene til slutt vil bli den samme dersom gjeld trekkes fra totalkapitalmetoden.

## 5.3 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse vil komplementere den fundamentale verdsettelsen vi benytter oss av i oppgaven. Denne metoden kjennetegnes ved at man bruker markedsverdien til lignende selskap som grunnlag for selve verdsettelsen. Det benyttes multipler hvor selskapets egenkapital blir sammenlignet med lignende selskaps børsverdi. Det finnes flere forskjellige multipler, men de tre mest benyttede, og som vi skal se nærmere på er P/E, P/B og EV/EBITDA.

### 5.3.1 P/E-multippel

P/E står for Price/Earnings hvor formålet med forholdstallet er å si noe om selskapets nåværende aksjekurs sammenlignet med resultat/utbytte per aksje. Forholdet benyttes for eksempel når en investor skal avgjøre hvorvidt aksjekursen gjenspeiler den anslåtte inntjeningen per aksje. Det er i hovedsak to måter å finne dette forholdet på som vist i formelen under.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}} = \frac{\text{Aksjekursen}}{\text{Årsresultat per aksje}}$$

(Figur 5.6) (P/E multippel)

P/E multipelen kan altså finnes enten ved å dele markedsverdi på årsresultatet eller ved å dele aksjekursen på årsresultat per aksje. Uavhengig sier den noe om forventninger knyttet til vekst eller nedgang. Generelt kan en høy P/E bety at aksjekursen er høy i forhold til inntjeningen, som kan bety at den kan være overvurdert. I den andre enden kan en lav P/E indikere at aksjekursen er lav i forhold til inntjeningen og at den kan være undervurdert. Verdt å merke at

P/E i seg selv ikke gir et godt grunnlag for å kunne trekke en konklusjon i den ene eller andre retningen, og bør kun brukes som en sammenligning med lignende selskaps P/E.

Hva som defineres som en høy P/E og lav P/E varierer fra bransje til bransje, og er noe av hovedgrunnen til at det kun bør benyttes for sammenligning. Selskap som opererer i forskjellige markeder, kan ha helt forskjellige verdier her uten at det nødvendigvis betyr at det ene er en bedre investeringsmulighet enn det andre. Kort forklart sier forholdet noe om hvor mye markedet er villig til å betale for en aksje en gitt dag basert på historiske data og/eller fremtidig inntjening. (Investopedia, 2021, Jason Fernando)

### 5.3.2 P/B multippel

P/B står for Price/Bookvalue og benyttes av selskap til sammenligning med konkurrerende aktører i markedet. Det multippelen sier noe om er aksjekursen i forhold til bokført egenkapital i selskapet. Det er også her to måter å beregne dette forholdet på som vises under.

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

(Figur 5.7) (P/B multippel)

Som med P/E multippelen og generelt de fleste forholdstall, er det vanskelig å si noe om hva som er en høy og en lav P/B verdi da den kan variere veldig fra bransje til bransje. En lav P/B-multippel sammenlignet med like selskap i bransjen kan indikere at den er undervurdert. Den indikerer også hvorvidt du betaler for mye det som ville stått igjen dersom selskapet hadde gått konkurs umiddelbart. For og på en best mulig måte anvende denne multippelen vil det være fornuftig å innhente verdier fra flere lignende selskap for å kunne danne seg noen referansepunkter. Herfra vil det da bli enklere for selskapet å identifisere andre ulike faktorer som kan gi en mer presis tolkning av P/B multippelen samt å spå selskapets fremtidige vekst.

### 5.3.3 EV/EBITDA multippel

EV, eller Enterprise Value, er hva et selskaps teoretiske oppkjøpsverdi ville vært. Selskapets markedsverdi beregnes ved å summere selskapets egenkapital og gjeld for så å trekke fra selskapets kontantbeholdning. EBITDA er selskapets overskudd fra driften, altså inntjeningen

før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Formelen for beregning av dette forholdet kommer under.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Markedsverdi gjeld} - \text{Kontanter}}{EBITDA}$$

(Figur 5.8) (EV/EBITDA multipl) )

Denne multipljen er en firmaverdimultiplje. Den er mye brukt blant investorer og en viktig årsak til dette er at de aller fleste selskap har en positiv EBITDA. En annen sentral årsak til at den blir flittig brukt er at EBITDA trekker fra avskrivninger når driftsresultatet beregnes. I og med at selskap kan benytte forskjellige metoder for avskrivning, for eksempel saldoavskrivning og lineær avskrivning, vil dette kunne utgjøre forskjeller i netto inntekter.

Ved å benytte denne modellen unngår man nettopp disse mulige forskjellene. Multipljen er også mer følsom og lettere å sammenligne med andre selskaper med hensyn til selskaps finansielle gjeld sammenlignet med andre inntektsmultipler. Multipljen er også spesielt nyttig for selskap i bransjer hvor store investeringer må gjøres i infrastruktur og med en lenger periode mellom hver investering. Slik sett vil telekombransjen, og da særlig i land hvor det bygges eller eksisterer en egen infrastruktur, kunne dra god nytte av denne. (Damodaran, 2012, s. 500-501)

#### **5.4 Opsjonsbasert verdsettelse**

Den siste av de tre verdsettelsesmetodene er opsjonsbasert verdsettelse. Denne verdsettelsen tar hensyn til verdien fleksibilitet kan ha. En opsjon er en rett, ikke en plikt, til å kjøpe eller selge verdipapirer, tjenester eller andre ytelser til en fastsatt og forhåndsbestemt pris. En opsjon kan følgelig avvike fra markedsverdien på det tidspunktet den blir innløst. Det er også her fleksibiliteten kommer til syne ved at selskap eller investorer sikrer seg en potensiell mulighet til å gjennomføre en investering uten å forplikte seg til å gjøre det. Slik kan man følge utviklingen i en god stund i forveien før man tar den endelige avgjørelsen om og eventuelt gjennomføre et kjøp eller et salg.

Å benytte seg av denne typen verdsettelse kan derimot by på noen problemer ved at informasjonen rundt eventuelle opsjons posisjoner ikke nødvendigvis er tilgjengelig og følgelig blir det utfordrende å gjennomføre en fullstendig verdsettelse. Videre minner denne

verdsettelsesmetoden om den tradisjonelle fundamentale verdsettelsen. Damodaran skriver at mange mener at patenter og eventuelle ressurser som ikke er ferdig utviklet burde bli sett på som opsjoner, og burde følgelig bli verdsatt som nettopp dette, istedenfor den tradisjonelle verdsettelsen med neddiskontering av fremtidige estimerte kontantstrømmer. (Damodaran, 2012, s. 23)

## **5.5 Valg av verdsettelsesmetode**

Når endelig valg av verdsettelsesmodell og metode skal tas er det som nevnt innledningsvis flere faktorer som skal vurderes. Telia Company AB er et multinasjonalt selskap som opererer i flere land og marked, og som har hatt en kontinuerlig vekst de siste årene. Med en såpass omfattende virksomhet vil det være logisk å benytte fundamental verdsettelse som metode. Denne baseres på selskapets faktiske regnskapstall, og er mest sensitiv for eventuelle endringer i de estimatene vi senere skal regne oss frem til. Alle metodene har sine svakheter, men vi anser sensitivitet for eventuelle endringer basert på selskapets faktiske tall som bedre enn sensitivitet basert på utvalg av sammenlignbare selskap i P/E og EV/EBITDA eller eventuelle endringer i utbyttebetalinger i dividendemodellen. Fundamental verdsettelse kan gjøres ved å benytte enten egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. Egenkapitalmetoden beror i hovedsak på eiernes risiko, så vi vil benytte totalkapitalmetoden når vi skal verdsette selskapet. Ved at Telia også er delvis gjeldsfinansiert vil totalkapitalmetoden gi det beste og mest presise estimatet av selskapets verdi. I delkapittel 7.4 «Oppsummering av verdsettelsesmetoder» går vi nærmere inn på forskjellene etter beregningene er foretatt.

Vi vil også komplementere den tradisjonelle fundamentale verdsettelsen med relativ verdsettelse. Vi ønsker å se på Telias posisjon sammenlignet med sine konkurrenter, og håper følgelig at den relative verdsettelsen og verdiene vi finner der kan bidra til en mer gjennomført og god verdsettelse av selskapet. Vi vil benytte de mest aktuelle multiplene som nevnt i delkapittelet over, og sammenligne disse med Telias største og direkte konkurrenter i de største markedene.

## Kap. 6 Finansiell analyse

### 6.1 Innledning

I denne delen av oppgaven skal vi foreta en verdsettelse av Telias aksje 31.12.2020. For å gjøre dette vil vi bruke historiske data sammen med den kunnskapen vi har tilegnet oss om selskapet gjennom denne oppgaven. Prisen på Telia aksjen ved årsskiftet var på 33,96 SEK og selskapet har 4,089,631,702 utestående aksjer som tilsvarer en markedsverdi verdi på 138 milliarder SEK på denne tiden. (Nasdaqnordic, 2020)

I vår kontantstrømanalyse av Telia vil vi velge å dele inn i tre perioder. Først en eksplisitt periode fra 2021-2025, så en periode med konstant vekst fra 2026-2030 og til slutt et terminalledd fra 2031 og utover. Disse periodene vil ha forskjellige forutsetninger som vil gi forskjellig avkastningskrav i periodene.

#### 6.1.1 Kapitalverdimodellen – CAPM

Kapitalverdimodellen er en modell som tar for seg forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Den blir brukt til å beregne avkastningskravet ved investeringer som inneholder risiko. Det er naturlig at en investor skal kompenseres for risikoen han/hun påtar seg ved investeringen, og skal være en gitt prosentandel utover avkastningen han/hun ville oppnådd ved investeringer som er å anse risikofri rente. (Damodaran, 2012, s. 65)

Formelen følger under.

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

$r_e$  = Avkastningskrav til egenkapitalen

$r_f$  = Risiko fri rente

$\beta$  = Selskapets betaverdi

$r_m$  = Markedets forventet avkastning

$r_m - r_f$  = markedets risikopremie

(Figur 6.1) (Kapitalverdimodellen)

### 6.1.1.1 Risikofri rente

Dette er den avkastningen en kan forvente å få ved å ta en tilnærmet risikofri investering. Dette kan være langsiktige statsobligasjoner fra “sikre” land eller økonomier. (Damodaran, 2012, s.68) Det mest vanlige målet på risikofri rente er 10-årige statsobligasjoner. Dette støttes av en undersøkelse PWC foretar årlig, hvor en fant ut av 42% av investorer velger dette som risikofri rente. (PWC, 2020)

Ser vil på de 10-årige statsobligasjonene i Sverige har de faktisk til tider vært negativ i tidsrommet juli 2019 til desember 2020, som betyr at det har vært negative renter. Dette har innvirkning på økonomien ettersom det gir folk et større insentiv til å investere og ta på seg mer risiko, siden en taper penger ved å investere risikofritt. På nyåret derimot har den risikofrie renten begynt å bevege seg oppover og ligger nå på rundt 0,4%. Dette er fortsatt historisk sett veldig lavt. (Tradingeconomics, 2020) Den lave risikofrie renten i Sverige kan forklares med pandemien verden står overfor i dag.

De laveste årlige avkastningene på en svensk 10-årig statsobligasjon. (Marketwatch a, 2021)



(Tabell 6.1) (Svensk statsobligasjon)

Vi ser at det har vært en nedadgående trend de siste årene og at den har ligget lavt i forhold til land som Norge som har historisk sett ligget over disse verdiene. (Marketwatch b, 2021)

I dag er renten for en 10-årig svensk statsobligasjon på 0,377%. (Worldgovernmentbonds, 2020) Vi forventer at rentenivået vil ligge på rundt 0,5% de neste 5 årene, ettersom det er

naturlig å tro at den svenske riksbanken vil jobbe med å få renten opp de neste årene, slik at de kan møte inflasjons kravet på 2%. I beregningene av risikofri rente har vi kommet frem til at på sikt må rentenivået opp for å nå inflasjonsmålet og har benyttet disse risikofrie rentene i de ulike periodene.

Risikofri rente 2021-2025 på 0,5%

Risikofri rente 2025-2030 på 1%

Risikofri rente 2030 og utover på 1,5%

### **6.1.1.2 Selskapets Beta-verdi**

Selskapets betaverdi er et mål på risikoen knyttet til selskapet. Den er et mål på hvor sensitiv aksjen er tilknyttet endringer i markedet. (Damodaran, 2011, s. 68) Markedsbetaen, som inneholder alle aksjer, ansees som en beta på 1. Det vil si at en gjennomsnittlig aksje vil ha betaverdi 1. Dersom dette er tilfellet for aksjen vil det være en perfekt samvariasjon mellom aksjen og markedet. Hvis aksjen har en beta over 1 vil aksjen reagere sterkere enn markedet og hvis den er mindre vil endringen være lavere enn markedet.

Vi finner selskapets beta verdi ved å bruke historiske data på aksjekursen til Telia og OMX Stockholm benchmark indeksen fra 30.12.2016 til 30.12.2020. Vi har regnet ut kovarians og varians mellom endring av daglig kurs av Telia aksjen og OMX Nordic indeksen og beregnet selskapets beta ut ifra det. Vi har også gjort en regresjonsanalyse for å finne intervallet hvor beta befinner seg.

	Telia	OMXSBGI
<b>Varians</b>	0,00017816	0,00012626
<b>Standardavvik</b>	0,013347642	0,011226148
<b>Kovarians</b>	8,69671E-0,5	
<b>Beta</b>	0,69	
<b>Koeffisienter</b>	<b>Nedre 95%</b>	<b>Øvre 95%</b>
0,69	0,63	0,75

(Tabell 6.2) (Utrekning av beta)

Ut ifra regresjonsanalysen får vi at selskapets Beta med 95% sannsynlighet ligger innenfor intervallet 0,63 og 0,75. Beregningene av kovarians og varians gir oss en beta på 0,69, som er innenfor dette.

#### Justert Beta

Vi velger å justere beta nærmere 1 ettersom empiriske data støtter at beta for stabile selskaper vil bevege seg mot 1 på lang sikt. (Damodaran, 2012, s. 187) Vi velger å bruke Vasiecek sin teknikk for beregningen av justert beta.

$$\text{Justert } \beta = \text{Råbeta} * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$$

$$\text{Justert } \beta = 0,69 * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3} = 0,79$$



### 6.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer det man kan forvente å få i avkastning utover den risikofrie renten. I Sverige har denne posten vært stabilt mellom 5 og 7% de siste årene og i 2020 var den på 6,1%. (Statista, 2020) Dette vil være en naturlig markedspremie å bruke videre i oppgaven, men risikopremien i markedet endres ved svingninger i økonomien. Er det dårligere tider i økonomien kan investorer bli mer risikoaverse siden de takler tap dårligere, dette vil medføre i en høyere risikopremie. Selv om verden er i en ustabil og usikker tid med tanke på pandemien, velger vi en markedsrisikopremie på 6% videre i analysen.

### 6.1.1.4 Avkastningen på Egenkapitalen

Ut ifra de tallene vi har beregnet tidligere kan vi nå beregne avkastningen Telia har på egenkapitalen.

$$CAPM_{2021-2025} = 0,5\% + 0,79 * 6\% = 5,24\%$$

$$CAPM_{2025-2029} = 1\% + 0,79 * 6\% = 5,74\%$$

$$CAPM_{2030\rightarrow} = 1,5\% + 0,79 * 6\% = 6,24\%$$

### 6.1.2 WACC - Weighted average cost of capital

WACC brukes til å beregne avkastningen på totalkapitalen. Den kalkuleres ut ifra vektingen av egenkapital og fremmedkapital/gjeld. WACC er gitt ved formelen nedenfor;

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

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

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

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

$$TK = \text{Totalkapital}$$

$$s = \text{Skattesats}$$

(Figur 6.2) (WACC)

#### 6.1.2.1 Egenkapital og gjeldsandel

Markedsverdien av egenkapitalen finner man ved å multiplisere aksjekursen med antall utestående aksjer. Ved årsskiftet var aksjekursen til Telia på 33,96 SEK og hadde 4.089.631.702 utestående aksjer som gir en markedsverdi på 138.883.892.600 SEK.

Markedsverdien på den rentebærende gjelden finner vi i årsrapporten til Telia. Den ligger på 108.584.000.000 SEK. (Telia Company årsrapport a, 2021) Regnskapsstandarden som ble introdusert i 2019, IFRS 16, krever også at deler av leieavtaler selskapet har skal balanseføres som gjeld. Telias leieavtaler er på totalt 14 854 000 000, hvorav 12 183 000 000 er langsiktige og 2 671 000 000 er kortsiktige. Denne totalsummen legges til, sammen med egenkapital og annen gjeld når totalkapitalen skal beregnes.

Totalkapitalen til Telia blir da 262.321.892.599,92 SEK og gir en egenkapitalandel på 53% og en gjeldsandel på 47%

### **6.1.2.2 Skattesats**

Skattesatsen vi velger å benytte oss av i oppgaven vil være en estimert sats basert på alle Telias virksomhetsområder. Ved å være et internasjonalt selskap er det selvsagt at skattesatsene vil variere basert på hvor skatten betales og for hvilken del av virksomheten det skal skattes. Som et svensk selskap vil det være naturlig å ha de aktuelle skattesatsene her som et utgangspunkt for den totale skatteberegningen, da det også er i Sverige den største andelen av Telias virksomhet befinner seg.

Selskapsskatten i Sverige er per 16.04.2021 21,4% og planlegges videre en nedgang til 20,6% i løpet av året. Selskapsskatten er skatten selskap må betale på sitt overskudd etter eventuelle avskrivninger er foretatt. Sammenlignet med resten av Norden ligger Sverige ca midt i hva gjelder selskapsskatt. Norge ligger på 22%, som er det samme som Danmark, mens Finland er lavest med 20%. (NHO, 2021)

I årsrapporten og regnskapet fra 2020 var det en negativ effektiv skattesats for selskapet på - 21,065 millioner SEK. En stor del av årsaken til dette årets avvik dreier seg om Telias avvikling av aksjeposter i Turkcell AS. Av de negative 21,065 millionene var 18,019 millioner direkte knyttet til denne avviklingen. (Telia Company årsrapport a, 2021)

Skattesatsen som benyttes i WACC er derimot ikke relatert til Telia Company AB konsernets overordnede resultat. I denne modellen benytter vi oss heller av den oppgitte selskapsskatten i landet konsernet stammer fra, altså Sverige. Denne satsen er som nevnt tidligere i delkapittelet på 21,4%.

### **6.1.2.3 Gjeldsrente**

Gjeldsrente kan beregnes ved å regne ut gjennomsnittlig rente på rentebærende gjeld. Ved å vekte gjeldsandelen mellom kortsiktig og langsiktig gjeld fra 2017-2020 får vi en gjennomsnittlig rente gjeld på 2,8%. Som følge av den nye regnskapsloven IFRS 16, skal også leieavtaler føres under gjeld. Følgelig vil rente på leieavtaler også være med i det vektete snittet for gjeldsrente. 2,8% er i seg selv nokså lavt, men vi antar at den vil være lav en stund til ettersom økonomien er usikker og rentenivået generelt er lavt på grunn av Corona-pandemien. Fra 2026-2030 regner vi med at den risikofrie renten er økt, da vil og gjeldsrenten øke, så vi setter den til 3,8% denne perioden. Fra 2031 og utover velger vi å benytte 4,3% i gjeldsrente.

Rentenivåene i avsnittet over tar som nevnt ikke hensyn til rente på leieavtaler. Siden regnskapsstandarden ble innført i 2019 har vi kun to regnskapsår å forholde oss til. Dette er i utgangspunktet noe snevert for å danne et godt bilde, men er også de eneste forutsetningene vi har å gå på. I 2019 var det 2 968 000 000 og i 2020 var det 2 671 000 000 i kortsiktige og 12 046 000 000 og 12 183 000 000 i langsiktige leieavtaler, hvor det ble betalt henholdsvis 436 000 000 og 441 000 000 i renter. Det utgjør en rente på 2,9% i 2019 og 2,97% i 2020. Det vektete snittet av rente på rentebærende gjeld og leieavtaler vil da i første periode være på 2,81%, 3,68% i den andre perioden og 4,11% i den siste perioden når vi legger til samme forutsetningene for vekst i rente til grunn her.

#### 6.1.2.4 Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen

$$WACC_{2021-2025} = 5,24\% * 53\% + 2,81\% * 47\% * (1 - 22\%) = 3,93\%$$

$$WACC_{2026-2030} = 5,74\% * 53\% + 3,68\% * 47\% * (1 - 22\%) = 4,56\%$$

$$WACC_{2031\rightarrow} = 6,24\% * 53\% + 4,11\% * 47\% * (1 - 22\%) = 5,01\%$$

## 6.2. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I prognosen av fremtidige kontantstrømmer vil vi bruke historiske tall fra årsregnskapene 2016-2020. Her vil vi ta for oss forholdstall og mål Telia har satt for fremtiden.

### 6.2.1 Estimering av driftsinntekter

	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	84 178	79 867	83 558	85 965	89 191
Endring i %		-5,12%	4,6%	2,8%	3,8%

(Tabell 6.3) (Tall i millioner SEK) (Historisk vekst i driftsinntekter)

Vi ser samlet sett en økning i driftsinntekter hvor eneste unntak er i 2017. Årsaken til dette er Telias avvikling av et eierskap i mobilselskapet Yoigo i Spania. Salget påvirket driftsinntekten til Telia med rundt 6 milliarder SEK, som forklarer nedgangen i regnskapsåret 2017. Økningen av driftsinntekter etter 2018 forklares av inngangen og satsingen i Baltikum.

Gjennomsnittlig årlig vekst av driftsinntekter har vært på 1,5%, men ettersom Telia har gjort endringer i sin portefølje ved å selge seg ut av enkelte land og gå inn i nye, velger vi å se på veksten i den perioden hvor porteføljen har vært uendret, altså fra 2018-2020. Dette vil gi en vekst på 3,73% av driftsinntekter årlig. Vi ser derimot en nedgang i driftsinntekter i siste kvartal i 2020 på 1,9%. (Telia Company Q4, 2021) Dette kan tyde på at en vekst på 3,7% vil være i overkant optimistisk. I tillegg viser statistikk at europeere har i snitt 773 euro mindre kjøpekraft i 2020 som følge av korona pandemien. (GFK, 2021) Dette kan påvirke veksten av driftsinntektene til Telia negativt. Legger vi dette til grunn og i tillegg ser på den historiske veksten på 1,5% og nedgangen på 1,9% i siste kvartal 2020, velger vi å bruke en vekst på 2% i årlige driftsinntekter.

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	89 191	90 974,82	92 784,31	94 650,20	96 543,20	98 474,07
Vekst		2%	2%	2%	2%	2%

(Tabell 6.4) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidig vekst i driftsinntekter)

## 6.2.2 Estimering av Driftskostnader

	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	84 178	79 867	83 558	85 965	89 191
Varekostnader -	20 911	20 263	22 297	22 269	25 016
% av DI	25%	25%	26%	26%	28%
Operasjonelle kostnader					
Nettverkskostnad -	12 666	10 770	10 392	8 097	7 089
% av DI	15%	14%	12%	9%	8%
Personal kostnad -	12 105	12 526	12 745	13 753	14 680
% av DI	14%	16%	15%	16%	16%
Markedsføring -	4 319	3 073	2 256	3 362	3 343
% av DI	5%	4%	4%	4%	4%
Andre Driftskostnader +	8 456	8 111	8 430	8 017	8671
% av DI	10%	10%	10%	9%	10%
Andre Driftsinntekter +	5 490	1 984	867	565	1 080
Sum operasjonelle kostnader	32 056	32 496	33 956	32 564	32 703
% av DI	38%	41%	41%	38%	37%
Sum Driftskostnader	52 957	52 795	56 253	54 833	57 719
% Av DI	63%	66%	67%	64%	65%

(Tabell 6.5) (Tall i millioner SEK) (Historiske driftskostnader)

Ser vi på kostnadene, nærmere bestemt varekostnad, så har den vært stabil på ca 25%. Det vil være naturlig å anta at dette nivået vil holde seg stabilt fremover og vi vil bruke en varekostnad på 25 % av driftsinntektene når vi estimerer fremtidige kostnader.

Telias mål er å kutte driftskostnader med 2 milliarder SEK innen 2023 og 4 milliarder innen 2025, og ble presentert av selskapets president og CEO Allison Kirkby i introduksjonen til årsrapporten i 2020. (Telia company i, 2021) De operasjonelle kostnadene har vært mellom 36% og 40% og i 2020 lå de på 36,67%. Ved beregningene i år 2021 vil vi bruke 38% som sats, ettersom de historiske tallene har vært noe høyere. I år 2022 vil vi legge inn en reduksjon på 1% og i 2023 vil vi legge inn en reduksjon på 2%, deretter vil vi ikke ha noen videre reduksjoner. Vi antar reduksjonen er lavere de første årene ettersom det fortsatt er usikkerhet rundt Covid-19 situasjonen.

Med de forutsetningene vi har lagt til grunn vil estimatene av fremtidige driftskostnader se slik ut:

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	89 191	90 974,82	92 784,31	94 650,20	96 543,20	98 474,07
Vekst		2%	2%	2%	2%	2%
Varekostnader		22 743,71	23 198,58	23 662,55	24 135,80	24 168,52
% av DI		25%	25%	25%	25%	25%
Operasjonelle kostnader		34 570,43	34 333,9	33 127,57	33 790,12	34 465,92
% av DI		38%	37%	35%	35%	35%
Sum Driftskostnader		57 314,14	57 532,48	56 790,12	57 925,92	59 084,44
EBITDA		33 660,68	35 261,84	37 860,08	38 617,28	39 389,63
Margin		37%	38%	40%	40%	40%

(Tabell 6.6) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidige driftskostnader)

### 6.2.3 Estimering av avskrivninger

	2016	2017	2018	2019	2020
Anleggsmidler	179 475	174 503	201 021	224 088	189 668
% Endring		-2,27%	15,2%	11,47%	-15,36%
Avskrivninger	11 533	12 892	13 603	18 861	19 937
Avskrivning i %	6,43%	7,39%	6,77%	8,42%	10,51%

(Tabell 6.7) (Tall i millioner SEK) (Beregning av avskrivninger)

Vi ser at anleggsmidlene har variert fra år til år og skyldes endringer i hvor Telia har drevet virksomhet. I 2017 har Telia en nedgang i anleggsmidler fordi de solgte seg ut av virksomheten i Spania. Det samme gjelder for året 2020 hvor de solgte seg ut av virksomheten i Tyrkia. Vi antar derimot at porteføljen til Telia vil holde seg mer stabil fremover basert på strategiendringer og uttalelser i årsrapporten fra 2020. Avskrivningene vil øke i takt med investeringene og holde seg nokså likt, derfor velger vi å estimere fremtidige avskrivninger på bakgrunn av de estimerte investeringene. Dette kommer vi tilbake til senere i oppgaven.

#### 6.2.4 Estimering av Arbeidskapital

Sats	Tall i millioner SEK
Omløpsmidler per 31.12.2020	37 014,00
Kortsiktig gjeld per 31.12.2020	40 101,00
Arbeidskapital per 31.12.2020	-3 087,00
Gjennomsnittlig endring over 5 år	9 566,40

(Tabell 6.8) (Beregning av arbeidskapital)

Ved estimering av fremtidig arbeidskapital kan man ifølge Damodaran beregne arbeidskapitalen ut ifra endringene i driftsinntekter. Det vil si at når salgsinntektene øker så økes arbeidskapitalen tilsvarende prosentvis. (Damodaran, 2012, p.265)

Vårt estimat på arbeidskapitalen blir da:

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Arbeidskapital	-3 087,00	-3 148,74	-3 211,71	-3 275,95	-3 341,47	-3 408,30
Vekst		2%	2%	2%	2%	2%

(Tabell 6.9) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidig endring i arbeidskapital)

## 6.2.5 Estimering av Investering i varige driftsmidler og leieavtaler

Utrekningen av Telias investeringer kan gjøres på følgende måte.

$$UB \text{ Anleggsmidler} + \text{Avskrivninger} - IB \text{ Anleggsmidler} = \text{Investeringer}$$

År	2016	2017	2018	2019	2020
UB Anleggsmidler	179 475,00	174 503,00	201 021,00	224 088,00	189 668,00
Avskrivninger	11 533,00	12 892,00	13 603,00	18 861,00	19 937,00
IB anleggsmidler	173 850,00	179 475,00	176 003,00	199 860,00	224 088,00
Investeringer	17 158,00	7 920,00	38 621,00	43 089,00	-14 483,00
%-andel av DI	20,38%	9,92%	46,22%	50,12%	-16,24%

(Tabell 6.10) (Tall i millioner SEK) (Beregning av historiske investeringer i varige DM)

Telia har hatt en ujevn investeringsrate de siste 5 årene. Det kan sees i sammenheng med at de har trukket seg ut av land som Spania og Tyrkia og gått inn i landene i Baltikum.

Planleggingen og oppstarten av 5G nettverket har også vært en stor investering som er en forklaring på den høye investeringsraten i 2018 og 2019. I 2020 oppsto derimot situasjonen rundt Covid-19 og en naturlig konsekvens er at investeringene avtar.

Totalt utgjør det et snitt på at 22% av driftsinntektene til Telia blir brukt på å reinvestere. Ettersom det er store sprik i de årlige tallene kan vi ikke med sikkerhet si at dette er et godt estimat og bruke videre i oppgaven. Vi velger derfor å legge oss litt under snittet de siste 5 årene, utenom 2021 da vi setter den som litt høyere i forbindelse med 5G utbyggingen. Med de forutsetningene for investeringsratene som vi har valgt får vi disse estimatene:

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekt	90 974,82	92 974,32	94 650, 20	96 543,21	98 474,07
% Reinvestert	20%	20%	20%	20%	20%
Investering	18 194,96	15 805,63	16 090,53	16 412,35	16 740,59

(Tabell 6.11) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidige investeringer i varige DM)



Investeringer i varige driftsmidler gir som tidligere nevnt grunnlag for å estimere fremtidige avskrivninger.

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Avskrivninger	18 000	16 000	16 000	16 500	17 000

(Tabell 6.12) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidige avskrivninger)

Leieavtaler:

Leieavtaler	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
	12 046	12 183	12 304,84	12 427,15	12 552,15	12 667,67	12 804,45
Vekst		1,13%	1%	1%	1%	1%	1%

(Tabell 6.13) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidige leieavtaler)

For å beregne vekst i tilgang på leieavtaler og hvordan denne posten skal beregnes i kontantstrømoppstillingen til totalkapitalen har vi tatt en del forutsetninger. Et alternativ er å se på endringer av leieavtaler i de foregående periodene. Siden IFRS 16 ble introdusert i 2019 har vi kun to årsregnskap å sammenligne med, og forskjellene i de to årene utgjør i praksis lite for den senere oppstillingen. Vi velger derfor å skille mellom de langsiktige og kortsiktige leieavtalene, for så og kun benytte de langsiktige forpliktelsene som trekk fra kontantstrømmen til totalkapitalen.

Årsaken til at vi velger å beregne kontantstrømmen på denne måten er at det er de langsiktige forpliktelsene som har den største betydningen for selskapet når det kommer til verdsettelse. I årsregnskapet gis det ikke noe oversikt som gir oss mulighet til å se hva som menes med kortsiktig. Følgelig vil en inkludering av disse leieavtalene i kontantstrømoppstillingen kunne føre til et uforholdsmessig høyt trekk, og derav en overvurdering av selskapets kostnader som igjen gjør at aksjeprisen verdsettes for lavt.

Regnskapsstandarden åpner for tolkning og mulighet for plassering av flatterende kostnader og derav en undervurdering av selskapet. Hvilke disponeringer som gjøres må forsøkes forklares og rettfærdiggjøres gjennom rasjonelle refleksjoner av selskapets stilling. Vår tolkning er at det mest presise estimatet av selskapets verdi vil oppnås ved å se på forhold som har en lengre tidshorisont. Det er disse forpliktelsene som vil følge Telia over tid, og følgelig ha størst påvirkning på selskapets økonomiske stilling.

Det skal også predikeres en vekst i leieavtaler. Som resten av vurderingene estimeres denne basert på historiske data og tall. Siden konseptet er relativt nytt, finnes det lite data å hente på området. I og med at forskjellene på de to årene dette punktet har vært inkludert i årsrapporten var så små, velger vi å benytte oss av en jevn vekst på 1% i alle årene fremover. Dette vil ikke utgjøre noen stor forskjell, men det har vi ikke grunnlag for å kunne si at den vil gjøre i fremtiden heller.

### 6.2.6 Estimering av Dividendeutbetalinger

Telia må betale utbytte til sine aksjonærer og har historisk sett ligget på 2 kr pr aksje for Telia Company AB aksjen. Telia betaler ut utbytte to ganger i året, i april og november. De historiske utbetalingene av dividende vil vi bruke som estimat på fremtidig dividende.

Utgående dividende:

År	2016	2017	2018	2019	2020	Total
Utbytte	12 990,00	8 660,00	9 881,00	9 850,00	10 020,00	
Gjennomsnitt						10 280,20

(Tabell 6.14) (Tall i millioner SEK) (Beregning av historisk dividende)

Det betyr at det i snitt har vært en dividendeutbetaling på 2,5 SEK pr aksje da det er 4 089 631 702 aksjer å fordele utbytte på. Vi velger å legge inn en årlig vekst på 1% på dividenden, ettersom vi vil ta høyde for inflasjon og vekst i selskapet. Dette danner utgangspunkt for beregningene nedenfor.

Estimert dividende 2021 til 2025

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Utbytte	10 020,00	10 120,20	10 221,40	10 323,62	10 426,85	10 531,12
Vekst		1%	1%	1%	1%	1%

(Tabell 6.15) (Tall i millioner SEK) (Estimering av fremtidig dividende)

### 6.2.7 Utbytte til minoriteter

Telia har virksomheter rundt om i Europa hvor noen er styrt av deleide datterselskaper. Telia er majoritetseier for datterselskapene og fører inntekter og eiendeler til datterselskapene i sine egne konsernregnskap, men all verdien faller ikke tilbake til aksjonærene i Telia. Noe av verdien går til ikke kontrollerende aksjonærer. Vi må derfor justere kontantstrømmen og

trekke fra dividende til minoriteter. Vi estimerer denne ved å ta et snitt av dividenden utbetalt til minoriteter de siste tre årene.

Utbytte til minoriteter hvert år	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Utbytte	254,00	178,00	240,00	224,00
Endring i %		-29,92%	34,83%	2,46%

(Tabell 6.16) (Tall i millioner SEK) (Utbytte til minoriteter)

Det er lite informasjon knyttet til hvor og hvilke aksjonærer dividenden blir utbetalt til, så det blir derfor vanskelig og predikere vekst. Denne posten har ikke kommet frem i årsregnskapet før i 2018, og siden svingningene har vært såpass store vil ikke gjennomsnittet på 2,46% nødvendigvis være et godt estimat. Vi velger derfor å bruke gjennomsnittet på 224 i hvert av de 5 årene vi skal estimere.

## Kap. 7 Verdssettelse

### 7.1 Fundamental verdssettelse

Estimert fri Kontantstrøm 2021-2025 (Tall i millioner SEK)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	90 974,82	92 794,31	94 650,20	96 474,10	98 474,07
Driftsutgifter	57 314,14	57 538,38	56 790,12	57 925,92	59 084,00
EBITDA	33 660,68	35 255,93	37 860,08	38 548,18	39 390,07
EBITDA/Driftsinntekter	37%	37,99%	40%	39,96%	40%
%-endring i EBITDA		4,74%	7,39%	1,82%	2,18%
Avskrivninger (-)	18 000,00	16 000,00	16 000,00	16 500,00	17 000,00
EBIT	15 660,68	19 255,93	21 860,08	22 048,18	22 390,07
Skatt (22%)	3 445,35	4 236,30	4 809,22	4 850,60	4 925,82
EBIT etter skatt	12 215,33	15 019,64	17 050,86	17 197,58	17 464,25
Avskrivninger (+)	18 000,00	16 000,00	16 000,00	16 500,00	17 000,00
Investeringer i varige driftsmidler	18 965,96	15 805,63	16 090,53	16 412,35	16 740,59
Endring i arbeidskapital (+/-)	- 3 148,74	- 3 211,71	- 3 275,95	- 3 341,47	- 3 408,30
Leieavtaler	12 304,00	12 427,00	12 552,00	12 677,00	12 804,00
Dividende til minoriteter	224,00	224,00	224,00	224,00	224,00
Kontantstrøm til TK	1 870,11	5 774,71	7 460,28	7 725,70	8 103,96
Avkastningskrav (WACC)	3,93%	3,93%	3,93%	3,93%	3,93%
Nåverdi	1 799,39	5 346,23	6 645,57	6 621,77	6 683,33
Netto nåverdi	27 096,30				

(Tabell 7.1) (Tall i millioner SEK) (Estimert fri kontantstrøm 2021-2025)

Tabellen viser beregning av fri kontantstrøm til selskapets total kapital og dens endelige netto nåverdi. Figur 5.3 viser hvordan vi beregner denne, hvor eneste endring er at også leieavtaler blir trukket fra før den endelige kontantstrømmen er beregnet. Netto nåverdi beregnes ved og først diskontere kontantstrømmene hvert år med avkastningskravet WACC, for så å summere alle de aktuelle årene etterpå. Det er denne verdien sammen med nåverdien de to andre periodene som benyttes for å finne endelig aksje verdi.

Estimert fri kontantstrøm 2026-2030 (tall i millioner SEK)

	2025	2026e	2026-2030e
Tidligere kontantstrøm	8 103,96		
Fri vekst		(8 103,96*1,02)	2%
Kontantstrøm		8 226,04	
Avkastningskrav			4,56%
Netto nåverdi			31 661,66

(Tabell 7.2) (Tall i millioner SEK) (Estimert fri kontantstrøm 2026-2030)

Til forskjell fra beregningene i den innledende perioden er ikke netto nåverdi av kontantstrømmene for hvert enkelt år spesifisert. Perioden baseres på en fast og stabil vekst på 2% som står innledningsvis ved at kontantstrømmen siste år i foregående periode, 2025, har en beregnet økning på nevnte 2%. Beregningene som ligger til grunn, kan en se i andre ledd av formelen som omhandler nåverdi av selskapet som kommer lenger ned i oppgaven. Essensen er at man benytter estimatet av nåverdi første år i perioden og dividerer denne med avkastningskravet minus estimert vekst for hele for hele perioden (2026-2030). Deretter multipliseres dette med vekst delt på avkastningskrav opphøyd i like mange år som vi beregner for, altså fem. Til slutt divideres det hele med avkastningskravet til foregående periode, 2021-2025 som er opphøyd i fem.

Estimert fri kontantstrøm terminalledd 2030  $\rightarrow \infty$

	2026	2030e	2030 $\rightarrow \infty$ e
Tidligere kontantstrøm	8 226,04		
Fri vekst		(8 226,04*1,02^5)	2%
Kontantstrøm		9 126,38	
Avkastningskrav			5,01%
Netto nåverdi			200 078,10

(Tabell 7.3) (Tall i millioner SEK) (Estimert fri kontantstrøm terminalledd 2030  $\rightarrow \infty$ )

Terminalleddet, oppgitt som TV i figur 7.1 under, er den mest utslagsgivende for den endelige verdien vi beregner. Årsaken til dette er at denne perioden estimeres fra 2030 og til det uendelige. Siden denne perioden er såpass lang, får den følgelig også den største netto nåverdien av de tre periodene. Denne verdien beregnes ved å dividere terminalleddets netto nåverdi med periodens totale avkastningskrav minus vekst, før dette igjen deles på de to foregående periodenes avkastningskrav summert.

Beregning av endelig aksjeverdi:

	2021-2025e	2026-2030e	2030 → ∞ e	Totale beregninger
Netto nåverdi (tall i millioner)	27 096,30	31 661,66	200 078,10	258 836,07
Avkastningskrav	3,93%	4,56%	5,01%	
Netto rentebærende gjeld (tall i millioner)				108 584,00
Nåverdi egenkapital (tall i millioner)				150 252,07
Antall aksjer				4 089 631 702,00
Pris per aksje				36,74 SEK

(Tabell 7.4) (Beregning av endelig aksjeverdi)

$$\text{Nåverdi av selskapet} = \sum_{t=1}^5 \frac{FCFF}{1+WACC_{2021-2025}} + \frac{FCFF_{2026}}{WACC_{2026-2030}-g} \left[ 1 - \frac{(1+g)^5}{(1+WACC_{2026-2030})^5} \right] + TV$$

$$TV = \frac{FCFF_{2031}}{(1+WACC_{2021-2025})^5 + (1+WACC_{2026-2030})^5 - g}$$

(Figur 7.1) (Nåverdi av selskap)

Formelen over er den som benyttes når et selskaps endelige verdi skal fastslås. Den summerer alle periodenes netto nåverdi som utgjør grunnlaget på 258 836,07. Fra dette trekkes videre selskapets netto rentebærende gjeld. Når det er gjort står man igjen med selskapets nåverdi på egenkapital og er det som igjen deles på antall aksjer for å finne beregnet verdi per aksje. Svaret her er også svaret på oppgavens problemstilling som sådan. Videre i kapittelet benytter vi andre verdsettelsesmodeller i tillegg, men det er aksjeprisen beregnet over som er det vi

tillegger mest tyngde. De andre modellene komplementerer svaret vi har fått her ved at den sammenligner TeliAs beregnede verdi med tilsvarende selskaps. Metoden over er kun basert på interne forhold i selskapet og er langt mer omfattende enn modellene under.

## 7.2 Dividendemodellen (Gordons formel)

Dividendemodellen er en simpel metode for å finne aksjens verdi. Denne modellen baserer seg på selskapets utbetalte utbytte og veksten på utbetalingen. Aksjens verdi blir beregnet ut ifra forventet utbytte i fremtiden neddiskontert til i dag. Det første vi må se på med denne modellen er det forventede utbytte i år 2021.

År	EPS	Utbytte	Retensjon rate	Dividende payout ratio
2016	0,86	3	-2,48	3,48
2017	2,22	2	0,09	0,9
2018	0,74	2,3	-2,1	3,18
2019	1,7	2,36	-0,38	1,388
2020	-5,6	2,45	1,43	-0,437

(Tabell 7.5) (Historisk dividende)

Vi kan beregne verdien av en aksje med dividendemodellen på to måter. Den første metoden kalles Gordons vekstformel og her tar man i bruk neste års dividende neddiskontert med et avkastningskrav og en konstant vekstfaktor.

Estimert utbytte 2021:

	2021e
Utbytte 2021e	10 120 200 000
Antall aksjer	4 089 631 702
Utbytte pr aksje	2,47

(Tabell 7.6) (Estimert dividende 2021)

Gordons vekstformel:

$$\text{Aksjeverdi} = \frac{\text{Div}_1}{r - g}$$

(Figur 7.2) (Gordons formel)

Utbytte 2021e	2,47
Capm 2021-2025	5,24%
Vekst	1%
Verdi på Aksje	47,11

(Tabell 7.7) (Verdsettelse Gordons vekstformel)

Verdien på aksjen med bruk av Gordons vekstformel ble på 47,11 SEK som vist i tabellen over.

I den andre fremgangsmåten med dividendemodellen bruker vi samme metode som i den fundamentale verdsettelsen, altså neddiskontering av fremtidig frie kontantstrømmer. Dette er en mer detaljert modell enn Gordons vekstformel og tar for seg de tre spesifikke periodene.

Formel og utregning av dividendemodellen:

$$\sum_{t=1}^5 \frac{Div_t}{1 + CAPM_{2021-2025}} + \frac{Div_{2026}}{CAPM_{2026-2030} - g} * \left[ 1 - \frac{(1 + g)^5}{(1 + CAPM_{2026-2030})^5} \right] + \frac{Div_{2031}}{CAPM_{2031} - g} \frac{1}{(1 + CAPM_{2021-2025})^5 + (1 + CAPM_{2026-2030})^5}$$

(Figur 7.3) (Formel for endelig beregning dividendemodellen)

Utbytte:

År	2025	2026-2030	2031
Utbytte	2,57	g=2%	3,18

(Tabell 7.8) (Estimert utbytte 2025-2029 og TV)

Aksjeverdi basert på nåverdi av dividendemodellen:

År	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030	2031 →
Utbytte	2,47	2,49	2,51	2,54	2,57	2,87	3,18
Nåverdi	2,34	2,25	2,16	2,07	1,99	6,28	29,88
Aksjeverdi	47						

(Tabell 7.9) (Beregning av aksjeverdi dividendemodellen)

### 7.3 Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse blir brukt til å verdsette et selskap ved å bruke sammenlignbare selskaper. I vår relative verdsettelse av Telia vil vi benytte P/E-multipelen og EV/EBITDA-multipelen for å komplementere den fundamentale verdsettelsen.

#### 7.3.1 P/E multipelen

VI har valgt å sammenligne Telia med 4 andre selskaper; Telenor, Tele2, Deutsche Telekom og Telefonica. Ut ifra de oppgitte tallene fra årsregnskapene til de sammenlignbare selskapene har vi fått følgende markedsbasert P/E-multippel.

		EPS oppgitt	Markedsverdi på aksje	P/E oppgitt
Telia 2020		-5,6	33,96	-6,06
Telia 2019		1,77	40,25	22,74
Telenor		10,93	146	13,35
Tele2		4,75	108,6	22,86
Deutsche Telekom		8,27	150,45	18,19
Telefonica		2,11	32,68	15,48
Markedsbasert P/E	17,47			

(Tabell 7.10) (Markedsbasert P/E)

Ettersom Telia hadde en negativ P/E ratio i 2020 grunnet avviklingen av virksomheten i Tyrkia, så vil vi ikke få noe estimat av aksjeprisen ved å bruke P/E for 2020. Vi har derfor valgt å bruke P/E for 2019 siden det regnskapsmessig var et mer normalt år. Man beregner aksjeprisen ved bruk av følgende formel.

$$|Aksjeris = EPS * markedsbasert P/E$$

Basert på de tallene vi har funnet vil Telias aksjepris være på 30,93 SEK.

#### 7.3.2 EV/EBITDA multipelen

Når vi har beregnet EV/EBITDA for de sammenlignbare selskapene har vi brukt oppgitte tall fra Yahoo Finance. EBITDA er et mål på lønnsomheten i et selskap før investeringer, skatt, og finans- inntekter og kostnader. Vi ser ut ifra beregningene nedenfor at markeds multipelen er på 8,375, det er et snitt av EV/EBITDA av de sammenlignbare selskapene til Telia. Videre



braker vi denne multipelen til å beregne aksjeverdien til Telia som blir på 43,71 SEK ifølge EV/EBITDA metoden.

Selskap	EV/EBITDA
Telia	8,82
Telenor	7,83
Tele2	11,65
Deutsche Telekom	7,24
Telefonica	6,78
Gjennomsnitt EV/EBITDA	8,375

(Tabell 7.11) (Markedsbasert EV/EBITDA)

Utregnet aksjeverdi basert på EV/EBITDA

Multipel	8,375
EBITDA	30 702 000 000
EV	257 129 250 000
Netto finansiell gjeld	78 343 000 000
Verdi EK	178 786 250 000
Antall aksjer	4 089 631 702
Verdi av aksjen	43,71

(Tabell 7.12) (Verdsettelse EV/EBITDA)

#### 7.4 Oppsummering av verdsettelsesmetoder

Vi har i dette kapitlet sett på og anvendt tre forskjellige verdsettelsesmetoder. De tre metodene baseres på tre forskjellige fremgangsmåter; interne faktorer, verdi basert på utbytte, og sammenlignbare selskap. Vi konkluderte i kapittel 5 med at metoden vi vil tillegge mest vekt er den fundamentale verdsettelsen. I oppsummeringen vil vi kommentere hver metode for å forsøke og forklare eventuelle avvik og forskjeller i verdi de respektive modellene har kommet frem til.

I vår fundamentale verdsettelse har vi benyttet neddiskonterte nåverdier av de fremtidige estimerte kontantstrømmer til selskapets total kapital. Årsaken til at det er kontantstrømmene til total kapitalen vi har benyttet er forklart i kapittel 5. Det bunner i at selskapet er delvis gjeldsfinansiert og vi ønsker å verdsette hele selskapets kapital. Alle postene vi benytter i kontantstrømoppstillingen er estimerte beløp som vi tidligere har regnet oss frem til. Den endelige aksjeverdien vi ender opp med er dermed helt avhengig av at estimatene og

forutsetningene vi har lagt til grunn er presise. Av de tre modellene er det den mest utfordrende og, dersom utført riktig, mest presise estimatet for endelig aksjeverdi. Til forskjell fra relativ verdsettelse er alt basert på selskapets egne regnskapstall.

Metoden gir oss en endelig verdi på 36,74 SEK per aksje den 31.12.2020. Aksjen var av markedet på denne datoen verdsatt til 33,96 SEK. Vår beregnede aksjeverdi ved bruk av fundamental verdsettelse er noe høyere enn det markedet har priset den til. Det kan bety at den, i liten grad, er undervurdert av markedet. Allikevel er det verdt å poengtere at forskjellen er relativt liten. Siden verdsettelses metoden er basert på fremtidige estimater er grunnlaget for og med sikkerhet kunne slå fast at den undervurdert nokså svakt siden forskjellen i verdi er såpass liten. Vi vil heller konkludere med at markedets verdsettelse av aksjen er nokså presis og riktig basert på beregninger fra selskapets egne regnskap.

Dividendemodellen er en annen metode vi har anvendt. Også denne baseres delvis på diskonteringer, men da med hensyn på selskapets historiske og fremtidige vekst og aksjeutbytte. Det er to måter å verdsette et selskap ved å bruke denne modellen hvor den enkleste er Gordons vekstformel. Her tas det utgangspunkt i det første estimerte årets dividende, før den neddiskonteres med et avkastningskrav og en gitt fastsatt fremtidig vekst. Den andre fremgangsmåten er mer omfattende. Her estimeres først en gitt vekst i hver av de tre periodene og en finner nåverdi av utbyttene i de enkelte ved å neddiskontere utbytte med den gitte satsen for avkastning og vekst i de respektive periodene.

Gordons vekstformel og neddiskontering av de frie kontantstrømmene gir oss henholdsvis verdier på 47,11 SEK og 47 SEK. Siden de begge tar utgangspunkt i dividendeutbetalinger er det ikke overraskende at svarene er såpass nærme hverandre. Til forskjell fra fundamentalverdsettelse er derimot disse verdiene et godt stykke unna markedets estimerte verdi 31.12.2020 som var på 33,96 SEK. Begge metodene gir oss svar som i høyeste grad indikerer at Telias aksjeverdi er undervurdert. Dividendemodellen sier at i forhold til hva Telia gir i utbytte til sine aksjonærer, basert på begge overnevnte metoder, burde aksjen vært priset høyere. Siden denne metoden kun baseres på et aspekt hos selskapet, dividende, er grunnlaget for å utelukkende benytte denne metoden ikke nødvendigvis det sterkeste. Heller kan den være med å støtte opp det faktum at vi fikk en noe høyere aksjeverdi ved fundamental verdsettelse enn markedets.

Den relative verdsettelsen baseres på sammenlignbare selskap. Den bruker multipler når endelig aksjeverdi skal fastslås. Vi har benyttet to av disse multiplene i vår relative verdsettelse; P/E og EV/EBITDA. Utfallet av verdsettelsen vil være veldig avhengig av både antall selskap som benyttes i sammenligningen og hvilke selskap det er snakk om. Vi har benyttet lignende selskap, både direkte konkurrenter av Telia, men også selskap som opererer i tilsvarende marked i land Telia selv ikke har virksomhet. Årsaken er at vi ønsket å se hvordan situasjonen til selskap som ikke påvirkes av Telia, men som opererer i samme type marked, er.

I forbindelse med beregning av P/E til selskapet, var vi nødt til å benytte Telias tall fra 2019, mens de sammenlignbare selskapene har vi kunnet beregne med tall fra 2020. Årsaken til dette er at Telias P/E for 2020 er negativ som følge av avvikling av virksomhet i Spania. En negativ P/E kan forekomme som følge av eventuelle ekstraordinære kostnader et gitt år. Siden relativ verdsettelse kun er brukt som supplement har vi heller ikke gått noe nærmere inn på dette, men da kun benyttet året i forveien da formålet til verdsettelsen i seg selv kun er ment som en sammenligning. Ved å multiplisere Telias EPS med utregnet markeds P/E gir metoden en aksjepris på 30,93 SEK. Fordi denne metoden er svært avhengig av hvilke sammenlignbare selskap vi benytter, samt at vi måtte benytte oss av tall fra 2019 tillegges ikke denne utregningen noen særlig kredibilitet. Det er også den eneste av de anvendte verdsettelsesmetodene som ender opp med en aksjeverdi som er lavere enn hva markedet priser den til. Følgelig underbygger det poenget med at metoden i seg selv er svært avhengig av årets resultater, og tar ikke nødvendigvis hensyn til eventuelle ekstraordinære kostnader i regnskapet.

EV/EBITDA multipelen er noe mer omfattende enn P/E multipelen og ekskluderer eventuelle ekstraordinære poster som ikke nødvendigvis rammer aksjeverdien i like stor grad det aktuelle året den er benyttet. Eksempler er som nevnt over finansinntekter og kostnader, investeringer og skatt. Det blir populært kalt firmamultipelen og forsøker å anslå et selskaps aksjeverdi basert på dets lønnsomhet. Vi får ved en anvendelse av denne metoden en aksjeverdi for Telia på 43,71 SEK. Det er nærmere 10 SEK mer enn hva aksjen var priset til på markedet per 31.12.2020. Også denne metoden er svært avhengig av hvilke utvalgte selskap man tar med i beregningene. Derfor vil heller ikke denne modellen nødvendigvis gi et korrekt bilde av

selskapets faktiske verdi. Det vi heller kan ta med oss fra den er at modellen klart konkluderer med at Telias virksomhet som sådan operer lønnsomt.

Som en konklusjon på delkapittelet er den modellen vi baserer vår endelige konklusjon på den fundamentale verdsettelsen, og da med hensyn på totalkapitalmetoden og neddiskontering av de frie fremtidige estimerte kontantstrømmene her. Hovedårsaken til det er at modellen bygger på selskapets egne regnskapstall, og ikke i like stor grad som de andre modellene baseres på markedet som sådan. Selv om den fundamentale verdsettelsen er svært sensitiv for eventuelle endringer i den estimerte kontantstrømmen, både hva gjelder inntekter og kostnader, anser vi denne sensitiviteten som bedre enn sensitivitet basert utvalget av selskap i for eksempel P/E og EV/EBITDA. Den er også mer omfattende enn å verdsette basert på en konstant fremtidig vekst som i Gordons vekstformel, og inneholder flere aspekt enn hva som benyttes i neddiskontering av kontantstrømmer brukt i dividendemodellen.

## 8 Sensitivitets Analyse

g/WACC	4,01%	4,51%	5,01%	5,51%	6,01%	7,51%
0%	21,08	17,39	14,44	12,02	10,01	5,58
0,5%	26,78	21,92	18,14	15,11	12,63	7,32
1,0%	34,39	27,75	22,27	18,9	15,80	9,35
1,5%	45,06	35,55	28,75	23,65	19,69	11,72
2,0%	61,08	46,49	36,74	29,77	25,24	15,54
2,5%	87,75	62,92	47,97	37,95	30,81	17,94
3,0%	140,01	90,21	64,74	49,42	39,19	22,1
3,5%	298,42	144,46	92,72	66,63	50,93	27,32

(Tabell 8.1) (Sensitivitetsanalyse vekst og WACC)

I tabell 8.1 ser vi beregnet aksjekurs med forskjellige antagelser om vekstrate og WACC (avkastningskrav) i terminalleddet. Vi ser at endring i disse tallene gir stort utslag på aksjekursen og viser at verdsettelsen totalt er veldig sensitiv for endring og små justeringer, da det fører til store utslag på beregnet aksjekurs. Vi ser henholdsvis at hvis vi halverer veksten i terminalleddet vi har brukt i vår analyse, vil aksjekursen falle fra 36,74 SEK til 22,27 SEK som tilsvarer et fall på nesten 40%.

Endring KS/År	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030	2031→	Aksjepris
-1500	356	3 597	5 309	5 336	5 545	25 789	163 069	24,61
-1000	837	4 420	5 754	5 764	5 858	27 725	175 373	28,65
-500	1 318	4 883	6 200	6 193	6 270	29 705	187 717	32,69
0	1 799,39	5 346,53	6 645,57	6 621,77	6 683,33	31 661,66	200 078,1	36,74
500	2 280	5 809	7 090	7 050	7 095	33 612	212 496	40,78
1000	2 761	6 272	7 536	7 478	7 507	35 566	224 751	44,82
1500	3 242	6 734	7 981	7 907	7 919	37 519	237 095	48,86
2000	3 723	7 197	8 427	8 335	8 332	37 473	249 440	52,9

(Tabell 8.2) (Sensitivitetsanalyse kontantstrøm 2021-2025)

Tabell 8.2 viser endring i nåverdi i alle ledd hvis vi endrer fri kontantstrøm fra år 2021-2025. Endringer i fri kontantstrøm kan gi store utslag på estimert aksjekurs og hvis de estimerte verdiene vi har beregnet i vår kontantstrømanalyse ikke stemmer vil det gi utslag på kursen.

Eksempelvis kan vi si at hvis driftskostnadene øker med 1% hvert år fra 2021-2025 vil vi få en estimert aksjekurs på 33,03 SEK dette er en nedgang på rundt 10% av det som ble estimert i vår kontantstrømanalyse.

Ut ifra sensitivitetsanalysene til kontantstrømmen ser vi at den er sensitiv for endringer i avkastningskrav, vekstrate og fri kontantstrøm. Derfor er det ikke rom for store feil i beregningene og antagelsene gjort i den finansielle analysen. Vedvarer restriksjonene og problemene rundt Covid-19 over lengre tid, kan det gjøre utslag på aksjeprisen, men som nevnt tidligere i oppgaven er verdsettelsen basert på nåverdi av alle fremtidige kontantstrømmer og derfor vil ikke den estimerte aksjekursen bli særlig påvirket av et eller to “dårlige” år.

Endring i utbytte	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030	2031 →	Aksjepris
-1	1,4	1,34	1,303	1,259	1,21	3,83	18,25	28,62
-0,8	1,57	1,53	1,47	1,42	1,37	4,327	20,58	34,069
-0,6	1,77	1,71	1,64	1,58	1,52	4,81	22,9	35,97
-0,4	1,96	1,89	1,81	1,74	1,68	5,3	25,23	39,64
-0,2	2,15	2,07	1,99	1,91	1,83	5,79	27,56	43,32
0	2,34	2,25	2,16	2,07	1,99	6,28	29,89	47,00
+0,2	2,53	2,43	2,33	2,24	2,14	6,77	32,21	40,67
+0,4	2,72	2,61	2,5	2,4	2,3	7,26	34,54	54,35
+0,6	2,92	2,79	2,68	2,56	2,46	7,75	36,86	58,02
+0,8	3,10	2,97	2,84	2,72	2,61	8,24	39,19	61,70
+1	3,29	3,15	3,01	2,88	2,77	8,73	41,52	65,38

(Tabell 8.3) (Sensitivitetsanalyse dividendemodellen)

Tabell 8.3 viser endring i aksjekurs ved endring av estimert utbytte. Her ser vi at modellen er følsom endring i forventet utbytte. Det skal mye til for at utbytte til Telia vil være mindre enn 2 kr pr aksje ettersom det er som mål å ikke betale mindre enn det. Telia jobber årlig med å øke utbyttet gradvis og ved store endringer i utbetalinger av utbytte vil det øke aksjekursen ifølge dividendemodellen. (Telia Company k, 2021)

## 9 Konklusjon

Basert på innledende interne og eksterne analysene kan en konkludere med at Telias posisjon i telekom markedet i dag er svært solid. Selskapet er blant de ledende aktørene i samtlige marked de opererer, og har et grunnlag her som tilsier at de også vil forbli det i fremtiden. Telias produkter og løsninger er ansett for å være gode og pålitelige og er anerkjent i både bedrifts- og privatmarkedet.

Telia Company AB er et internasjonalt selskap med virksomhet i flere land og marked. Det fører til at konkurransesituasjonen til selskapet vil være flytende og i konstant endring. Telias lange historie og størrelse utgjør et solid fundament, og betrygger deres nåværende posisjon. Selskapet har avviklet virksomhet i potensielt mer usikre land og økonomier som Spania og Tyrkia, og fokuserer nå på en mindre portefølje i voksende og stabile økonomier i Norden og Baltikum.

Utbyggingen av det nye 5G-nettet og fokus på teknologiske fremskritt er en viktig del av Telias fremtidsplaner. Vi har gjennomgående i oppgaven både argumentert for og forutsatt en fremtidig god og stabil vekst og utvikling. Ved å være første aktør med landsdekkende 5G-nettverk og med et økende markedsbehov for tjenestene selskapet leverer, anser vi fremtiden til Telia som svært lys.

I regnskapsanalysen gikk vi nærmere inn på Telias økonomiske stilling basert på flere sentrale nøkkeltall. Noen av tallene vi fant der kan oppfattes som foruroligende, men har sin naturlige forklaring i strategiendringen Telia i nyere tid har vært igjennom. Avvikling av virksomhet i Spania og Tyrkia er årsakene til en sterk nedgang på noen av de aktuelle nøkkeltallene i spesifikke år. Selv om kostnadene i forbindelse med avvikling i enkeltår er store, åpner det også muligheter for satsing i andre marked og segment. Følgelig mener vi at disse kostnadene og nedgangen i økonomien de aktuelle årene ikke hemmer Telias muligheter for utvikling og vekst på sikt. Heller tvert imot, da det er en bevisst strategiendring som åpner andre muligheter for selskapet.

Oppgavens problemstilling er “Hva er Telia Company ABs verdi per aksje 31.12.2020?” og det er i hovedsak benyttet tre forskjellige verdsettelsesmetoder for og best mulig besvare spørsmålet. Den metoden vi tillegger mest kredibilitet er fundamental verdsettelse ved anvendelse av total kapitalmetoden. Det er denne metoden som er den mest omfattende, og den inkluderer flere aspekt av Telias økonomi og er basert på selskapets faktiske resultater. Relativ verdsettelse ved bruk av relevante multipler er benyttet for å sammenligne Telia med konkurrenter. Siden metodene baseres på forskjellige forutsetninger kommer de følgelig frem til forskjellige verdier, noe vi også opplevde i oppgaven. De gir allikevel noen relevante sammenlignings punkter som vurderes opp mot svaret fra den fundamentale verdsettelsen. Dersom det er et visst samsvar mellom de forskjellige metodene, for eksempel om den generelt er over- eller undervurdert, gir oss en pekepinn på at vår foretrukne verdsettelsesmetode har gitt et tilfredsstillende svar.

Ved hjelp av total kapitalmetoden fikk vi en aksjeverdi på 36,74 SEK den 31.12.2020 som var over markedsverdien av aksjen den samme datoen. Verdsettelsen ved hjelp av dividendemodellen og de relative verdsettelse metodene ga oss også svar som kan støtte opp om at aksjen til Telia er undervurdert av markedet. Disse verdsettelse metodene er derimot veldig sensitive for endring, spesielt total kapitalmetoden. En liten endring i kontantrømmene

eller i terminal leddet kan gjøre store utslag på kursen vi kommer frem til. Vi velger derfor å konkludere med at våre resultater ikke gir grunnlag for å si at aksjen til Telia er underpriset. Vi mener markedet priser aksjen nokså riktig og har derfor ingen klare kjøps- eller salgs oppfordringer.

## 10 Kritikk av oppgaven

Oppgaven og utregningene vi har gjort er i all hovedsak basert på regnskap Telia selv har publisert. Gitt Telias størrelse og statlig eierskap er det liten grunn til å betvile informasjonen i disse. En generell kritikk kan heller rettes mot mangel på mangfoldighet når det kommer til annen informasjon som er benyttet. Både ved gjennomgang av bransjen, Telias konkurrenter og deres posisjon i markedet, er de fleste referansene vi benyttet hentet fra Telias egne nettsider. Utsagn og kommentarer på egen hjemmeside kan ofte være presentert på en fordelaktig måte, og vi har gjennomgående hatt dette i bakhodet underveis slik at oppgaven sett under ett skal forbli objektiv. All informasjon hentet fra såkalte sekundærkilder. Det betyr at eventuell informasjon ikke nødvendigvis er helt oppdatert, og vi må stole på kildens nøyaktighet.

Metoden vi har benyttet for verdsettelsen, fundamental verdsettelse, er også svært følsom for endringer av forutsetninger. Verdsettelsen bygger på diskontering av fremtidige kontantstrømmer, og disse estimatene kan gi store utslag for mindre endringer. Det betyr at dersom estimatene vi har fastsatt ikke er 100% presise, noe de sjelden er, kan gjør at det blir store endringer på det endelige resultatet. Det er også årsaken til at vi går nøye gjennom hver komponent i oppsetningen og forklarer hver enkelt etter beste evne. En faktor som vekst er generelt vanskelig å estimere med 100% sikkerhet, og følgelig tas det forbehold om at det kan være endringer. Sensitivitetsanalysen forsøker å belyse nettopp denne problemstillingen hvor vi viser at små endringer i avkastningskrav, vekst og kontantstrømmer kan føre til relativt store endringer for den estimerte aksjekursen.

Den markedsbaserte verdsettelsen, relativ verdsettelse, som er benyttet har også noen svakheter. Eksempelvis kan antall selskap i utvalget og vektningen av disse føre til store sprik. Ved å legge til flere selskap, eventuelt bytte ut, vil svaret påvirkes. Det vil si at gode og riktige estimat er vanskelig å slå fast med sikkerhet, og avhenger helt av hvilke andre selskap



som tas med i beregningen. Det er også grunnen til at vi kun benytter de for å komplementere den fundamentale verdsettelsen.

Videre er, som også presisert innledningsvis i oppgaven, dagens økonomi i en relativt unik posisjon som følge av den globale pandemien. Selv om det er viktig å poengtere at den nå nærmer seg normalen igjen, og da nærmere presisert den økonomiske normalen. Vi har forsøkt å luke vekk de mest dramatiske økonomiske effektene den har hatt for Telia i blant annet regnskapsanalysen. Allikevel er det ikke til å unngå at den spiller en rolle for ethvert selskaps utvikling og vekst. Best eksemplifisert er det nok når avkastningskrav til egenkapitalen beregnes i kapittel 6. Risikofri rente, som er en komponent i CAPM, belager seg på dagens rentenivå. Pandemien har sørget for en unormalt lav rente, og det beregnede avkastningskravet påvirkes av dette. Vi har forsøkt å kompensere ved å forholde oss til hva som var standarden før pandemien, men vi har generelt et relativt svakt grunnlag for å kunne mene noe om hvilken påvirkning pandemien totalt vil ha på markedssituasjonen i fremtiden.

## ***Kildehenvisninger:***

### **Telia Company AB**

Telia Company a, 2021, *Om selskapet*

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

Telia Company Litauen, 2021, *Om selskapet*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/markets-and-brands/lithuania/>

Telia Company Latvia, 2021, *Om selskapet*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/markets-and-brands/latvia/>

Telia Company Estland, 2021, *Om selskapet*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/markets-and-brands/estonia/>

Telia Company b, 2021, *Strategi*

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

Telia Company c , 2021, *Aksjeoversikt*

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

Telia Company d, 2021, *Selskapsstruktur*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/corporate-governance/>

Telia Company e, 2021, *General Management*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/corporate-governance/group-executive-management/>

Telia Company f, 2021, *Swedish code of corporate governance*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/corporate-governance/>

Telia Company g, 2021, *AI Ethics*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/public-policy/ai-ethics/>

Telia Company h, 2021, *History*

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/about-telia-company/history/telias-history-1993-2002.pdf>

Telia Company i, 2021, *Telia Company Year-end report January-December 2020*

<https://www.teliacompany.com/en/news/press-releases/2021/1/telia-company-year-end-report-january-december-2020/>

Telia Company j, 2021, *Our operations*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/our-operations/>

Telia Company k, 2021, *Dividend*

<https://www.teliacompany.com/en/investors/share-related-information/dividend/>

## **Telenor**

Proff.no, 2021, *Aksjonærer i selskapet*

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

Largest companies, 2021, *Telekom i Sverige*

<https://www.largestcompanies.no/topplister/sverige/de-storste-bedriftene-malt-i-driftsinntekter/bransje/telekommunikasjon>

## **Børs**

Nasdaq nordic , 2021, *Nasdaq Stockholm*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE5095&name=Telia%20Company&ISIN=SE0000667925>

## **Pestel analyse**

FN, *politisk uro og korrupsjon*

<https://www.fn.no/Land/estland>

<https://www.fn.no/Land/latvia>

<https://www.fn.no/Land/litauen>

Mikael Tarnawski-Berlin 2020, *En åpenbar overreaksjon*

<https://www.carnegiefonder.se/no/en-åpenbar-overreaksjon/>

SSB 2019, *Fakta om Internett og mobil*

<https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/faktaside/internett-og-mobil>

Cisco 2020, *Cisco Digital readiness index*

[https://www.cisco.com/c/m/en\\_us/about/corporate-social-responsibility/research-resources/digital-readiness-index.html#/](https://www.cisco.com/c/m/en_us/about/corporate-social-responsibility/research-resources/digital-readiness-index.html#/)

Nsm, 2020, *Elektronisk kommunikasjon*

<https://nsm.no/regelverk-og-hjelp/rapporter/risiko-2020/elektronisk-kommunikasjon/>

Presse Telia 2020, *Telia og google i samarbeid for enda bedre kundeopplevelse*

<https://presse.telia.no/pressreleases/telia-og-google-i-ai-samarbeid-for-en-enda-bedre-kundeopplevelse-3016409>

Telia Company, 2019, *Climate and circularity*

<https://www.teliacompany.com/en/sustainability/environment/>

SWIMA

SNL, 2019, *Merkevare*

<https://snl.no/merkevare>

DN, 2019 *Vi slåss ikke mot en Goliat, men to*

<https://www.dn.no/telekom/mobil/telenor/telia/-vi-slass-ikke-mot-en-goliat-men-mot-to/2-1-713316>

Telia Company c, 2020, *Markets and Brand*

<https://www.teliacompany.com/en/about-the-company/markets-and-brands/>

Presse Telia b, 2021, *Telia først i Norge med mobilt bredbånd over 5G*

<https://presse.telia.no/pressreleases/telia-foerst-i-norge-med-mobilt-bredbaand-over-5g-3073351>

Insidetelecom, 2020, *“5G-krig” i Sverige*

<https://www.insidetelecom.no/artikler/5g-krig-i-sverige/492729>

Investing, 2021, *Telia Company AB (Telia)*

<https://www.investing.com/equities/teliasonera-ratios>

Investopia, 2021, *Return on Assets (ROA)*

<https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

Nasdaqnordic 2021 Telia, *Telia Company*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=SSE5095&name=Telia%20Company&ISIN=SE0000667925>

PWC, 2020, *Risikopremie i det norske markedet 2020*

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Tradingeconomics, 2020, *Sverige 10-årig statsobligasjon*

<https://no.tradingeconomics.com/sweden/government-bond-yield>

Statista, 2020, *Average market risk premium (MRP) used in Sweden from 2011-2020*

<https://www.statista.com/statistics/664819/average-market-risk-premium-sweden-europe/>

Worldgovernmentbonds, 2021, *Sweden 10 years bond historical data*

<http://www.worldgovernmentbonds.com/bond-historical-data/sweden/10-years/>

Marketwatch a 2021, *Sweden 10 year government bond*

<https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmbmkse-10y?countrycode=bx>

Marketwatch b, 2021, *Norway 10 years government bond*

<https://www.marketwatch.com/investing/bond/tmbmkno-10y?countrycode=bx>

GFK, 2021, *Lavere kjøpskraft I Europa*

<https://www.gfk.com/press/Europeans-have-around-773-less-in-2020-due-to-COVID-19>

### **Årsrapporter**

Telia Company årsrapport a, 2021, *årsregnskap 2020*

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2020/annual/telia-company--annual-and-sustainability-report-2020.pdf>

Telia Company, 2019, *årsrapport*

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

Telia Company, 2018, *årsrapport*

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2018/annual-report/telia-company--annual-and-sustainability-report-2018.pdf>

Telia Company, 2017, *årsrapport*

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2017/annual-report/annual-and-sustainability-report-2017---telia-company.pdf>

Telia Company, 2016, *årsrapport*

[https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2016/annual-report/telia\\_company\\_annual\\_and\\_sustainability\\_report\\_2016\\_en.pdf](https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2016/annual-report/telia_company_annual_and_sustainability_report_2016_en.pdf)

Telenor, 2020, *årsrapport*

[https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2021/04/Telenor\\_Arsrapport\\_2020.pdf](https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2021/04/Telenor_Arsrapport_2020.pdf)

Tele 2, 2020, *årsrapport*

<https://www.tele2.com/files/Main/3372/3313796/release.pdf>

Deutsche Telekom, 2020, *årsrapport*

[https://report.telekom.com/annual-report-2020/\\_assets/downloads/entire-dtag-ar20.pdf](https://report.telekom.com/annual-report-2020/_assets/downloads/entire-dtag-ar20.pdf)

Telefonica, 2020, *årsrapport*

<https://www.telefonica.com/documents/162467/141705152/Consolidated-Annual-Accounts-2020.pdf/fc0a1436-9d93-5268-8dda-096dc663611e>

### **Kvartalsrapport**

Telia Company kvartalsrapport, 2021, *Kvartalsrapport Q4 2020*

<https://www.teliacompany.com/globalassets/telia-company/documents/reports/2020/q4/telia-company-q4-2020-eng.pdf>

### **Litteraturliste**

Øystein D. Fjeldstad & Randi Lunnan. (2018). *Strategi* (2. utg). Fagbokforlaget

André Tofteland. (2017). *Finansregnskap Vurdering og analyse* (3. utg). Fagbokforlaget

Aswath Damodaran. (2012). *Investment and valuation* (3. utg) John Wiley & Sons, Inc

Figur 3.1 BNP Baltikum hentet fra

[https://www.google.no/search?q=bnp+lithuania&hl=no&sxsrf=ALeKk03mmtzoYEIKEK\\_78zepCVaJxxwVdg%3A1617957771578&ei=ixNwYK3bIs6ZsAeRI7SgDQ&oq=bnp+lit&gs\\_lcp=Cgdnd3Mtd2l6EAMYATIFCAAQywyBQgAEMsBMgIIADIGCAAQFhAeMggIABAWEAoQHjIGCAAQFhAeMgYIABAWEb4yBggAEbYQHjIGCAAQFhAeMgYIABAWEb46BwgAEecQsAM6BQgAEM0COgQIIxAnOgsIABDHARCvARDLATOICAAQxwEQrwe6BAgAEAo6CggAEMcBEK8BEAo6BAgAEENQ\\_YMhWIWcIWCTzSFoAnACeACAAXOIAa0IkgEDNi41mAEAoAEBqgEHZ3dzLXdpesgBCMABAQ&scient=gws-wiz](https://www.google.no/search?q=bnp+lithuania&hl=no&sxsrf=ALeKk03mmtzoYEIKEK_78zepCVaJxxwVdg%3A1617957771578&ei=ixNwYK3bIs6ZsAeRI7SgDQ&oq=bnp+lit&gs_lcp=Cgdnd3Mtd2l6EAMYATIFCAAQywyBQgAEMsBMgIIADIGCAAQFhAeMggIABAWEAoQHjIGCAAQFhAeMgYIABAWEb4yBggAEbYQHjIGCAAQFhAeMgYIABAWEb46BwgAEecQsAM6BQgAEM0COgQIIxAnOgsIABDHARCvARDLATOICAAQxwEQrwe6BAgAEAo6CggAEMcBEK8BEAo6BAgAEENQ_YMhWIWcIWCTzSFoAnACeACAAXOIAa0IkgEDNi41mAEAoAEBqgEHZ3dzLXdpesgBCMABAQ&scient=gws-wiz)

Marius Lorentzen, 2018, E24, *Oppkjøp av GET/TDC*

<https://e24.no/teknologi/i/dO7dxj/konkurransetilsynet-godkjenner-telias-oppkjoeop-av-get-tdc-til-21-mrd>

NHO, 2021, *Skattesatser*

<https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

Investopedia, 2021, Jason Fernando, *P/E definisjon*

<https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.as>

Finansleksikonet, 2021, *Dividendmodellen*

<https://www.finansleksikon.no/Regnskap/D/Dividendmodellen.html>

Jusleksikon, 2012, *Totalkapitalrentabilitet*

<https://jusleksikon.no/wiki/Rentabilitet>