

Unitech Wireless – verdiødeleggende for Telenors aksjonærer?

Av Joachim Wulff-Olsen og Christian Mykland

Veileder: Professor Frode Sættem

Masterutredning i Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Hovedformålet med denne masterutredningen er å vurdere om Telenors nylige kjøp av Unitech Wireless er verdiødeleggende for selskapets ex ante aksjonærer. Det indiske mobilselskapet har i dag ingen kundemasse, men mobillisenser i alle Indias 22 telekommunikasjonsregioner. Ifølge Telenor skal selskapet begynne å attrahere kunder fra og med andre halvdel av 2009.

For å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer og finne et passende avkastningskrav for Telenors India-prosjekt, har vi startet oppgaven med en strategisk analyse av de ytre rammebetingelsene og selskapets interne forhold. Denne analysen danner grunnlaget for de forutsetningene vi har tatt for å komme frem til prosjektets forventede verdi.

Forventningsverdien til prosjektet er kalkulert ved å vekte tre scenarioer med tilhørende sannsynligheter, og egenkapitalverdien i de ulike scenarioene er beregnet ved hjelp av totalkapitalmetoden.

Som et supplement til verdsettelsen har vi også målt nåverdien av prosjektet opp mot hvordan børsen og markedet reagerte da nyheten om Telenors planer om å entre det indiske telekommunikasjonsmarkedet ble kjent.

Oppgaven baserer seg på informasjon til og med april 2009.

Forord

Da vi etter nærmere fem år med økonomistudier skulle velge et tema for masterutredningen, ønsket vi begge å skrive en oppgave som hadde god finanstoretisk forankring, samtidig som den kunne gi oss dybdeforståelse om teknikker og metoder som benyttes blant markedets finansanalytikere. En analytikers hovedoppgave er å kartlegge verdien av et underliggende aktivum, og se denne verdien opp mot prisen som aktivumet handles for. Vi har gjennom flere finanskurs på Norges Handelshøyskole fått innsikt i slike verdsettelsesmetoder, og spesielt verdsettelsen av egenkapitalen i børsnoterte selskaper har skapt stor entusiasme hos oss. Gjennom masteroppgaven ville vi derfor fordype oss innenfor dette fagfeltet, da det ville gi oss en solid akademisk plattform knyttet opp mot det som blir vårt daglige virke i fremtiden.

Etter å ha valgt metode, ble neste steg å finne et passende selskap å verdsette. I løpet av høstsemesteret leste vi flere artikler om frustrerte aksjeanalytikere som nærmest var i harnisk over Telenors oppkjøp av det indiske mobilselskapet Unitech Wireless. Dette satte oss på sporet av Telenor som et verdsettelsesobjekt. Vi ønsket i utgangspunktet å verdsette hele konsernet, men skjønnte raskt at dersom vi skulle gjøre dette på en tilfredsstillende måte, ville oppgaven bli for lang og omfattende. Dermed ble fokuset rettet tilbake til det som gjorde at vi fattet interesse for Telenor; selskapets seneste ekspansjon i Asia. Målet ble å teste om India-prosjektet virkelig er verdiødeleggende for selskapets ex ante aksjonærer, altså om prosjektet har en negativ nåverdi. Med ex ante aksjonærer mener vi de aksjonærene som var lang i aksjen før investeringen ble annonsert. I tillegg til å måle prosjektets teoretiske verdi, ville vi også se denne nåverdien opp mot hvordan børsen og markedet reagerte på nyheten i disse begivenhetsfulle dagene i oktober 2008.

Gjennom et mangfold av informasjonskanaler har vi i løpet av det siste halvåret opparbeidet oss en bred kunnskapsbase, slik at vi på en nyansert måte har kunnet prognostisere den økonomiske fremtiden til det indiske mobilselskapet. I arbeidet med den strategiske analysen har vi innhentet og fordøyd et utvalg av artikler og bøker som kan knyttes opp mot emnet. Informasjonen fremlagt av Telenor har systematisk blitt gått etter i sømmene, og vi har etter beste evne prøvd å bygge opp logiske resonnementer i de tilfeller vi har sett oss uenige med ledelsen i selskapet. Likevel er det vanskelig å komme med kvantitative prediksjoner om en usikker fremtid, slik at estimatene våre kunne fort ha blitt endret, både på opp- og nedsiden.

Vi vil benytte anledningen til å rette en stor takk til vår veileder Frode Sættem for gode og konstruktive innspill gjennom hele skriveprosessen. Samtidig vil vi også takke

telekomanalytikerne Ole Petter Kjerkreit, Martin Hoff og Espen Torgersen for at de tok seg tid til et intervju, og Investor Relations i Telenor for mye nyttig informasjon. Til slutt vil vi sende en stor takk til våre kjære Silje og Hannah for en god porsjon tålmodighet gjennom det siste halvåret.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
1. Innledning	6
1.1 Nyheten om Unitech Wireless	6
1.2 Om Telenor og momenter ved oppkjøpet	7
1.3 Unitech Wireless	8
2. PEST-analyse	10
2.1 Politiske og regulatoriske forhold	10
2.2 Økonomiske forhold	13
2.3 Sosiokulturelle og demografiske forhold	19
2.4 Teknologiske forhold	22
3. Porters konkurransekraftmodell	24
3.1 Rivalisering på det indiske telekommarkedet	24
3.2 Trussel fra mulige inntrengere	28
3.3 Kundemakt	30
3.4 Leverandørmakt	31
3.5 Trussel fra substitutter	32
4. KIKK-analyse	34
4.1 Kundeorientering og markedsstrategier	34
4.2 Kvalitet	35
4.3 Kostnadsstruktur	36
4.4 Innovasjon	38
5. Verdsettelsesmetoder	39
5.1 Fundamental verdsettelse	39
5.2 Komparativ verdsettelse	42
5.3 Opsjonsbasert verdsettelse	43
5.4 Valg av verdsettelsesmetode	43

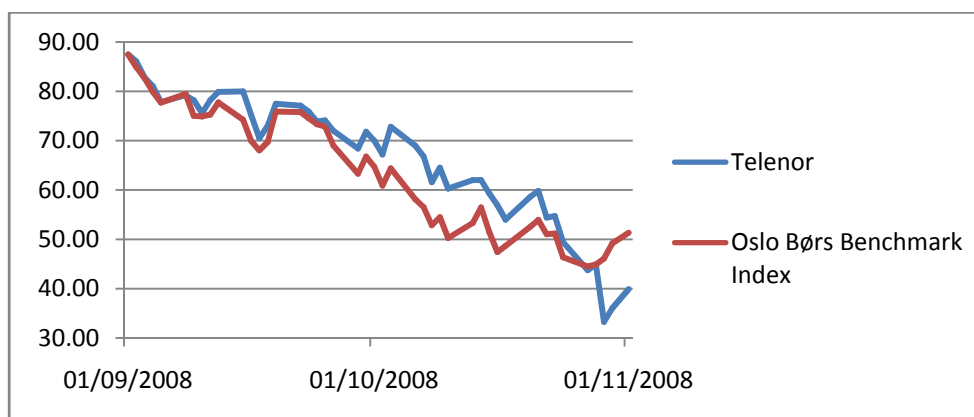
6. Avkastningskravet til Telenor India	44
6.1 Egenkapitalkravet	46
6.2 Avkastningskravet for selskapets gjeld	51
6.3 Utrekning av WACC	52
7. Base case scenario	53
7.1 Det indiske mobilmarkedet	53
7.2 Telenors markedsandel	55
7.3 ARPU	58
7.4 Driftskostnader	63
7.5 Capex	66
7.6 Avskrivninger	68
7.7 Skattefordel på fremførbare underskudd	69
7.8 Valutakurs	70
7.9 DCF-modell i base case scenario	70
8. Sensitivitetsanalyse	73
9. Worst og Base Case scenario	77
9.1 Best case scenario	77
9.2 Worst case scenario	80
9.3 Oppsummering av scenarioanalysene	83
10. Markedets implisitte prising av India-satsningen	84
10.1 Markedets implisitte prising rundt annonseringsdatoen	84
10.2 Telenors aksjekursutvikling i etterkant	87
11. Kritisk syn på oppgaven	89
12. Oppsummering og konklusjon	91
Kilder	92
Forklaringsliste	98
Figuroversikt	99
Appendiks	101

1. Innledning

1.1 Nyheten om Unitech Wireless

I begynnelsen av september 2008 begynte landets medier å skrive om Telenors uoffisielle planer om å entre det indiske mobilmarkedet. Hverken omfang eller pris var kjent, og det ble hevdet at Telenor kjempet om en aksjepost på kun 26 prosent (digi.no, 09.2008). Telenor fulgte vanlig prosedyre, og kommenterte ikke disse spekulasjonene. I forkant av 3. kvartalsrapporteringen den 29.oktober, var det derfor knyttet stor spenning til en eventuell satsning på det indiske markedet. Flere analytikere mente at nyheter om et indisk oppkjøp ville overskygge resultatfremleggelsene. En inntreden i et så konkurranseutsatt marked ville ifølge dem kunne gi et kritisk utslag i aksjekursen (dagensit.no, 10.2008). Som vi ser av grafen nedenfor, kan det se ut som om bekymringen hos analytikerne ble gjenspeilet i aksjekursen allerede i forkant av annonseringen. Da nyheten ble offisielt sluppet, reagerte markedet ved å sende kursen videre ned med hele 25 prosent. Dette på en dag da Oslo Børs steg i overkant av 2 prosent. Nyheten om at Telenor hadde kjøpt 60 prosent av selskapet for 8,7 milliarder kroner fikk altså den effekten som analytikerne hadde fryktet. Aksjonærene var ikke bare skuffet over prislappen, men også over finansieringsformen og investeringsforpliktelsene som ville følge med eierskapet. Analytikerne fungerte som lobbyister i etterkant av annonseringen, og oppkjøpet ble forsøkt stoppet. Det eneste lobbyismen førte med seg var en forkastelse av emisjonsplanene på 12 milliarder kroner.

Figur 1 – Indeksert kursutvikling for Telenor-aksjen og OSEBX



Kilde: Datastream Advance, 2009

1.2 Om Telenor og momenter ved oppkjøpet

Telenor Group (heretter Telenor) er i dag et internasjonalt telekommunikasjonsselskap med virksomheter innen mobil, fastnett, bredbånd og tv. Selskapet ble notert på Oslo Børs i år 2000, og største eier er Nærings- og Handelsdepartementet med en andel på 54 prosent. Etter at Telenor gikk inn i Russland tidlig på 90-tallet, har selskapet etablert seg i totalt 13 land i Norden, Øst-Europa og Asia, og blir nå regnet som verdens 7.største mobiloperatør (telenor.no, 2009). Gjennom sin ekspansjon i vekstmarkeder er virksomheten knyttet til mobilkommunikasjon blitt den klart største bidragsyteren til Telenors driftsinntekter.

1.2.1 Problemer ved utenlandsk eierskap

Telenors inntog i nye markeder har på ingen måte vært uproblematisk. I Russland står selskapet i fare for å miste alle sine eierandeler i selskapet Vimpelcom, på grunn av en strid med noen av minoritetsaksjonærene som har sterk støtte i det russiske rettsvesenet. Telenor bruker nå alle tilgjengelige ressurser, inkludert norske myndigheter, for ikke å bli frarøvet sin aksjepost på nærmere 11 mrd. Telenors markedsverdi er i sammenligning ca 70 mrd med dagens aksjekurser, og dette utgjør dermed en betydelig del av selskapets verdi.

I Ukraina har Telenor lenge blitt nektet tilgang til reviderte regnskapstall i selskapet Kyivstar, og i andre land har Telenors drift tidvis blitt påvirket av politisk og regulatorisk ustabilitet. På tross av problemene de har møtt på underveis i ekspansjonsfasen, har ikke Telenor mistet sin appetitt på vekst i nye markeder. Når selskapet nå entrer det indiske markedet, begrunner ledelsen det med lav mobilpenetrasjon, stor populasjon og et høyt gjennomtrekk av kunder (churn-kunder).

1.2.2 Aksjonærbråk i Telenor

Telenors investorer og analytikere reagerte som nevnt på flere forhold i forbindelse med annonseringen av India-prosjektet. I tillegg til store operasjonelle utfordringer, ønsket ledelsen å finansiere kjøpet av Unitech Wireless gjennom en fortrinnsrettet aksjeemisjon, og det i en tid der det var dyrt å hente inn ny egenkapital. Etter store protester fra flere ikke-statlige minoritetsaksjonærer besluttet altså ledelsen å droppe emisjonen, og heller bruke kontantstrømmer fra andre virksomheter, supplert med opptak av ny gjeld. Martin Hoff i Artic Securities bekreftet i et intervju med oss (02.2009) at han i en lang periode fungerte som et

talerør for investorer tilknyttet meglerhuset, og at han hadde i oppdrag å uttale seg negativt om både prosjektet og emisjonen i landets næringslivsmedier.

Ole Petter Kjerkreit i SEB Enskilda (personlig intervju, 02.2009) mener at aksjonærbråket har dannet et mistillitsforhold mellom Telenor-ledelsen og flere av de ikke-statlige eierne. Hovedsakelig skyldes mistilliten kjøpesummen og finansieringsforpliktelsenes størrelse, men også det at oppkjøpet ikke ble diskutert på generalforsamlingen. Aksjeloven sier nemlig at vesentlig investeringer i et selskap skal behandles på generalforsamlingen, og i henhold til god selskapsstyring burde en ekspansjon til India vært diskutert der. I ukene etter at India-prosjektet ble offisielt bekreftet, vurderte flere eiere å hyre advokater for å se på måten saken hadde blitt håndtert av ledelsen og styret i Telenor. Flere aksjonærer hadde et ønske om å saksøke Telenor for måten prosessen var gjennomført på, og dermed dekke tap i forbindelse med investeringen (Hoff, 02.2009). Vi har ikke fått tilgang til mer informasjon om denne prosessen.

Aksjonærbråket har roet seg de siste månedene, men tilliten er fortsatt tynnslitt. Investorer som så på Telenor-aksjen som en sikker havn i et usikkert marked, fikk i stedet et selskap tungt investert i et prosjekt med usikre utsikter.

1.3 Unitech Wireless

Unitech Wireless var tidligere heleid av et av Indias største eiendomsselskap, Unitech Ltd. Selskapet har i dag ingen kundemasse, men telekommunikasjonslisenser i alle Indias 22 telekomregioner. Planen er å tilby mobiltjenester fra andre halvdel av 2009. Telenor opplyste på pressekonferansen 29.oktober at de skulle kjøpe 60 prosent av selskapet, men på grunn av Unitech Ltds finansielle problemer er denne andelen senere økt til 67,25 prosent. For dette må Telenor altså betale i underkant av 9 mrd. NOK, i tillegg til å stå for deres relative ansvar av fremtidige investeringer. Etersom aksjekursen til Unitech Ltd. har stupt over 90 prosent på børsen det siste året, og at selskapet ifølge indiske medier er i akutt pengenød, er det få som tror at Unitech Ltd. vil kunne skyte inn sin andel av kapitalen som trengs for å finansiere satsingen til Unitech Wireless. De fleste analytikere regner derfor med at Telenor vil øke sin eierandel i selskapet opp til 74 prosent (Kjerkreit, 02.2009), som er øvre grense for utenlandsk eierskap i India.

Figur 1.3 Unitech Wireless sin oppstartsbalanse

Unitech Wireless bokførte balanse (Tall i mill NOK)			
<i>Bankinnskudd</i>	<i>8200</i>	<i>Egenkapital Unitech LTD andel</i>	<i>4216</i>
		<i>Egenkapital Telenors andel</i>	<i>8700</i>
<i>Lisens og spektrum</i>	<i>6416</i>	<i>Total EK</i>	<i>12916</i>
		<i>Gjeld</i>	<i>1700</i>
<i>Total eiendeler</i>	<i>14616</i>	<i>Total EK + gjeld</i>	<i>14616</i>

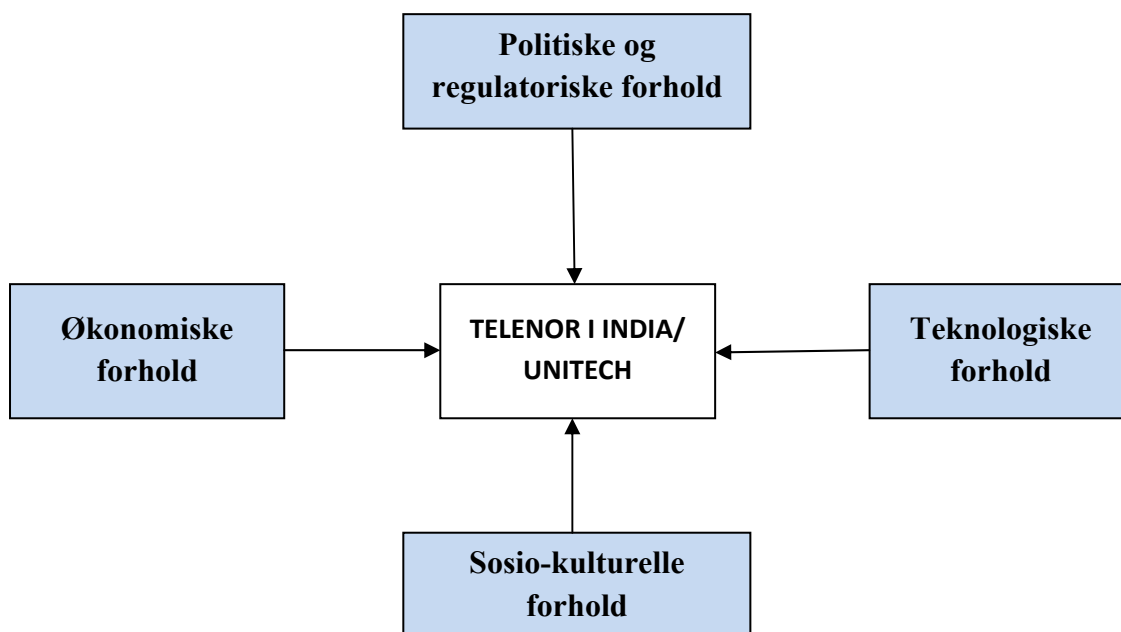
Før Telenor gikk inn i Unitech Wireless hadde selskapet en gjeld på ca 2,7 mrd, hvorav 1,7 er banklån, og 1 mrd er lån gitt av Unitech Ltd. sine eiere. Når Telenor nå skyter inn 8,7 mrd vil 300 mill. av disse gå til å tilbakebetale deler av eksisterende eieres utlån. De resterende 700 mill. av belåningen konverteres fra gjeld til egenkapital i selskapet, slik at Unitech Wireless sitter igjen med ca 1,7 mrd i banklån. I tillegg overfører de eksisterende eierne ca 200 mill. fra den kommende kontantbeholdningen til sin egen lomme. Dermed kan verdien av lisens og spektrum, samt verdien på egenkapitalen til Unitech Ltd implisitt kalkuleres gjennom beløpet Telenor betaler, og den andelen de får av selskapet. Telenor eier altså 67,25 prosent av kontantbeholdningen og lisensen/spektrumet, som skal tilsvare den samme verdien som de skyter inn i prosjektet. Bankinnskuddet skal brukes til å finansiere driften og investeringene frem til 2010. Videre skal finansieringen dekkes av Telenor og Unitech Ltd. med sine respektive eierandeler.

Med den bakgrunnsinformasjonen som nå har blitt presentert, tar vi fatt på den strategiske analysen. Vi starter med en PEST-analyse som fokuserer på de ytre rammebetingelsene knyttet opp mot en investering i India.

2. PEST-analyse

Vi vil i dette kapitlet presentere en PEST-analyse der vi skal beskrive de viktigste eksterne faktorene som vil påvirke Telenors India-satsning. PEST står for Political, Economical, Social og Technological (Roos et al., 2005), og fungerer som et rammeverktøy for å kartlegge generelle forhold og endringer i omgivelsene. Selv om analysen gir oss innsikt til å forme tallmaterialet som implementeres i kontantstrømmene senere i oppgaven, vil vi samtidig presisere at det bare er et utvalg av mange viktige faktorer som presenteres her.

Figur 2.0 – PEST-analyse knyttet opp mot Unitech Wireless



Kilde:Roos et al, 2005

2.1 Politiske og regulatoriske forhold

Telekombransjen har i løpet de siste tiårene vært gjennom omfattende dereguleringer, både i Norge og internasjonalt. Tidligere var operatørene i bransjen statlig eid, og kapitalen som ble pløyd inn for å bygge telenettverkene var finansiert av skattebetalerne. Opphevelsen av nasjonale monopoler har i stor utstrekning resultert i billigere og bedre tjenester for sluttbrukerne, samtidig som privatiseringen har skapt et hardere konkurranseklima for de etablerte selskapene. Den nye plattformen har gjennom tiden blitt justert til fordel for konkurransen, der regulering av blant annet roaming- og termineringspriser har vært essensielle styringsmekanismer. Med roaming og terminering menes en tjeneste som, i

henhold til en avtale mellom to operatører, muliggjør at en abonnent kan bruke en annen operatørs mobilnett i områder der abonnentens egen operatør ikke har dekning, uten at abonnenten behøver å inngå særskilt avtale om det (Post- og teletilsynet, 2005).

Termineringsavgiften reguleres ofte gjennom en asymmetrisk ordning, der operatører med mindre infrastruktur og nettverk betaler en lavere leie for bruk av større operatørers nettverk enn motsatt. Denne asymmetrien har gitt en motvekt til tendenser av naturlig monopol, og har medført at mindre telekomaktører har fått et variabelt kostnadsfortrinn vis à vis de store. Denne reguleringsfilosofien har også blitt implementert i India. I den naturlige utviklingen mot et frimarkedssystem har det også dukket opp operatører uten egne nettverk, såkalte MVNO-selskaper (mobile virtual network operators), der all trafikk leveres til kunden gjennom leie av eksisterende operatørers nettverk og infrastruktur. Dette har også hatt en konkurransefremmende effekt, da det blir lettere å etablere seg i en meget kapitalintensiv bransje. Vi har en rekke selskaper med MVNO-struktur i Norge, som for eksempel Chess og Tele2, og det dukker også opp stadig flere slike selskaper i India.

Andre viktige konkurransefremmende tiltak har vært muligheten til å beholde mobilnummeret ved bytte av teleoperatør eller tjenesteleverandør. Nummerportabilitet har nærmest gitt forbrukerne rett til å eie sitt eget nummer. Prosessen ved å bytte teleoperatør er blitt forenklet, og har gjort det mer attraktivt for kundene å være på jakt etter prisgunstige løsninger innen telefoni.

Dereguleringen av den internasjonale telesektoren, og et gjennomgående fokus på løpende regulatoriske forhold, har altså tilrettelagt for et økt konkurransemiljø. På den ene siden har dette vært negativt for Telenor som aktør i Norge, grunnet verdioverføringen fra operatør til konsument gjennom lavere priser. På den annen side har den internasjonale avmonopoliseringen av telekombransjen ført Telenor opp blant de syv største mobiloperatørene i verden (telenor.no, 2009). Reguleringer fra myndigheters side har tydeligvis gjort det attraktivt nok for Telenor å gå inn i et land som India. Dersom markedet fremdeles hadde hatt en monopolisert form, ville en slik ekspansjon vært umulig. I et marked med uregulerte konkurranseforhold ville også inngangsbarrierene vært høyere, grunnet høyere premie på eksisterende aktører som et resultat av deres gode marginer. Bransjen som sådan hadde blitt mer kapitalintensiv enn i dag og følgelig mindre attraktiv for telekomselskaper i ekspansjon.

2.1.1 Politiske forhold rettet spesielt mot India

I India hadde den statlige operatøren BSNL lenge monopol på mobiltelefonitjenestene, men etter at det indiske markedet ble avmonopolisert, har flere private operatører etablerte seg og utfordret monopolmakten på samme måte som Netcom og Tele2 gjorde i Norge på nittitallet. Sammen med dereguleringen ble det behov for et tilsynsorgan med samme funksjon som Post- og Teletilsynet her hjemme. Den indiske utgaven, Telecom Regulatory of India (TRAI), ble dannet i 1997 og har siden prøvd å legge grunnlaget for et sunt, rettferdig og konkurranseutsatt marked.

Det virker som om India har blitt et forbilde for andre utviklingsland når det gjelder overvåkning og regulering av telekomsektoren. Eksempler på tiltak er de som allerede er nevnt for telekombransjen som helhet; reduksjoner av terminering- og roamingpriser, nummerportabiliteten, lovpålagt deling av teleinfrastruktur og fjerning av betaling for mottak av samtaler. Dette er tiltak som har fremmet konkurranse og økt konsumentoverskuddet, og dermed vært drivere til at indiske telepriser har konverget ned mot de laveste på verdensbasis (TRAI, 10.2008). Til tross for den positive utviklingen, har det i den senere tid blitt mer ustabile rammevilkår for landets teleoperatører. Det statlige Department of Telecommunication (DoT) har blant annet ved flere anledninger avslått TRAI's forslag om auksjoneringer av spektrum og lisenser relatert til 3G-teknologien (india-server.com, 08.2008). Tilsynet fremmet et forslag om at auksjoneringen skulle begrenses til eksisterende teleoperatører, og argumenterte med at disse allerede hadde investert betydelige beløp i infrastruktur. Dette har ikke blitt godtatt av DoT, da de antageligvis ville selge lisens til flere globale selskaper, og dermed bringe mer midler inn til den indiske statskassen. På toppen av dette har de statlig eide selskapene BSNL og MTNL allerede fått tildelt 3G-lisensene, mens de private aktørene altså fremdeles venter på auksjonen som har blitt utsatt på ubestemt tid. Sannsynligvis skyldes denne utsettelsen uenigheten mellom DoT og TRAI, kombinert med problemene som den globale resesjonen har medført. Sistnevnte har ført til en defensiv strategi blant globale telekomselskaper, og forventningene om høye bud er dermed blitt betraktelig redusert. For Unitech Wireless og Telenor er dette av mindre betydning, ettersom de forløpig kun skal operere med 2G-teknologien (Telenor, 02.2009). Strategien kan selvsagt endre seg raskt, og endringer i lisensprisen vil kunne føre til endringer i Telenors strategi. Vi tror likevel at dette er mindre sannsynlig, siden det vil kreve en økning av det allerede skyhøye finansieringsbehovet. I tillegg har responsen fra markedet hittil vist seg å være

lunken, og de statelige selskapene har solgt langt under det budsjetterte målet for 3G-tjenester (business-standard.com, 04.2009).

Utenlandske selskaper som tilbyr mobiltelefonitjenester gjennom lånt infrastruktur, har frem til nå blitt ilagt dobbel beskatning i India. Ettersom Telenor selv har kjøpt seg inn i et indisk selskap, og skal operere med eget nett, har denne beskatningen vært fordelaktig med tanke på deres kommende konkurransesituasjon. Operatører uten egen infrastruktur skulle bli skattelagt mer enn de med egne nettverk, og dette legitimerer kjøp fremfor leie. Men etter press fra amerikanske myndigheter har denne dobbeltbeskatningen frafalt, og dermed bedret konkurransevnen til selskaper uten infrastruktur (Telecompaper.com, 04.2009). Dette vil antageligvis bety en lavere markedsandel for Telenor enn først antatt, da endringen kommer i favør operatører uten infrastruktur. På den annen side kan denne lovendringen ha vært ventet, slik at prisen som Telenor betaler reflekterer lovendringens implikasjoner. Uansett vitner dette om konkurransebetingelser i det indiske mobilmarkedet som er i stadig endring.

Man kan altså si at reguleringen av telekommarkedet er generelt mer usikkert og uforutsigbart i India enn i Norge, og den politiske risikoen med ustabile rammevilkår må bli tatt hensyn til ved en verdsettelse av et indisk investeringsprosjekt. For Telenor har slik ustabilitet vist seg gjeldende både i Ungarn, Thailand, Ukraina samt gjennom de seneste disputer vedrørende eierskapet i russiske Vimpelcom. Det er med andre ord viktig å analysere slike risikofaktorer og være klar over hvilke scenarioer som kan dukke opp. Det bør også reflekteres i risikomålingen av prosjektet. Detaljer rundt denne problematikken debatteres videre i forbindelse med landsrisikofaktoren i kapitalkostnadskapittelet senere i oppgaven.

2.2 Økonomiske forhold

2.2.1 Valutarisiko for Telenor

Telenors andel av driftsinntekter og resultater fra virksomheter utenfor Norge er stadig økende, og dermed har Telenor blitt sterkere eksponert mot endringer i utenlandsk valuta. Konzernregnskapet til Telenor blir rapportert i norske kroner (NOK) noe som betyr at en styrking av utenlandsk valuta målt mot NOK, alt annet like, bidrar til å øke selskapets inntekter, men også dets investeringer og kostnader.

Det skjedde store endringer i valutamarkedet i 2008. Frem mot sommeren styrket NOK seg mot de fleste valutaer, men da finanskrisen ble bekreftet på høsten trakk store utenlandske

investorer seg ut av den mer volatile norske valutaen, og gikk inn i mer sikre valutaer som USD og EUR (dn.no, 10.2008). Ifølge markedsutsiktene til DnBNor (1.tertial, 2009) skal den norske kronen styrke seg fremover på grunn av høyere oljepris, og fordi utenlandske investorer vil bli mer risikovillige. Dette ser vi tendensen av i dagens marked. Som en motpol til denne effekten har Norges Bank nå satt ned rentene til historisk lave nivåer.

Når det gjelder NOK mot indiske rupi (INR), så har vi også her sett store svingninger de siste årene. Da oppkjøpsplanene til Telenor ble kjent i september måned var valutakursene på et helt annet nivå enn da kjøpet ble annonsert på kvartalspresentasjonen litt over en måned senere. I denne perioden svekket den norske kronen seg med 20 prosent mot rupien, og prisen på Unitech Wireless var i løpet av oktober blitt nærmere to milliarder kroner dyrere. I vår verdsettelse har vi et langsiktig perspektiv og er i så måte ikke så oppatt av disse valutasingningene. Selv om Telenor hadde tjent på en generell styrking av kronen i oppstarten av India-prosjektet grunnet store investeringene og negativ kontantstrøm, vil denne kronestyrkelsen slå tilbake på selskapet i andre markeder hvor kontantstrømmen er positiv, og investeringene finansieres gjennom lokal valuta.

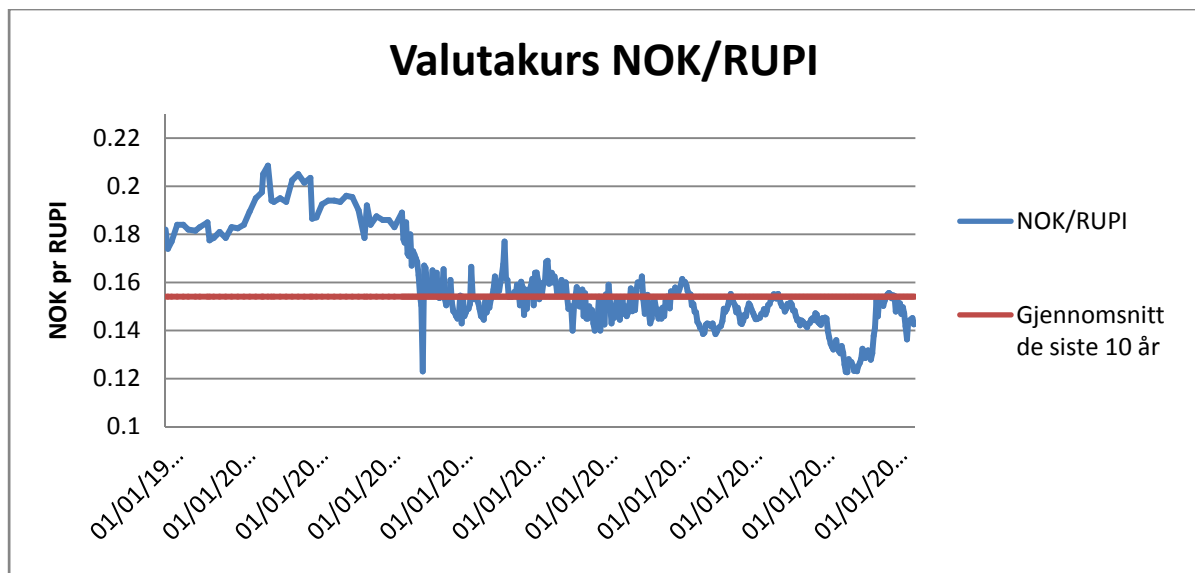
Økonomisk teori argumenterer for at valutakurser påvirkes av faktorer som inflasjons- og realrenteforskjeller mellom land, men det finnes fremdeles ikke en samlet empirisk enighet om denne sammenhengen (Shapiro, 2006). Det er vanskelig, om ikke umulig, å predikere valutakurser på kort- og mellomlang sikt, og i verste fall kan kursendringer ødelegge lønnsomheten til internasjonale investeringsprosjekter. Det ligger derfor en klar valutarisiko i Telenors India-prosjekt. Her finansieres investeringene av kontantstrømmer generert i andre valutaer enn den indiske, mens den positive kontantstrømmen som igjen skal forsvare investeringen, genereres kun i den indiske valutaen. Dermed kan prosjektet potensielt gå på en valutasmell dersom sterk rupi de første årene avløses av en svekket rupi i fremtiden. Det er mulig for Telenor å gardere seg mot valutasingninger gjennom såkalt valutahedging. Gjennom å bruke både termin- og opsjonsmarkedet, kan rupi handles inn for fremtiden slik at usikkerheten fjernes. Dette er noe selskapet benytter seg av i utstrekkt grad, men det er dyrt å sikre seg fullt ut.

Et godt eksempel på nedsiderisikoen relatert til valuta er Telenors tilknyttede teleselskap i Russland, Vimpelcom. Selskapet har inntekter i rubler, mens investeringene var finansiert gjennom gjeld i amerikanske dollar. Da finanskrisen slo inn og investorene flyktet tilbake til amerikanske dollar, fikk selskapet erfare nedsiden ved en slik eksponering. De samme

erfaringene har Telenor opplevd med sin investering i det ukrainske selskapet Kyivstar, der utbyttebetalingene har blitt markant mindre grunnet en sterkt svekket hryvnia.

Grafen nedenfor viser utviklingen i NOK/INR de siste 10 årene, samt et gjennomsnitt for den samme perioden. Dette gjennomsnittet er ikke langt unna det som rupien handles for i dag.

Figur 2.2.1 – Historisk valutakursendring NOK/INR



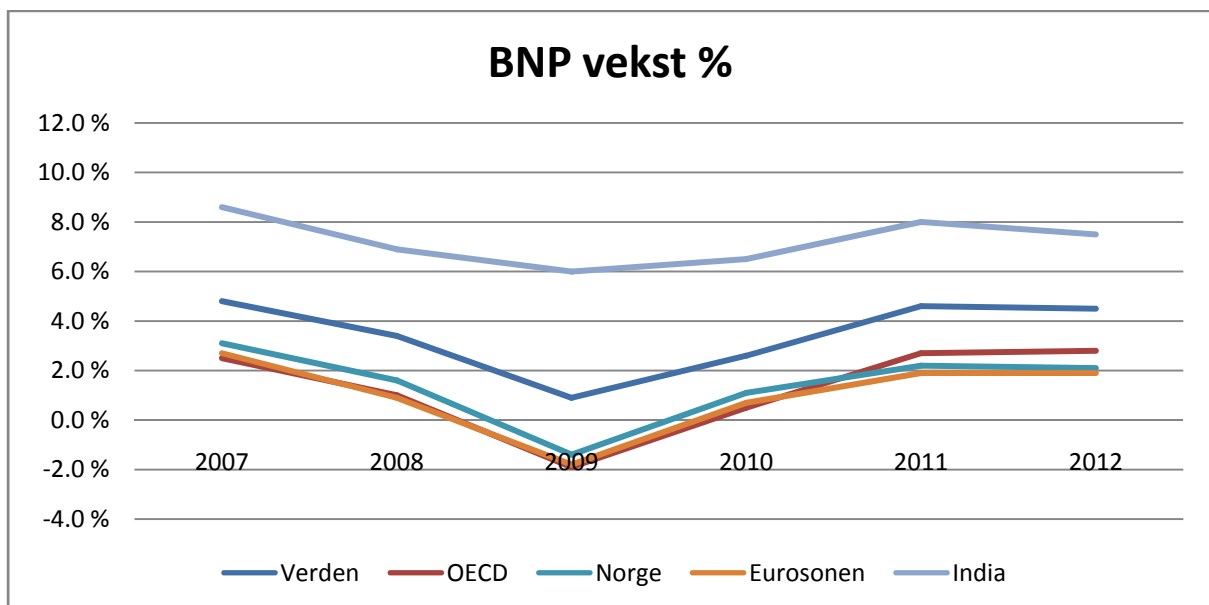
Kilde: Datastream Advance, 2009

2.2.2 Globale makroøkonomiske utsikter per april 2009

Mens denne oppgaven føres i pennen befinner verdensøkonomien seg i en global økonomisk resesjon. Denne realøkonomiske resesjonen har oppstått som en konsekvens av en finansieringskrise, der de globale finansmarkedene på et tidspunkt nesten brøt sammen som følge av mangel på tillit. Vi vil ikke gå nærmere inn på årsakene til krisen, eller hvordan krisen har avledet lavkonjunkturen vi nå befinner oss i. Vi vil kun registrere det faktum at dette har hatt store implikasjoner for den implisitte prising av prosjekter på verdens børs. Naturligvis får dette også følger for verdsettelsen av et investeringsprosjekt i India. Telenor har tatt dette i betraktning og nedjustert sine prognoser, og ifølge dem selv tatt høyde for dette i den prisen de har betalt for Unitech Wireless. I så måte legger vi ikke et stort fokus på konjunkturedgangen i seg selv, foruten å legge inn og diskutere de vekstestimer som foreligger mens oppgaven skrives, i tillegg til å drøfte eventuelle implikasjoner for den indiske telekombransjen.

Fra et verdsettelsessyn fører nedgangstider som oftest til en nedjustering av de elementene som bygger opp kontantstrømmen til et prosjekt. Dette skjer som følge av at veksten avtar på bakgrunn av de effektene en global økonomi i resesjon skaper. Det som er spennende er hvordan nedgangen slår ut i ulike økonomier på tvers av kontinenter. Vi er selvsagt spesielt interessert i hvordan dette vil slå ut i den indiske økonomien, og da særlig i utviklingen av inderes kjøpekraft, da dette vil ha påvirkning på en del kritiske indikatorer, spesielt for ARPU (average revenue per user) og markedspenetrasjonen i landet. Vekstestimer som forelå medio 2008 har i etterkant av Lehman Brothers konkursen blitt fortløpende revidert til det verre, og spesielt hardt rammet er OECD-landene der de estimerte vekstratene har dukket under nullpunktet. I fremvoksende økonomier som India er imidlertid prognosene ikke like dystre. Makroanalytikere tror ikke den indiske økonomien vil forbli uberørt av lavkonjunkturen, men veksten vil ikke falle like mye, hverken i relative eller absolutte termer. India vil antageligvis oppleve en aggregert vekst på ca 6 prosent i nedgangsåret 2009, ifølge analysebyråene (SSB og DnBNor, 2009). Grafen under viser at veksten i BNP vil nå et generelt bunnivå i år, før den bedrer seg noe neste år og er tilbake på 2007-nivå i 2012.

Figur 2.2.2 – Prognose på bruttonasjonalprodukt (BNP) for utvalgte land



Kilde: DnB Nor Markets, Økonomiske Utsikter, 1.tertial 2009

Som vi ser vil veksten falle, men sammenlignet med andre økonomier i den vestlige verden, er det prognostisert at India vil komme helskinnet ut av den realøkonomiske nedturen. Inderes aggregerte kjøpekraft vil fremdeles vokse, dog i litt lavere hastighet enn det prognosene fra 2008 forespeilet.

2.2.3 Hvilke konsekvenser får den økonomiske krisen for telekombransjen i India?

Etter å ha lest makroøkonomiske rapporter fra flere ledende analysebyråer, er det likevel vanskelig å si hvordan den globale resesjonen vil slå ut for telekom-sektoren i India isolert sett. I intervjuer gjennomført med ulike telekomanalytikere og Investor Relation (IR) i Telenor, hevdes det at telekommunikasjonsbransjen er mindre konjunkturuavhengig enn andre bransjer. De mener altså at det som trekker i Telenors retning i disse turbulente tider er at telekom-sektoren er mindre sårbar for makroøkonomiske nedturer enn mange andre bransjer. Denne defensive kvaliteten kan komme til nytte nå som de økonomiske utfordringer rir verdenssamfunnet.

Det er også viktig å presisere at i Asia er det ikke nødvendigvis svingninger i økonomien som påvirker mobilbruken mest, men heller politisk ustabilitet, terror og naturkatastrofer. Ifølge Espen Torgersen i Carnegie (personlig intervju, 02.2009) gikk mobilbruken i India ned i perioden rett etter Mumbai-terroren i desember 2008. Også i Thailand, da regjeringen i fjor måtte gå av etter at demonstranter stengte flere flyplasser, sank forbruket av mobiltjenester. Når dette er sagt, prøver vi likevel å trekke frem noen faktorer som kan synes å endre seg som følge av den internasjonale økonomiske uroen.

Faktor 1 - Kjøp av ny mobil med ny teknologi blir utsatt

Det har foreløpig vært lite som tyder på at indere vil redusere sitt forbruk av telerelaterte tjenester. Veksten til indiske telekomoperatører har fortsatt i økende fart under krisen, og den absolutte tilgangen fortsetter å vokse (indiatelecomnews.com, 02.2009). Likevel ser vi nå et av de første tegnene på nedturen, da salget av 3G-telefoner i India har blitt mye lavere enn budsjettet. Det ble i India kun solgt 3200 3G-telefoner i løpet av den første måned etter teknologien ble lansert (business-standard.com, 04.2009). Det skyldes mest sannsynlig at individer holder tilbake når det gjelder forbruk av luksuriøse teknologiske artikler. Unitech Wireless har kun 2G-lisens, og Telenor hevder, som vi var inne på, at de ikke har noen umiddelbare planer om å være med på budrunden om de nye 3G-lisensene. Siden de fleste mobiltelefoner i dag har innebygd 2G-teknologi, er det ikke kritisk for Telenors satsning at folk utsetter kjøp av 3G-mobiltelefoner på kort sikt. Det er likevel en indikator om at pengesterke enkeltpersoner strammer inn forbruket av telekomrelaterte tjenester.

Faktor 2 - Billigere basisvarer grunnet etterspørselsvikt

En positiv effekt i forbindelse med krisen er at prisen på mat og drivstoff har falt kraftig. Ifølge SSB (05.2008) har FNs matprisindeks falt med 30 prosent siden toppen i fjor vinter. Dette frigjør midler til å bruke på for eksempel telekom tjenester i India.

Faktor 3 - Telekomselskapene reduserer sine investeringer i ny teknologi og kjøp av nye lisenser

Ettersom nedgangen i økonomien har redusert kjøpevilligheten av dyre 3G-telefoner, vil det ta lenger tid før det blir lønnsomt med utbygging av disse nettene. Telekomselskapene vil derfor vegre seg for å investere i nye 3G-lisenser av frykt for å tape store penger. Unitech Wireless kan på sin side få muligheten til å kjøpe 3G-lisens til redusert pris, dersom myndighetene justerer lisensprisen for lavere etterspørsel og Unitech Wireless på sikt å legger om sin markedsstrategi.

Faktor 4 - Redusert capex og driftskostnad som følge av pressede utstyrsleverandører

Telenor hevdet på pressekonferansen i forbindelse med oppkjøpet av Unitech Wireless at de har fått bedre priser og større forhandlingsmakt overfor utstyrsleverandørene som en følge av tregere økonomi. Flere leverandører i India er presset økonomisk, og dette har ført til lavere fremtidige driftskostnader, samt en nedjustering av Unitech Wireless sitt generelle kapitalbehov.

Faktor 5 - ARPU vil falle dersom økonomien stagnerer

Kommunikasjon kan karakteriseres som et basisbehov, og med dagens priser er det lite som tyder på at forbruket (MoU, Minutes of Use) vil falle markant. Indere ringer betraktelig mer enn andre folkeslag med lik kjøpekraft, og mye av forklaringen ligger i de relativt lave prisene som er avledet av den intense konkurransen på det indiske mobilmarkedet. Derfor mener vi at dersom nedgangen i realøkonomien slår inn på det indiske kontinentet, og da mer enn det makroanalytikere antar, vil arbeidsløsheten føre til at ARPU, gjennom redusert MoU, kan bli påvirket på kort sikt. Ender flere indere opp i arbeidsløshet, vil dette kunne redusere deres mobiltelefonibruk.

Vi tror generelt at Telenor i India blir negativt påvirket av en lavere internasjonal vekst, men at store deler av den isolerte etterspørselssvikten allerede er priset inn Telenors prosjektkalkyler.

2.3 Sosiokulturelle og demografiske forhold

2.3.1 Sosiokulturelle forhold

Innenfor det sosiokulturelle rammeverket vil aksept for trender og teknologi være viktige elementer for telekombransjens pågående penetrasjon av det indiske markedet. Sett bort fra den økonomiske inntjeningen og verdiskapningen som må ligge til rette for økt adopsjon av mobiltelefoner, er også holdninger til teknologiske nyvinninger viktig å ta i betraktning ved beregning av ytterligere penetrasjon. Aktørenes rolle blir selvsagt å stimulere til adopsjon av teknologi gjennom god markedsføring, men dette avledes nok også av en kulturell tankegang som allerede er rotfestet i folket. Ifølge en undersøkelse gjennomført av Synovate, på vegne av Microsoft's Windows Mobile Division, er indere mer åpne for bruk av mobiltelefonen sammenlignet med andre asiatiske land (itexaminer.com, 01.2009). I rapporten ble asiatiske individers brukervaner av mobiltelefonen kartlagt, og konklusjonen var som følger: Indere er mer avhengig av mobiltelefonen enn andre asiater, og mer åpne for å bruke telefonen under aktiviteter som bryllup, forretningsmøter og kino. Et tallmessig bevis på dette er å se på gjennomsnittelig antall ringeminutter per abonnement i India opp mot lignende land: Inderes forbruk er opp mot dobbelt så høyt sammenlignet med befolkningen i land som Pakistan, Bangladesh, Thailand og Malaysia (TRAI, 10.2008).

I undersøkelsen ble også inderes forbruk av value added services kartlagt. Med value added services menes alle andre tjenester enn talekommunikasjon, som for eksempel sending av sms, nedlastning av ringetoner, musikk og film, surfing på internett, bruk av sosiale og interaktive tjenester som Facebook og Twitter, samt spill og mer praktiske tjenester som mobilbank. I dag bruker indiske mobilabonnenter mindre value added services enn abonnenter i sammenlignbare nasjoner, og det skyldes at markedet er mindre utviklet enn andre benchmark-land. Økt bruk av disse tjenestene i India virker sannsynlig i årene som kommer, og dermed kan value added services bli en essensiell inntektskilde for teleoperatørene.

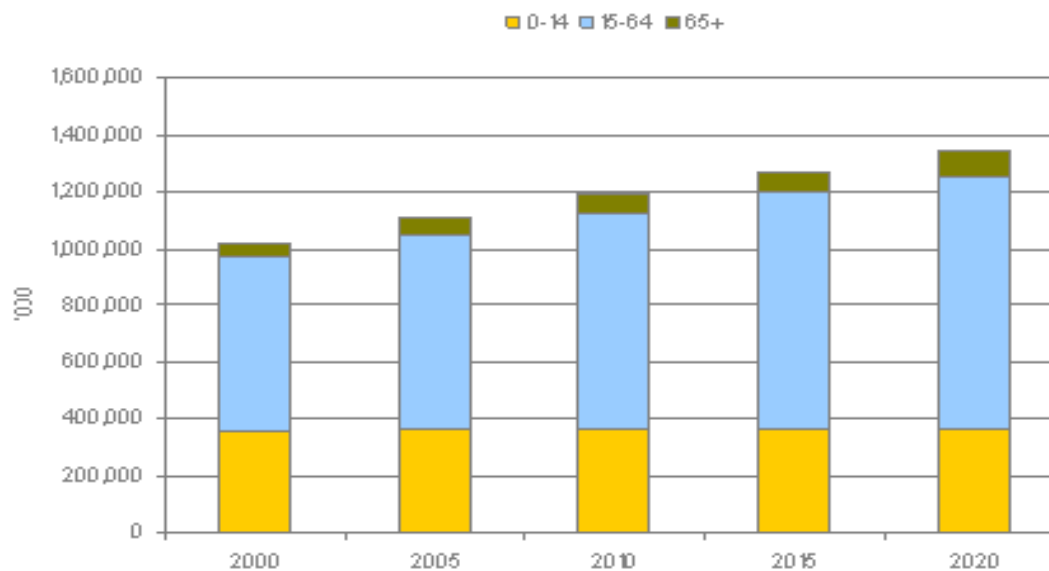
Et utvidet bruk av telekom-tjenester vil gi et positivt løft til ARPU. Dess mer mobiltelefonen blir en integrert del av inderes liv, desto mer stabil vil gjennomsnittlig inntekt per kunde bli. Natasha Kwan, general manager, Asia, mobile communications business, Microsoft, kom med følgende uttalelse: *"This Synovate survey provides us with really interesting insights into the mobile usage habits of Asians and shows how entrenched the mobile phone is in all aspects of our lives. With the mobile boom in Asia, we expect the phone will play an even more central*

role in people's lives in the future, becoming a universal remote control of sorts". Her fokuseres det altså på mobilens del av menneskers liv i fremtiden. Trenden som operatørene håper på er tydelig. De ønsker at de indiske mobilkundene skal akseptere og trykke mobiltelefonens attributter til sine bryst. For Unitech Wireless sin del blir oppgaven å stimulere til økt bruk av disse tjenestene gjennom god markedsføringsstrategi, i tillegg til å kapre en del av dette markedet.

2.3.2 Demografiske forhold

Indias befolkning vokser årlig med ca. 1,5 prosent og vil i løpet av de neste 20-30 årene vokse seg større enn Kinas. I tillegg har landet en av de yngste befolkningene i verden. I 1980 var 450 mill. indere mellom 0 og 20 år, et tall som er ventet å stige til 716 mill. innen 2020 (Euromonitor, 2009). Denne gruppen vil da utgjøre halvparten av befolkningen. India vil tjene stort på det demografiske gapet mellom ung og gammel relativt til mange andre fremvoksende økonomier som opplever en aldrende befolkning, og flere analytikere spår derfor at landet kan ha verdens tredje største økonomi allerede om noen få år (siliconindia.com, 04.2009).

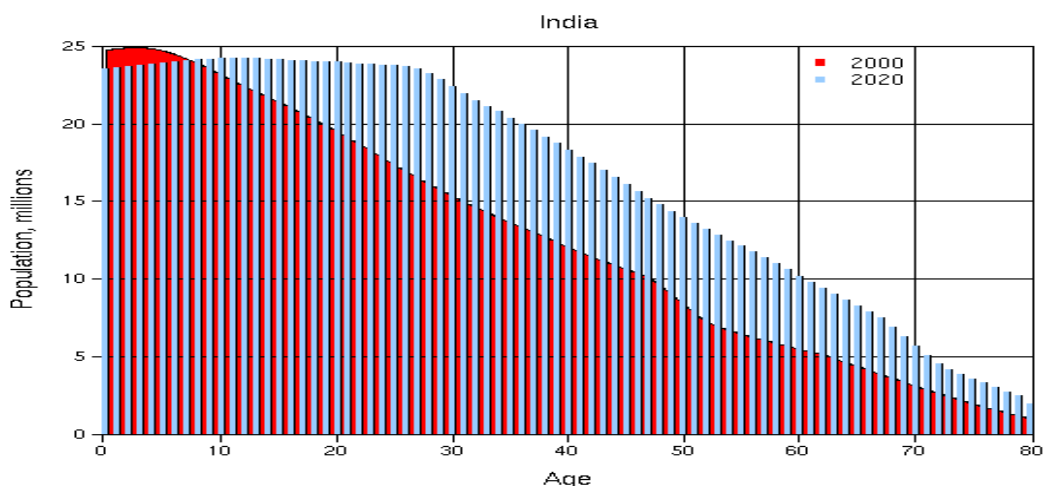
Figur 2.3.2 Befolkningsutvikling i India



Kilde: Euromonitor, Global Market information database, 2009

Fra grafen under ser vi at i løpet av de neste ti årene vil gruppen mellom 20 og 30 år alene ha økt med nesten 70 mill., og disse vil åpenbart påvirke landets økonomi og generelle trender i samfunnet. De yngre generasjonene vil med all sannsynlighet ha et høyere forbruksmønster, og være mer mottakelig for ta i bruk ny teknologi.

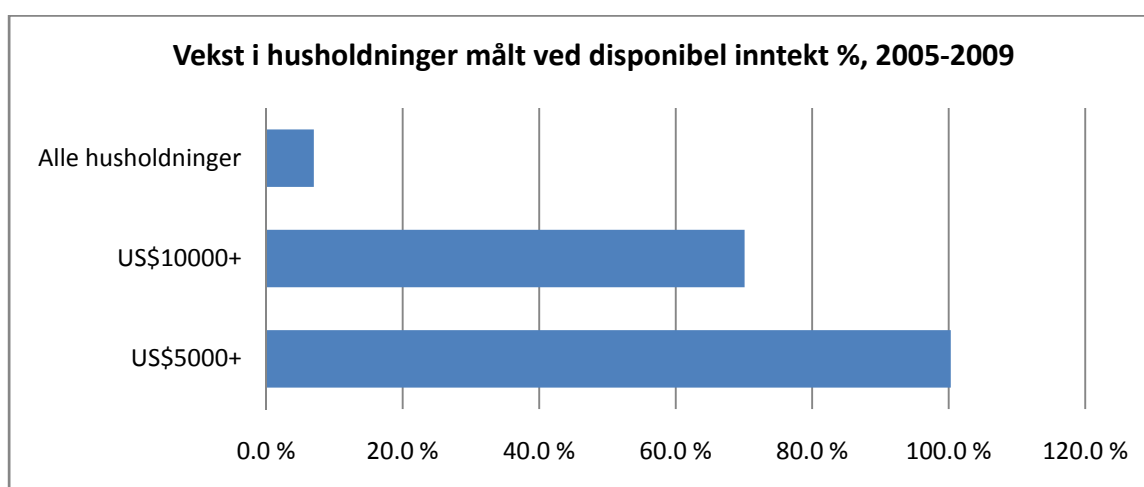
Figur 2.3.2.1 Demografisk utvikling i India



Kilde: Euromonitor, Global Market Information database, 2009

Som en konsekvens av økt verdiskapning og befolkningsvekst, vil Indias middelklasse bli betydelig større. Figuren nedenfor viser hvordan veksten i husholdninger målt ved disponibel inntekt har utviklet seg de siste 4 årene. Økningen i middelklassen har vært enorm, og det er ventet at den skal fortsette å øke. I dag utgjør andelen konsum størsteparten av bruttonasjonalprodukt og med økt velstand blir denne enda større (ibid). Dette vil kunne gi store mulighet for telekombransjen, da det øker potensialet til markedspenetrasjonen som følger av den økte kjøpekraften.

Figur 2.3.2.2 Vekst i antall husholdninger målt ved disponibel inntekt, 2005-2009



Kilde: Euromonitor, Global Market Information database

2.3.3 Geografiske forhold

Det finnes i dag 22 telekomsirklere, eller regioner, i India som deles opp i fire hovedkategorier ut i fra befolkningsstørrelse og verdiskapning. Sirkel A og B er, sammen med de store byene, de mest attraktive markedsområdene. Selv om mobilpenetrasjonen i India totalt sett er lav (30 prosent), er penetrasjonen blant noen av sirklene langt høyere (se appendiks 1). Dette betyr at den nye gruppen som skal skaffe seg mobilabonnement de kommende årene, vil være langt fattigere enn de eksisterende kundene.

2.4 Teknologiske forhold

Det har vært en enorm teknologisk utvikling innen telekommunikasjonsbransjen de siste 20 årene, og i dag er det sammensmeltingen mellom tele og data som telekomoperatørene mener vil revolusjonere markedet. Overgangen fra dagens 2G, som i hovedsak er GSM teknologi, til 3G og eventuelt 4G er stor. 3G betegnes som tredjegerasjons mobilnett og åpner for atskillig raskere dataoverføring. Dette legger til rette for økt bruk av videosamtale og mobilt tv, samt andre tjenester som krever store mengder dataoverføring. På samme måte som i Norge er 3G i India foreløpig ikke blitt noen stor suksess.

En annen nyvinning er trådløst nettverk gjennom WiMAX-teknologien. BSNL har lansert denne teknologien i den mest industrialiserte delstaten i India, Gujarat, og det kan tenkes at de utvider tilbudet til flere sirklere. Men ettersom de ikke har lyktes i særlig grad i de mer urbane områdene frem til nå, vil antageligvis utbyggingen i de mindre utviklede områdene settes på vent. På sikt vil både 3G- og WiMAX-nettet kunne tilby indere mobilt bredbånd og bedre internett gjennom mobiltelefonen, og siden den indiske internettpenetrasjon kun er på 4,6 prosent, er oppsidepotensialet enormt. Fastlinjenettet er lite utbygd, og veien gjennom trådløst bredbånd vil være massemarkedets eneste mulighet til å koble seg opp mot internett.

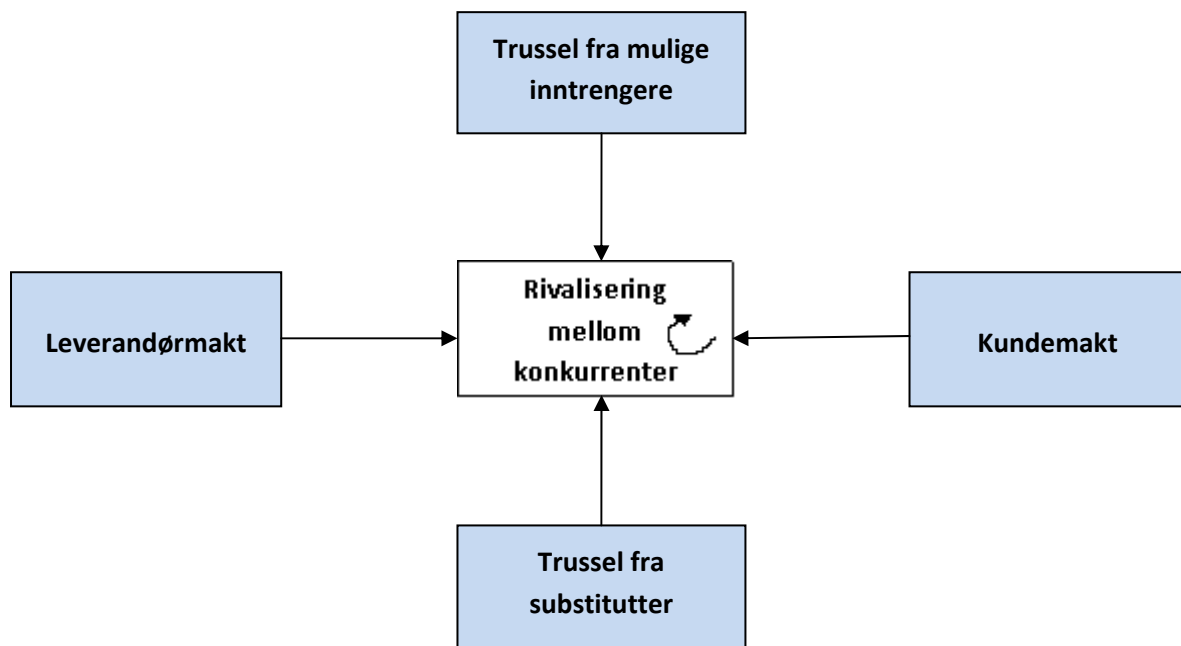
Indiske myndigheter har som tidligere nevnt utsatt auksjonen på 3G-lisenser på ubestemt tid. Flere internasjonale aktører har uttalt at de i utgangspunktet ikke ønsker å delta i en overpriset 3G-auksjon slik det nå er lagt opp til. Telenor er allerede kritisert for å ha betalt overpris for Unitech Wireless, og vil nødvendigvis overraske negativt med en enda høyere capex i løpet av de neste årene. Dersom Unitech Wireless ender opp med å by på 3G-lisens, så vil de opptre

selektivt med tanke på hvilke sirkler byr på. Sannsynligvis vil de gå inn i sirkler der de allerede har bestemt seg for å leie mobiltårn, og hvor de dermed kun trenger å montere på det nye kommunikasjonsutstyret. En annen mulighet vil være at Unitech Wireless på et senere tidspunkt kjøper opp et selskap med 3G-lisens og den nødvendige infrastrukturen. Mulighet nummer tre vil være å tilby tjenesten gjennom leie av infrastruktur av de som har investert i den, slik MVNOs gjør på 2G-nettet i dag. Uansett hvilken strategi som velges, er det vanskelig å estimere hvordan en slik investering vil kunne påvirke kontantstrømmene, da det er stor usikkerhet knyttet til både pris, samt sannsynligheten for at Unitech byr på lisens.

3. Porters konkurransekraftmodell

Michael Porters strategiske rammeverk vil i denne oppgaven bidra til å kartlegge konkurranseomgivelsene i det indiske telekommarkedet. Vi vil gjennom fem ulike perspektiver analysere hvordan verdiskapningen i markedet blir fordelt, samt trekke frem de elementer som synes å forklare hvorfor konkurranseintensiteten er slik den er. Modellen har et fremtidsrettet syn, der vi fokuserer eksplisitt på hvordan bransjen vil videreutvikle seg, og hvordan denne utviklingen vil påvirke Unitech Wireless sine muligheter til å lykkes fra et finansielt ståsted. Vi skal altså vurdere i hvilken grad bransjens konkurransesituasjon legger til rette for muligheten til å generere kontantstrømmer som forsvarer kapitalinnsprøytingen.

Figur 3.0 Porters konkurransekraftmodell knyttet opp mot Unitech Wireless



Kilde:Roos et al, 2005

3.1 Rivalisering på det indiske telekommarkedet

En viktig ekstern trussel i Porter sitt rammeverk er den direkte konkurransen blant eksisterende selskaper. Rivaliteten er mest intensiv der det finnes mange konkurrenter, selskapene er av samme størrelse, det er lav bransjevekst, det er liten produktdifferensiering

og høye utgangsbarrierer (Roos et al, 2005). Resultatet av høy konkurranse er ofte priskrig, lansering av nye produkter og økt satsning på markedsføring. Vi skal se på flere forhold som bidrar til at den indiske telekombransjen blir karakterisert som en av de mest konkurranseutsatte i verden.

3.1.1 Markedskonsentrasjon

Etter at India åpnet sitt telekommunikasjonsmarked for fullt i 2005 har et mangfold av private aktører etablert seg i landet. I dag består markedet i hovedsak av syv dominerende telekomselskaper, der det private selskapet Bharti Airtel er størst, med sine nærmere 80 millioner kunder.

Figur 3.1.1 Oversikt over antall kunder og markedsandelen til de ulike mobiloperatørene

Markedsposisjon	Mobil selskap (antall sirkler)	Antall abonnement per sept.08, mill.	Markedsandel
1	Bharti (22)	77,48	24,57 %
2	Reliance (22)	56,05	17,78 %
3	Vodafone (19)	54,63	17,33 %
4	BSNL (21)	43,86	13,91 %
5	Idea (12)	30,38	9,63 %
6	Tata (11)	29,33	9,30 %
7	Aircel (10)	13,88	4,40 %
8	Andre	9,7	3,08 %

Kilde: TRAI, 10.2008

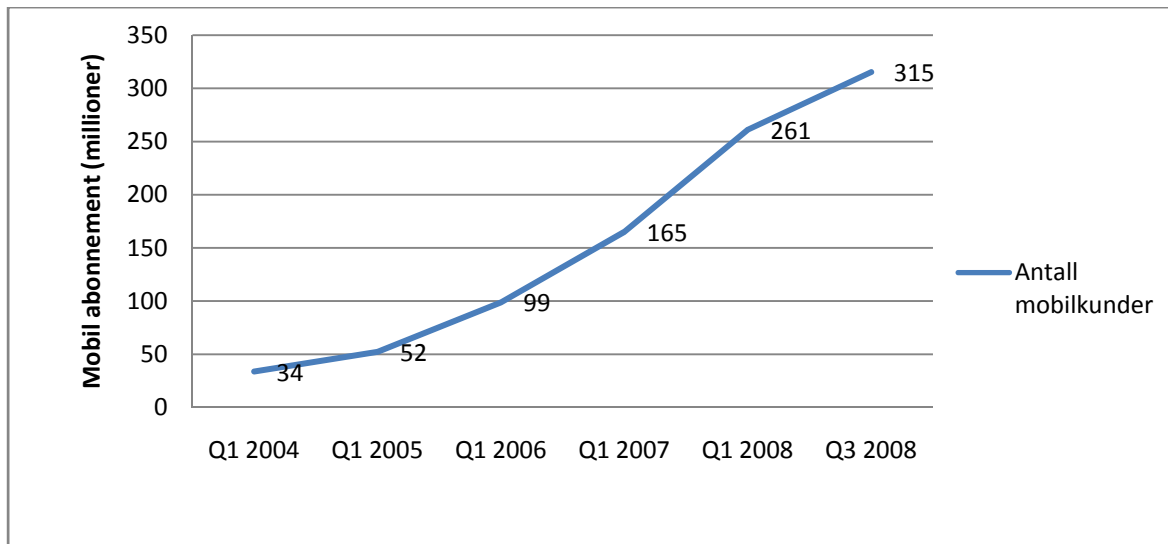
Ettersom Unitech Wireless er et ukjent mobilselskap for de aller fleste indere, vil det naturligvis bli en stor utfordring å konkurrere mot sterke merkenavn som Bharti, Reliance, Vodafone og Tata. Vodafone er ranket som nr. 2 blant verdens mobilselskaper (intangiblebusiness.com, 2008), og de tre andre er på topp 15-listen over asiatiske merkenavn (Brandfinance, 01.2007). Flere av konkurrentene sitter dessuten på mye kapital, delvis ferdigutbygd infrastruktur, og har lang erfaring på det indiske mobilmarkedet (timesofindia.com, 11.2008).

Konkurransen er imidlertid ikke like hard i alle sirkler. Konkurransemessig ligner mange av sirklene på det europeiske mobilmarkedet hvor det finnes 3-4 store aktører som konkurrerer i hvert land. Det er kun de 4 største operatørene som i dag har en tilnærmet pan-India dekning, og det varierer hvem som er markedsleder mellom disse sirklene. Bharti er for eksempel markedsleder i åtte av 22 sirkler, mens Reliance er nr. 1 i kun i to av sirklene.

3.1.2 Vekst i det indiske mobilmarkedet

Når det er lav vekst i et marked, vil konkurrentene måtte konsentrere seg om å stjele markedsandeler fra hverandre, og dette vil øke rivaliteten blant eksisterende aktører (Roos et. al, 2005). Det indiske mobilmarkedet har derimot opplevd en formidabel høy vekst de siste fem årene, hvor antall mobilkunder har økt fra 30 mill. i 2004 til over 350 mill. i 2008. Mobilselskapene har lagt inn store deler av sine ressurser på å attrahere den voksende kundemassen, og dette har vært med på å stabilisere den økende konkurranseintensiteten mellom aktørene. Fra januar til mars 2009 økte antall nye mobilbrukere med 10-15 millioner hver måned, og det er nå ventet at penetrasjonen skal dobles fra dagens 30 prosent, til 60 prosent innen 2014.

Figur 3.1.2 Antall mobilkunder i India fra 2004 til 2008 (millioner)



Kilde: TRAI, 10.2009

Kombinasjonen av høy vekst, lav penetrasjonen og Indias store befolkning var hovedgrunnene til at Vodafone og Virgin Mobile valgte å etablere seg der i 2007, og de samme argumentene brukes nå av Telenors ledelse når de begrunner sin India-satsning. Alle vil ha en inngangsbillett til Indias enorme mobilvekst. Etersom Telenor på en pressekonferanse i februar hevdet at de skal konsentrere seg om eksisterende mobilkunder som bytter abonnement (churn-kunder), vil det implisitt bety at den potensielle abonnementsveksten der selskapet skal konkurrere vil bli lavere enn på landsbasis, og dermed høyere konkurranseintensitet. Når selskapet ønsker å stjele kunder fra etablerte selskaper, bør

de derfor vente seg hardere mottiltak fra konkurrentene. Reliance har nylig kuttet ringeprisene kraftig, og det er sannsynlig at andre telekomselskapene vil følge etter.

Selv om kundeveksten i India fortsetter, vil ikke dette nødvendigvis bety redusert konkurranseintensitet. Veksten vil kunne trekke til seg enda flere aktører, slik at intensiteten vil tilta i styrke. I tillegg vil mange av mobilselskapene snart revitalisere sin markedsstrategi, ved å øke fokuset på de mer lønnsomme churn-kundene.

3.1.3 Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske eller emosjonelle faktorer som gjør at et selskap blir værende i en bransje selv om profitten er lav (Barney, 2007). Høye utgangsbarrierer kan føre til at ulønnsomme selskaper velger å fortsette å konkurrere i en bransje, selv om de taper penger. Telekombransjen er generelt sett meget kapitalintensiv, og det er ikke mange som har den finansielle ryggraden som kreves for å gå inn i dette markedet. Det kan bli vanskelig å trekke seg ut dersom man først etablerer seg som en operatør, da det følger med store finansielle forpliktelser. Disse forpliktelsene er det ikke mange selskaper som ønsker å overta, spesielt ikke når vi er inne i en tid med likviditetsmangel. I India har myndighetene i tillegg satt en 3-års grense for konsolideringer, slik at dette også hindrer en aktør i å trekke seg ut på kort sikt (telenor.no, 02.2009).

For Telenors del er det særlig to elementer som skaper utgangsbarrierer i India. For det første har Telenor inngått en tårnleieavtale med TataQuippo som de forplikter seg til å overholde i flere år. Hvor mange år de har forpliktet seg ønsker ikke ledelsen i Telenor å gjøre rede for. Dersom de skulle mislykkes kommersielt, vil det antageligvis bli kostbart å kansellere avtalen. Det andre punktet som kan trekkes frem i forbindelse med utgangsbarrierer er den rent emosjonelle barrieren ved å gå tungt inn i et nytt marked, for deretter å trekke seg ut igjen etter noen år. På direkte spørsmål fra en analytiker (ibid) svarte sjefen for Telenor Asia, Sigve Brekke, at det er svært usannsynlig at Telenor trekker seg ut i India, selv om de ikke skulle lykkes slik de har forespeilet. Det vil være et stort nederlag for Telenors ledelse å trekke seg ut, dersom det viser seg at prosjektet er verdiødeleggende. På den annen side er det likevel en mulighet for at Telenor velger å konsolidere med andre selskaper etter kravet om tre års spektrumeierskap. Slik vi ser det er dette den mest aktuelle utgangsmuligheten til selskapet.

3.2 Trussel fra mulige inntrengere

Ved nyetableringer i et marked styrkes tilbudssiden, og det legges press på prisene. I det indiske markedet har vi virkelig sett effekten av dette gjennom privatiseringen det siste tiåret. Den økte tettheten av aktører har kommet på bakgrunn av fristelsen om å ta del i den sterke veksten i det utappede mobilmarkedet. Den fremtidige etableringstrusselen i telekombransjen vil i hovedsak være avhengig av eksisterende etableringshindre, samt forventinger om mottrekk fra eksisterende aktører (Roos et al, 2005).

3.2.1 Kapitalbehov

Da Telenor i fjor høst kommuniserte at de skulle inn i India, ble dette negativt mottatt av de fleste investorer fordi de mente at prisen for å delta i kampen om indiske mobilkunder var for høy. I tillegg til den høye oppkjøpsprisen ville både driftskostnader og investeringer bli vesentlig i størrelsesorden. Inkluderes bud på en eventuell 3G-lisens blir beløpet betraktelig høyere, og summen gjør at mange selskaper vegrer seg å gå inn i markedet.

Som en motpol til denne kapitalintensiteten har de indiske myndighetene med tiden tillat de nevnte MVNO-selskapene til å operere på andres nett gjennom nettleie. Her i Norge har vi lignende tilstander, der Tele 2 leier nett av en operatør som allerede har investert i eget nettverk, i dette tilfellet av Netcom. For MVNO-selskapene vil investeringsbehovet være betraktelig lavere, da de slipper investeringer i spektrum og infrastruktur. På den annen side blir marginene lavere og selskapene mer avhengig av operatører med eget nett. I Norge har Tele 2 nå gått sammen med Network Norway for å bygge ut et eget nett. Konkurransen gjør at inntektene fra kundene faller ved prisreduksjoner, og inntektene nærmer seg det de betaler for nettleien. Dermed er de ifølge konsernsjefen i Tele 2 nødt til å bygge et eget nettverk, dersom de skal være konkurransedyktige i fremtiden (Computerworld, 03.2009). Det er mulig å se for seg samme utvikling i India.

3.2.2 Skalafordeler

Skalafordeler til de eksisterende konkurrentene øker etableringsbarrierene fordi inntrengeren ofte tvinges til å etablere seg med stor produksjonskapasitet. Når Telenor starter opp i tredje kvartal vil kundemassen være ikke-eksisterende. De vil likevel starte med 20000 tårn som trinnvis økes opp til 50000 over de neste årene. I tillegg er spektrum og lisensen allerede betalt gjennom oppkjøpet, slik at det er mye kapital bundet opp i driften fra starten av. Dette

innebærer at kostnaden per kunde, når en fordeler tårnkostnader og lisens- og spektrumavgift på den enkelte forbruker, langt vil overstige inntekten så lenge kapasiteten ikke er fullt utnyttet. Enhver aktør som entrer det indiske markedet uten en eksisterende kundebase, vil måtte operere med negativ kontantstrøm i oppstartsfasen, nettopp på grunn av sin egen overkapasitet.

Det vil også eksistere etableringshindre dersom det er krevende å oppnå en markedsandel som minimerer eller bringer enhetskostnadene ned på et akseptabelt nivå. MVNO-strukturen gjør det mulig å starte uten å binde opp for mye kapital. For disse selskapene genereres de mest essensielle kostnader som variable elementer gjennom terminering- og roamingavgifter. Kontantstrømmen vil ikke være like negativ som hos nyoppstartede operatører med egen infrastruktur, men de vil drive med pressede marginer inn i fremtiden, i hvert fall slik markedet er regulert i dag. Som svar på deres forbigående lave kundemasse har Telenor kommunisert at de skal ha ekstra fokus på kostnadssiden. De mener at veksten i markedet har medført til at aktørene ikke har klart å konsentrere seg nok om kostnadskontroll, og dette skal da oppveie mot manglende kundemasse på sikt.

3.2.3 Andre punkter

Selv om det hovedsaklig er kapitalbehovet og de høye infrastrukturkostnadene som impliserer en lav trussel fra inntrengere, er det flere andre elementer som gjør seg gjeldende. Som nevnt er konkurransesituasjonen i bransjen meget intens, og som vi skal se senere i oppgaven, har både ARPU og marginene en tydelig negativ trend. Marginalkunden vil derfor bli mindre lønnsom fremover. Markedsmakten til de største aktørene er sterk, slik at det å skape bevissthet rundt egen merkevare vil kreve betydelige investeringer knyttet opp mot markedsføring. I tillegg er det usikkerhet rundt fremtidige konkurranserammer, spesielt relatert til roaming- og termineringspriser, spektrumtilgjengelighet, og andre generelle reguleringsforhold. Vi mener derfor at trusselen fra nye aktører med eget nett er gjennomgående liten, selv om dette også var tilfellet før Telenor gjorde sin inntreden i det indiske markedet. Reaksjonene fra Telenors investorer og analytikere impliserte at trusselen burde vært liten. Det som imidlertid kan utgjøre en trussel, er om prisene på nettleie skulle bli regulert ned til et nivå der leie vil fremstå mer fristende, da dette vil gjøre MVNO-strukturen mer attraktiv.

3.3 Kundemakt

Kundenes forhandlingsmakt refereres til hvilken grad kundene kan presse ned priser eller øke selskapers kostnader ved å kreve bedre kvalitet og service (Hill og Jones, 2004). I teorien er det et mangfold av faktorer som forsøker å forklare årsaken til maktbalansen mellom tilbydere og etterspørere. Hvilke faktorer som har betydning varierer mellom ulike bransjer. Det hevdes også at det ikke finnes noe direkte kundemakt, bare en fordel eller implisitt kundemakt som avledes gjennom konkurranseintensiteten mellom bransjens aktører. Det betyr at kundenes makt kommer av deres mulighet til å kunne velge mellom flere tilbydere av et produkt, som kunden mener har samme nytte. Det er derfor bransjens konkurranseform som gir indirekte kundemakt. Denne argumentasjonen synes å kunne forklare noe av maktbalansen mellom kunder og operatører i telekombransjen, men likevel finnes det flere andre dominante forklaringsfaktorer som gir en mening til dagens maktsituasjon.

3.3.1 Produktets grad av heterogenitet og bransjens konkurranseintensitet

Hvordan produktet eller tjenesten oppfattes av forbruker er en viktig del av hvordan makten fordeles mellom tilbydere og etterspørere. Bransjer som er preget av udifferensierte og standardiserte produkter har ofte en markedsform som karakteriseres som perfekt konkurranse. I en perfekt konkurranse overføres verdiskaping fra leverandør til kunde. Dette er et inntrykk flere analytikere har av telekombransjen i India. Flere aktører tjener antageligvis fremdeles godt over avkastningskravet, men dette skjer nok på bekostning av mindre operatører. Den meget intense konkurransen mellom eksisterende aktører har ført til at prisene er blitt presset ned til en av de laveste på verdensbasis. Kundene virker mest opptatt av pris, og trenger ikke å legge inn stor innsats for å finne et alternativ til eksisterende leverandør av mobiltelefoni. Dette gjenspeiles gjennom en churn-rate på hele 50 prosent, altså at 50 prosent av kundemassen byttet mobiloperatør igjennom fjoråret. En høy churn, alt annet like, tyder på at forbrukerne ikke ser de store forskjellene mellom operatørene. Det virker som om operatørene oppfattes som leverandører av relativt homogene tjenester, selv om aktørene prøver å bygge en merkevare og differensiere seg gjennom andre elementer enn pris. utfordringen for aktørene fremover blir nettopp å lykkes på andre elementer enn pris.

3.3.2 Byttekostnader

Dersom en konsument påføres eksplisitte eller implisitte ekstrakostnader ved bytte av en teleoperatør, eksempelvis ved bindingstid i et mobiltelefonabonnement eller gratisminutter ved økt kvantum, kalles det byttekostnader. Dette er velkjent for de fleste gjennom Microsoft og Apple sin salgsstrategi, der kundene har blitt knyttet opp til deres produktspekter ved kjøp av et enkeltprodukt. Byttekostnadene fører til at et ex ante homogent produkt ender opp som ex post heterogen for konsumenten, og skaper en innelåsende effekt (Ask, 2003). Dette er en strategi for å overføre mest mulig makt fra kunden til operatøren. Slik det ser ut i dag er byttekostnader i det indiske markedet lave grunnet den økende andelen av kontantkortkunder. 99 prosent av alle nye brukere benytter seg av forhåndsbetalte produkter, og det er mye som tyder på at dette blir trenden videre (ginwireless.wordpress.com, 02.2009).

Som allerede nevnt prøver aktørene å attrahere sin del av den voksende kundemassen. Gjennom denne attraheringen må det enkelte selskap gjøre seg attraktivt for kunder med lavere kjøpekraft, og i mangel av andre velfungerende strenger å spille på, reduseres prisene. Dette tjener de eksisterende kundene på, da deres ringepriser faller dersom de bytter eller fyller på kontantkortet. Som en følge av den harde konkurransen med å trekke til seg nye kunder, får altså den eksisterende kundemassen lavere priser aggregert sett. Dette skjer fordi operatørene ønsker å penetrere den mindre kjøpekraftsterke delen av befolkningen, og fordi byttekostnadene er tilsynelatende lave. Dermed faller ARPU, og lønnsomheten i bransjen blir redusert. Siste utvikling i maktbalansen mellom operatører og kundene er innføringen av nummerportabiliteten i India. Dette vil tilrettelegge for enda høyere konkurranse blant operatørene, og dermed øke makten til kundene ytterligere.

3.4 Leverandørmakt

Leverandørene har makt dersom de kan true med prisøkning, kvantums- og eller kvalitetsreduksjon, og på den måten presse ned profitten i en bransje. Leverandørene har sterk makt hvis produktet som de tilbyr er svært viktig for bransjen og det finnes få eller ingen substitutter (Roos et al.,2005).

Ettersom Telenor gjennom Unitech Wireless skal leie master og outsource deler av IT-driften, er det i hovedsak fire forskjellige typer leverandører de må forholde seg til; nettverksleverandører, utstysleverandører, tårnleverandører og callsenter-operatører. Felles

for alle disse bransjene er at det finnes et mangfold av leverandører å velge mellom. Blant nettverksleverandørene i India finner vi selskaper som Nokia, Siemens, Ericsson og Cisco, og etter vår oppfatning er det rimelig å anta at Telenor vil bruke sin posisjon som verdens syvende største telekomselskap til å oppnå gode betingelser på nettverksdriften. Selskaper som Nokia og Siemens vil antageligvis strekke seg langt for å utvide sitt kundeforhold med Telenor.

Som følge av finanskrisen har Telenor nå muligheten til å bruke sin makt til å senke prisene hos sine it- og utstyrleverandører. Telenor, som skal bestille GSM-utstyr i stort volum, bekrefter også at de har oppnådd bedre priser enn det de budsjetterte med i fjor høst, nettopp fordi it-leverandørene opplever tilbakegang i salget på andre områder.

Når det gjelder tårnleien, har Telenor inngått en avtale med TataQuippo om å leie 40 tusen tårnmaster fra og med høsten 2009. Kommunikasjonsutstyret skal de kjøpe inn og montere på selv. Dersom et annet tårnselskap kan tilby gunstigere betingelser enn det som står i kontrakten med TataQuippo, har Telenor rett til å skifte leverandør. En annen fordel med tårnleien er at utgiftene knyttet til leie, faller dersom tårnene må deles med andre operatører. Grunnet overkapasitet av tårnprodusenter i markedet, virker det som om selskapet har hatt gode kort på hånden under forhandlingene.

Vårt synspunkt er at leverandørene har generelt liten makt overfor Telenor og Unitech Wireless. Selv om Telenor er avhengig av det leverandørene tilbyr, finnes det mange av dem. I tillegg har Telenor blitt en av de største mobiloperatørene på verdensbasis, og blir sett på som en meget attraktiv kunde som internasjonale utstyrsleverandører er villig til å ofre marginer for. Finanskrisen har også gjort denne maktbalansen enda mer beleilig sett med Telenors øyne, da leverandørene virker mer presset enn det operatørene gjør. Telenor har derfor guidet ned sine forventninger om driftskostnader og capex for Unitech Wireless, og vi stiller oss ikke kritisk til dette.

3.5 Trussel fra substitutter

Ifølge Barney (2007) møter substitutter omtrent det samme behovet til kunden, bare på en annen måte. En substitutt er en trussel hvis den anses å være ganske nært selskapets eget produkt, og dersom substituttet begrenser hvilken pris selskapet kan ta i markedet. Produktene trenger ikke nødvendigvis være substitutter i dag, men de kan bli det i fremtiden.

Skype-lignende tjenester kan sies å være det største nærliggende substituttet til Telenors produkter. Gjennom Skype er det mulig å ringe gratis over internett, fra maskin til maskin (VOIP). I tillegg er det mulig å ringe til fasttelefon og mobiltelefon, men da som betalingstjeneste. Hovedsakelig har denne tjenesten erstattet kun en liten del av samtalene på tvers av landegrensene, dette til tross for at en fastnettsamtale gjennom Skype er mye billigere. Skype kan i dag også brukes på 3G-telefoner som er koblet opp mot et trådløst nettverk. Vi mener at denne tjenesten har mindre potensial i India, da det vil ta tid før det trådløse nettverket er tilgjengelig for massemarkedet. Dette kan selvsagt forandre seg over tid, men etter å ha gjennomført intervjuer med flere telekomanalytikere, er konsensus at taletrafikk i fremtiden kommer til å være distribuert av dagens aktører. Hverken vi, eller analytikerne, ser noen eksplisitte trusler fra substitutter som Skype. Dersom det skulle skje en revolusjonær utvikling med tanke på måten talekommunikasjon gjennomføres på, vil sannsynligvis mobilselskapene være der og ta hoveddelen av denne kaken.

4. KIKK - analyse

Etter å ha analysert de eksterne faktorene som påvirker Telenors ekspansjon i India, vil vi nå se nærmere på de interne sidene ved å foreta en KIKK-analyse. KIKK står for kundeorientering, innovasjon, kvalitet og kostnadsstruktur, og denne analysen ser nærmere på de viktigste faktorene knyttet til selskapets fremtidige markedsstrategi.

4.1 Kundeorientering og markedsstrategier

India har lenge vært et massemarked i sterk vekst, hvor differensiering, kundesegmentering og fokusering på kvalitet har blitt nedprioritert. Det virker som om hovedmålet til operatørene har vært å etablere seg i markedet, og tiltrekke seg så mange kunder som mulig gjennom høy markedsmessig eksponering. En av Telenors prioriteringer skal være å knytte til seg kunder som i hovedsak er misfornøyd med sin eksisterende operatør. De fleste av disse kundene bor i urbane, tett befolkede områder, hvor penetrasjonen allerede er høy og konkurransen knallhard. Det blir derfor en reell utfordring for Unitech Wireless å kapre store markedsandeler. Vi skal nå se nærmere på de strategiene som Telenor vil bruke for lykkes med dette.

4.1.1 Direkte kontakt med utsalgssteder

En viktig del av markedsstrategien til Telenor skal være å forhandle direkte med detaljistene/utsalgsstedene, for lettere å kunne påvirke selgerne til å formidle Telenors produkter fremfor konkurrentenes. De vil altså stimulere til direkte salg av deres produkter gjennom de rette økonomiske incentiver, samtidig som de kutter distribusjonskostnader relativt til andre operatører. Med unntak av Vodafone har de fleste operatørene et distribusjonssystem som går gjennom 3-4 grossistledd før produktet blir solgt til kunden (Telenor, 02.2009). Det å gå forbi grossistleddene og heller opprette direkte kontakt med utsalgsstedene har Telenor lykkes med i lignende land som Pakistan og Bangladesh, og de skal nå gjøre det samme i det indiske markedet. Siden de fleste indere har forhåndsbetalte kontantkort, og de færreste har tilgang til internett, kommer de hyppig til utsalgsstedene for å fylle opp kontantkortene sine. Det betyr en regelmessig kontakt mellom selger og kunde.

Ifølge Telenor legger dette til rette for markedsføringselementer som ikke brukes av dagens indiske operatører. Ledelsen hevder også at konkurrentenes distribusjonssystem viser tegn på å inneha en rigid form, og at det ikke vil bli effektivisert med det første.

4.1.2 Fokus på segmentering

Som vi nevnte innledningsvis, er det i dag ingen avansert segmentering i det indiske telekommarkedet, og Telenor øyner her mange muligheter. Selskapet har lyktes med sin djuice-satsning for ungdom i andre asiatiske land, og dette konseptet skal nå videreføres til India (ibid). I tillegg er målet å kapre deler av SMB-markedet (small & medium sized businesses), som utgjør en betydelig andel av det indiske markedet. Samtidig skal det fokuseres på å få kundene til å holde Telenors SIM-kort lenger i mobilen enn konkurrentenes gjennom såkalte CRM-løsninger. CRM står for customer relationship management, der fokuset er å spesialtilpasse mobiltjenestene ut fra kundens behov. De fleste mobiloperatører har implementert denne strategien på abonnementskundene, men kun et fåtall bruker denne taktikken på kontantkortkundene. Telenor skal altså tilby lojalitetsprogrammer til de mindre velstående kundene på en effektiv måte, slik at de blir en preferert tilbyder av mobiltjenester i massemarkedet. Målet er å øke brutto tilgang (gross adds), samtidig som de skal redusere sin egen churn-rate. Innholdet i disse lojalitetsprogrammene er ringebonuser, ringekreditt til kunder, gratis banktjenester på telefonen, i tillegg til andre eventuelle virkemidler Telenor ikke ønsker å avsløre. Vodafone hadde en lignende strategi da de gikk inn i India allerede i 2007, og den er i så måte ikke revolusjonerende for markedet (Vodafone, 12.2007).

Vi er tvilende til om Telenor klarer å differensiere seg på den måten, da disse strategiene synes å være kopierbare for andre aktører. De kan selvsagt lykkes med dette på kort sikt, men vi tror likevel at Telenor skal få det vanskelig med å bli en preferert operatør over lengre tid.

4.2 Kvalitet

De siste årene har økt vekst i mobilmarkedet gått på bekostning av kvalitet og service. I en nylig publisert rapport (04.2009) fra de indiske telemyndighetene, TRAI, blir det slått fast at 5 av 11 mobiloperatører ikke tilfredsstillt de krav om service som TRAI har definert. Interessant nok er det den største aktøren, Bharti Airtel, som skårer lavest på rangeringen. Parametrene som ble brukt for å teste Quality of Service var informasjon om produkt, gjennomføring av salg, nettverkforbindelse, value added service, kundeoppfølging og

fakturering. Rapporten viste at det er spesielt på kundeoppfølging mobiloperatørene skåres dårligst, og ikke på nettverksforbindelse som man kanskje skulle tro, ettersom mange indere til stadighet opplever brudd på telefonlinjen.

Nettverkskvaliteten på telefonsamtaler i India er varierende og hele 3 av 4 indere opplever at de i 20 prosent av tilfellene mister forbindelsen under en mobilsamtale (ibid). For samtaletilkobling er gjennomsnittet for mislykkede forsøk i India 1,46 prosent, mens det europeiske snittet er 0,54 prosent. Årsaken skal være mangel på frekvensplass/spektrum. Hos Telenor, som opererer i 13 land derav 5 i Asia, er snittet 0,6 prosent. Dette kan tolkes som at Telenor har færre problemer ved oppstart av en samtale, enn hva tilfellet er for de eksisterende aktørene i India. Telenor vil uansett ha relativt god kvalitet på sitt nett de første årene, da de vil ha større frekvenskapasitet per bruker sammenlignet med Bharti Airtel, Reliance og de andre store aktørene. Dette kan Telenor kanskje klare å kapitalisere på i startfasen, da det kan være med på å redusere kundenes incentiv til å bytte operatør, men det vil antageligvis ikke være et varig konkurransefortrinn.

4.3 Kostnadsstruktur

Da Telenor presenterte India-investeringen for sine aksjonærer i februar, fokuserte ledelsen mye på kostnadsbildet. Skal de lykkes i konkurransen med de største aktørene med skalafordeler, må de kunne være konkurransedyktig på kostnadssiden, det vil si være like gode eller bedre enn de største. Det er flere faktorer som er med på å redusere Telenors kostnader i India relativt til konkurrentene, og den viktigste er avgjørelsen om å leie master fremfor å bygge selv. Å bygge selv ville blitt dyrere, samtidig som det ville det ha tatt lengre tid før Unitech Wireless kunne ha lansert sine mobiltjenester.

4.3.1 Tårnavtale

Leieavtalen av teletårnene har blitt mye omtalt i media, da en signering av en slik avtale ville være spikeren i kista for lobbyistenes arbeid med å få ledelsen til trekke tilbake oppkjøpet av Unitech Wireless. I tillegg til å være en slags "point of no return" er det også en leieavtale som ledelsen kommersielt sett har vært meget fornøyd med. Tidligere, da Telenor utvidet virksomheten til lignende utviklingsland som Bangladesh og Pakistan, investerte de store summer i egen infrastruktur. Årsaken til at de nå velger en leie/dele-strategi skal ifølge ledelsen hovedsaklig være raskere tilgjengelighet, operasjonell fleksibilitet, samt lavere

kapitalbinding og kostnader. På den måten er det ikke mangel på tårn som eventuelt vil bli et hinder i veien for Telenors uttalte mål om 8 prosent markedsandel innen 2015.

4.3.2 Operasjonell fleksibilitet og tilgjengelighet

Telenor vil starte opp driften i tredje kvartal med 22 tusen tårn som dekker ca 40 prosent av det indiske markedet, for deretter å utvide dekningen etter hvert som kundebasen øker. Gjennom denne leiestrategien vil Telenor være i stand til å krige til seg nye og eksisterende mobilbrukere allerede fra første stund. I kontrakten med leverandøren har de inngått en avtale der Telenor sitter med en opsjon på å utvide videre. Med opsjon menes her at utvidelsen gjennomføres kun dersom betingelsene til leverandøren er konkurransedyktige, samt dersom Telenor mener det vil være forretningsmessig gunstig. Dette vil si at Telenor kan ekspandere driften fortløpende uten å drive med ekstra overkapasitet, samtidig som de får en garanti om å utvide til konkurransedyktige priser. Siden det nå er overkapasitet på tårn i markedet, virker det som om Telenor har fått en prismessig bedre avtale enn konkurrentene, da de i hovedsak inngikk tilsvarende avtaler på et tidligere tidspunkt.

4.3.3 Kapitalintensivitet og kostnadsoppbygging

Ettersom inngangen i India allerede har vist seg å kreve finansielle muskler, ville det å investere i 20 tusen tårn økt startkapitalsbeløpet med nesten 10 milliarder kroner. Telenor har som nevnt blitt kraftig kritisert i forhold til størrelsen på oppkjøpet, og en enda større kapitalbinding ville vært vanskeligere å få gjennomslag for, da dette hadde spist opp større deler av Telenors kontantstrømmer fra andre land. Ettersom investorer generelt mener at prosjektet er verdiødeleggende ville nok dette presset aksjekursen ytterligere ned.

Slik Telenor ser det vil en leieavtale som innebærer deling med andre operatører bli 75 prosent mindre kapitalintensivt enn en egeninvestering. Det er nærliggende å tenke at akkumulerte driftskostnader dermed vil øke tilsvarende, men ifølge Telenor vil ikke dette være tilfelle. De mener at avtalen som er inngått innehar en høyere nåverdi, da de vil spare inn på det som kalles non-rental costs. Driftskostnadene vil kun bli marginalt høyere, og det impliserer at Telenor mener at TataQuippo vil tilby denne tjenesten på en mer effektiv måte. I tillegg vil flere operatører leie på samme mast, noe som resulterer i at kostnadene blir fordelt på flere hender. Hvis opplysninger fra Telenor stemmer, virker leieavtalen svært gunstig. Vi kommer tilbake til denne tematikken under base case kapitlet.

4.3.4 GSM teknologi og IT- tjenester

I tillegg til outsourcing av infrastruktur trekker Telenor også frem avtaler inngått med leverandører av GSM-utstyr som mer konkurransedyktig enn konkurrentenes. På bakgrunn av Telenors størrelse og den økte størrelsen i tilbudssiden av denne teknologien, har de, som vi allerede har vært inne på, utformet en kontrakt som er rimeligere enn det konkurrentene i India tidligere har investert i. Den samme argumentasjonen gjelder for deres løpende IT-tjenester. Da disse kostnadene muligens vil utgjøre en mindre andel av inntektene enn det de andre aktørene opererer med, kan de karakteriseres som et konkurransefortrinn på kort- og mellomlang sikt. Vi antar at dette kun blir gjeldende dersom Telenor klarer å bygge opp den kundemassen de prognostiserer, og at utvidelsesstrategien går som planlagt. Dersom de ikke klarer dette vil kostnadene utgjøre en vesentlig større andel av inntekten.

4.4 Innovasjon

I de siste årene har det blitt implementert mange nye tjenester på mobiltelefonen som en følge av store teknologiske fremskritt innen telekommunikasjon. Det vi i hovedsak tenker på er value added services som i hovedsak nyttes gjennom bruk av internett. Disse tjenestene tilbyr imidlertid de fleste operatører. Den siste utviklingen er 3G- og evt. 4G-teknologien som åpner for økt datatrafikk, og som legger til rette for tjenester som krever stor båndbredde. Telenor har kommunisert at de ikke ønsker å by på 3G-lisens da prisen virker for høy, men det er mulig at de vil kunne leie seg inn på teknologien slik Virgin Mobile gjør på 2G-teknologien. Telenor vil uansett ikke være alene om å tilby denne bredden, og slik vi ser det vil ikke Telenor ha noen teknologiske eller innovative konkurransefortrinn.

5. Verdsettelsesmetoder

Rundt år 2000 var det populært å verdsette it- og telekomselskap basert på finurlige multippelanalyser som pris per trykk på internettsiden, i håp om at dette skulle generere inntekt på et senere tidspunkt. Price/earnings-multippel ble også mye brukt, men har senere vist seg å være upresis, da earnings ofte er volatilt, i tillegg til å være regnskapsmessig påvirkbar. Som en konsekvens av systematisk feilprising under dotcom-boblen, mener de fleste analytikere at en grundig DCF-analyse, basert på mikro- og makrofaktorer og vekting av ulike scenarioer, sannsynligvis er den beste fremgangsmåten ved verdsettelse av et vekstselskap i en oppstartsfase (Koller et.al., 2005). Vi skal i følgende kapittel forklare forskjeller på ulike verdsettelsesmetoder, og forklare hvorfor ikke alle passer for vår verdivurdering.

5.1 Fundamental verdsettelse

Ved en fundamental verdsettelse finner man verdien på et selskap basert på fundamentale forhold i virksomheten. Analysen av de underliggende forhold og den påfølgende verdsettelsen gir et subjektivt svar på om man burde gå lang eller kort i aksjen. Denne teknikken krever store mengder data, og er som regel tidkrevende. Det er vanlig å starte med en strategisk analyse, for deretter å analysere regnskapstall og justere for målefeil. Man lager så en prognose av de normaliserte tallene, trekker fra investeringer og endring i arbeidskapital, og neddiskonterer kontantrømmene med et passende avkastningskrav for å komme frem til en nåverdi.

Det å verdsette et vekstselskap i en startfase er på mange måter mer krevende enn å verdsette et modent børselskap, da man i stor grad er nødt til å bruke mer alternative informasjonskilder. Unitech Wireless har ingen tidligere årsregnskap å vise til, og dermed utgår den vanlige regnskapsanalysen som ofte er med på å danne et fundament til verdsettelsesprosessen. I så måte blir vi mer avhengig av å fortolke og analysere det Telenor og analytikere har kommunisert til markedet. Denne informasjonen, samt annen markedsinformasjon, brukes for å estimere forventede kontantstrømmer i de kommende

årene, gjennom å lage prognoser på alt fra kostnadselementer til mobilpenetrasjon i det indiske markedet.

Gjennom en fundamental verdsettelse kan man finne egenkapitalens verdi på flere måter, og de mest vanlige er egenkapital-, dividende- og total kapital/enterprise value-metoden. Felles for alle disse teknikkene er at de tar utgangspunkt i diskonterte kontantstrømmer (DCF). Vi skal nå ta for oss hver av dem.

Egenkapitalmetoden (FCFE) er en direkte verdsettelse av egenkapitalen som man får ved å diskontere den kapitalen som kun er tilgjengelig for aksjeinvestorene, med et tilhørende egenkapitalkrav. FCFE kan best regnes ut på følgende måte (Damodaran, 2002):

$$\begin{aligned} & \text{Årsresultat etter skatt} \\ & - \text{investeringer (capex)} \\ & + \text{avskrivninger} \\ & - \text{endring i arbeidskapital} \\ & + \text{ny gjeld} \\ & - \text{tilbakebetaling gammel gjeld} \\ & = \text{FCFE (Free cash flow to the equity)} \end{aligned}$$

FCFE starter altså med et årsresultat etter skatt som er påvirket av finansinntekter og finanskostnader. Endringer i disse postene har ikke nødvendigvis noe med selve driften å gjøre, og kan dermed være med på å forvrengte det operasjonelle bildet. Dessuten diskonterer man FCFE med et egenkapitalkrav (k_e) som endres ved en endring i kapitalstrukturen (jo mer gjeld, desto høyere k_e) som igjen kan gjøre det vanskelig å diskontere med ett riktig krav for hele prosjektets levetid.

En annen metode som verdsetter egenkapitalen direkte, er dividendemetoden. Denne teknikken har også en rekke svakheter som gjør den mindre egnet som verdsettelsesmetode. Man antar her at verdien til en aksje er dens akkumulerte dividender, og at investor på lang sikt vil få tilbakebetalt summen av alle årsresultat etter skatt (ibid). Verdien av egenkapitalen er altså nåverdien av fremtidens utbytte. I virkeligheten viser det seg at dividender er et dårlig mål på verdiskapning i et selskap (Kinserdal, 2008). Årsaken er at dividendeutbetalingene foreslås av ledelsen, og brukes ofte til å sende ut et ønsket signal til markedet. Dette signalet gjenspeiler nødvendigvis ikke selskapets evne til å betale ut dividende. Dividendepolitikken tolkes også ulikt i forhold til hvilken livssyklus et selskap befinner seg i, avhengig om det er i

en vekstfase eller ikke. For Telenors India-prosjekt vil det ikke bli betalt ut dividende de første årene på grunn av de store investeringsbehovene. Ledelsen har heller ikke guidet investorene om når det eventuelt vil bli aktuelt å betale ut utbytte, eller hvilket nivå disse vil ligge på. Vi har derfor et dårlig grunnlag til å lage en prognose på fremtidige utbytte, og velger bort denne metoden.

Som et alternativ til de to foregående metodene, kan man istedenfor se på hva selskapet *potensielt* kan gi til alle investorene, for deretter å trekke fra all rentebærende gjeld. Denne metoden kalles total kapitalmetoden (FCFF). FCFF finner altså verdien av egenkapitalen ved først å beregne enterprise value (EV) gjennom å diskontere kontantstrømmene tilgjengelig for både investorer og kreditorer. Metoden er uavhengig av kapitalstrukturen og blir ofte referert til som unlevered cash flow (Damodaran, 2002). FCFF kan best regnes ut på følgende måte:

$$\begin{aligned} & \text{Earnings before interest and tax, EBIT} * (1 - \text{skatt}) \\ & + \text{avskrivning} \\ & - \text{investering (capex)} \\ & - \text{endring i arbeidskapitalen} \\ & = \text{FCFF (Free cash flow to the firm)} \end{aligned}$$

Man stopper som regel detaljprognosen av FCFF når man antar at selskapet er i en steady state fase, det vil si i en fase der selskapet er modent og genererer inflasjonsjusterte identiske kontantstrømmer fra år til år. Unitech Wireless vil i de første årene ha høy salgsvekst og store investeringer, og det vil gå flere år før selskapet oppnår stabile marginer og stabil vekst. Det store fremførbare underskuddet bidrar også til en utsettelse av skattebetalingen. Først fra år 2025 tror vi at selskapets kontantstrøm kan reflektere kontantstrømmene inn i evigheten.

Ved hjelp av Gordons formel kan vi regne ut en terminal verdi (TV) som da skal reflektere verdien av alle kontantstrømmene som genereres inn i en slags evighet. Gordons formel er som følger: $TV = \frac{\text{Free cash flow to the firm (n+1)}}{\text{Cost of capital (n+1) - vekst}}$,

hvor både avkastningskravet og veksten må være konstant for evig tid. Formelen er meget følsom, og av alle de elementer som implementeres i en DCF-analyse, er det ofte den langsiktige veksten i Gordons formel som i størst grad påvirker verdien av selskapet. Etersom veksten i TV må være konstant, er det begrenset for hvor høy den kan være. Over tid kan ikke et selskap vokse mer enn den generelle økonomien som selskapet opererer i (Damodaran, 2002). Vi regner beløpene i nominelle termer, og da bør maksimum vekst i TV for Unitech

Wireless være: Reell BNP-vekst i India + inflasjon i India. Den langsiktige veksten i India kan altså potensielt være høyere enn hva man kan legge til grunn for et selskap som opererer i for eksempel Norge, ikke bare på grunn av en mulig høyere BNP-vekst i landet, men også på grunn av høyere inflasjon.

Sammenhengen mellom FCFF frem til steady state og terminal verdien er som følger:

$$\text{Unitech Wireless' enterprise value (t=0)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF(t)}{(1+\text{Avkastningskrav})^t} + \frac{\text{Terminal value}(n)}{(1+\text{Avkastningskrav})^n}$$

Når man verdsetter et nystartet selskap, bør man også ta hensyn til den eventuelle konkursfaren. Man kan regne ut selskapets enterprise value justert for sannsynligheten for konkurs på følgende måte:

EV justert for konkursfare = Sannsynligheten for at selskapet eksisterer i evig tid *

$$\left(\sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF(t)}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Terminal value}(n)}{(1+WACC)^n} \right) + \text{sannsynligheten for konkurs} * \text{likvidasjonsverdi}$$

I vårt tilfelle mener vi derimot at det er svært liten sannsynlighet for at selskapet går konkurs gitt den prestisjen Telenor legger i prosjektet. Telenor vil antageligvis fortsette å sprøyte inn penger slik at Unitech Wireless vil klare å betjene sin gjeld. Det er vanskelig å beregne sannsynligheten for konkurs, og i vår modellering setter vi den lik 0.

5.2 Komparativ verdsettelse

For å ha et sammenligningsgrunnlag til den verdien man kom frem til ved bruk av total kapitalmetoden, kan det også være fordelaktig å gjennomføre en verdsettelse basert på multipler fra børsnoterte konkurrenter. I løpet av det siste tiåret har multiplene price/book og price/earnings tapt terreng til EV/EBITDA og EV/EBIT, da de sistnevnte forholdstallene inneholder mindre støy. Siden avskrivningsregler kan variere fra land til land, velger man ofte EV mot EBITDA, som altså er driftsresultat før avskrivning (earnings before interest, tax, depreciation and amortization). Et av problemene ved multiplerebruk er at den fordrer børsnoterte selskaper med tydelige operasjonelle likhetstrekk. I tillegg er ikke denne metoden egnet til bruk på selskaper i en tidlig livssyklus. Unitech Wireless vil antageligvis ikke oppnå en positiv EBITDA før i år 2014, og det vil følgelig være ukorrekt å multiplisere dette tallet med dagens EV/EBITDA til sammenlignbare selskaper. Når man verdsetter et prosjekt som en del av et selskap, er også denne metoden problematisk å bruke.

5.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller til et bestemt tidspunkt i fremtiden til en bestemt pris (Kinserdal, 2008). Man har to typer opsjoner; finansielle og driftsrelaterte (realopsjoner). Når man verdsetter et nyetablert mobilselskap er det særlig realopsjoner som er av interesse, og da spesielt opsjoner til å ekspandere, utsette eller avvikle virksomheten. En eventuell positiv verdi av realopsjonen vil komme i tillegg til den opprinnelige verdien man kom frem til ved bruk av noen av de andre metodene som er nevnt over. I vårt tilfelle kunne en opsjonsverdsettelse i forbindelse med muligheten til å investere i 3G-nettet vært interessant, men ettersom Telenor har uttalt at de ikke vil satse på denne teknologien, ser vi bort fra dette i den kommende verdsettelsen av Unitech Wireless.

5.4 Valg av verdsettelsesmetode

Vi har nå drøftet og problematisert ulike verdsettelsesmetoder som det er mulig å benytte seg av for å kalkulere egenkapitalverdien til Unitech Wireless. De metodene som har mest teoretisk forankring, er de som baserer seg på nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer. Vi velger i vår oppgave totalkapitalmetoden, som altså beregner kontantstrømmene for alle eierne, for deretter å trekke fra markedsverdien av gjelden. Vi velger dermed en metode som er uavhengig av selskapets kapitalstruktur, og som gir minst mulig rom for støy i tallene.

6. Avkastningskravet til Telenor India

Vi kom i forrige kapittel frem til totalkapitalmetoden, FCFF, som verdsettelsesmetode, og vi trenger da et tilhørende avkastningskrav for hele virksomheten, det vil si både for gjelden og egenkapitalen. Ettersom WACC (Weighted average cost of capital) gjenspeiler risikoen for alle investorer samlet sett, vil vi kalkulere en WACC som vi benytter som avkastningskrav for Telenors India-satsning. Vi ser på Unitech Wireless som et prosjekt som inkluderes i Telenors eksisterende operasjonelle portefølje, og vi er i så måte kun interessert i å vite hvilken nåverdi Unitech Wireless-investeringen gir per Telenor Group-aksje. For å finne et passende avkastningskrav relatert til det indiske mobilselskapet isolert sett, vil vi justere egenkapitalkravet med et landsrisikoelement som er spesifikt for India.

Før vi starter kalkulasjonen av WACC, er det viktig å presisere at en beregning av avkastningskravet ofte får altfor stor oppmerksomhet i forhold til en kritisk vurdering av kontantstrømmene til prosjektet (Johnsen et. al., 1999). En beregning av WACC er dessuten ingen eksakt vitenskap, men en blanding av teori og skjønn.

WACC etter skatt beregnes på følgende måte, $WACC = D/V * k_d * (1 - t_m) + E/V * k_e$, (Koller et al., 2005.), hvor

D/V = det fremtidige forholdet mellom gjeld og sysselsatt kapital. Her brukes ikke bokførte tall, men virkelige verdier.

k_d = avkastningskravet for selskapets gjeld

t_m = selskapets marginale inntektsskatt

E/V = det fremtidige forholdet mellom egenkapital og sysselsatt kapital. Også her bruker man markedstall. Hvis selskapet er børsnotert bruker man børskurs og antall aksjer for å beregne egenkapitalen.

k_e = avkastningskravet for selskapets egenkapital

Det er flere forhold vi må ta hensyn til ved utregning av WACC for Unitech Wireless. Blant annet forutsettes det i kapitalverdimodellen (CAPM), som brukes for å finne k_e , at kapitalmarkedet er åpent, integrert og effektivt (ibid). Videre forutsettes det at investorene er

risikoaverse og internasjonalt veldiversifiserte. Man må altså spørre seg hva en investor ville forlangt som alternativ avkastning ved å investere i et selskap med tilsvarende fremtidig systematisk risiko som Telenor i India. Det at Telenor er et norsk foretak som oppgir resultatene sine i norske kroner, medfører at vi nytter oss av et avkastningskrav med norske renter. Vi har valgt perspektivet til en veldiversifisert norsk investor, eller andre internasjonale investorer som beregner avkastningene sine i norske kroner. Vi fokuserer derfor på hvor mye systematisk risiko prosjektet inneholder dersom det samles i en bred portefølje av aktiva. Det kan diskuteres om kravene for bruk av CAPM er tilfredstilt, men i denne oppgaven forholder vi oss til at CAPM er den mest brukte modellen for å finne forventet avkastning (Koller et. al.), og vi bruker derfor denne modellen for å finne k_e .

I en DCF-analyse bør man være konsekvent med tanke på hvilken risiko som inngår i WACC, og hva som reflekteres i kontantstrømmene. Her skilles det mellom markedsrisiko og bedriftsspesifikk risiko. Usikkerhet knyttet til kontantstrømmens størrelse i India vil påvirke verdien av prosjektet gjennom de budsjetterte fremtidige kontantstrømverdier (Johnsen, Gjesdal). Suksess eller fiasko skal normalt være bedriftsspesifikk risiko som ikke bør påvirke avkastningskravet. Dette forutsetter imidlertid at de budsjetterte kontantstrømmer også reflekterer en landsrisiko forbundet med investeringer i India, noe som igjen medfører at man benytter forventningsverdier, og dermed justerer kontantstrømmene for forventede katastrofetap eller andre unike hendelser. Dersom vi i tillegg hadde lagt inn et katastrofetillegg eller en landsrisiko i WACC, så vil det ført til en dobbelbelastning av risiko. I praksis legger man inn kontantstrømverdier som betinger en normal eller vellykket prosjekt- eller bedriftsutvikling, og deretter tar man høyde for katastrofetillegg gjennom et tillegg i diskonteringsrenten. Denne metoden inkluderer vi også i vår verdivurdering av Unitech Wireless. Vi vil senere i kapittelet gå nærmere inn på hvorfor vi legger inn landsrisiko for India-prosjektet, og hvor stor den bør være.

I vår DCF-modell konverterer vi alle kontantstrømmene i rupi til norske kroner og neddiskonterer med et norsk avkastningskrav justert for indiske landsrisiko. Et alternativ ville være å neddiskontere de *indiske* kontantstrømmene med et indisk avkastningskrav basert på indiske renter og Unitech Wireless fremtidige balanse, for så å konvertere verdien til NOK ved å bruke dagens spotkurs. Dette ville vi ha implementert dersom vi vurderte Unitech Wireless som et eget selskap uten tilknytning til Telenor.

6.1 Egenkapitalkravet

Kapitalverdimodellen sier at en investor vil fordele sine investeringer mellom en risikofri plassering med forventet avkastning r_f , i de fleste tilfeller en statsrente, og et aksjefond med forventet avkastning R_m . Våre investorer er, som vi også var inne på tidligere, risikoaverse, og de vil derfor kreve en risikopremie ($R_m - r_f$) for å kjøpe risikofylte papirer (ibid). Siden vi antar at investorene også er veldiversifiserte, og at de dermed kun krever kompensasjon for risiko som varierer i takt med aksjemarkedet, gir CAPM oss følgende likning for forventet avkastning:

$$E(R_i) = r_f + \beta [E(R_m) - r_f], \text{ hvor}$$

$E(R_i)$ = verdipapir i 's forventede avkastning

r_f = risikofri rente

β = verdipapirets sensitivitet til aksjemarkedet/relative markedsrisiko

$E(R_m)$ = forventet avkastning for aksjemarkedet

r_f og risikopremien (MP) er lik for alle selskaper, mens beta kan variere. CAPM-teorien sier lite om hvilken r_f man bør bruke, men generelt bør lengden på risikofri plassering tilsvare lengden på prosjektet. I vårt tilfelle tar vi utgangspunkt i at Telenor India skal eksistere inn i evigheten, noe som taler for en lang statsrente. I Norge har vi ikke lenger enn 10-års statsrente, som for tiden er 3,92 (Norges Bank, 04.2009). Siden lange renter nå er på vei oppover igjen, runder vi av renten til 4 prosent i vår modell. Ideelt skulle hver kontantstrøm blitt neddiskontert med en statsrente som tilsvarte tidsperioden for den spesifikke kontantstrømmen. Dette blir sjeldent gjort i praksis og er dessuten vanskelig for langsiktige investeringer. Vi foretrekker en statsrente som best mulig samsvarer med hele prosjektet, og siden 10 år er det lengste renten vi har, har valget falt på denne. Enkelte amerikanske analytikere bruker en 3 måneders Treasury Bills som r_f , siden det i et inflasjonsperspektiv er den eneste sikre plasseringen man har. Men med dagens lave rentenivå og vårt langsiktige perspektiv, ville dette vært et galt valg.

For å finne en fremoverskuende risikopremie, er det vanlig å ha et historisk utgangspunkt, spesielt hvis man mener at den generelle risikoaversjonen ikke endrer seg mye over tid. Ifølge beregninger til professor Thore Johnsen ved NHH, var den aritmetiske risikopremien i Norge fra 1900-2006 4,6 prosent, mens markedspremien for hele verden i samme periode var ca. 6

prosent. Gjennom det siste århundret har det vært mange unike hendelser i favør av aksjer, blant annet på grunn av økt pensjonssparing i aksjer. Dette har ført til positiv re-prising av verdipapirer, som igjen har ført til ekstraordinær avkastning.

Finanskrisen som har herjet markedene det siste året, har resultert i økt risikoaversjon hos mange investorer, og mange har krevd en høyere risikopremie for å gå inn i aksjer. Denne risikoaversjonen har falt tilbake i den senere tid, og forventes nå å normalisere seg. I fremtiden kan det kanskje ventes en noe lavere internasjonal markedspremie enn hva vi har sett historisk, fordi tallene også inkluderer et såkalt survivor bias, altså at det bare er de selskapene som har overlevd som er med i statistikken. Et sted mellom 3 og 6 prosent høres fornuftig ut, og vi legger oss på 5 prosent i vår modell. Dette er innenfor rammen av det finansielle spår om langsiktig internasjonal risikopremie.

6.1.1 Beta

For et børsnotert selskap som Telenor kan egenkapitalbetaen regnes ut fra historiske avkastningstall for selskapets aksje opp mot markedsporteføljen. Det gjøres ved en enkel OLS-regresjon hvor beta er helningen i regresjonslinjen. Vi har følgende formel:

$$\beta = \frac{\text{Std. avvik Telenor} * \text{korrelasjon (Telenor, aksjeportefølje)}}{\text{Std. avvik markedsportefølje}}$$

Beta angir altså investeringens relative markedsrisiko (Johnsen et al., 1999). Etersom Telenor utgjør en betydelig prosentandel av OSEBX, og vi har antatt at investorene er internasjonalt veldiversifiserte, velger vi å kjøre regresjon av Telenors aksje både opp mot OSEBX og en internasjonal verdensindeks. Den nasjonale betaen kan sees på som systematisk risiko for investorer som kun holder nasjonale aksjer. Som verdensindeks har vi valgt MSCI World Index, som er en markedsvektet indeks for 23 industrialiserte land. Noen velger alternativt å kjøre regresjon opp mot S&P500, og ut fra våre beregninger gir disse indeksene tilnærmet likt resultat.

Fra børsintroduksjonen i år 2000 og frem til 2004 gjennomførte Telenor mange utenlandske oppkjøp, og det er først etter disse transaksjonene at Telenor har konvergert i retning av et internasjonalt selskap med hovedvekt innen mobiltelefoni. Vi har derfor valgt regresjonsperioden fra 2004 og frem til i dag, da vi tror denne betaen er med på å gi det beste estimatet på selskapet fremtidige systematiske risiko. Vi bruker månedlige data fra de siste fem årene, noe som gir litt over 60 observasjoner. Dette blir regnet som god praksis for å

minimere støy i tallene (Koller et.al). Dersom man går lenger tilbake i tid oppstår faren for at selskapet har endret seg for mye til at historisk beta skal kunne reflektere fremtidens beta på en god måte.

Det å regne ut en beta er en upresis prosess (ibid), og for å prøve å forbedre vårt betaestimat har vi derfor valgt å inkludere andre mobilselskaper i analysen. Egenkapitalbetaen, som er regnet ut fra børslistene, inkluderer også finansiell risiko, og vi må justere for selskapenes gjeld for å komme frem til en forretningsbeta. Selskap som har samme operasjonell risiko, bør ha samme forretningsbeta.

Når man skal sammenligne betaer til bransjeaktører, er ikke målet i seg selv å inkludere alle aktørene for så å regne ut et gjennomsnitt. Man bør heller fokusere på å finne de mobilselskapene som antageligvis vil ligne på Telenor i fremtiden. TeliaSonera og Vodafone er to selskap som har visse operasjonelle likheter med Telenor. Begge selskapene har sin base i Europa, i tillegg til en eksponering i enkelte asiatiske land. I tillegg utgjør mobilvirksomheten en større andel av omsetningen enn hva tilfelle er for selskap som eksempelvis Deutsche Telekom.

Figur 6.1.1 Beta til forskjellige telekomselskap

Aksje- og operasjonellbeta for 5 telekomselskaper 2004 - 2009							
Månedlige avkastningstall							
Selskap	Land	Egenkapitalbeta			Operasjonell beta		
		Nasjonal	Internasjonal	E/(E+G)	Nasjonal	Internasjonal	Snitt
Telenor	Norge	0,94	1,26	0,80	0,75	1,01	0,88
Deutsche Telekom	Tyskland	0,44	0,51	0,55	0,24	0,28	0,26
Vodafone	UK	0,83	0,82	0,73	0,61	0,60	0,60
TeliaSonera	Sverige	0,60	0,92	0,91	0,54	0,84	0,69
Snitt		0,70	0,88	0,73	0,52	0,65	0,59
Median		0,72	0,87	0,72	0,58	0,72	0,65

Kilde: Thomson Reuters, Datastream, E+G = sum markedsverdi egenkapital + netto rentebærende gjeld (minus finansplasseringer)

Fra figur 6.1.1 ser vi at snittet av Telenors nasjonale og internasjonale operasjonelle beta er 0,79, og dermed høyere enn snittet hos de andre mobilselskapenes. Dersom man tror at Telenors operasjonelle risiko i fremtiden blir lik den operasjonelle risikoen til de andre selskapene, kan man ta utgangspunkt i sammenlignbare selskapers operasjonelle beta og

justere for Telenors gjeldsgrad. Gjør vi dette får vi en egenkapitalbeta på rundt 0,74. På tross av de likheter vi har nevnt, mener vi at Telenor skiller seg fra lignende selskap gjennom deres høye eksponering i vekstmarkeder. Hoveddelen av selskapets kontantstrøm blir generert i disse markedene, og dette vil fortsette gjennom satsningen i India. Det er ingen andre selskap som innehar samme operasjonelle risiko som Telenor, og derfor mener vi at avkastningshistorikken til selskapet de siste fem årene antageligvis vil være det beste utgangspunkt for å beregne en fremtidig egenkapitalbeta.

Vi forutsetter at dagens gjeldsgrad vil vedvare, og basert på dette forholdet, og snittet av den nasjonale og den internasjonale betaen, får vi en aksjebeta for Telenor på ca. 1,1 som vi implementerer i CAPM.

6.1.2 Landsrisiko

Det vil for en marginal investor generelt knytte seg større usikkerhet rundt en investering i India sammenlignet med Norge, og dette bør justeres for i egenkapitalkravet. I India har det for eksempel nå begynt å spre seg stor usikkerhet og forvirring rundt reguleringen i telekombransjen. Det dukker stadig opp uenigheter mellom DoT og TRAI, både når det gjelder tildeling av lisenser og forhold ved utenlandsk eierskap. I tillegg er India svært utsatt i den langvarige striden med Pakistan, med diverse terrorangrep som ytterste konsekvens. Dette er bare noen få eksempler på forhold som gjør at telekomdriften i India virker mer usikker enn i de nordiske landene, hvor rammebetingelsene generelt virker mer stabile og forutsigbare.

Spørsmålet som en internasjonal veldiversifisert investor må stille seg, er om den økte risikoen i land som India og Russland, med upålitelige domstoler og uforutsigbare myndigheter, kan diversifiseres bort eller ikke. Hvis svaret er ja, skal man *ikke* legge inn et ekstra landsrisikoelement i CAPM. Dersom dette risikoelementet ikke skal tillegges, må det være lav korrelasjon på tvers av landegrensene, noe som betyr at den ekstra risikoen er spesifikk for India. Hvis avkastningen i forskjellige land tenderer til å ha positiv korrelasjon, så er det vanskelig å diversifisere bort den økte risikoen, og investor vil kreve en viss kompensasjon. Finanskrisen har vist at verden henger tett sammen, og at aksjemarkedene verden over følger hverandre. Ingen land er helt upåvirket, og nyere studier bekrefter nettopp dette (Damodaran, 2008). Dette gir grunnlag for å tillegge ekstra landsrisiko for investeringer i India, fordi det finnes en ekstrarisiko som ikke er ukorrelert med markedet. Spørsmålet er hvor mye som er fornuftig å legge til. Noen vil dessuten hevde at da vi i forrige avsnitt kjørte

beta mot MSCI World Index, så er det en viss mulighet for at landsrisikoen ble fanget opp der, men ifølge Damodaran (2008), så er det få bevis som taler for dette.

Det finnes ingen felles formel for å finne landsrisiko, og de ulike tilnærminger er på ingen måte eksakt vitenskap. En metode er å se på Moody's, S&P og Fitch sin klassifisering av Indias statsgjeld i utenlandsk valuta, og basert på dette bruke en default spread som investorer vil kreve for å kjøpe gjeld utstedt av landet. Disse ratingbyråene ser på faren for at et land ikke evner å tilbakebetale sin statsgjeld, men raten fanger allikevel opp faktorer som politisk ustabilitet som også er en driver for egenkapitalrisiko. Denne metoden er kun mulig å bruke dersom man har en risikofri obligasjon å sammenligne seg med, for eksempel USD nominert gjeld utstedt av indiske myndigheter sammenlignet mot en US Treasury bond (ibid). De færreste vekstmarkeder har USD nominert statsgjeld, og alternativt kan man bruke en default spread for andre land hvor dette finnes, dersom de har tilsvarende rating som India. Med sin gjeldsrating Baa3 (Moody's, 2008) har Damodaran regnet seg frem til en landsrisiko tilsvarende 2,6 prosent for India. Å regne ut default spread er en begynnelse, men intuitivt vil en landsrisiko i forbindelse med egenkapitalen være høyere enn landets default risk spread. Dette kan man justere for ved å se på volatiliteten i aksje- og obligasjonsmarkedet i India, noe som sannsynligvis vil drive landsrisikoen for India over 3 prosent (ibid). Vi skal finne en fremoverskuende landsrisiko, og da må vi ta hensyn til at Indias gjeldsrating sannsynligvis vil bli hevet etter hvert som landet utvikler seg. Likevel er det intuitivt at en investor forlanger minst opp mot 3 prosent mer, kanskje enda høyere, for å investere i India gitt den usikkerheten og uforutsigbarheten som fortsatt rår. Derfor velger vi å basere oss på dette gjennom bruk av kapitalverdimodellen.

6.1.3 Utregning av CAPM

Vi har nå alle data vi trenger for å regne ut CAPM. I tillegg til den tradisjonelle modellen, inkluderer vi altså et ledd for landsrisiko og vår justerte kapitalverdimodell ser derfor ut som følgende:

$CAPM = r_f + \beta [E(R_m) - r_f] + \text{landsrisiko}$, eller

$$K_e = 4 \% + 1,1 (5 \%) + 3 \% = 12,5 \%$$

6.2 Avkastningskravet for selskapets gjeld

Den fremtidige gjeldskostnaden til Telenor er bestemt av den risikofrie renten, selskapets risiko for default og skattefordelen assosiert med gjeld. Vi har dermed følgende sammenheng: $\text{gjeldskostnaden} = (r_f + \text{default spread}) * (1 - t_c)$. Da Unitech Wireless ikke vil få benyttet den genererte skattefordelen de første årene, grunnet negativ EBIT, kan det derfor diskuteres hvorvidt gjeldskostnaden burde vært høyere de første årene. Vi ser imidlertid bort fra dette, men sensitivitetsanalysen senere i oppgaven viser hvordan en økning av gjeldskostnaden vil endre nåverdien. Dette visualiserer vi gjennom en endring i WACC.

Vi kan finne gjeldskostnaden enten ved å se på effektiv rente (yield) på utstedte obligasjoner av Telenor, eller vi kan se på S&P's rating av Telenors gjeld, og så finne en default spread gjennom dette. I Telenors årsrapport fra 2007 ser vi at 75 prosent av all rentebærende gjeld er obligasjons- og sertifikatlån, og fra Oslo Børs sine hjemmesider ser vi at den lengste Telenor-obligasjonen i markedet har en yield på 5,97 prosent (04.2009). Det er imidlertid verdt å merke seg at kun 3,5 mrd. av de 35 mrd. som er obligasjons- og sertifikatlån, er handlet over det norske kapitalmarkedet, og 5,97 prosent blir i første omgang kun et veiledende tall. Ser vi på S&P's rating av Telenors gjeld, var den klassifisert som BBB+ med negativt syn som skyldes den uløste striden med Alfa Group i Russland. En rapport fra DnBNor Markets (04.2009) gir en indikasjon på at en slik rating vil medføre at Telenor må betale 340 basispunkter over 3mNIBOR for et lån på 10 år. Med en 3mNIBOR på 2,75 gir det oss en gjeldsrente på 6,15 prosent.

Ved et langsiktig perspektiv kan man alternativt finne historisk gjeldskostnad for et selskap, for deretter å lage et gjennomsnitt. Telenor har endret seg mye over de siste 10 årene, slik at et snitt av en så lang periode ikke nødvendigvis vil reflekterer gjennomsnittelig gjeldskostnad i fremtiden i god nok grad. Tar man i stedet et snitt av kun de siste 3 årene får vi en gjeldskostnad på 5,5 prosent. Valget av antall år kan naturligvis ha stor betydning for utfallet, men et snitt på de siste 3-4 år er vanlig i praksis (Harris, 04.2008). Vi har altså tre metoder og tre holdepunkter å forholde oss til når vi skal estimere den fremtidige gjeldskostnaden for Telenor, og alle gir en indikasjon på at det langsiktige tallet bør ligge et sted rundt 6 %. I vår oppgave bruker vi en WACC på 5,75 prosent.

For selskaper med høy vekst og høye avskrivninger vil effektiv skatt ofte avvike fra den nominelle skattesatsen på 28 prosent. Vi vil allikevel anta at marginal skattesats for våre

investorer er lik 28 prosent i denne oppgaven. **Det gir oss følgende gjeldskostnad etter skatt: $5,75 \% * (1 - 0,28 \%) = 4,14 \%$.**

6.3 Utregning av WACC

Gitt de diskusjonene som vi har hatt og de forutsetningene som vi har tatt i dette kapitlet, kan vi oppsummere WACC for Telenor India som følger:

$WACC = (r_f + \beta [E(R_m) - r_f] + \text{landsrisiko}) * E/V + k_d (1 - t_c) * D/V$, eller

$WACC = 12,5 \% * 0,80 + 4,14 \% * 0,2 = 10,83 \%$. 10,83 prosent høres kanskje lite ut for en investering i India, og vi runder den derfor opp til 11 prosent. I sensitivitetsanalysen senere i oppgaven ser vi hvordan verdien vil endre seg ved andre avkastningskrav.

7. Base Case Scenario

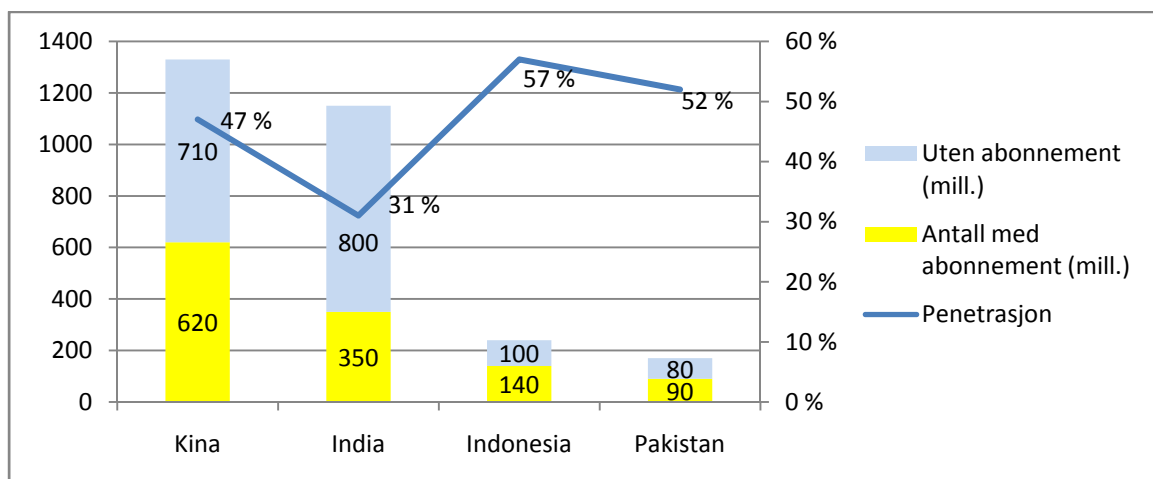
Når vi nå skal regne oss frem til en prosjektverdi basert på den strategiske analysen, er det viktig å presisere at den vil bli avledet av flere subjektive forutsetninger. Virkeligheten kan fort vise seg å bli en annen enn den vi ser for oss, og dette vil det være fornuftig å ta høyde for i en verdivurdering. I vårt base case vil vi kun legge inn estimater på det vi tror vil bli en realitet, uten at vi justerer for sannsynligheten for andre utfall. De fleste analytikere beregner kontantstrømmer som forventningsverdier, der de tar hensyn til mulige *bedriftsspesifikke* opp- og nedsider, og integrerer disse inn i en og samme kontantstrøm. For lettere å kunne bygge opp en presis argumentasjon velger vi å ta hensyn til denne usystematiske risikoen gjennom en scenarioanalyse. Gjennom en scenarioanalyse kreeres gjerne et hovedsyn, samtidig som en bygger opp andre mindre sannsynlige utfallsscenarioer. De ulike scenarioene vil bli tillagt en vekt slik at vi sitter igjen med en implisitt forventingsverdi bygd opp gjennom en skjønnsmessig vurdering fra vår side. Vi har valgt å bygge opp tre scenarioer der vi veker disse med henholdsvis 25, 50 og 25 prosent.

7.1 Det indiske mobilmarkedet

Hoveddriveren i en DCF-analyse er potensielle driftsinntekter, og for Unitech Wireless bygges denne opp av gjennomsnittlig inntekt per kunde (ARPU), og av antall SIM-kunder selskapet klarer å attrahere. Videre bygges antall SIM-kunder opp av mobilpenetrasjonen i befolkningen. Vi kan sette opp følgende ligning for Unitech Wireless sine kommende inntekter: ***Driftsinntekter = ARPU * Mobil penetrasjon * Total befolkning * Telenors markedsandel***. Vi skal i dette avsnittet diskutere forutsetninger rundt befolkningsveksten og mobilpenetrasjonen i India, det vil si hvor mange kunder Telenor potensielt kan kjempe om.

India har en lav mobilpenetrasjon sammenlignet med andre land i Asia, og dermed er potensialet i det folkerike landet enormt. Mens penetrasjonen i land som Indonesia, Pakistan og Kina er rundt 50 prosent, er den kun 30 prosent i India. I mange vestlige land er penetrasjonen over hundre prosent, det vil si at de er flere SIM-kort i bruk enn det er innbyggere.

Figur 7.1 – Oversikt over antall asiater med og uten mobilabonnement, 2008



Kilde: Telenor, 02.2009

Som vi ser var ca. 800 millioner indere uten mobilabonnement ved utgangen i 2008, og mange av disse vil antageligvis bli tilkoblet det mobile telenettet innen en 10 års periode. Antall indere med SIM-kort har økt i rekordfart, og i januar måned ble hele 15 millioner nye indere tilknyttet et mobilabonnement. Til sammenligning har den månedlige veksten de to siste årene vært mellom 8 og 10 mill (TRAI, 10.2008). Det er flere grunner til at penetrasjonen har økt kraftig den siste tiden, men hovedforklaringen skyldes nok sterk reduksjon i ringepris, og generelt billigere mobiltelefoner. Da landet i tillegg har opplevd høy økonomisk vekst, har den aggregerte kjøpekraften i landet tilrettelagt for økt forbruk av moderne teknologi. Utviklingen vi nå ser er også et resultat av mobilaktørenes økte mobilsatsing på landsbygden i India, nettopp grunnet den økonomiske veksten. Det som tidligere ikke var sett på som lønnsomt, spesielt grunnet de høye infrastrukturinvesteringene, har gjennom den økonomiske veksten i massemarkedet fått en positiv nåverdi.

Det indiske teletilsynet TRAI har også vært en sterk pådriver for å legge forholdene til rette for økt penetrasjon på landsbygden (ibid). Med samme tempo fremover vil denne penetrasjonen øke raskt og nå 60 prosent allerede innen 2013. Ifølge våre beregninger vil utviklingen fortsette i tilnærmet samme hastighet til ca. 75 prosent av befolkningen har et mobilabonnement, og det vil skje rundt år 2015 (se figur 7.1.1). Herfra og utover vil penetrasjonen avta i styrke, og kun stige marginalt hvert år til en steady state i ca 2025, hvor penetrasjonen vil ha nådd ca 85 prosent. Da tar vi høyde for at en del av den indiske befolkningen ikke vil inneha en nødvendig kjøpekraft til å skaffe seg et SIM-kort. I tillegg vil

flere av de fattigste familiene dele på et eller flere håndsett. I 2009 legger vi inn 120 millioner nye mobilkunder, et snitt på 10 millioner hver måned. Dette er kanskje noe pessimistisk gitt den mobilveksten vi har observert mellom januar og mars. Men vi vet ennå ikke om denne veksten var et engangstilfelle, og om den økonomiske nedturen kan slå inn på den indiske kjøpekraften.

Figur 7.1-1 – Prognose på utviklingen i populasjonen og penetrasjonen i India, 2008 - 2015

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Total populasjon	1150	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250
Total mobilbrukere	350	470	576	666	732	800	868	938
Mobilpenetrasjon	30 %	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %

Det er som nevnt flere faktorer som påvirker veksten, og i tillegg til økt kjøpekraft og prisfall er det særlig bedret mobildekning som bidrar til å øke kundemassen. Den økte mobildekningen har kommet på bakgrunn av nybygget infrastruktur. Flere sikler og regioner som tidligere var uten tilstrekkelig dekning, har nå blitt et satsningsområde for de største mobiloperatørene. Vi forutsetter at det *potensielle* indiske mobilmarkedet vil være tilnærmet ferdig penetrert i 2015 og vi har lagt inn ca en prosentpoengs årlig økning i penetrasjonen fra 2015 og frem til steady state i 2025, som følge av at befolkningsgruppen mellom 20 og 40 år ventes å vokse mer enn de andre aldersgruppene.

Ved utregning av populasjonsvekst tar vi utgangspunkt i Eurostat sine prognoser som vi belyste i PEST-analysen. De siste 10 årene har India hatt en årlig befolkningsvekst på ca 1,5 prosent, men frem mot 2020 skal dette tallet variere mellom 0,8 og 1,4 prosent, avhengig av hvilken periode man ser på. Fra figur 2.3.2 har vi tre holdepunkt, år 2010, 2015 og 2020, og vi finner befolkningstallet mellom disse årene ved å regne ut årlig gjennomsnittlig vekstrate mellom holdepunktene, og fordeler dette jevnt fremover.

7.2 Telenors markedsandel

I telekombransjen skiller man mellom gross adds og net adds. Gross adds er summen av alle nye kunder selskapet vil få, og net adds er gross adds korrigert for kunder som forlater selskapet til fordel for en konkurrent, det vil si Unitech Wireless sin egne churn-kunder.

Optimalt er selvfølgelig kombinasjonen av en høy andel av nytegnede kunder, samtidig som at selskapet ikke mister en for stor del av deres eksisterende kundemasse til andre konkurrenter.

Vi vil ved beregning av Unitech Wireless fremtidige markedsandel sette lys på markedsstrategien til Telenor, altså Telenors syn på nærliggende forhold som kundegruppe og markeds mål. Det er selvsagt mulig for Unitech Wireless å kapre en stor del av markedet dersom de har lavere priser enn konkurrentene. På den annen side hadde det også vært mulig å attrahere mer forbrukende kunder, og dermed generere høyere lønnsomhet per kunde, men da kanskje færre av dem. Vi vil ta utgangspunkt i den strategien Telenor selv har kommunisert, og sette et kritisk lys på denne. Å ta utgangspunkt i noe annet vil være lite realistisk, og kunne tilføre verdivurderingen unødvendig støy. Hvor stor kundemassen til Unitech Wireless kan bli, vil i diskusjonen bli forankret opp mot ledelsens synspunkter som ble presentert på deres pressekonferanse i februar.

Det indiske mobilmarkedet består nærmest utelukkende av kontantkortkunder som kjøper marginalt med kreditt når de skal fylle opp SIM-kortene. Da indere ringer mye, tar mange av disse kundene nesten daglig et valg om de skal bli værende hos sin eksisterende leverandør av teletjenester. Andelen av illojale mobilkunder i India har vært tilnærmet like stor som de lojale, slik at 50 prosent av kundene velger en annen operatør enn den de valgte ved forrige påfylling. Dette er et meget høyt tall, i hvert fall sett opp mot det norske markedet, og det gir Unitech Wireless en gylden mulighet til å bli valgt som operatør ved mobilkundenes neste korsvei. Telenor hevder at disse churn-kundene er vel så viktig, om ikke viktigere, enn nypenetrerte kundene, og de forsvarer delvis deres inntog i India med den høye turnover-indikatoren. Dagens churn kunde er per definisjon mer lønnsom i gjennomsnitt enn en nypenetrert kunde, grunnet høyere forbruk som følge av høyere kjøpekraft. Unitech Wireless skal altså kjempe om nypenetrerte- og churn kunder på lik linje, og ledelsen forsvarer en markedsandel på nærmere syv prosent allerede i 2011 med den høye churn raten, da denne skal gjøre det lettere for selskapet å bygge opp en kundemasse av betydning.

Telenor fremhever Pakistan som et eksempel, der de har klart å komme inn i markedet som nummer 5 og etter hvert blitt den nest største operatøren i landet. Vi ser likhetene mellom Pakistan og India, men Telenors India-satsing skiller seg ut på et sentralt felt. Da Telenor gikk inn i Pakistan for fem år siden, var det før mobilbransjen var særlig etablert og utviklet. Det indiske markedet har vært igjennom en mobilrevolusjon de siste årene, der 4-5 store aktører

virkelig har befestet sin markedsposisjon, og dette vil definitivt gjøre det vanskeligere for en ny ukjent aktør å bli preferert blant kundene. Sett fra et finansielt perspektiv er det også litt paradoksalt å trekke paralleller til Telenor i Pakistan, da flere verdivurderinger impliserer en tydelig negativ verdi for dette prosjektet (Hoff, 02.2009). Som vi drøftet under rivaliseringsavsnittet i Porter-analysen, vil altså Unitech Wireless konkurrere mot et mangfold av sterke og etablerte merkenavn. I tillegg vil det antageligvis komme flere MVNO-selskaper som Virgin Mobile i fremtiden. Denne konkurransen mener vi vil gjøre det krevende å bygge opp en solid kundemasse. Det fordrer at de virkelig lykkes, både når det gjelder den pågående markedspenetrasjonen, i tillegg til å kapre deler av churn-kundene.

Telenor mener de skal være konkurransedyktige ved å differensiere seg gjennom god kvalitet på mobilnettene, bedre kundeorientering, mer effektiv distribusjon og gode CRM-løsninger. Kundeorientering, noe indiske mobilbrukere har vært misfornøyd med, og CRM-løsninger som ATM-SIM og muligheten for å ringe belånt, er i dag lite utbredd blant kontantkortkunder. Telenor har også som mål å opprette kontakt med en million detaljister som skal fremme Unitech Wireless produkter gjennom diverse incentivsystemer. Spørsmålet er bare hvor lenge de vil klare å differensiere seg på denne måten. I vårt base case tror vi ikke at dette vil være et vedvarende konkurransefortrinn, da de andre operatørene antageligvis vil følge raskt etter og kopiere eventuelle vellykkede strategier.

Den høye churn-raten i India vil nok gjøre det lettere for Telenor å bygge opp en kundemasse, på tross av hard konkurranse fra andre aktører. Samtidig kan den høye churn-raten bli en like stor trussel for selskapet, ettersom churn- massene sannsynligvis ikke er særlig lojale av natur, og dermed ikke blir værende lenge hos Telenors India-operatør. Det finnes altså en risiko for at deres egen churn rate vil overstige selskapets brutto tilflytning. I starten er det likevel muligheter for å lykkes, ettersom kundene kanskje vil oppfatte nettverkskvaliteten og kundeservice som noe bedre enn hos de andre operatørene. Samtidig vil nok prisene hos Unitech Wireless vil ligge under snittet i markedet, og de vil nok gjøre alt i sin makt for å fremstå som et godt valg for indiske kunder.

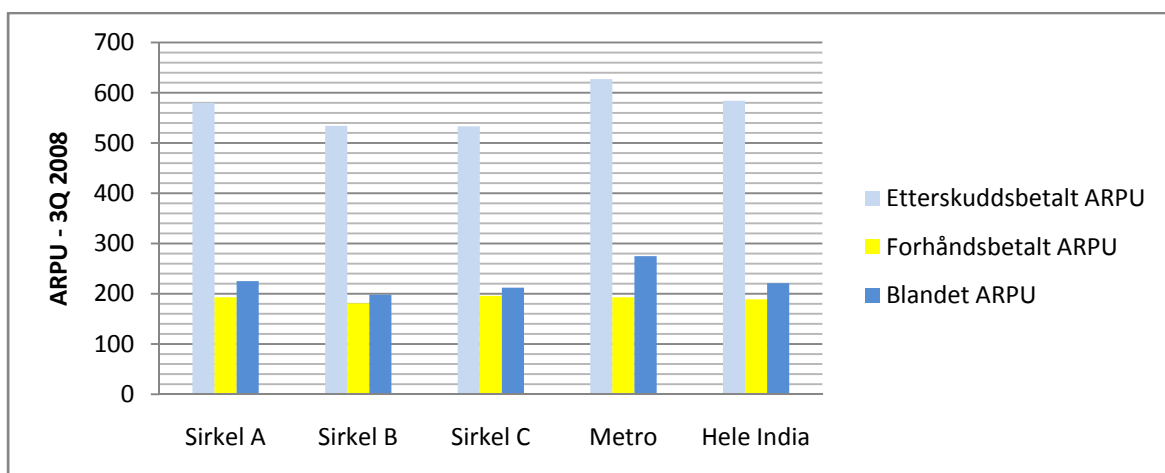
På bakgrunn av den overstående diskusjon, forutsetter vi at Telenor oppnår en markedsandel på 6 prosent i løpet av de neste 6-7 årene, og 3 prosent allerede i 2010. På lang sikt kan det tenkes en noe høyere prosentandel, og i steady state legger vi inn Telenors mål om 8 prosent. Gitt den sterke konkurransen mener vi 6 prosent på mellomlang sikt virker fornuftig i et base case scenario.

7.3 ARPU

Ved verdsettelsen av Unitech Wireless er kanskje ARPU (Average revenue per user) den faktoren det hersker mest uenighet rundt. For å kunne predikere utviklingen i ARPU til Unitech Wireless skal vi trekke frem og analysere de faktorer som antageligvis gir størst forklaringskraft til parameteren, og hvordan disse faktorene kommer til å utvikle seg over tid for selskapet. Hovedsaklig er vi ute etter å forklare hva som driver prisutviklingen, og hvilke elementer som synes å ha innvirkning på inderes gjennomsnittlig forbruk av mobiltjenester. ARPU defineres som følger: ***ARPU = Pris per minutt * Minutes of Use (MoU) per måned***

Det forventes en kraftig vekst i inderes kjøpekraft i årene som kommer. Fra 2007 til 2013 er det estimert en økning i BNP per capita på nesten 80 prosent målt i nominelle termer (Economist Intelligence Unit, 2009). Dette vil, alt annet like, føre til at en større andel av befolkningen vil få muligheten til å skaffe seg og bruke en mobiltelefon, og penetrasjonen øker. Som følge av dette vil telekomselskapene utvide dekkningen til de mindre utviklede og mer fattige delene av India. Her vil det attraheres nye kunder som tidligere ikke har innehatt en høy nok kjøpekraft til å bli forbrukere av telekomnettjenester. Argumentasjonen går altså mot at den fremtidige gjennomsnittlige mobilkunde vil ha lavere kjøpekraft, selv om BNP per capita stiger, fordi de nye kundene er fattigere enn de eksisterende. Holdes alle faktorer konstante, vil økt BNP redusere den gjennomsnittlige ARPU, grunnet lavere MoU hos nye kunder som reduserer den gjennomsnittlige MoU. De fattige kundene vil utgjøre en stadig større andel av kundebasen, og vil dermed vanne ut ARPU.

Figur 7.3 – ARPU i de forskjellige telekomsirklene (3Q 2008)

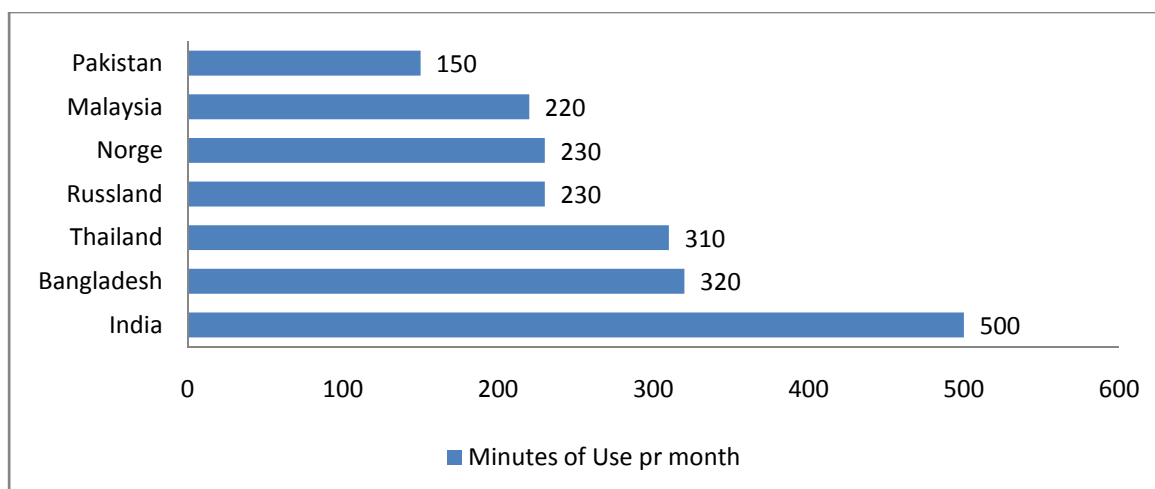


Kilde: TRAI, Annual Report 2008

De velstående kundene har som oftest abonnement der betalingen skjer etterskuddsvis slik som i Norge. I India utgjør disse kun en brøkdel av kundemassen. De etterskuddsbetalte kundene (kontantkort) utgjør ca 90 prosent av markedet, og nytegninger som ble gjort i januar 2009 bestod av 99 prosent kontantkortkunder (TRAI, 2008). Dette underbygger også vårt resonnement om at marginalkundene vanner ut ARPU etter hvert som nye kunder blir kontantkort forbrukere. På sikt vil antageligvis den gule og den mørkeblå søylen i figuren ovenfor konvergere mot samme nivå, i tillegg til at nivåene på søylene vil falle.

Et motargument som gjerne dukker opp, er at befolkningen som allerede har tatt i bruk teknologien får en større disponibel inntekt som de kan bruke på telekom tjenester. Ikke bare vil de få en økt kjøpekraft, men ifølge Telenor øker også andelen av disponibel inntekt brukt på telekom tjenester når den disponible inntekten øker (Telenor, 02.2009). Dette baseres på erfaring fra andre utviklingsland, der andel av mobilbruk i prosent av totale BNP øker med veksten i BNP. Det anslås altså at en høyere fraksjon av inntekten brukes på teletjenester når kjøpekraften vokser, antageligvis fordi mange av basisbehovene allerede er dekket, og mer av lønnsveksten er disponibelt for andre forbruksvarer, slik som telefoni. Likevel mener vi at dette resonnementet ikke holder like godt for det indiske markedet, da indere allerede ligger i verdenstoppen i MoU. Vi mener at denne effekten ikke vil bli like utslagsgivende i India som Telenor hevder, da det ligger en begrensning i hvor mye en gjennomsnittelig person vil bruke på telefoni dersom dette blir billigere. Dette er vesentlig da indere i gjennomsnitt ringer 40 til 100 prosent mer enn det de gjør i andre land.

Figur 7.3.0.1 Månedelig ringetid for mobilbrukere (minutter)



Kilde: Telenor og TRAI, 2009

Dermed mener vi at den økte velstanden i India ikke nødvendigvis øker det gjennomsnittelige forbruket, på grunn av utvanningseffekten.

7.3.1 Spektrumtilgjengelighet og annen kapasitet

I dag virker det som om det er mangel av frekvensplass på telenettet til å ta imot den forventede veksten i markedet. Mangelen på tilgjengelig spektrum kan skape en midlertidig hvilepute med tanke på prispresset i markedet og dermed lavere ARPU. Med den farten vi ser i markedspenetrasjonen, har ikke de eksisterende aktørene samme incentiv til å senke prisene som tidligere, alt annet like, som følge av usikkerhet knyttet til denne spektrumtilgjengelighet. Det er usikkert hvor mye spektrum operatørene får utdelt eller kjøpt dersom de trenger mer kapasitet ved økende kundemasse. Dette kan kanskje virke stabiliserende på ARPU. Hvor stor effekten av dette blir er vanskelig å spå, da det er mangel på informasjon fra myndighetenes side når det gjelder fremtidig utdeling av spektrum.

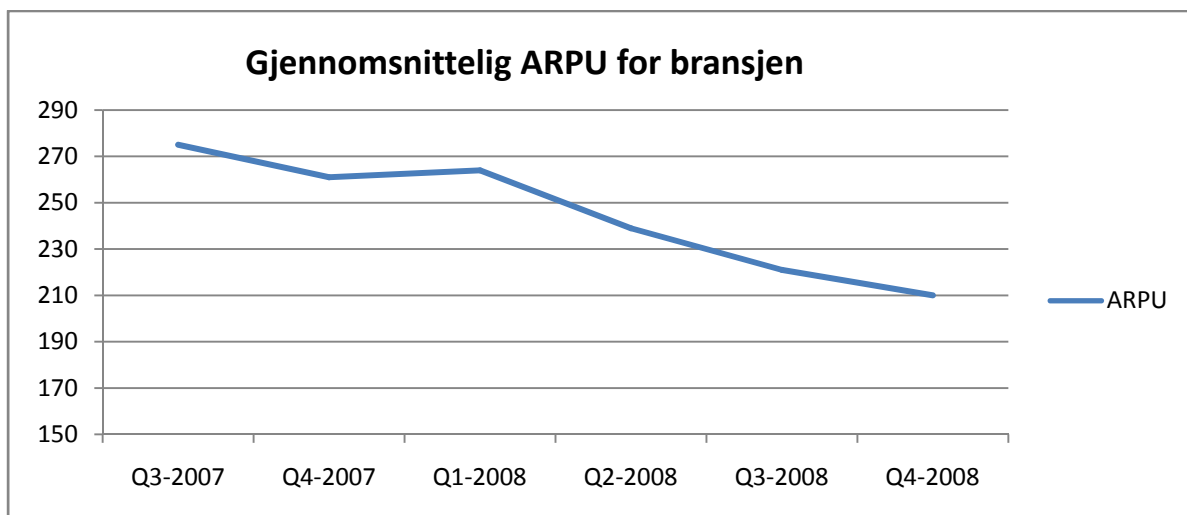
7.3.2 Konkurransen

Sigve Brekke, Telenors sjef i Asia, kommenterte under presentasjonen av Unitech Wireless (02.2009) at den sterke konkurranseintensiteten i det indiske mobilmarkedet har resultert i store prisreduksjoner, og at han ikke ventet noen ytterlige prisfall av signifikant grad. Dette ble begrunnet med at prisene allerede var på et internasjonalt bunnivå, og at nye prisreduksjoner ville resultere i lavere marginer på eksisterende kundemasser. Etter hvert som veksten i markedet fortsetter, vil incentivet til å kapre markedsandeler gjennom prisreduksjoner være fallende. Aktørene vil ha mer enn nok med å ta seg av de nye mobilkundene som den naturlige markedspenetrasjonen ga. En knapp måned etter denne uttalelsen kommuniserte en av de største aktørene i det indiske markedet, Reliance, at de setter ned prisene med hele 40 prosent (dagensit.no, 03.2009), men med volumrestriksjoner i bunn. Den største statlige operatøren, BSNL, fulgte etter, også med krav om et minimum forbruk. Det kan hende at vi ser konturene av en trend mot fastprisregimet slik som vi har sett her hjemme, der en viss sum betales for å kunne ringe ubegrenset innenfor visse rammer. På en side taler det for billigere minuttpriser, på en annen side stimuleres det til økt bruk. Som vi har vært inne på tror vi det er begrenset hvor stor vekst i MoU som kan forventes. Det kan i det minste være med på å stabilisere ARPU på sikt, men gjerne på et lavere nivå enn det vi ser i dag.

7.3.3 Økt bruk av value added services

Mobiltelefonens hovedinntektskilde blir generert gjennom bruk av taletjenester. I dag ligger inntekten relatert til value added services i India (tjenester som ikke relateres til tale) på kun 3-4 prosent av totale inntekter. Telenor venter at bruken av disse tjenestene skal ta seg opp slik de har gjort i lignende land, der andel ligger på mellom 12 til 15 prosent. Dette er et argument vi støtter Telenor-ledelsen i, da vi også mener at markedet for ekstratjenester vil kunne ta seg betraktelig opp, kanskje mer enn i andre land. Økt levestandard kombinert med vekstpotensialet for disse nye bruksområdene taler for økt bruk av disse tjenestene på sikt. Vår antagelse er at disse tjenestene blir et supplement til dagens mobilbruk, og vil dermed ha en positiv effekt på ARPU. Vi ser at indere bruker mobiltelefonen betraktelig mer enn andre land, og vi tror at de vil kunne adoptere et høyt bruk av value added services på sikt. Når det er sagt vil ikke dette være med på å forhindre at ARPU vil konvergere mot 180 indiske rupi (ca 26 Kr), selv om ekstratjenestene vil komme som et motstykke til den fallende indikatoren. Som vi ser på grafen nedenfor er ARPU for bransjen fallende, og vi tror at en fortsatt kraftig penetrasjon i fattige områder, kombinert med konkurransen, dessverre vil overskygge merinntekten på disse tjenestene. Vel verdt å merke seg er også at disse tallene ikke er korrigert for inflasjon, slik at det reelle fallet har vært enda større.

Figur 7.3.3 ARPU-utvikling fra Q3 2007 til Q4 2008 (Rupi)



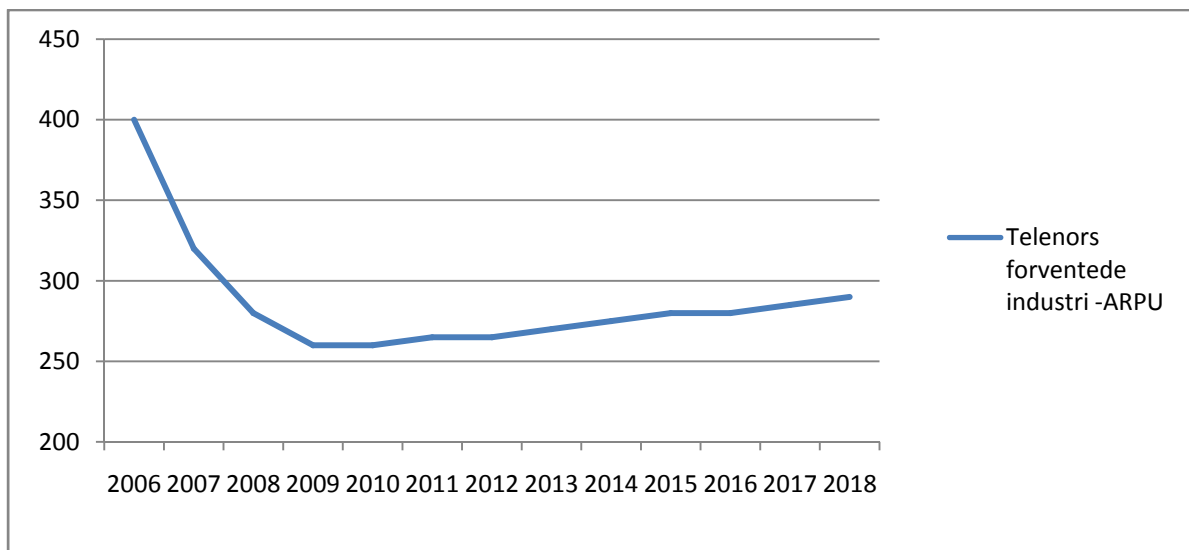
Kilde: TRAI, 10.2008

7.3.4 Unitech Wireless sin fremtidig ARPU

Hittil har vi snakket om ARPU på basis av hele bransjen. Dersom vi nå skal prøve å lage et estimat på hva Telenors indiske ARPU kommer til å bli, er det naturlig å inkludere hva ledelsen mener. De argumenterer for at de ARPU vil ta seg opp som følge av fire hovedfaktorer, deriblant effekten av økt kjøpekraft, og at prisreduksjonene allerede er tatt ut i markedet. Vi er delvis uenig i disse resonnementene. Når det er sagt, støtter vi de to neste argumenter som trekkes frem som stabilisator av nøkkelindikatorer. Mangel på spektrum som reduserer incentivet til å konkurrere på priselementet, i tillegg til økt forbruk, gjennom bruk av de alternative tjenester på mobiltelefonen.

Telenor offentliggjorde sitt syn på gjennomsnittelig inntekt per kunde på en presentasjon om investeringen i India medio februar. Grafen nedenfor visualiserer deres syn:

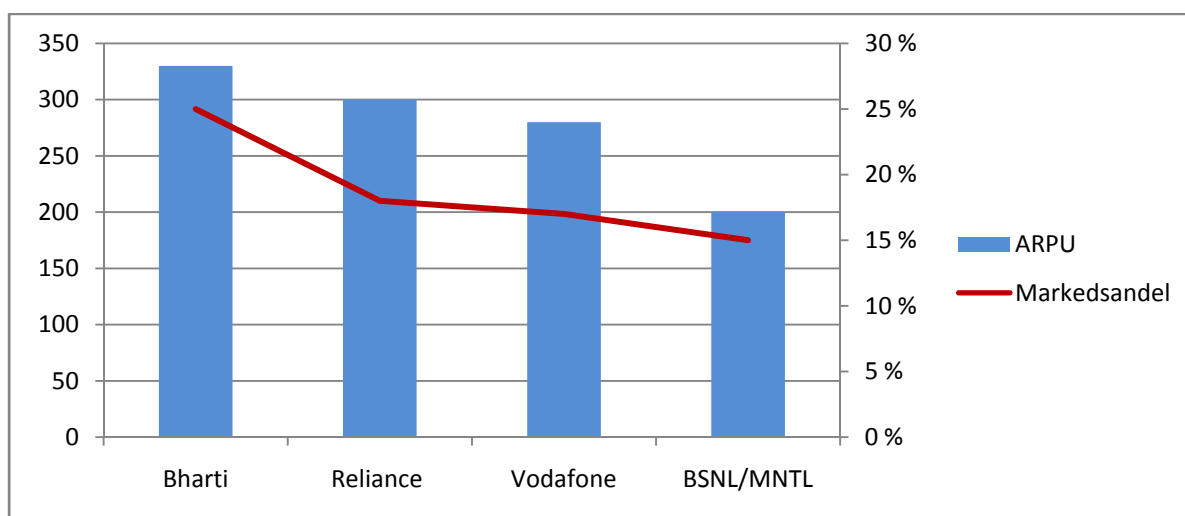
Figur 7.3.4 Telenors prognose på industriens ARPU-utvikling (Rupi)



Kilde: Telenor.no, 02.2009

Grafen reflekterer Telenors syn på ARPU for hele markedet og de mener altså at industriens ARPU skal bunne ut i det kvartalet selskapet starter opp driften i India. De tror selv at Unitech Wireless vil ligge under denne i starten, men på sikt vil de ligge på gjennomsnittet i bransjen. De innser altså at de som en liten aktør i en startfase vil ha en lavere ARPU enn gjennomsnittet.

Figur 7.3.4.1 ARPU- og markedsandel til Telenors konkurrenter Q3 2008



Kilde: Kvartalsrapporter hos de respektive selskaper, og TRAI

I figuren overfor har vi inkludert de fire største selskapene i India, med deres respektive markedsandeler og gjennomsnittelige ARPU for tredje kvartal 2008. Her ser vi at ARPU faller med markedsandelen. Når vi vet at snittet for bransjen som helhet er ca 220 indiske rupi, betyr dette at de store selskapene trekker snittet opp, da de ligger godt i overkant av dette. Dette impliserer at en nystartet aktør som har som mål å ta kunder fra eksisterende aktører, antageligvis kommer til å ligge i underkant av grafen som Telenor tegner for oss. I tillegg er vi mer pessimistiske med tanke på driverne til indikatoren. Vi vil ikke ha en stigende trend som kan avleses i Telenors graf, tvert imot tror vi at ARPU vil svekkes, men med en lavere hastighet enn de vi har sett i de seneste år.

7.4 Driftskostnader

Noe av det mer krevende ved vår analyse blir å predikere driftskostnadene og EBITDA-marginen til Unitech Wireless. Å estimere kostnadene for et nystartet vekstselskap er vanskeligere enn for et tradisjonelt industriselskap hvor man ofte kan sette kostnader som lønn, administrasjon og vedlikehold i prosent av driftsinntekt sett ut fra et historisk perspektiv. Unitech Wireless vil vokse mye på kort tid og flere av driftskostnader kommer til å være overproporsjonale i forhold til inntektene de første årene. Vi har ingen historie å se tilbake på, men vi har andre parametre å sammenligne med. I hovedsak bruker vi selskaper som kan ligne på Unitech Wireless de nærmeste årene, selv om det til tider har vært vanskelig å finne

relevante data. Telenor har også guidet investorene på hva de tror mange av de *langsiktige* driftskostnadene kommer til å bli, og vi kommer til å bruke mye av den informasjonen så lenge vi synes den virker rimelig.

Telenor skal leie tårn av Tata-Quippo istedenfor å bygge selv. Dette gjør at capex reduseres betraktelig, samtidig som driftskostnadene stiger. Telenor sier at leiekostnaden per tårn *per måned* vil utgjøre ca. 70 tusen indiske rupi, eller ca. NOK 9100, og vi har liten grunn til å tro at den virkelige leiekostnaden skal avvike noe særlig fra dette. Derimot kan leien per tårn bli noe billigere hvis flere mobiloperatører kobler seg på samme mast, men slik vi tolker det er det overkapasitet på tårn i markedet (TheEconomicTimes.com, 01.2009), og vi vil derfor legge til grunn den avtalte prisen i våre kalkyler. Frem mot 2010 skal antall tårn økes fra ca. 22 tusen til 40, og dermed vil Telenor dekke ca. 60 prosent av bebodd område. Vi antar at Telenor gradvis kommer til å øke sin tårnkapasitet, for å nå ca 50 tusen tårn innen 2012. Utvidelsen vil selvfølgelig være avhengig av abonnementsveksten til Unitech Wireless, men de største mobiloperatørene jobber for å bedre nettdekningen i utkantstrøkene, og Telenor kommer etter all sannsynlighet til å følge denne utviklingen. På sikt vil økt nettdekning også kunne gi lavere vare- og trafikkostnader, siden Telenors kunder vil ringe andre kunder i Telenors nett.

Tårnleie vil utvilsomt være den største enkeltposten under driftskostnader. Andre poster er SAC (subscriber acquisition cost), callsenter-, administrasjons- og markedsføringskostnader. På lang sikt kan man tenke seg at disse vil variere proporsjonalt i henhold til inntekt, men på kort sikt vil det blir meningsløst å sette en slik sammenheng. Telenor hevder at markedsføringskostnader vil utgjøre ca. 3 prosent av driftsinntektene, mens kostnader knyttet til administrasjon og callsenter skal ligge på ca. 10 prosent. Ved å sammenligne Reliance Communcation, Bharti Airtel og Idea ser vi at disse har lønnskostnader som utgjør mellom 5 og 8 prosent av inntekten, og dette kan være en god approksimasjon for Telenor på lengre sikt. Etersom Telenor skal outsource deler av it-driften vil selve lønnskostnaden bli lavere, men totalt sett har vi satt lønns- pluss callsenterkostnaden lik konkurrentens lønnskostnad.

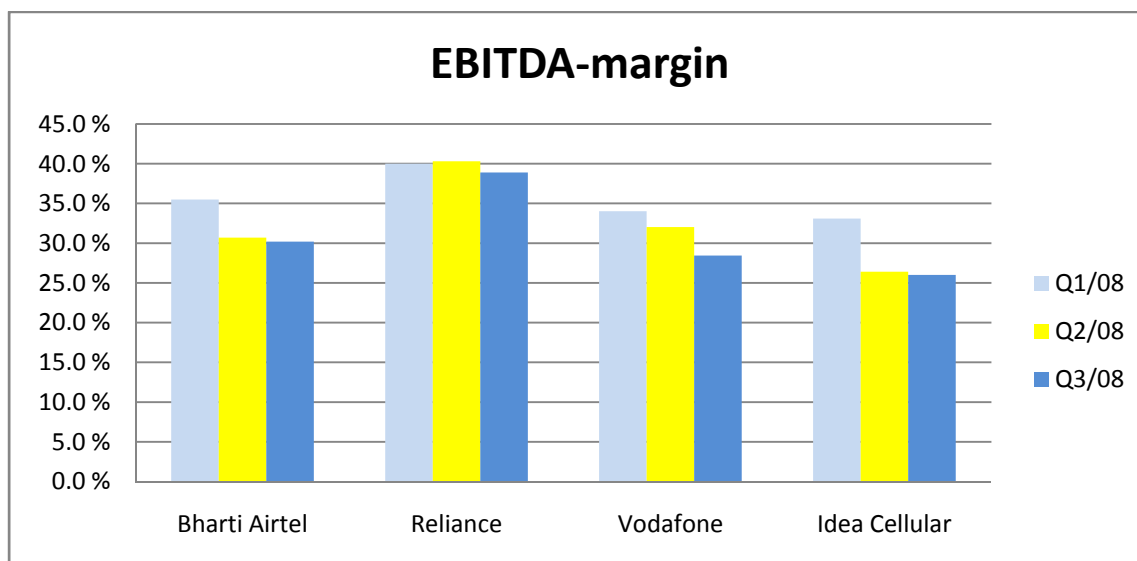
Telenors estimer for markedsføring og reklame virker lave gitt at dette er et nystartet selskap uten noe form for goodwill på det indiske markedet. Til sammenligning utgjør den totale markedsføringskostnaden for Telenor Group ca. 9 prosent av inntektene. Vi mener differansen er stor og vi antar at denne posten antageligvis vil ligge en plass midt i mellom for Unitech Wireless, ca. 6 prosent eller høyere.

Vodafone India har de siste tre kvartalene hatt en bruttofortjeneste på mellom 67 og 69 prosent (Vodafones, 02.2009), mens Telenors uttalte mål for sin indiske avdeling er ca 70 prosent. Det er få telekomselskaper som oppgir de direkte kostnadene (vare- og trafikkostnader) like spesifikt som Vodafone, men ut i fra resultatregnskapet til Bharti Airtel kan det se ut som om dette selskapet har en bruttofortjeneste på 75 prosent (Bharti, 04.2008). Vi legger inn Telenors guiding fra 2011 med 70 % prosent bruttofortjeneste da dette høres fornuftig ut. I 2009 og 2010 vil derimot fortjenesten være litt lavere på grunn av ubalanse i inn- og utgående samtale.

For å regne ut andre driftskostnader på kort sikt, har vi forsøkt å finne sammenlignbare tall fra konkurrentene. Det rendyrket mobiloperatøret Idea Cellular har en markedsandel på 9 prosent, lisenser i 22 sirkler, og er det selskapet vi tror strukturmessig kan ligne mest på Telenor i fremtiden. Mange av de andre mobiloperatørene er datterselskaper i et større konglomerat, eller har annen drift i tillegg til mobil (bredbånd og tv), og har på den måten ingen direkte sammenlignbare tall. Ettersom Telenor forutsetter at Unitech Wireless allerede de første årene skal oppnå en markedsandel på 3-4 prosent, burde kostnadsnivået i starten reflektere ca. en tredjedel av Ideas renskede driftskostnader. Disse estimatene er usikre, men på kort sikt mener vi dette er det beste estimat.

Marginen til de største aktørene har de siste kvartalene vist en nedadgående trend på grunn av operatørenes satsing på landsbygda, og den generelt høye konkurransen i markedet. Det er lite som tyder på at marginsituasjonen vil bedre seg. Gjennom økt konkurranse og penetrasjon vil nok denne trenden fortsette i samme retning. Telenor ser for seg en langsiktig EBITDA-margin på 30 prosent, altså det samme som markedsleder Bharti Airtel hadde i sitt tredje kvartal 2008. Ut fra vår prognose om 6 prosent markedsandel tror vi Telenors margin vil ligge nærmere Ideas EBITDA-margin, og betydelig lavere enn hva de selv estimerer. Telenor hevder at de skal holde et ekstremt kostnadsfokus, men en lavere ARPU enn gjennomsnittet vil være med på å holde marginen nede. Vi mener en langsiktig EBITDA-margin på 25-26 prosent høres realistisk ut.

Figur 7.4 – Utviklingen i EBITDA-marginene til noen av de største mobiloperatørene



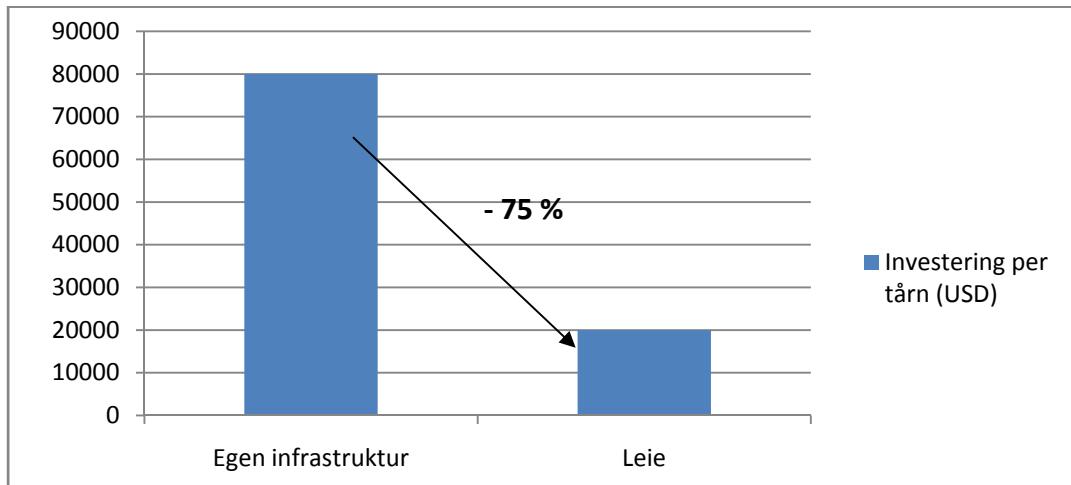
Kilde: Kvartalsrapportene til de respektive selskapene, 2008

7.5 Capex

Det er vanskelig å anslå eller estimere investeringsbeløp for et selskap i en oppstartsperiode, spesielt da flere av detaljene holdes hemmelig. Det er mulig å hente inn data på andre selskapers lignende investeringer i India, og knytte Telenors strategi opp mot dette. Likevel føler vi at dette tilfører DCF-modellen mer støy enn opplysning. Telenor har etter press fra deres interessenter, lagt frem tall på hvor mye kapital som vil være nødvendig det første året, samt deres estimat på videre kapitalbruk. Vi mener derfor at Telenors opplysninger er det beste estimat på disse kontantstrømmene, spesielt i selve oppstartsfasen. Det er likevel på sin plass å diskutere deres forutsetninger før beløpene implementeres i DCF-modellen. Utover i verdsettelsesperioden vil vi ha et syn som er tilpasset våre anslag om inntektssiden.

Som vi har vært inne på tidligere har analytikere og investorer kraftig kritisert den indiske ekspanderingen. Hovedårsaken skal først og fremst være det store kapitalbehovet, der ledelsen omgjør positive kontantstrømmer generert i andre prosjekter, til finansiering av et indisk prosjekt med en tilsynelatende negativ nåverdi. Telenor har delvis løst dette gjennom å leie store deler av infrastrukturen, slik at det blir gjort mindre innhugg i selskapets tilgjengelige midler. Tårnleien utgjør nå største parten av driftskostnadene, og er dermed fjernet fra capex.

Figur 7.5 Investering per tårn med egen infrastruktur vs. leie



Kilde: Telenor, 02.2009

Likevel kreves investering i utstyr som skal sende og motta telesignalene, og som utgjør de 20 tusen USD i figuren ovenfor. Det som kreves er

- Antenner for utveksling av signaler
- Elektronisk utstyr for behandling av signaler

Det er dette utstyret som i all hovedsak utgjør capex i dette prosjektet, i tillegg til spektrum- og lisensutgiftene. I vår modell inkluderer vi også endring i arbeidskapitalen i capex.

Telenor deler inn capex-utviklingen i tre stadier; Oppstartsfasen, ekspanderingsfasen og modningsfasen. Her relateres capex til ulike drivere i de forskjellige fasene, der antall tårn er hoveddriveren i første fase, økning i kundemassen i andre fase, og størrelse på kundebasen i tredje fase (Telenor, 02.2009) Dermed er vi klar over hvilke faktorer som synes å ha mest å si for nivået av kapitalbruk frem i tid, og dette gir oss en mulighet til å modifisere tallene i henhold til våre synspunkter på nettopp disse driverne.

Når vi nå tror at markedsandelen til Telenor ikke vil bli så høy som de selv håper, er det viktig å gjøre rede for om vi korrigerer for dette i kapitalen som pløyes inn i driften. Med dette menes i hvilken grad vi tror Telenor vil tilpasse kapitalinnsprøytingen i forhold til markedsandelsutviklingen. Signalene som er blitt sendt er blandet. På den ene siden har de trukket frem tårnavtalen og den fleksibiliteten den gir for et prosjekt med mye usikkerhet. På den annen side responderte ledelsen, da de fikk spørsmål fra en analytiker om hva som skjer dersom scenarioet i India skulle vise seg å bli mer negativt enn de ser for seg, at dette er et

prosjekt de absolutt ikke vil gå halvhjertet inn i. Det ble implisitt sagt at dersom ting utvikler seg mer negativt enn først antatt, vil de likevel gå inn med full styrke for å lykkes på markedssiden. Vi får da et inntrykk av at det finansielle målet om verdiskapning er underordnet ønsket om å lykkes kommersielt. Dette er et syn som også deles av mange analytikere som følger selskapet, og gjenspeiles dessverre også i flere av Telenors prosjekter. Telenor har delvis lykkes kommersielt med tanke på markedsandeler og marginer i en rekke land, men fra et investors ståsted har flere asiatiske ekspansjoner vært tapsprosjekter nettopp fordi det har blitt betalt for mye for å nå disse kommersielle målene. Nåverdiberegningen av enkelte oppkjøp i Asia de senere år har, som vi har vært inne på, vist seg å være negativ, og dette skyldes hovedsaklig de enorme kapitalinvesteringer som har blitt gjennomført. Vi tror at Telenor har fokusert for mye på den ene siden av prosjektene, og at dette også kan vise seg å bli tilfellet på indiske markedet.

Vi modifierer altså Telenors anslag på capex i forhold til det langsiktige nivået, da vi mener at denne vil ligge høyere i prosent av salg enn det Telenor har kommunisert. Dette begrunner vi hovedsaklig med at vi tror de vil få lavere markedsandel enn deres estimater tilsier, uten at capex blir redusert i samme grad. Vi tror altså ikke at Telenor vil justere capex nok relativt til salg, dersom vårt scenario inntreffer. Derfor legges det på et par prosentpoeng i forhold til Telenors guiding på 10 prosent langsiktig capex/salg forhold.

7.6 Avskrivninger

Dersom man kun har offentlig informasjon tilgjengelig, beregnes fremtidige avskrivninger ofte ved å enten sette historiske avskrivninger i prosent av driftsinntekt, eller i prosent av posten netto eiendom, utstyr- og anleggsmidler. Når investeringene er fordelt jevnt utover, skal disse to metoder gi samme resultat. Hvis man er så heldig at man er på innsiden av selskapet, eller har en detaljert oversikt over innkjøpsplanene, kan man lage en avskrivningsprognose basert på dette. Balansen til Unitech Wireless inneholder i dag kun GSM-lisenser som avskrivningsobjekt. Avskrivninger fremover er knyttet opp mot disse lisensene, i tillegg til det bokførte verdifallet til de fremtidige investeringene. Ifølge årsrapporten til Telenor skal mobillisenser avskrives mellom 6 og 28 år. Da avskrivningssatsen for utstyr og maskiner ligger på 25 prosent, og dette utgjør mesteparten av investeringene, bruker vi også 25 prosent saldoavskrivning i verdsettelsen av Unitech Wireless.

7.7 Skattefordel på fremførbare underskudd

Fremførbare underskudd (FFU) er akkumulerte historiske tap som et selskap kan bruke til å utligne fremtidig overskudd, og på den måten kunne slippe å betale skatt. I vår DCF- modell vil Unitech Wireless først begynne å betale skatt i 2023 på grunn av negativ EBIT de første årene. Vi kan regne ut skattefordelen på FFU på flere måter, men det er uansett vanskelig å regne helt eksakt dersom en ikke befinner seg på innsiden av selskapet. Med kun offentlig informasjon tilgjengelig bør man ha en klar formening på når i fremtiden underskuddet kan brukes mot fremtidig overskudd, og regne nåverdien på dette (Kinserdal, 2008). I det indiske skattesystem er det slik at bedriftene må ha generert positiv resultat i tre sammenhengende år, før man får tatt i bruk de akkumulerte FFU. I tillegg må FFU brukes innen åtte år etter at det ble opptjent.

Det er mulig å inkludere et direkte forbruk av FFU i selve DCF-modellen. Dette innebærer at selskapet betaler mindre skatt i de årene hvor FFU forbrukes. Alternativt kan man regne nåverdien av skattefordelen isolert sett, og deretter legge den til egenkapitalverdien senere i kalkuleringen. For å speile det mest virkelighetsnære bilde av Unitech Wireless sin FCFF fremover, inkluderer vi forbruk av FFU i DCF-modellen. En del analytikere forenkler beregningen av FFU ved å sette verdien av skattefordelen som skattesatsen multiplisert med akkumulert FFU, dersom skattefordelen kan brukes i løpet av de nærmeste årene (Koller et. al).

Ettersom risikoen forbundet med FFU i mange tilfeller kun er en risiko for at fradraget kommer senere enn hva som er planlagt, vil denne risikoen være mindre enn resultatvariansen. Dette betyr at man kan benytte et lavere avkastningskrav for FFU enn det som er tilfelle for de andre kontantstrømmene (Kinserdal, 2008). Prosjektets verdi vil dermed bli høyere når man beregner skattefordelen isolert sett. I forbindelse med Telenors India-prosjekt er det derimot også en usikkerhet om hvor mye av det fremførbare underskuddet de kan benytte seg av grunnet de indiske skattereglene som vi nevnte over. I vår oppgave bruker vi derfor WACC også for FFU, da det er vanskelig å beregne det eksakte avkastningskravet for skattefordelen.

7.8 Valutakurs

Ettersom inntektene for Unitech Wireless genereres i lokal valuta, mens investeringene i stor utstrekning finansieres gjennom kontantstrøm fra andre virksomheter utenfor India, er det viktig å være klar over den underliggende valutarisikoen. Det finnes flere mulige innfallsvinkler, avhengig av hvilken økonomisk teori som legges til grunn.

Norges Bank baserer sine prognoser avhengig av tidshorizonten. På lang sikt vil utviklingen i kursforholdene delvis kunne forklares gjennom udekket renteparitet. Teorien om udekket renteparitet går ut på at avkastningen på finansielle plasseringer skal være den samme, uavhengig av hvilket land de plasseres i. Basert på denne teorien skal prisen på rupi holde seg stabil dersom realrenteforskjellen mellom Norge og India er liten (Krugmann et al, 2003). På kort- og til dels mellomlang sikt benytter de seg av modeller som hviler på teorien om Random Walk. Random Walk er en slags effisiente teori der man antar at all informasjon er priset inn i kursen, og dermed blir forventningen til valutakursen uendret fra dag til dag. Morgendagens valutakurs blir da dagens valutakurs pluss et støyelement.

Aksjeanalytikere som følger selskaper som generer kontantstrømmer sammensatt av ulike valutaer, baserer seg på Random Walk teorien, og legger inn dagens valutakursforhold gjennom hele prognoseperioden. Vi vil i vår analyse gjøre det samme, men vi vil mot slutten av oppgaven sette et kritisk søkelys på denne forutsetningen. Det gjennomføres også en følsomhetsanalyse av valutaforholdet i neste kapittel.

7.9 DCF-modell i base case scenario

Vi har nå diskutert alle forutsetningene i vårt base case scenario som vi trenger for å sette opp en DCF-modell for Unitech Wireless. Vi har følgende resultat (se appendiks 2 for tall for hele perioden):

Figur 7.9 Oppsummering av de forutsetningene som er like i hele perioden

Input i modellen	
Telenors andel av prosjektet	74 %
Antall Telenor Group aksjer millioner	1658
Leie av tårn per måned (Indisk Ruppi)	70000
Vekst i salg i Terminal value	3 %
WACC	11 %
Capex/Salg (først fra år 2015)	12 %
Skattesats utenlandske telekomselskap i India	36 %
Lønn, admin og outsourcing/salg	13 %
Justering av tårnleie per år	2 %
Churn per år	30 %

Figur 7.9.1 Oppsummering av de forutsetningene som er forskjellige fra år til år

År	CAGR										
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017-25	2025E
Total populasjon	1 175	1 200	1 210	1 220	1 230	1 240	1 250	1 268	1 285	1,1 %	1 408
Endring i populasjon		2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %		1,0 %
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %	77 %		85 %
Totale mobilbrukere	470	576	666	732	800	868	938	963	990	2,4 %	1 197
Telenors markedsandel	0,2 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %		8,0 %
Antall Telenor kunder	1	12	20	29	36	43	56	63	64	5,1 %	96
Net adds	1	11	8	9	7	7	13	6	2		1
Churned	0,0	0,3	3,5	6,0	8,8	10,8	13,0	16,9	18,8		28,4
Gross adds	0,9	10,9	11,9	15,3	15,5	18,2	25,9	23,2	20,5		29,4
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %		3,0 %
Spotkurs NOK/RUPI	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14		0,14
ARPU	210	205	200	195	190	190	190	185	185		185
Bruttofortjeneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %		70 %
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	0,132	1,5 %	0,149
Antall tårn (1000)	22	40	45	50	50	50	50	50	50		50
SAC	600	400	300	250	250	250	250	250	250		250

Figur 7.9.2 Output i base case scenarioet

År	CAGR										
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017-25	2025E
Driftsinntekt NOK	332	3 967	6 708	9 592	11 484	13 853	17 955	19 461	19 993	5,1 %	29 764
% endring driftsinntekter		1096 %	69 %	43 %	20 %	21 %	30 %	8 %	3 %		
Bruttofortjeneste	166	2 380	4 696	6 714	8 039	9 697	12 569	13 622	13 995	5,1 %	20 835
Tårnleie	862	4 775	5 452	6 149	6 241	6 334	6 429	6 526	6 624	1,5 %	7 462
Admin,marketing,callsenter	43	516	872	1 247	1 493	1 801	2 334	2 530	2 599	5,1 %	3 869
SAC	79	639	551	621	663	819	1 210	1 130	1 037	8,3 %	1 958
Avskrivninger	1 500	2 125	2 344	2 408	2 381	2 311	2 272	2 288	2 315	4,1 %	3 196
EBIT	-2 319	-5 674	-4 523	-3 710	-2 739	-1 568	323	1 149	1 420	15,0 %	4 351
Fremførbart underskudd (FFU)							0	0	1 420		0
Skattbart resultat	0	0	0	0	0	0	323	1 149	0		4 351
Skatt	0	0	0	0	0	0	116	414	0		1 566
EBITDA	-819	-3 549	-2 179	-1 302	-358	743	2 595	3 436	3 735	9,2 %	7 546
EBITDA margin		-89 %	-32 %	-14 %	-3 %	5 %	14 %	18 %	19 %		25 %
CAPEX	6 000	4 000	3 000	2 600	2 300	2 100	2 155	2 335	2 399	5,1 %	3 572
Free cash flow to the firm (FCFF)	-6819	-7549	-5179	-3902	-2658	-1357	324	688	1336	7,6 %	2408
Endring FCFF		10,7 %	-31,4 %	-24,7 %	-31,9 %	-48,9 %	-123,9 %	112,2 %	94,4 %		
Neddiskonteringsfaktoren	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39		0,17
Neddiskontert cash flow	-6 143	-6 127	-3 787	-2 571	-1 577	-726	156	298	522		409

Figur 7.9.3 Base case: Utregning av verdien per Telenor Group-aksje

Utregning av egenkapitalen	
NPV Unitech Wireless (2009-2025)	-15 448
Terminal verdi	5 260
Enterprise value	-10 188
Gjeld	1 700
Utbetaling til Unitech Ltd	500
Egenkapitalens verdi	-12 388
Telenors andel av prosjektet	-9 167
Verdi per aksje for Telenor Group	-5,5

Vi ser fra tabellen at vårt base case scenario gir prosjektet en negativ verdi på – 5,5 per aksje for Telenor Group.

8. Sensitivitetsanalyse – Base case

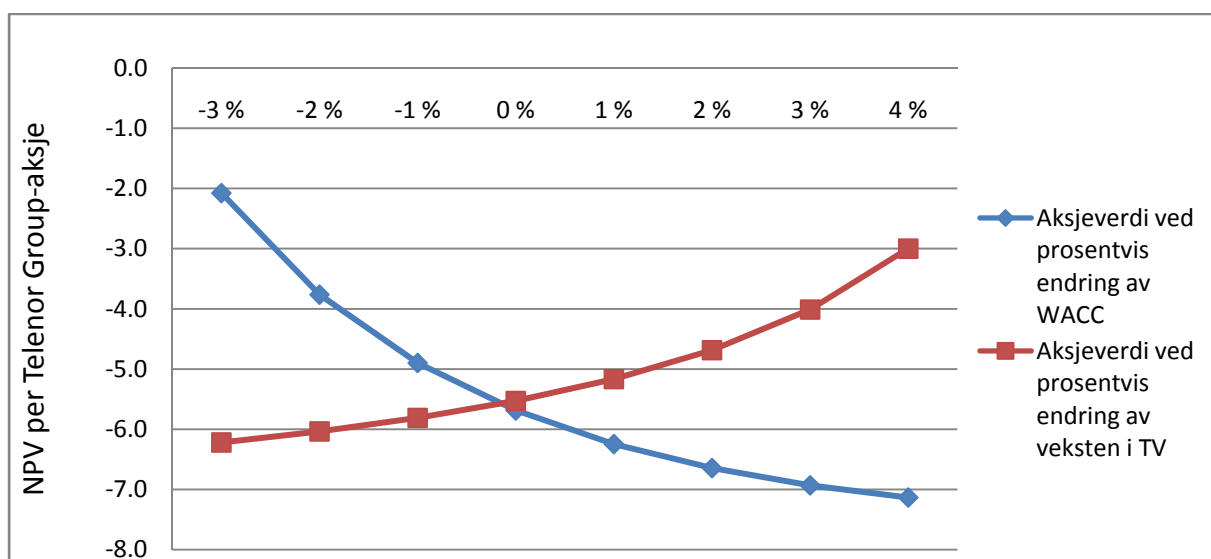
Telenors India-prosjekt er avhengig av et stort antall forutsetninger om inntekter og kostnader, samt andre relevante variabler over en lang periode. Dersom noen av våre forutsetninger skulle vise seg å være feilaktig, vil også vår konklusjon kunne bli feil. En måte å styrke troverdigheten til modellen på, er å foreta en sensitivitetsanalyse av viktige parametre. En sensitivitetsanalyse gir analytikere og investorer anledning til å se hvordan endringen av en parameter, både isolert sett og samtidig med andre parametre, vil kunne påvirke prosjektets verdi.

8.1 WACC og langsiktig vekst

Vi ser av figur 8.1 at en økning i vekstraten i terminal value, og en lavere WACC vil slå positivt ut for prosjektet. I vårt base case har vi lagt inn en langsiktig vekst som er lavere enn historisk BNP-vekst for India de siste årene. Dette begrunner vi med at den høye veksten på et eller annet tidspunkt vil avta. Dersom vekstraten skulle dobles fra vår antagelse om 3 prosent, vil dette gi en NPV på ca. -4 NOK per aksje. Endringen er dermed kun 1,5 krone per aksje. Siden vi har analysert hvert år i detalj helt frem til år 2025, vil altså ikke veksten i terminal value være like kritisk for nåverdien, sammenlignet med andre verdivurderinger der den detaljerte prognosen ofte går over en kortere periode.

Dersom alternativkostnaden går ned (opp), vil prosjektet fremstå mer (mindre) attraktivt for eierne. I tilfeller hvor WACC hadde vært meget høy, ville en ytterligere økning vært positivt for prosjektet, ettersom den negative FCFF i begynnelsen prosjektet blir neddiskontert med et høyere krav. Den positive FCFF senere i perioden vil allerede være diskontert tilnærmet ned til null, slik at effekten hadde blitt positiv for eierne. En så høy WACC virker imidlertid usannsynlig fra vårt ståsted, og fremkommer derfor ikke i figuren nedenfor.

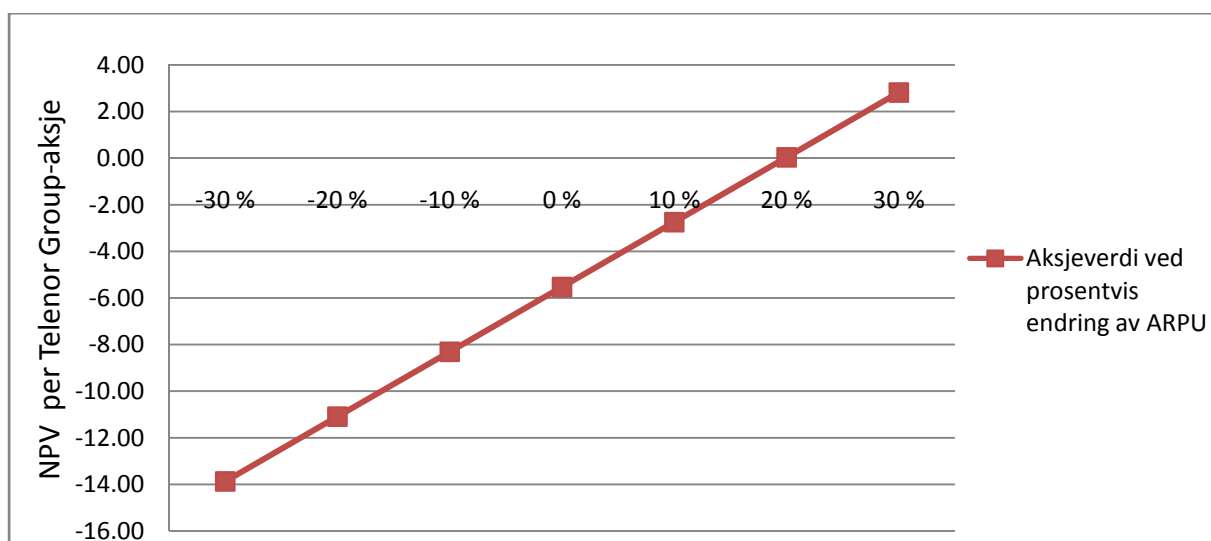
Figur 8.1 Delta WACC og langsiktig vekst mot NPV per Telenor Group-aksje



8.2 ARPU

ARPU har falt kraftig ned de seneste årene, og vi har tro på at en denne trenden vil fortsette. Det hersker likevel delte meninger om denne indikatoren, og spesielt Telenor innehar et mer positivt syn enn markedet generelt. For at prosjektet skal gå i null, ceteris paribus, må ARPU indikatoren øke med 20 prosent fra våres antagelser gjennom hele prosjektets levetid.

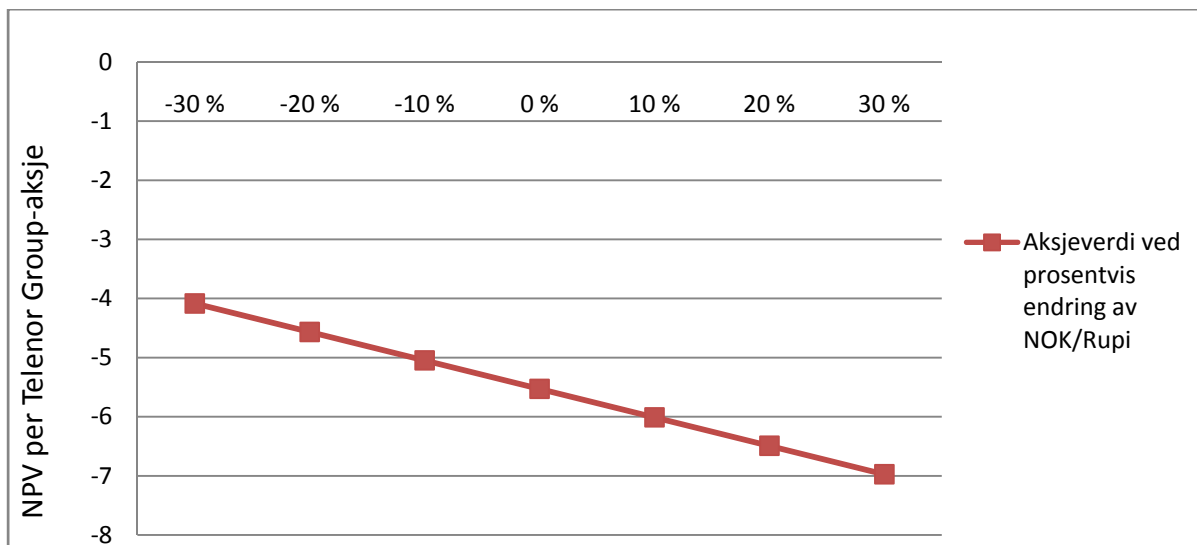
Figur 8.2 Delta ARPU mot NPV per Telenor Group-aksje



8.3 Valuta

Gitt at prosjektet utelukkende hadde hatt positiv kontantstrøm, ville en styrking av rupi mot NOK, ceteris paribus, vært positivt for Telenors rapporterte resultat. For Telenors India-prosjekt, som vil operere med negativ EBITDA og store investeringer de første årene, vil det derimot være gunstig for selskapet dersom kronen styrker seg relativt til rupi. På den måten vil de kunne rapportere om lavere negativ FCFE i NOK i begynnelsen av perioden. Vi har lagt inn en fast valutakurs for hele perioden, men det fremtidige forholdet er selvfølgelig uvisst. Styrker NOK seg med for eksempel 10 prosent, vil prosjektet har en nåverdi på – 5 NOK per aksje. For å sjekke valutarisikoen ville det vært mer givende å endre valutakursen et stykke ut i prosjektets levetid. Dette ville gitt større utslag på nåverdien av investeringen, fordi prosjektet går fra en negativ kontantstrøm finansiert i andre valutaer, til en positiv kontantstrøm generert i rupi.

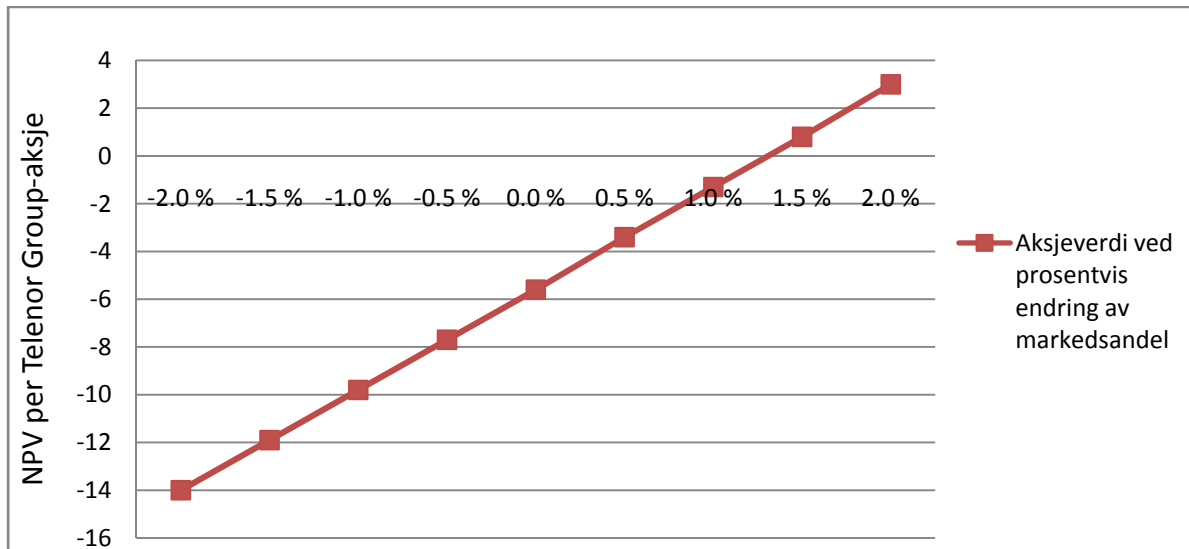
Figur 8.3 Delta NOK/Rupi mot NPV per Telenor Group-aksje



8.4 Markedsandel

Legger vi inn andre forutsetninger vedrørende Telenors markedsandel, vil nåverdien av prosjektet kunne endre seg drastisk. Ved 1,3 prosentpoeng høyere markedsandel gjennom hele perioden, vil nåverdien gå fra å være negativ til å bli positivt.

Figur 8.4 Delta markedsandel mot NPV per Telenor Group-aksje



Sensitivitetsanalysen illustrerer hvordan endringer i forutsetningene slår ut på verdien av prosjektet. Analysen er delvis urealistisk, da variablene, med unntak av langsiktig vekst, endres med samme prosent hvert år gjennom hele prognosen. I flere av sensitivitetsanalysene kunne vi ha endret på faktoren over deler, ikke hele perioden. Derfor gjennomfører vi i neste kapittel nå en scenarioanalyse som i detalj justerer hvert år frem i tid.

9. Best og Worst Case Scenario

Det er flere måter å bygge opp et scenario. Det er mulig å argumentere for at de fleste parameterne kan avvike mye fra det forventede, dersom en ilegger en vekt som svarer til sannsynligheten for at scenarioet skal inntreffe. Dersom en ønsker å ha et scenario med flere standardavviks hendelse, vil ikke dette scenarioet tillegges noen vesentlig vekt i en helhetlig verdivurdering. I denne analysen velger vi å legge inn 25 prosent sannsynlighet for at worst og best case scenarioene skal kunne inntreffe, og prøver derfor å skissere to case som reflekterer denne sannsynligheten. Det ligger fremdeles en god del skjønn inn i bildet, da valget av vekt opp mot sannsynlighet er basert på en subjektiv vurdering fra vår side.

Valget av de faktorer som endres mellom de ulike casene er bestemt på bakgrunn av tre forhold. Først og fremst er de valgt fordi det knytter seg usikkerhet til dem. For det andre vil endringer i disse føre til forflytning av verdiestimatet i vesentlig grad. Et siste argument baserer seg på at det faktisk at blir vanskelig for Telenor å ha en direkte kontroll overfor faktorene. Det er også naturlig at valget falt på dem nedenfor, da de bygger opp inntektssiden til selskapet.

- Markedspenetrasjon og utviklingen i Unitech Wireless sin markedsandel
- Utviklingen til ARPU, henholdsvis prisutvikling og antall ringeminutter

Når vi nå legger inn henholdsvis høyere eller lavere markedsandel og ARPU i de respektive scenarioene, endrer vi også antall tårn, capex, og andre relaterte kostnader.

9.1 Best case scenario

Ettersom vi ser en fallende ARPU- og EBITDA-trend mener vi at Telenors syn er i overkant positivt, både når det gjelder ARPU, EBITDA-margin og forventet markedsandel. For at Telenor skal få en høy positiv nåverdi på India-prosjektet må de treffe blink på de fleste av deres forutsetninger. Vi mener at det er såpass stor forskjell mellom den virkeligheten vi ser for oss, og det Telenor forespeiler, slik at deres syn kan karakteriseres som et best case scenario.

Vi mener ledelsen tar til dels urealistiske forutsetninger for det indiske markedet. Forutsetningene deres er blant annet basert på erfaring fra det pakistanske markedet, der de uten tvil hatt kommersiell suksess. De startet opp som den femte største mobiloperatøren i landet, og er nå blitt nest størst med en markedsandel på over 20 prosent. Men denne suksessen har som nevnt hatt en bismak som følge av de høye investeringene. I India må fokuset være mye mer sentrert rundt denne problematikken. Det virker det som om ledelsen ser alvorret i, da de har gjennomført tiltak som reduserer kapitalbehovet. Spørsmålet blir hvordan sammenhengen mellom kapitalinnsprøytning henger sammen med størrelsen på kundemassen. Dersom lavere kapitalinnsprøytning, og større fokus på kostnader ikke reduserer markedsandelen, er det absolutt mulighet for at Telenor når deres forventede markedsandel på 8 prosent i 2018.

I tillegg til virksomheten i Pakistan har Telenor datterselskaper i mange andre fremvoksende markeder, noe som betyr at de har mulighet til å flytte kunnskap på tvers av landegrensene. Erfaringene som selskapet kan ta med seg fra lignende land er faktisk det som kan skape en indisk suksess, med høyere markedsandel enn det vi har lagt til grunn i vår base case scenario. Det er en mulighet for at de klarer dette med et lavkostnadsfokus, og gjennom god differensiering av distribusjon og produkt.

Telenor legger til grunn en stigende industri-ARPU i sine beregninger og begrunner dette blant annet med spektrum begrensninger, at ringeprisen har stupt, at indere vil ringe mer som følge av økt kjøpekraft, og at value added-services på lengre sikt vil utgjøre en større andel av inntekten enn det som nå forventes. Dette vil naturligvis trekke i retning av en stigende ARPU, noe som er stikk i strid med det vi har lagt til grunn i vårt base case. De moderer seg noe ved å hevde at Unitech Wireless sin ARPU skal ligge under industriens i oppstartsårene, men at de vil konvergere mot industrisnittet på lengre sikt.

Figur 9.1 DCF-forutsetninger i best case scenarioet (se appendiks 3 for hele perioden)

Input i modellen	CAGR									
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2016-25	2025E
Total populasjon	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250	1268	1,2 %	1408
Prosentvis økning populasjon		2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %		
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %		85 %
Totale mobilbrukere	470	576	665,5	732	799,5	868	938	963	2,4 %	1197
Telenors markedsandel	0,5 %	2,5 %	3,8 %	4,3 %	5,0 %	6,0 %	6,2 %	6,9 %		8,5 %
Antall Telenor kunder	2	14	25	31	40	52	58	66	4,8 %	102
Net adds	2	12	11	6	8	12	6	8		1
Churned	0,0	0,6	3,6	6,3	7,9	10,0	13,0	14,5		25,2
Gross adds	2,4	12,6	14,5	12,5	16,4	22,1	19,1	22,9		26,2
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %		3,0 %
Spotkurs NOK/RUPI	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14		0,14
ARPU	210	215	220	225	230	235	240	245		250
Bruttofortjeneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %		70 %
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	1,5 %	0,149
Antall tårn	22000	40000	45000	50000	60000	60000	60000	60000		60000
Subscriber acquisition cost	600	400	300	250	250	250	250	250		250

Figur 9.1.1 Output i best case scenarioet

Output	CAGR									
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2016-25	2025E
Driftsinntekt NOK	829	5 201	9 347	11 898	15 446	20 561	23 436	27 358	5,1 %	42 736
% endring driftsinntekter		527 %	80 %	27 %	30 %	33 %	14 %	17 %		
Bruttofortjeneste	415	3 121	6 543	8 329	10 812	14 393	16 405	19 151	5,1 %	29 915
Tårnleie	862	4 775	5 452	6 149	7 489	7 601	7 715	7 831	1,5 %	8 954
Admin, marketing, callsenter	108	676	1 215	1 547	2 008	2 673	3 047	3 557	5,1 %	5 556
SAC	197	743	671	508	701	994	892	1 113	5,1 %	1 745
Avskrivninger	1 500	2 125	2 344	2 483	2 537	2 528	2 482	2 545	4,9 %	3 930
EBIT	-2 253	-5 198	-3 139	-2 357	-1 923	597	2 270	4 105	10,1 %	9 731
Fremførbart underskudd (FFU)						0	0	4 105		0
Skattbart resultat	0	0	0	0	0	597	2 270	0		9 731
Skatt	0	0	0	0	0	215	817	0		3 503
EBITDA	-2 000	-3 073	-795	125	614	3 125	4 752	6 651	8,3 %	13 661
EBITDA margin	NA	-59,1 %	-8,5 %	1,1 %	4,0 %	15,2 %	20,3 %	24,3 %		32,0 %
CAPEX	6 000	4 000	3 000	2 900	2 700	2 500	2 344	2 736	5,1 %	4 274
Free cash flow to the firm (FCFF)	-8000	-7073	-3795	-2775	-2086	410	1591	3915	4,6 %	5884
Endring FCFF		-11,6 %	-46,3 %	-26,9 %	-24,8 %	-119,7 %	288,1 %	146,1 %		
Neddiskonteringsfaktoren	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43		0,17
Neddiskontert cash flow	-7 207	-5 741	-2 775	-1 828	-1 238	219	766	1 699	-5,7 %	998

Figur 9.1.2 Best case: Utrekning av verdien per Telenor Group-aksje

Utrekning av egenkapitalen	
NPV Unitech Wireless (2009-2025)	-3 478
Terminal verdi	12 851
Enterprise value	9 373
Gjeld	1 700
Utbetaling til Unitech Ltd	500
Egenkapitalens verdi	7 173
Telenors andel av prosjektet	5 308
Verdi per aksje for Telenor Group	3,2

Et best case scenario gir en positiv verdi på Telenors andel av prosjektet på ca. 5,3 mrd NOK, tilsvarende 3,2 kroner per Telenor Group aksje.

9.2 Worst case scenario

I dette scenarioet har vi lagt opp til en 5 prosent lavere markedspenetrasjon på lang sikt enn det vi gjorde i base case. Det kan selvsagt tenkes at penetrasjonen blir vesentlig lavere, men ettersom vi vekter denne hendelsen med en fjerdedel, vil det å trekke denne ytterligere ned bli misvisende i et helhetlig perspektiv. Dersom den økonomiske fremgangen i India ikke blir like blomstrende som de makroøkonomiske prognosene tilsier, vil dette kunne holde en større del av befolkningen unna elektroniske goder. Færre indere vil ha muligheten til å skaffe seg en mobiltelefon, og det vil derfor føre til en reduksjon i den forventede penetrasjonen.

Telenors markedsandel vil kunne vokse på bakgrunn av to forhold. Det første er hva den naturlige markedspenetrasjonen genererer. Bare ved å være tilgjengelig gjennom god distribusjon vil kundemassen til Telenor vokse på seg kunder. Likevel virker det som om halvparten av strategiske satsningen ligger i det å kapre misfornøyde kunder som bytter abonnement. Dette fordi disse er mer lønnsomme enn den fattige nypenetrerte kundemassen. Gitt den harde konkurransen på det indiske markedet kan det hende at de i mindre grad lykkes i å bli en preferert aktør for churn-massene. Det vil i så fall kunne slå hardt ut på deres mål om 8 prosent markedsandel i 2018. Slik vi ser det er det to konsekvenser som gjør seg gjeldene. Den ene er at markedsandelen faller, mens selskapets ARPU holder seg relativt stabil. Det andre utfallet er at Telenor når sitt mål om 8 prosent i 2018, men på bekostning av en betydelig svekket ARPU. Årsaken vil være at kundemassen har et betydelig innslag av nyattraherte lav-ARPU kunder, da de ikke lykkes i å vinne kampen om den attraktive

middelklassen. Vi velger å legge oss et sted midt i mellom, der markedsandelen på sikt senkes med noen prosent, samt at ARPU blir presset til et litt lavere nivå.

Figur 9.2 DCF-forutsetninger i worst case scenarioet (se appendiks 4 for hele perioden):

Input i modellen										CAGR	
År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017-2025	2030E
Total populasjon	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250	1268	1285	1,1 %	1480
Prosentvis økning populasjon		2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %		
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %	77 %		80 %
Totale mobilbrukere	470	576	665,5	732	799,5	868	938	963	990	1,4 %	1184
Telenors markedsandel	0,2 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %		6,0 %
Antall Telenor kunder	1	12	20	29	36	43	47	48	49	2,8 %	71
Net adds	1	11	8	9	7	7	3	1	1		1
Churned	0,0	0,4	4,6	8,0	11,7	14,4	17,4	18,8	19,3		28,1
Gross adds	0,9	11,0	13,1	17,3	18,4	21,8	20,8	20,0	20,6		28,8
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %		3,0 %
Spotkurs NOK/RUPI	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14		0,14
ARPU	200	190	180	175	170	165	165	165	165		165
Bruttofortjeneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %		70 %
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	0,132	1,5 %	0,161
Antall tårn	22000	40000	45000	45000	45000	40000	40000	35000	35000		30000
Subscriber acquisition cost	600	400	300	300	300	300	300	300	300		300

Figur 9.2.1 Output i worst case scenarioet

Output										CAGR	
År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2017-25	2025E
Driftsinntekt NOK	316	3 677	6 037	8 608	10 275	12 030	12 994	13 351	13 716	2,8 %	19 695
% endring driftsinntekter		1064 %	64 %	43 %	19 %	17 %	8 %	3 %	3 %		
Bruttofortjeneste	158	2 206	4 226	6 026	7 193	8 421	9 096	9 346	9 601	2,8 %	13 786
Tårnleie	862	4 775	5 452	5 534	5 617	5 068	5 144	4 568	4 637	0,3 %	4 823
Admin,marketing,callsenter	41	478	785	1 119	1 336	1 564	1 689	1 736	1 783	2,8 %	2 560
SAC	79	644	604	843	946	1 177	1 169	1 170	1 249	6,0 %	2 672
Avskrivninger	1 500	2 125	2 344	2 333	2 325	2 243	2 072	1 955	1 878	1,5 %	2 285
EBIT	-2 324	-5 815	-4 959	-3 803	-3 031	-1 631	-979	-82	55	28,6 %	1 445
Fremførbart underskudd (FFU)							0	0	0		0
Skattbart resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	55		1 445
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	20		520
EBITDA	-824	-3 690	-2 615	-1 470	-706	613	1 094	1 873	1 932	5,2 %	3 731
EBITDA margin	NA	-100 %	-43 %	-17 %	-7 %	5 %	8 %	14 %	14 %		19 %
CAPEX	6 000	4 000	3 000	2 300	2 300	2 000	1 559	1 602	1 646	2,8 %	2 363
Free cash flow to the firm (FCFF)	-6824	-7690	-5615	-3770	-3006	-1387	-466	270	267	9,3 %	847
Endring FCFF		12,7 %	-27,0 %	-32,9 %	-20,3 %	-53,9 %	-66,4 %	-158,1 %	-1,4 %		
Neddiskonteringsfaktoren	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39		0,10
Neddiskontert cash flow	-6 148	-6 242	-4 106	-2 483	-1 784	-742	-224	117	104		85

Figur 9.2.2 Worst case: Utrekning av verdien per Telenor Group-aksje

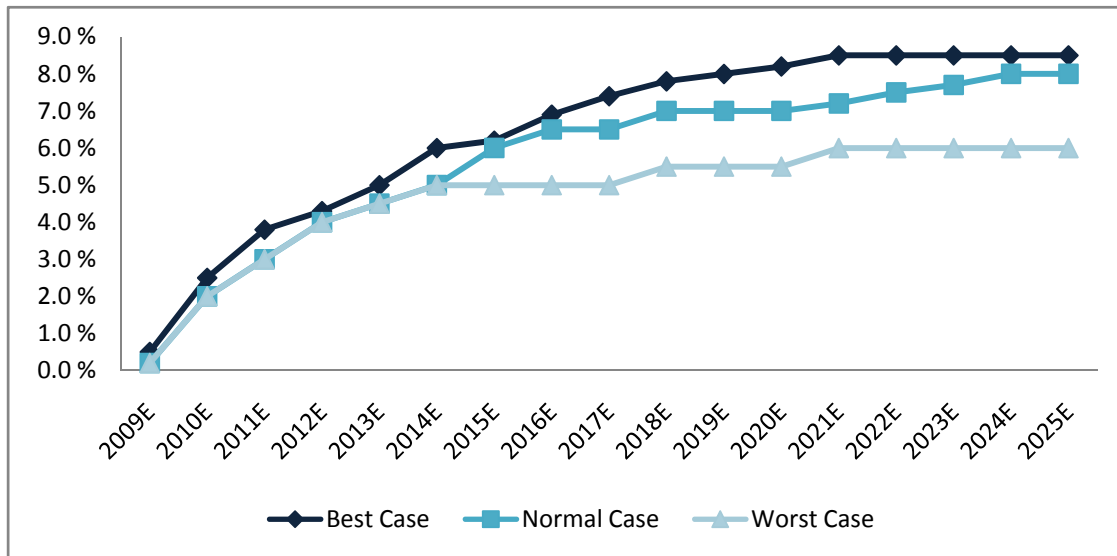
Utrekning av egenkapitalen	
NPV Unitech Wireless (2009-2025)	-17 869
Terminal verdi	1 098
Enterprise value	-16 771
Gjeld	1 700
Utbetaling til Unitech Ltd	500
Egenkapitalens verdi	-18 971
Telenors andel av prosjektet	-14 039
Verdi per aksje for Telenor Group	-8,5

Dersom vi legger inn det vi mener er det verst tenkelige scenario innenfor en 25 prosent sannsynlighet, vil Telenors India-satsing være verdt – 14 mrd NOK, eller -8,5 kroner per Telenor Group aksje.

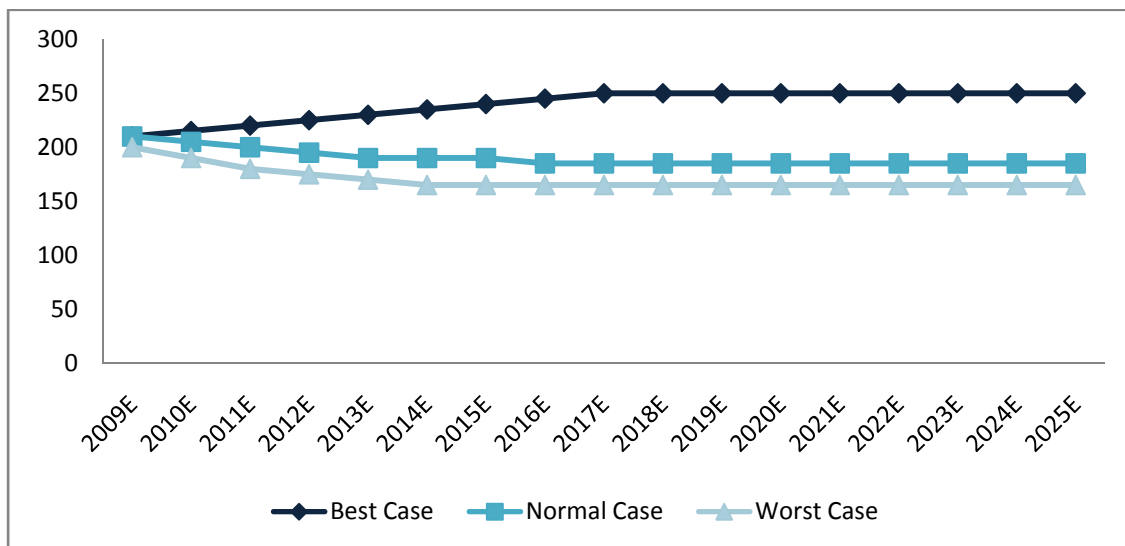
9.3 Oppsummering av scenarioanalysene

I de to figurene under har vi tegnet inn markedsandelen og ARPU-utviklingene i alle tre scenarioene.

Figur 9.3 Markedsandel i de ulike scenarioene



Figur 9.3.1 ARPU i de ulike scenarioene (Rupi)



Scenarioanalysen har som formål å finne forventningsverdien til Telenors India-satsing. I vårt base case får vi en verdi på -5,5 per Telenor Group aksje, i best case 3,2 per aksje og i worst case -8,5 per aksje. Bruker vi vektene som vi oppgav innledningsvis, får vi en **verdi på Unitech Wireless som utgjør ca - 4 kr per Telenor Group aksje**. Prosjektet er altså verdiødeleggende for Telenors ex ante aksjonærer.

10. Markedets implisitte prising av India-satsningen

I dette avsnittet skal vi se på kursutviklingen til Telenor-aksjen i dagene før og etter annonseringen av India satsningen. Vi skal prøve å danne et syn på hvordan markedet priset inn informasjonen om India-prosjektet som første gang ble presentert under kvartalsrapporteringen på Fornebu 29. oktober 2008. Nyhetene som ble sluppet den dagen var knyttet opp mot oppkjøpet av Unitech Wireless, i tillegg til generell resultatrapportering for tredje kvartal.

10.1 Markedets implisitte prising rundt annonseringsdatoen

For å måle den unormale avkastningen har vi hentet inspirasjon fra forelesninger om event study-metodologien i NHH-kurset FIE401 - Metoder for finansiell analyse (Stamland, 2007). I event study ser man ikke på en enkelt hendelse slik vi skal gjøre her, men på et antall like hendelser. Gjennom å øke antallet hendelser eller nyhetsslipp, er det mulig å gjennomføre statistisk inferens på resultatene, og dermed med en viss sannsynlighet fastslå hvordan markedet reagerer overfor en *type* hendelse. Eksempler på slike hendelser er emisjoner, opptak av ny gjeld og aksjesplitter. Vi skal delvis benytte oss av denne metodologien, men på en mindre formell måte, da vi verken aggregerer over flere hendelser, eller hypotesetester resultatene. Vi ønsker kun å se på hvordan markedet reagerte på informasjonen som ble presentert under 3.kvartalsrapporten, og da hvor mye investorene implisitt priset Telenors nye strategi.

Formelt kan bevegelsene i en aksje etter et informasjonsslipp skrives som:

$$r_t = \mu + \varepsilon_t$$

Der μ er effekten av informasjonen og ε_t er tilfeldig støy. I den akademiske utgaven event studies blir statistiske analyser brukt for å estimere μ , og tester blir gjennomført for å definere størrelsen og signifikansnivået på informasjonen. I vårt tilfelle skal vi kun merke oss at den unormale avkastningen ikke nødvendigvis skyldes begivenheten som vi har under lupen, men

at det også vil være tilfeldige kursbevegelser som genereres av eksempelvis kjøp og salg på bakgrunn av resultatene som ble fremlagt den dagen.

Med dette i bakhodet skal vi estimere den unormale avkastningen gjennom å bruke den empiriske utgaven av kapitalverdimodellen (CAPM). I parameterestimeringen betrakter vi et tidsvindu som strekker seg over 100 dager i *forkant* av hendelsesvinduet. Vi estimerer markedsmodellen:

$$r_t - r_{f,t} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}(r_{m,t} - r_{f,t}) + \varepsilon_t$$

Hvor r_t er avkastningen på Telenor-aksjen i perioden, $r_{f,t}$ er den risikofrie renten, og $r_{m,t}$ er avkastning på Oslo børs (OSEBX) og ε_t er støy. Dette er en regresjon av meravkastningen til Telenor-aksjen mot meravkastningen til OSEBX over en periode på 100 dager. Vi har altså estimert en alfa og en beta under ”normale” omstendigheter, og bruker disse parametrene for å finne hva som kanskje burde ha vært avkastningen til Telenor dersom den hadde korrelert normalt overfor OSEBX i den perioden hvor nyheten ble sluppet. Vi skal altså prøve å kvantifisere effekten av nyheten gjennom å se hva aksjekursen burde ha vært uten ekstraordinær informasjon.

Dersom markedet har en effisient form der all informasjon ble momentant priset inn, ville vi kun sett på differansen i avkastningen den dagen nyheten ble sluppet. Nå er det slik at innsideinformasjonen kan ha lekket ut i markedet i forkant av annonseringen, da oppkjøpsplanene delvis ble lekket ut allerede i september måned (digi.no, 09.2008). I tillegg kan det være slik at ikke all informasjon blir priset inn momentant, men at markedet bruker tid på å fortolke den informasjonen som har blitt lagt frem. Når vi nå skal måle den unormale avkastningen vil vi gjøre det over en tidsperiode som strekker seg over en periode på 10 dager før og etter hendelsesdatoen, slik at hendelsesvinduet utgjør 21 dager. Dette hendelsesvinduet kunne vært kortet ned, men vi syns at dette gir et bedre bilde grafisk sett, samt det ikke frarøver analysen sin uformelle kredibilitet. Snarere tvert om.

I implementeringen av modellen i hendelsesvinduet vil ikke renteelementet påvirke resultatet nevneverdig. Derfor fjerner vi den risikofrie renten, og ser kun på avkastningen til Telenor-aksjen opp mot OSEBX. Vi benytter oss derfor av følgende ligning:

$$CAPM \ r_{t=0-21} = \alpha + \beta(r_{m,t=0-21})$$

I estimeringsperioden ble alfa tilnærmet lik null, mens beta ble 0,74. Dermed blir CAPM avkastningen i hendelsesvinduet beregnet slik:

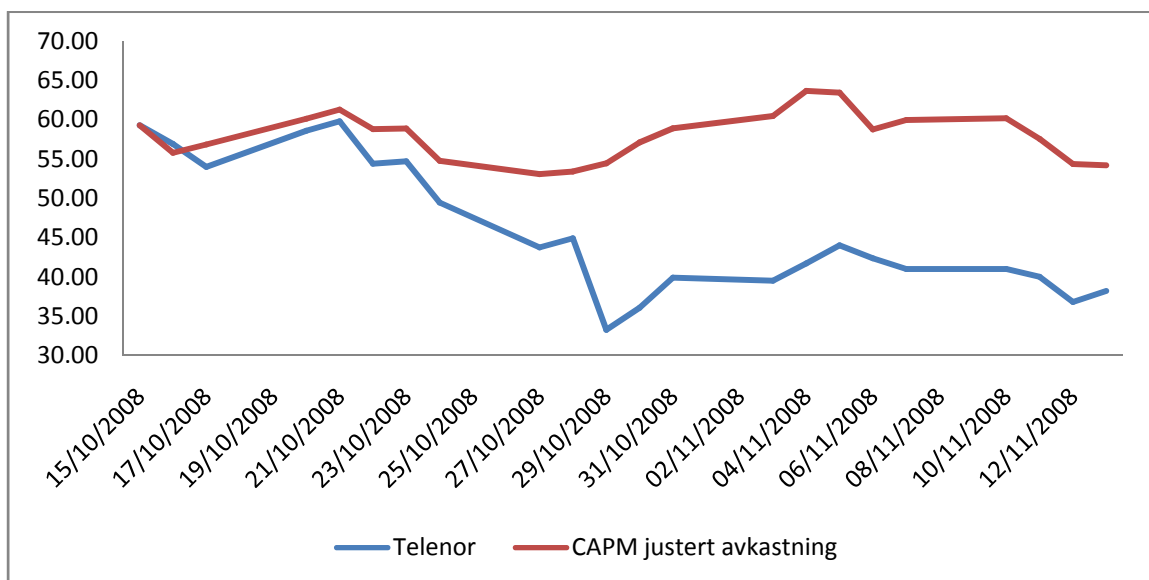
$$CAPM r_{t=0-21} = 0,74(r_{m,t=0-21})$$

Denne sammenhengen forteller oss hva avkastningen på Telenor- aksjen burde ha vært i ”normal” periode. I parametersammenheng defineres alfa som avkastning utover risikojustert avkastning pluss støy. I hendelsesvinduet vil alfa kvantifisere den unormale avkastningen minus eventuell støy. Alfa kan måles som følger:

$$\alpha = \text{Faktisk } r_{t=0-21} - CAPM r_{t=0-21} - \varepsilon_t$$

I grafen under har vi plottet inn resultatet av denne analysen. Vi bruker CAPM til å regne ut hva avkastningen til Telenor burde ha vært i perioden før og etter nyhetsslipet, og vi bruker denne avkastningen til å regne ut kursutviklingen til Telenor-aksje uten denne informasjonen. Differansen mellom den blå og den røde linjen er alfa pluss støy, der støyen er kursbevegelser som ikke skyldes nyhetseffekten. Dersom vi ser bort fra støyen, er differansen mellom disse to linjene det markedet implisitt priset den informasjonen som ble lagt frem under kvartalsrapporteringen. 10 dager etter kvartalsrapporten var prisen på Telenor-aksjen ca. 16 kroner lavere enn det vår modell skulle tilsi.

Figur 10.1 Implisitt prising av Telenor-aksjen



Kilde: Datastream Advance, 2009

Når vi nå skal knytte avviket opp mot vår verdsettelse av Unitech Wireless, bør andre nyhetselementer som flyttet kursen skilles ut fra regnestykket. Vi skulle gjerne isolert ut investorenes reaksjon på India-satsningen, da det i nyhetseffekten ligger all ny informasjon som ble presentert den dagen. Foruten annonseringen av India satsningen, ble det også uttalt at prosjektet skulle finansieres gjennom en fortrinnsrettet emisjon, i tillegg til at det ble fremlagt et resultat for tredje kvartal. Gjennom intervjuer med ulike finansanalytikere og gjennomlesningen av økonominyheter i etterkant, kan vi fastslå at markedet antageligvis reagerte negativt på alle tre forhold. Da emisjonen ble trukket tilbake på et senere tidspunkt reagerte ikke aksjekursen i særlig grad, verken i for- eller i etterkant, selv om flere analytikere tok et lettelses sukk. Resultatet isolert sett overrasket ifølge analytikere svakt på nedsiden, men de hevder ettertrykkelig at kursfallet den dagen var investorers flykt fra en verdiødeleggende investering. Dette taler subjektivt sett for at størrelsen på verdifallet i Telenor-aksjen i hovedsak burde relateres til India prosjektet. Dersom man prøver å definere et eksakt beløp trår man utenfor trygg grunn, men nyheten om oppkjøpet av Unitech Wireless utgjør nok anslagsvis mellom 10 og 14 kroner per aksje. Dette er lavere enn det vi har regnet oss frem til.

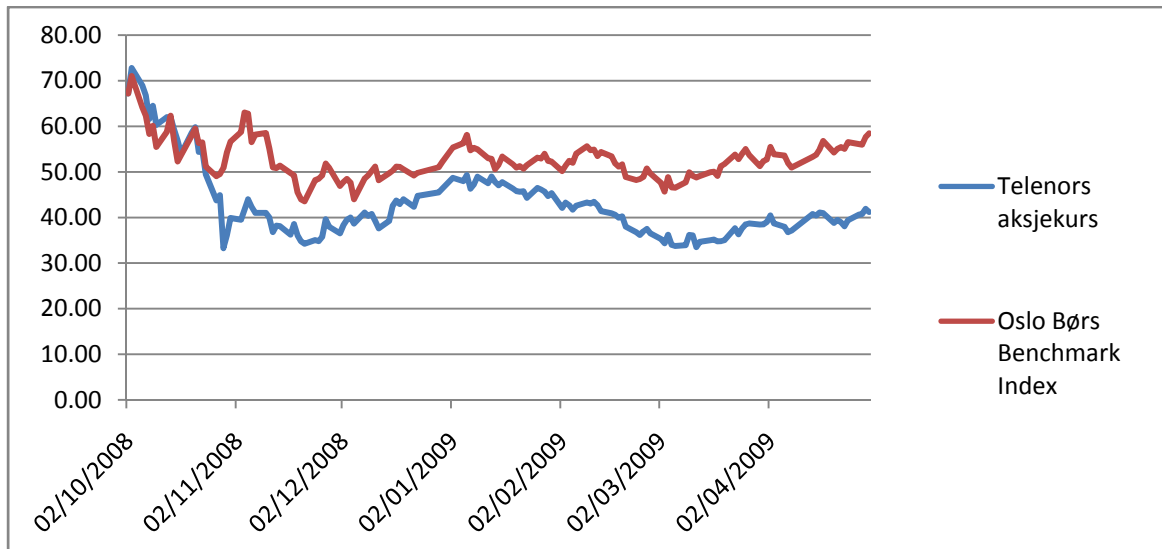
Vårt verdiestimat er kalkulert ved hjelp av informasjon som er innhentet etter årsskiftet, og er således ikke direkte sammenlignbart med det estimatet vi kom frem til i analysen ovenfor. Det gir likevel en indikasjon på hvilket syn markedet hadde om en investering som sannsynligvis ikke vil skape verdier for eierne. Dersom vi sammenligner vårt verdiestimat med hvordan markedet priset satsningen er det tydelig at vi er mer positive enn det markedet er. Enten har vi undervurdert verdiødeleggelsen, eller så har markedet overvurdert den.

10.2 Telenors aksjekursutvikling i etterkant

Det er interessant å se på hvordan markedet priset Telenor-aksjen i etterkant av de turbulente dagene rundt annonseringen og frem til i dag. Vi vil se om det finnes tegn på om markedet har ombestemt seg i forhold til verdien av prosjektet, ettersom det kan ha kommet frem informasjon som setter prosjektet i et bedre lys. Figuren nedenfor, hvor Oslo Børs er indeksert mot Telenor aksjen, gir oss en indikasjon på om aksjen har hentet inn noe av det store verdifallet etter annonseringen. Det ser ikke ut som om det har skjedd en reprising av prosjektet, og at investorene dermed ikke har endret sin mening om investeringen i vesentlig grad. Det skal legges til at det er flere forhold som påvirker aksjekursen, deriblant de seneste

disputer med deleierne i det russiske selskapet Vimpelcom. Vi kan derfor ikke med sikkerhet konkludere med at investorene er like kritisk til India satsningen som tidligere.

Figur 10.2 Telenors aksjekurs mot Oslo Børs



Av 27 analytikere som følger selskapet, har 17 kjøpsanbefaling på aksjen og kun 2 anbefaler salg. Dette kan tyde på at analytikerne forventer en oppside i aksjen, og at Telenor fikk for hard straff rundt annonseringsdagen. Det er selvsagt flere andre forhold som påvirker aksjeprisingen, og det er vanskelig å si hva som er utslagsgivende for prisbevegelsene.

11. Kritisk syn på oppgaven

I en verdivurdering vil det alltid knytte seg usikkerhet rundt flere av variablene. Derfor gjennomførte vi også en scenarioanalyse for lettere å komme frem til en troverdig forventningsverdi. I tillegg har vi gjennom en sensitivitetsanalyse vist hvordan nåverdien blir påvirket ved endringer av enkelte forutsetninger. Vi vil nå presisere en del svakheter ved vår DCF-analyse.

11.1 Avkastningskravet

Det brukes mye tid på å beregne korrekt avkastningskrav i verdsettelsesoppgaver, men det er vanskelig, om ikke umulig å vite eksakt hva det fremtidige avkastningskravet burde være. En riktig WACC er i beste fall en kvalifisert gjetning. Det knytter seg spesielt stor usikkerhet rundt fremtidens aksjepremie og egenkapitalbetaen. For å komme frem til en passende aksjebeta har vi brukt et snitt av Telenors operasjonelle beta mot nasjonal og internasjonal indeks, og justert den for fremtidig gjeldsgrad for Telenor. Vi kunne i stedet definert Telenors fremtidige operasjonelle beta til å være lik betaen fra sammenlignbare selskaper. Dette krever imidlertid at operasjonell risiko er helt lik, noe som ikke er tilfelle for Telenor.

Når det gjelder valg av aksjepremie har vi valgt en internasjonal aksjepremie da vi har definert investorene som internasjonalt veldiversifiserte. 5 prosent kan historisk sett virke lavt, men vi vet at oppgangen i aksjemarkedet de siste tiårene skyldes flere faktorer og at 5 prosent derfor kan virke fornuftig inn i evig tid.

11.2 Mobilpenetrasjon i India

I alle tre scenarioene har vi lagt inn en langsiktig mobilpenetrasjon på rundt 85 prosent. Ettersom dette er en eksternt faktor som Telenor ikke kan påvirke alene, har vi ikke fokusert på denne variabelen i analysen, bortsett fra at vi reduserte den noe i worst case-scenarioet. Penetrasjonen kunne vært diskutert og problematisert mer inngående, spesielt hvorvidt det urimelig å anta at hele 80 prosent vil ha tilgang til mobilkommunikasjon innen to tiår. Men ettersom telekomutbyggingen på landsbygden skjer i stor hastighet, samtidig som landet

opplever en økt velstand, så mener vi at vår forutsetning om mobilpenetrasjon faller innenfor rimelighetens grenser.

11.3 Tidsavvik

I kapittel 10 sammenlignet vi vår forventningsverdi med markedets reaksjon da satsningen på India-prosjektet ble bekreftet. Skulle vi ha vært helt presise burde vi ha sammenlignet denne reaksjonen med nåverdien av Telenor India kalkulert med den informasjonen som var tilgjengelig da nyheten ble sluppet ut til markedet. I vår oppgave verdsetter vi prosjektet per april 2009 og vi har derfor mer kunnskap om Telenor India enn det investorene hadde i den perioden.

11.4 Unitech Ltd. sine finansielle problemer

Noe vi ikke har drøftet i denne oppgaven, er Unitech Ltd finansielle problemer, og sannsynligheten for at det setter kjepper i hjulene med tanke på fremtidig kapitalinnsprøytning i Unitech Wireless. Telenor kan med dagens regler maksimalt eie 74 prosent av selskapet, og derfor kan det bli slik at Telenor må finansiere investeringer utover deres kontraktfestede avtale med Unitech Ltd. Dette kan imidlertid løses ved at Telenor yter et lån til Unitech Ltd, men det vil åpenbart være av stor risiko. Det er vanskelig å estimere sannsynligheten for dette utfallet, da informasjonstilgangen er begrenset. Derfor har vi ikke drøftet dette mer inngående.

11.5 Valuta

I kontantstrømsprognosen har vi lagt inn dagens spotkurs på NOK/INR gjennom hele perioden. Dette betyr implisitt at vi antar at rentedifferansen mellom Norge og India vil være lik i evig tid, da valutakursene, ifølge teorien om renteparitet, endres som følge av endringer mellom nasjoners rentestruktur. Optimalt sett kunne vi ha konvertert indiske rupi til norske kroner gjennom forwardkurser. Det finnes imidlertid ikke forward noteringer lengre enn 18 måneder frem i tid. Alternativt kunne vi estimert syntetiske forwardkurser gjennom å bruke terminstrukturen til de respektive landene (Koller et al, 2005). De løpende forwardkursene beregnes ved å multiplisere dagens spotkurs med landenes forventede relative renteforhold hvert år. Det ble et problem å finne den indiske terminstrukturen gjennom hele prosjektets levetid. Derfor foretok vi samme forenklete Random walk forutsetning som de fleste analytikere legger til grunn, altså en konstant valutakurs gjennom hele prosjektets levetid.

12. Oppsummering og konklusjon

Målet med denne masterutredningen har vært å vurdere om Telenors oppkjøp av Unitech Wireless på lang sikt vil være verdiødeleggende for selskapets ex ante aksjonærer. Vi ønsket å måle hva den teoretiske verdiendringen til Telenors aksje burde ha vært, gitt våre subjektive forutsetninger. I tillegg ville vi se denne langsiktige verdivurderingen opp mot hvordan markedet reagerte den dagen prosjektet ble annonsert. Fremgangsmåten for analysen er basert på fundamental verdsettelsesteori, supplert med en modifisert utgave av event study-metodologien.

I løpet av oppgaven har vi beveget oss gjennom en strategisk analyse der vi kartla generelle forhold knyttet til Indias telekommarked. I tillegg rettet vi fokus på Telenors indiske selskapsstrategi og deres interne styrker. Vi drøftet også usikkerheten vedrørende en ustabil regulatorisk markedsplattform, i tillegg til utfordringene knyttet til konkurranseintensiteten. Telenors strategi ble grundig analysert for å kunne bygge opp et fremtidig budsjett som vi synes virker realistisk.

For å finne forventningsverdien til prosjektet valgte vi å sette opp tre forskjellige scenarioer. Sensitivitetsanalysen kombinert med disse scenarioene var med på å fremheve risikoelementene som ligger i kontantstrømmene, samtidig som vi har kartlagt hvor stort utfallrommet kan være. Vi gir dermed leseren et svar som det ikke bør settes to streker under, men som må tolkes kritisk ut i fra de forutsetninger som vedkommende selv stiller.

Resultatene våre viste at investeringen i Unitech Wireless vil gi hver Telenor aksje et teoretisk tap på ca 4 kroner, og kan dermed karakteriseres som verdiødeleggende for selskapets ex ante aksjonærer. Markedet priset implisitt inn en betraktelig større verdireduksjon per aksje i månedsskifte oktober-november 2008. Vår forventningsverdi kan derfor sies å ligge mellom Telenors og markedets oppfatning. Tiden vil vise hva som er investeringens virkelige verdi.

Kilder

Ask, Cahtrine, Byttekostnader, www.duo.uio.no/sok/work.html?WORKID=13316, 2003

Barney, J. B, Gaining and sustaining competitive advantage, 3. utg, New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2007

Bangalore best, Indias to 50 brands,
www.bangalorebest.com/cityresources/Finance/India%92s_top_50_brands.asp, 2009

Bharti, Investor Relations, Annual Report FY2007/2008,
www.airtel.in/wps/wcm/connect/3a1144804a92372787449ff586199c03/Bharti_F_Pages_March08.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=3a1144804a92372787449ff586199c03, 25.04.2008

Bjorvatn m.fl, SNF-rapport (nr 30/06): De gode hjelperne; Virkninger av utviklingen i Kina og India for norsk økonomi, 2006

BrandFinance.com, The annual report on the world's most valuable brands,
www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/BF250%20FINAL.pdf, 01.2007

Business Standard, BSNL gets poor response to 3g, www.business-standard.com/india/news/mtnl-bsnl-get-poor-response-to-3g/353835, 03.04.2009

China Market Intelligence Center, India added Record 15 million mobile subscribers in January, www.marketreportchina.com/market/article/content2/3376/200902/196312.html, 23.02.2009

Computerworld, Nytt mobilnett i tynn tråd, www.idg.no/computerworld/article124912.ece, 16.03.2009

Dagensit.no; Kan bli saksøkt for India-prosjektet,
www.dagensit.no/finans/article1595573.ece, 21.09.2008

Dagensit.no, Frykter Telenor-planer i India, www.dagensit.no/finans/article1520588.ece, 23.10.2008

Dagensit.no, Kutter minuttprisene med 40 prosent, www.dagensit.no/article1629456.ece, 12.03.2009

Damodaran, Aswath, Country risk premium,
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 2009

Damodaran, Aswath; Equity risk premium, Determinants, Estimations and implications.pdf,
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/, 2008

Damodaran, Aswath; Investment Valuation (Tools and Techniques for determining the value of any asset), 2.utg., John Wiley & Son, Inc, 2002

Datastream Advance, database, 2009

Digi, Telenor forsøker å kjøpe seg inn i India, *www.digi.no/785946/telenor-forsoker-aa-kjope-seg-inn-i-india*, 11.09.2008

DnBNor: Økonomiske utsikter , 1.tertial 2009,
www.dnbnor.no/markets/nyheter/090115_tr_efx.html, 15.01.2009

DnBNor Markets, Weekly credit report 17/2009, 22.04.2009

Dn.no, Derfor stuper kronekursen, *www.dn.no/forsiden/article1518525.ece*, 22.10.2008

Euromonitor, GMID, Global Market Information database,
www.portal.euromonitor.com+magazine.aspx,2009

Ginwireless, Etisalat launches iPhone 3G in UAE and Saudi Arabia,
ginwireless.wordpress.com, 24.02.2009

Gjesdal, Frøystein; Johnsen, Thore: Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering,
Cappelene akademiske forlag, Oslo, 1.utg,1999

Harris, Richard, FIE435-forelesning 6: Financial Statement Modelling, vår 2008

Hill, Charles W.L; Jones, Gareth R., Strategic management theory: an integrated approach,
8.utg., Houghton, Mifflin, Boston Mass, 2008

Hoff, Martin, Arctic Securities, intervju 13.02.2009

Idea Cellular: Annual Report 2007/2008,
www.ideacellular.com/ShowBinary/BEA%20Repository/idea/AnnualReports/Annual_Report_2007_08.pdf, 21.04.2008

Indiamart, Depreciation, Set off, Carry forward,
finance.indiamart.com/taxation/corporate_tax/depreciation.html, 2009

Indian Oil, IndianOil third most valuable, *www.iocl.com/Aboutus/Distinctions10.aspx*,
05.10.2008

India Telecom News, *indiatelecomnews.com/*, 2009

Indiatelecomnews.com, A guide to India's Telecom Market, *indiatelecomnews.com/?p=160*,
20.04.2009

Indiatelecomnews.com, BSNL Launches India's First High-speed Wireless Broadband
Network in Gujarat, *indiatelecomnews.com/?p=107*, 26.02.2009

Indiatelecomnews.com , India adds 15M mobile subscribers in January,
indiatelecomnews.com/?p=96, 24.02.2009

India-server.com, DoT Snubs TRAI Over 3G License Terms, *www.india-
server.com/news/dot-snubs-trai-over-3g-license-terms-3162.html*, 22.08.2008

Intangible Business, The most valuable mobile telecoms brands 2008,
*www.intangiblebusiness.com/store/data/files/458-
The_Worlds_Most_Valuable_Mobile_Telecoms_Brands_2008.pdf*

Itexaminer, Indian telecom regulations, DoT or TRAI, *www.itexaminer.com/indian-telecom-
regulation---dot-or-trai.aspx*, 23.12.2008

Itexaminer, Mobiles hamper social manner in India, *www.itexaminer.com/mobiles-hamper-
social-manners-in-india.aspx*, 30.01.2009

Kinserdal, Finn. BUS425-forelesning 3: Cashflow,dividende,egenkapital,totalkapital og ri-
modell, vår 2008

Kinserdal, Finn, BUS425-forelesning 9: Kapitalkostnad, vår 2008

Kinserdal, Finn, BUS425- forelesning 11: Opsjonsverdsettelse, vår 2008

Kinserdal, Finn; BUS425 – forelesning 8: Skatt, vår 2008

Kjerkreit, Ole Petter, SEB Enskilda, intervju, 18.02.2009

Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David: Valuation (Measuring and managing the value of companies), 4.utg., John Wiley & Son, Inc, 2005

Krugman, Paul R, Obstfeld Maurice: International Economics, Theory and Policy, 6utg, Addison Wesley, 2003

Medianama, Telenor-Unitech not keen on 3G Services in India,
www.medianama.com/2008/10/223-live-telenor-unitech-not-keen-on-3g-services-in-india/,
29.10.2008

Nettvett.no, Nasjonal roaming,
www.nettvett.no/iKnowBase/Content/47971/nasjonal_roaming.pdf, 31.03.2005

Norges Bank, Statsobligasjoner, daglig, www.norges-bank.no/templates/article____55496.aspx, 14.04.2009

Oslo Børs, Obligasjoner,
oslobors.no/markedsaktivitet/bondSearch?newt_bondSearch_action=search&newt__menuCtx=1.2.SEARCH, 22.04.2009

Post- og teletilsynet, Nyheter,
www.npt.no/portal/page/portal/PG_NPT_NO_NO/PAG_NPT_NO_HOME, 2009

Post- og teletilsynet, Ukast til vedtak om utpeking av tilbyder med sterk markedsrett,
www.npt.no/ikbViewer/Content/utkast_til_vedtak_m15.pdf?documentID=46762, 13.12.2005

Reuters.com; www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=TEL.OL, 2009

Roos, Göran, et al.; Strategi – en innføring, 4utg, Fagbokforlaget, 2005

Sharpio, Alan C., Multinational Financial Management, John Wiley & Son, 8.utg., 2006

Sify, 3G set to score in Indian market,
sify.com/finance/fullstory.php?id=14853537&?vsv=HP8, 09.02.2009

SiliconIndia, India to be the world's 3rd largest economy by 2015,
www.siliconindia.com/shownews/India_to_be_worlds_3rd_largest_economy_by_2015_ADB-nid-27653.html, 11.04.2005

SSB, Historisk økonomisk vekst i India, www.ssb.no/vis/magasinet/internasjonalt/art-2008-08-07-01.html, 07.08.2008

SSB, Økonomiske analyser 6/2008 - Internasjonal økonomi, www.ssb.no/emner/08/05/10/oa/200806/int-ok.pdf, 10.05.2005

Stamland, Tommy, Forelesning i metoder for finansiell analyse: Event studies, høst 2007

Telenor.no, Telenor entering India, www.telenor.com/en/resources/images/india-13-feb-2009_tcm28-37393.pdf, 13.02.2009

Telenor.no, Telenor Entering India, Pressekonferanse, www.easystream.no/easystream/event/eventlist/default.cfm?page=1&contactid=1015&contactguid=677DCCB7-CC9E-4F74-86E1-2854DD8B4D19&eventid=787&eventguid=D782CE85-3F04-4399-83C0-CF93E2881F04, 13.02.2009

Telenor.no, About us, www.telenor.com/en/about-us/, 2009

Telenor.no, Årsrapport 2007, www.telenor.com/reports/2007/report/, 2008

Telecompaper.com, Foreign operators push to end to double taxation in India, www.telecompaper.com/news/SendArticle.aspx?u=False, 09.04.2009

TheEconomicTimes; Towering problems; India to end this fiscal with 250000, economictimes.indiatimes.com/News/News_By_Industry/Telecom/Towering_Problem_India_to_end_this_fiscal_with_250000_towers/articleshow/3944392.cms, 07.01.2009

The Wall Street Journal; Telekom mergers tower, www.livemint.com/2009/01/05163539/Tata-Tele-Quippo-Telecom-merg.html, 05.01.2009

Times of India, Going may be tough for India, timesofindia.indiatimes.com/Business/India_Business/Going_may_be_tough_for_Telenor/rss/articleshow/3666325.cms, 3.11.2008

TRAI, Annual Report 2007/2008, www.trai.gov.in/annualreport/TRAIAR2007-08E.pdf, 10.10.2008

TRAI; Measures to improve telecom penetration in rural India, traai.gov.in/WriteReadData/traai/upload/StudyPapers/12/studypaper16dec08.pdf, no.1 2008

TRAI, Press Release, www.trai.gov.in/pressreleases_list_year.asp, 2009

TRAI, The Indian Telecom Services Performance Indicators October-December 2008, www.trai.gov.in/WriteReadData/trai/upload/Reports/46/Report1apr09.pdf, 01.04.2009

Telenor.no; Årsrapport 2007; www.telenor.no/om/finansiell-informasjon/rappporter/

Torgersen, Espen, Carnegie, intervju 18.02.2009

Yahoo Finance; finance.yahoo.com/, 2009

Vodafone, Investor Relations, India presentation, http://www.vodafone.com/etc/medialib/attachments/india_07.Par.30747.File.dat/India07-Combined-FINAL.pdf, 10.12.2007

Vodafone.com, Vodafone Group Plc, Q3 Result, www.vodafone.com/etc/medialib/ims_q3.Par.57468.File.dat/090203-VODIMSPresentation-FINAL.pdf, 03.02.2009

Forklaringsliste

ARPU = Mobilselskapenes gjennomsnittsinntekt per abonnement

BNP = Bruttonasjonalprodukt

Churn = Kunder som bytter abonnement

EBIT = Driftsresultat før finansposter og skatt

EBITDA = Driftsresultat før finansposter, skatt og avskrivninger

DoT = Telekommunikasjonsdepartementet i India

FCFE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen

FCFF = Fri kontantstrøm til selskapet

FFU = Fremførbart underskudd

MoU = Antall ringeminutter pr måned

MVNO = Mobile virtual network operators

Spektrum = Frekvensplass på det mobile teletnettet

TRAI = Regulatoriske myndigheter i India

Figuroversikt

Figur 1.0 – Kursutvikling for Telenor-aksjen og OSEBX	6
Figur 1.1.2 Unitech Wireless bokførte balance	9
Figur 2.0 – PEST-analyse knyttet opp mot Unitech Wireless	10
Figur 2.2.1 – Historisk valutakursendring NOK/INR	15
Figur 2.2.2 – Prognose på bruttonasjonalprodukt (BNP) for utvalgte land	16
Figur 2.3.2 Befolkningsutvikling i India	20
Figur 2.3.2.1 Demografisk utvikling i India	21
Figur 2.3.2.2 Vekst i antall husholdninger målt ved disponibel inntekt, 2005-2009	21
Figur 3.0 Porters konkurransekraftmodell knyttet opp mot Unitech Wireless	24
Figur 3.1.1 Oversikt over antall kunder og markedsandelen til de ulike mobiloperatørene	25
Figur 3.1.2 Antall mobilkunder i India fra 2004 til 2008 (millioner)	26
Figur 6.1.1 Beta til forskjellige telekomselskap	48
Figur 7.1 – Oversikt over antall asiater med og uten mobilabonnement, 2008	54
Figur 7.1-1 – Prognose på utviklingen i populasjonen og penetrasjonen i India	55
Figur 7.3 – ARPU i de forskjellige telekomsirkelene (3Q2008)	58
Figur 7.3.0.1 Månedelig ringetid for mobilbrukere (minutter)	59
Figur 7.3.3 ARPU-utviklingen fra Q3 2007 til Q4 2008 (Rupi)	61
Figur 7.3.4 Telenors prognose for industriens ARPU-utvikling (Rupi)	62
Figur 7.3.4.1 ARPU- og markedsandel til Telenors konkurrenter Q3 2008	63
Figur 7.4 – Utviklingen i EBITDA-marginen til noen av de største mobiloperatørene	66
Figur 7.5 Investering per tårn med egen infrastruktur vs. leie	67
Figur 7.9 Oppsummering av de forutsetningene som er like i perioden	71
Figur 7.9.1 Oppsummering av de forutsetningene som er forskjellige fra år til år	71
Figur 7.9.2 Output i base case scenarioet	72
Figur 7.9.3 Base case: Utregning av verdien per Telenor Group aksje	72
Figur 8.1 Delta WACC og langsiktig vekst mot NPV per Telenor Group aksje	74
Figur 8.2 Delta ARPU mot NPV per Telenor Group aksje	74

Figur 8.3 Delta NOK/Rupi mot NPV per Telenor Group aksje	75
Figur 8.4 Delta markedsandel mot NPV per Telenor Group aksje	76
Figur 9.1 DCF-forutsetninger i best case scenarioet	79
Figur 9.1.1 Output i best case scenarioet	79
Figur 9.1.2 Best case: Utrekning av verdien per Telenor Group aksje	80
Figur 9.2 DCF-forutsetninger i worst case scenarioet	81
Figur 9.2.1 Output i worst case scenarioet	82
Figur 9.2.2 Worst case: Utrekning av verdien per Telenor Group aksje	82
Figur 9.3 Markedsandel i de ulike scenarioene	83
Figur 9.3.1 ARPU i de ulike scenarioene (Rupi)	83
Figur 10.1 Implisitt prising av Telenor-aksjen	86
Figur 10.2 Telenors aksjekurs mot Oslo Børs	88

Appendiks 1

Appendiks 1.1 Sirkeloversikt i India

Sirkel	Populasjon (mill)	BNP/capita (USD ppp)	Penetrasjon
Mumbai	23	4 936	72 %
Dehli	22	5 180	90 %
Kolkata	17	3 282	54 %
Chennai	12	3 402	70 %
Aggregert metro	74		73 %
Maharashtra	88	4 936	30 %
Andhra Pradesh	82	3 487	32 %
RoTN	62	3 402	38 %
Karnataka	58	3 639	35 %
Gujarat	57	4 706	37 %
Aggregert A-sirkler	347		34 %
U.P.	125	1 754	18 %
M.P	92	2 166	18 %
U.P. (W)	74	1 899	22 %
West Bengal	72	3 282	18 %
Rajasthan	65	2 348	29 %
Kerala	34	4 181	41 %
Punjab	28	5 158	46 %
Haryana	20	5 582	41 %
Aggregert B-sirkler	510		24 %
Bihar	124	1 413	13 %
Orissa	40	2 453	17 %
Assam	30	2 357	17 %
North East	14	3 026	19 %
Jammu & Kashmir	11	2 749	24 %
Himachai Pradesh	7	4 578	41 %
Aggregert C-sirkler	226		16 %

Kilde: Telenor, 02.2009

Appendiks 2

Appendiks 2.1 DCF-forutsetninger i base case scenario

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total populasjon	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250	1268	1285	1303	1321	1340	1353	1367	1381	1394	1408
Prosentvis økning populasjon	2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %	77 %	78 %	79 %	80 %	81 %	82 %	84 %	85 %	85 %
Totale mobilbrukere	470	576	665,5	732	799,5	868	938	963	990	1017	1044	1072	1096	1121	1160	1185	1197
Telenors markedsandel	0,2 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,2 %	7,5 %	7,7 %	8,0 %	8,0 %
Antall Telenor kunder	1	12	20	29	36	43	56	63	64	71	73	75	79	84	89	95	96
Net adds	1	11	8	9	7	7	13	6	2	7	2	2	4	5	5	6	1
Churned	0,0	0,3	3,5	6,0	8,8	10,8	13,0	16,9	18,8	19,3	21,3	21,9	22,5	23,7	25,2	26,8	28,4
Gross adds	0,9	10,9	11,9	15,3	15,5	18,2	25,9	23,2	20,5	26,1	23,3	23,9	26,4	28,8	30,5	32,3	29,4
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Spotkurs NOK/RUP	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
ARPU	210	205	200	195	190	190	190	185	185	185	185	185	185	185	185	185	185
Bruttofortjeneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	0,132	0,134	0,136	0,139	0,141	0,143	0,145	0,147	0,149
Antall tårn	22000	40000	45000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000
Subscriber acquisition cost	600	400	300	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250

Appendiks 2.2 DCF-output i base case scenario

		Output																
År		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Driftsinntekt NOK		332	3 967	6 708	9 592	11 484	13 853	17 955	19 461	19 993	22 116	22 713	23 322	24 531	26 128	27 753	29 470	29 764
% endring driftsinntekter			1096 %	69 %	43 %	20 %	21 %	30 %	8 %	3 %	11 %	2,70 %	3 %	5 %	7 %	6 %	6 %	1 %
Bruttofortjeneste		166	2 380	4 696	6 714	8 039	9 697	12 569	13 622	13 995	15 481	15 899	16 326	17 172	18 289	19 427	20 629	20 835
Tårnleie		862	4 775	5 452	6 149	6 241	6 334	6 429	6 526	6 624	6 723	6 824	6 926	7 030	7 136	7 243	7 351	7 462
Admin,marketing,callsenter		43	516	872	1 247	1 493	1 801	2 334	2 530	2 599	2 875	2 953	3 032	3 189	3 397	3 608	3 831	3 869
SAC		79	639	551	621	663	819	1 210	1 130	1 037	1 375	1 273	1 359	1 562	1 756	1 912	2 089	1 958
Avskrivninger		1 500	2 125	2 344	2 408	2 381	2 311	2 272	2 288	2 315	2 400	2 481	2 561	2 656	2 776	2 915	3 070	3 196
EBIT		-2 319	-5 674	-4 523	-3 710	-2 739	-1 568	323	1 149	1 420	2 108	2 368	2 448	2 734	3 225	3 750	4 287	4 351
Fremførbart underskudd (FFU)								0	0	1 420	2 108	2 368	2 448	2 734	3 225	0	0	0
Skattbart resultat		0	0	0	0	0	0	323	1 149	0	0	0	0	0	0	3 750	4 287	4 351
Skatt		0	0	0	0	0	0	116	414	0	0	0	0	0	0	1 350	1 543	1 566
EBITDA		-819	-3 549	-2 179	-1 302	-358	743	2 595	3 436	3 735	4 508	4 849	5 008	5 390	6 001	6 665	7 357	7 546
EBITDA margin		NA	-89 %	-32 %	-14 %	-3 %	5 %	14 %	18 %	19 %	20 %	21 %	21 %	22 %	23 %	24 %	25 %	25 %
CAPEX		6 000	4 000	3 000	2 600	2 300	2 100	2 155	2 335	2 399	2 654	2 726	2 799	2 944	3 135	3 330	3 536	3 572
Free cash flow to the firm (FCFF)		-6 819	-7 549	-5 179	-3 902	-2 658	-1 357	324	688	1 336	1 854	2 124	2 210	2 446	2 865	1 985	2 277	2 408
Endring FCF			10,7 %	-31,4 %	-24,7 %	-31,9 %	-48,9 %	-123,9 %	112,2 %	94,4 %	38,8 %	14,5 %	4,0 %	10,7 %	17,1 %	-30,7 %	14,8 %	5,8 %
Neddiskonteringsfaktoren		0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,29	0,26	0,23	0,21	0,19	0,17
Neddiskontert cash flow		-6 143	-6 127	-3 787	-2 571	-1 577	-726	156	298	522	653	674	632	630	665	415	429	409

Appendiks 3

Appendiks 3.1 DCF-forutsetninger i best case scenario

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total populasjon	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250	1268	1285	1303	1321	1340	1353	1367	1381	1394	1408
Prosentvis økning populasjon		2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %	77 %	78 %	79 %	80 %	81 %	82 %	84 %	85 %	85 %
Totale mobilbrukere	470	576	665,5	732	799,5	868	938	963	990	1017	1044	1072	1096	1121	1160	1185	1197
Telenors markedsandel	0,5 %	2,5 %	3,8 %	4,3 %	5,0 %	6,0 %	6,2 %	6,9 %	7,4 %	7,8 %	8,0 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
Antall Telenor kunder	2	14	25	31	40	52	58	66	73	79	84	88	93	95	99	101	102
Net adds	2	12	11	6	8	12	6	8	7	6	4	4	5	2	3	2	1
Churned	0,0	0,6	3,6	6,3	7,9	10,0	13,0	14,5	16,6	18,3	19,8	20,9	22,0	23,3	23,8	24,6	25,2
Gross adds	2,4	12,6	14,5	12,5	16,4	22,1	19,1	22,9	23,4	24,4	24,1	25,3	27,3	25,4	27,1	26,8	26,2
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Spotkurs NOK/RUPI	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
ARPU	210	215	220	225	230	235	240	245	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Bruttoforjeneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	0,132	0,134	0,136	0,139	0,141	0,143	0,145	0,147	0,149
Antall tårn	22000	40000	45000	50000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000
Subscriber acquisition cost	600	400	300	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250

Appendiks 3.2 DCF-output i best case scenario

Output		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
År																		
Driftsinntekt NOK		829	5 201	9 347	11 898	15 446	20 561	23 436	27 358	30 758	33 301	35 077	36 919	39 136	40 015	41 401	42 313	42 736
% endring driftsinntekter			527 %	80 %	27 %	30 %	33 %	14 %	17 %	12 %	8 %	5,33 %	5 %	6 %	2 %	3 %	2 %	1 %
Bruttofortjeneste		415	3 121	6 543	8 329	10 812	14 393	16 405	19 151	21 531	23 311	24 554	25 843	27 395	28 011	28 981	29 619	29 915
Tårnleie		862	4 775	5 452	6 149	7 489	7 601	7 715	7 831	7 949	8 068	8 189	8 312	8 436	8 563	8 691	8 822	8 954
Admin, marketing, callsenter		108	676	1 215	1 547	2 008	2 673	3 047	3 557	3 999	4 329	4 560	4 800	5 088	5 202	5 382	5 501	5 556
SAC		197	743	671	508	701	994	892	1 113	1 183	1 282	1 316	1 438	1 613	1 547	1 702	1 734	1 745
Avskrivninger		1 500	2 125	2 344	2 483	2 537	2 528	2 482	2 545	2 678	2 841	3 008	3 179	3 362	3 522	3 677	3 815	3 930
EBIT		-2 253	-5 198	-3 139	-2 357	-1 923	597	2 270	4 105	5 723	6 791	7 482	8 116	8 896	9 176	9 528	9 747	9 731
Fremførbart underskudd (FFU)							0	0	4 105	5 723	5 042	0	0	0	0	0	0	0
Skattbart resultat		0	0	0	0	0	597	2 270	0	0	1 749	7 482	8 116	8 896	9 176	9 528	9 747	9 731
Skatt		0	0	0	0	0	215	817	0	0	630	2 693	2 922	3 203	3 303	3 430	3 509	3 503
EBITDA		-2 000	-3 073	-795	125	614	3 125	4 752	6 651	8 401	9 632	10 490	11 295	12 258	12 698	13 205	13 563	13 661
EBITDA margin		NA	-59,1 %	-8,5 %	1,1 %	4,0 %	15,2 %	20,3 %	24,3 %	27,3 %	28,9 %	29,9 %	30,6 %	31,3 %	31,7 %	31,9 %	32,1 %	32,0 %
CAPEX		6 000	4 000	3 000	2 900	2 700	2 500	2 344	2 736	3 076	3 330	3 508	3 692	3 914	4 002	4 140	4 231	4 274
Free cash flow to the firm (FCFF)		-8000	-7073	-3795	-2775	-2086	410	1591	3915	5325	5672	4288	4681	5142	5393	5635	5822	5884
Ending FCFF		-11,6 %	-46,3 %	-26,9 %	-24,8 %	-119,7 %	288,1 %	146,1 %	36,0 %	6,5 %	-24,4 %	9,2 %	9,9 %	4,9 %	4,5 %	3,3 %	1,1 %	
Neddiskonteringsfaktoren		0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,29	0,26	0,23	0,21	0,19	0,17
Neddiskontert cash flow		-7 207	-5 741	-2 775	-1 828	-1 238	219	766	1 699	2 082	1 998	1 361	1 338	1 324	1 251	1 178	1 096	998

Appendiks 4

Appendiks 4.1 DCF-forutsetninger i worst case scenario

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Total populasjon	1175	1200	1210	1220	1230	1240	1250	1268	1285	1303	1321	1340	1353	1367	1381	1394	1408	1422	1437	1451	1466	1480	
Prosentvis økning populasjon		2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Mobil penetrasjon	40 %	48 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %	76 %	77 %	78 %	79 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
Totalt mobilbrukere	470	576	665,5	732	799,5	868	938	963	990	1017	1044	1072	1083	1094	1104	1116	1127	1138	1149	1161	1172	1184	
Telenors markedsandel	0,2 %	2,0 %	3,0 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Antall Telenor kunder	1	12	20	29	36	43	47	48	49	56	57	59	65	66	66	67	68	68	69	70	70	70	71
Net adds	1	11	8	9	7	7	3	1	1	6	2	2	6	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Churned	0,0	0,4	4,6	8,0	11,7	14,4	17,4	18,8	19,3	19,8	22,4	23,0	23,6	26,0	26,2	26,5	26,8	27,0	27,3	27,6	27,9	28,1	
Gross adds	0,9	11,0	13,1	17,3	18,4	21,8	20,8	20,0	20,6	26,2	23,9	24,5	29,6	26,6	26,9	27,2	27,4	27,7	28,0	28,3	28,6	28,8	
Inflasjon	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Spotkurs NOK/RUPI	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	
ARPU	200	190	180	175	170	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	
Bruttoforføneste	50 %	60 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	
Tårnleie per år	0,039	0,119	0,121	0,123	0,125	0,127	0,129	0,131	0,132	0,134	0,136	0,139	0,141	0,143	0,145	0,147	0,149	0,151	0,154	0,156	0,158	0,161	
Antall tårn Subscriber	22000	40000	45000	45000	45000	40000	40000	35000	35000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	30000	
Subscriber acquisition cost	600	400	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	

Appendiks 4.2 DCF-output i worst case scenario

Output		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Driftsinntekt NOK		316	3 677	6 037	8 608	10	12	12	13	13	15	15	16	18	18	18	18	18	18	19	19	19	19
% endring driftsinntekter		1064	64%	43%	19%	17%	8%	3%	3%	13%	2,70	3%	10%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Bruttoforleneste		158	2 206	4 226	6 026	7 193	8 421	9 096	9 346	9 601	849	141	440	605	731	859	987	117	248	381	515	650	786
Tjærnleie		862	4 775	5 452	5 534	5 617	5 068	5 144	4 568	4 637	4 034	4 094	4 156	4 218	4 281	4 346	4 411	4 477	4 544	4 612	4 681	4 752	4 823
Admin, marketing, callcenter		41	478	785	1 119	1 336	1 564	1 689	1 736	1 783	2 015	2 069	2 125	2 341	2 364	2 388	2 412	2 436	2 460	2 485	2 510	2 535	2 560
SAC		79	644	604	843	946	1 177	1 169	1 170	1 249	1 655	1 567	1 673	2 101	1 948	2 027	2 108	2 247	2 282	2 374	2 469	2 569	2 672
Avskrivninger		1 500	2 125	2 344	2 333	2 325	2 243	2 072	1 955	1 878	1 873	1 882	1 902	1 967	2 021	2 067	2 107	2 142	2 174	2 204	2 232	2 259	2 285
EBIT		-2	-5	-4	-3	-3	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fremførbart underskudd (FCU)		324	815	959	803	031	631	-979	-82	55	1 272	1 528	1 585	1 978	2 117	2 032	1 950	1 815	1 788	1 706	1 622	1 535	1 445
Skatbart resultat		0	0	0	0	0	0	0	0	0	55	1 272	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatt		0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	458	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA		-824	690	615	470	-706	613	1 094	1 873	1 932	3 145	3 411	3 487	3 945	4 137	4 098	4 056	3 957	3 962	3 910	3 854	3 794	3 731
EBITDA margin		NA	%	-43%	-17%	-7%	5%	8%	14%	14%	20%	21%	21%	22%	23%	22%	22%	21%	21%	20%	20%	19%	19%
CAPEX		6 000	4 000	3 000	2 300	2 300	2 000	1 559	1 602	1 646	1 860	1 910	1 961	2 161	2 183	2 204	2 226	2 249	2 271	2 294	2 317	2 340	2 363
Free cash flow to the firm (FCFF)		-6824	-7690	-5615	-3770	-3006	-1387	-466	270	267	827	1501	1525	1784	1955	1894	1830	1055	1047	1002	953	902	847
Endring FCFF		12,7%	-27,0%	-32,9%	-20,3%	-53,9%	-66,4%	158,1%	210,2%	81,4%	17,0%	9,6%	-3,1%	-3,4%	-42,3%	-0,7%	-4,3%	-4,8%	-5,4%	-6,1%			
Neddiskonteringsfaktoren		0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,29	0,26	0,23	0,21	0,19	0,17	0,15	0,14	0,12	0,11	0,10
Neddiskontert cash flow		-6	-6	-4	-2	-1	-742	-224	117	104	291	476	436	459	454	396	345	179	160	138	118	101	85