



Sælg Uændret

Salgsanbefaling siden 31/10/2014

Analysedato: 10/08/2016

Aktuel kurs kl. 15:30:

37,38 DKK

Begivenhed:

2. kvartalsregnskab

Seneste analyse:

05/08/16 – Prisstigning på mobilabonnementer dæmper omsætningsfaldet

Kalender:

02/11/16 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Erhvervsdivisionen ramt af hård priskonkurrence

Vi fastholder Sælg-anbefalingen på TDC. Mobiltelefoniforretningen i Danmark viser gode takter i 2. kvartal med kundevækst og stabile priser. Til gengæld afslører regnskabet også, at både TV-forretningen og erhvervsdivisionen i Danmark fortsat er ramt af store udfordringer. Vi forventer ikke, at TDC kan løse disse udfordringer på den korte bane.

Omsætning og indtjening i 2. kvartal på linje med vores estimater

Omsætningen på 5.204 mio. kr. i 2. kvartal er stort set på linje med vores estimat (+1,2% i forhold til markedsforventningen). Resultatet før afskrivninger og særlige poster (EBITDA) lander på 2.117 mio. kr. i 2. kvartal, hvilket er 1% bedre end vores estimat (+1,4% i forhold til markedsforventningen). Nettoresultatet på 565 mio. kr. i 2. kvartal er 8,3% bedre, end vi havde forventet drevet lavere særlige poster og lavere finansposter.

Mobiltelefoniforretningen i Danmark er regnskabets positive overraskelse

TDC vinder 9.000 mobiltelefoniabonnementskunder i 2. kvartal i det danske privatmarked. Kundeudviklingen er bedre end vores forventning om et kundetab på 4.000 kunder i kvartalet. Den gennemsnitlige omsætning pr. mobilkunde (ARPU) lander på 114 kr. i kvartalet, hvilket er lidt under vores forventning på 116 kr. pr. kunde. Vi forventer, at den positive udvikling i mobiltelefoniforretningen vil fortsætte i den kommende kvartaler, Vi betragter dog konkurrencesituationen med stigende danske mobiltelefonipriser som meget skrøbelig. Flere af TDC's største konkurrenter i Danmark søger fortsat efter en gangbar forretningsmodel, og det kan efter vores vurdering hurtigt antænde priskrigen i Danmark igen.

Erhvervsdivisionen lider under hård priskonkurrence

Omsætningen i erhvervsdivisionen er 0,9% under vores estimat. EBITDA-indtjeningen er til gengæld hele 6,7% dårligere end vores estimat. Erhvervsdivisionens indtjeningssevne lider under den hårde priskonkurrence, som præger det danske erhvervstelemarked. I genforhandling af større kundekontrakter bliver TDC i øjeblikket mødt af meget prisbevidste kunder. Vi ser det som positivt, at TDC i nogle tilfælde vælger at forlade forhandlingerne, hvis prisniveauet bliver for lavt. Det er efter vores vurdering vigtigt, at TDC også tænker på de langsigtede indtjeningsmuligheder i danske erhvervsmarked og ikke giver fuldstændig efter for det kortsigtede prispres. Vi har dog svært ved at se, hvordan TDC i de næste kvartaler skal vende udviklingen i erhvervsdivisionen. Investormenuen de kommende kvartaler vil efter vores vurdering byde på kundetab og faldende omsætning pr. kunde i erhvervsdivisionen. Vi sænker vores indtjeningsforventninger til erhvervsdivisionen i 2016 efter dagens regnskab.

Fundamentet knirker og slår revner under den danske TV-forretning

TDC taber 6.000 TV-kunder i 2. kvartal, hvilket er lidt dårligere end vores estimat på 5.000 tabte kunder i 2. kvartal. Vi hæfter os ved, at den gennemsnitlige omsætning pr. TV-kunde (ARPU) falder til 254 kr. i 2. kvartal 2016 fra 257 kr. i 1. kvartal 2016. ARPU-faldet er lidt kraftigere, end vi havde forventet. TV-kunderne søger fortsat mod de mindre kanalpakker og det presser både salg- og indtjening i den danske TV-forretning. Udviklingen i TV-forretningen giver anledning til bekymring, og understreger efter vores vurdering nødvendigheden af, at TDC's nye TV-box bliver en succes. Vi forventer ikke, at TDC's nye TV-box strategi bliver nem at eksekvere i et marked, hvor kunderne har et stort udvalg af konkurrerende streaming-bokse og Smart TV-platformer.

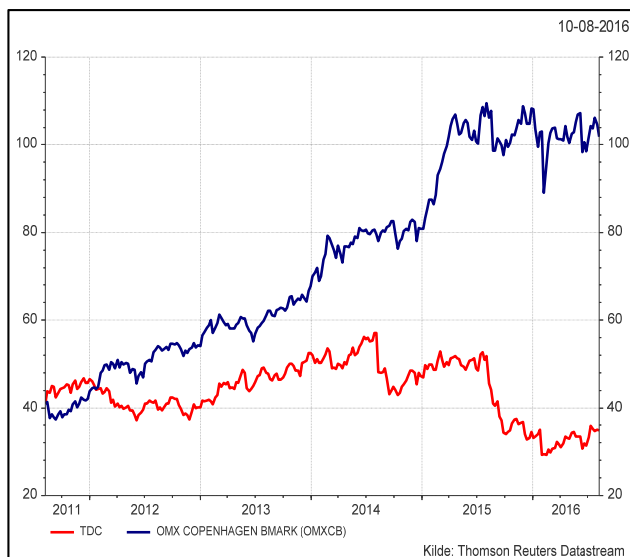
Prissætningen af TDC-aktien tager ikke højde for de mange udfordringer

TDC er efter vores vurdering ramt af flere strukturelle udfordringer som følge af, at flere af selskabets slutmarkeder ændrer sig markant drevet af priskonkurrence og teknologisk udvikling. Vi forventer ikke, at TDC kan finde en hurtig løsning på problemerne. Vi fastholder vores Sælg-anbefaling på TDC.

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

	2K 2015	2K 2016	2015	2016E	2017E
Omsætning	6.030	5.204	24.347	21.071	20.802
EBITDA	2.413	2.117	9.790	8.471	8.374
EBIT (primær drift)	944	868	-637	3.337	3.485
Ordinært resultat før skat	751	744	-1.744	2.870	2.855
Nettoresultat	570	565	-2.403	2.237	2.170
Egenkapital forrentning (%)	-	-	-16,3%	10,3%	9,4%
Soliditet (%)	-	-	22,9%	35,0%	37,5%
EPS - udvandet	0,71	0,71	-3,00	2,79	2,71
P/E	-	-	-11,5	13,3	13,7
EV/EBITDA	-	-	5,6	6,1	6,0
Indre værdi	-	-	18,2	26,8	28,5
Yield	-	-	2,9%	2,7%	2,7%

Markedsværdi :	29,8 mia. kr.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	60228559
Seneste udbytte :	1,0 kr. pr. aktie	Reuterkode :	TDC.CO.



Forretningsområde

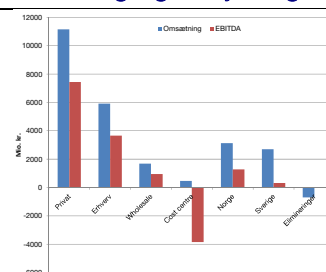
TDC er Danmarks førende udbyder af kommunikationsløsninger, og besidder en markedsledende position inden for alle segmenter i det danske telemarked. I Norden er TDC førstestuderer på erhvervs markedet. Selskabet har en multi-brand strategi, som dækker både erhvervs- og privatkundermarkedet. **TDC** er det danske premium-brand i privatmarkedet og i erhvervssegmentet i Danmark og Norden. **YouSee** er Danmarks største leverandør af TV- og bredbåndsydelser via kabelnetværk. **Fullrate** og **Telmoré**, er målrettet mod henholdsvis lavpris bredbånd og lavpris mobiltelefoni i Danmark.

Risici

TDC er grundet sin dominerende position i Danmark udsat for regulatoriske risici herunder EU-direktiver, som implementeres i dansk lovgivning og IT- og Telestyrelsen overvågning af konkurrencen på det danske marked. TDC's succes er også afhængig af, at selskabet formår at udvikle og tilpasse produktsortimentet til den hastige teknologiske udvikling i telesektoren.

Lav

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: 4,25

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2015

Danmark: 78,0% Norden: 22,0%

Simpel DCF-model til illustration af kursfølsomhed

	Lavvækstscenarior	Aktuel kurs	Højvækstscenarior
Fair værdi	30,5	37,4	44,9
Omsætningsvækst i forecastperiode	-2,1%	-1,1%	-0,1%
Overskudsgrad i forecastperiode	22,6%	23,6%	24,6%
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	7,1%	7,1%	7,1%
Kurspotentiale	-18,4%	-	20,2%

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

Forudsætninger og kommentarer:

Simpel DCF-model. **IKKE kursmål.**
10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimeret Overskudsgrad år 1-10.
Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Afvigelser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

Selskabets forventninger

Leverandører

3

TDC har outsourcet driften og udviklingen af det danske mobilnet til Huawei. Dermed er TDC delvist afhængig af denne leverandør. Leverandørkonkurrencen er hård – en fordel for TDC.

Substitut

3

Den hastige teknologiske udvikling skaber mulige substitutter til eksisterende produkter. TDC er afhængig af en kontinuerlig produktudvikling som udnytter den nyeste teknologi.

Indgangsbarrierer

4

De regulatoriske indgreb på telemarkedet sikrer nemmere adgang for nye konkurrenter. Det kræver dog fortsat store investeringer at blive en fuldblods konkurrent med eget telenetværk.

Kunder

3

Kunderne efterspørger til stadighed bedre kvalitet, højere hastighed og lavere priser på de serviceprodukter, der sælges. Kunderne er prisfølsomme og udviser kun ringe brand loyalitet.

Intensitet

4

TDC står stærkt i den intense konkurrence som den dominerende aktør i Danmark. Regulatoriske indgreb kan dog svække TDC's konkurrenceevne.

EBITDA-indtjeningen i 2016 forventes at blive omkring 8,4 mia. kr. i 2016

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2016E	2,65	2,79	5,7%
2017E	2,56	2,71	5,8%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-1,0 %	2,1%	-24,5%

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group multipel analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjningsestimater (markeret med E efter det angivne årstal) er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger. Analysen er udarbejdet på grundlag af information fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Primære kilder: TDC, Telenor, Telia Company og teleselskabet 3.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab, der kan findes på <http://www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier>. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Interessekonflikter. Denne investeringsanalyse har ikke været forelagt det omhandlede selskab forud for analysens offentliggørelse.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 23 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	47,8%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	34,8%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	17,4%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk Danske Bank Pandora Rockwool Vestas	Bang & Olufsen DSV Nordea SAS	FLSmidth
Defensive aktier	Carlsberg Genmab GN Store Nord H. Lundbeck Novo Nordisk William Demant	ALK-Abelló Coloplast ISS Novozymes	Chr. Hansen DONG Energy TDC

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Sydbank påtager sig intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø