



## Telekommunikation I Strategie

### Alle Jahre wieder ....

Kommentar von Jens Meyer, 30. November 2008

**... kommt sie auf – die Diskussion um eine Zusammenlegung von E-Plus und O<sub>2</sub> Germany. So äußerte sich E-Plus CEO Thorsten Dirks am vergangenen Mittwoch in der Financial Times Deutschland erneut zur Sinnhaftigkeit dieses Szenarios. Basis für diese Diskussion bilden immer wieder dieselben Argumente: Auf Basis einer gemeinsamen Kundenbasis und durch die Konsolidierung von Netzwerken, IT-Systemen und Zentralfunktionen könnten Skaleneffekte und Synergien realisiert werden, mit denen die zwei großen Wettbewerber – T-Mobile und Vodafone – in der Vergangenheit EBITDA-Margen um die 40% erzielt haben. Oftmals wird diese Diskussion jedoch relativ undifferenziert geführt und übersehen, dass eine Fusion der beiden Verfolger im deutschen Mobilfunkmarkt früher deutlich mehr Sinn gehabt hätte, als sie es heute tut.**

Das Markt- und Wettbewerbsumfeld der Mobilfunkler in Deutschland ist seit Jahren durch eine Situation geprägt, in der die beiden Platzhirschen Vodafone und T-Mobile ca. 70%-75% des Marktes – je nachdem ob man Umsatz oder Kundenbasis als das richtige Messinstrument heranzieht – vereinnahmen. Beide Spieler erzielen seit Jahren EBITDA-Margen um die 40%, beide setzen auf GSM-, 3G- und HSDPA-Technologien und hoffen auf das lang ersehnte „Abheben“ von Mobile Data. Und beide verfolgen einen integrierten Ansatz in Eintracht mit ihren Festnetzpartnern T-Home und Arcor, um dem Kunden ein umfassendes Kommunikationspaket aus einer Hand anbieten zu können.

Die finanzielle Situation und die strategischen Stoßrichtungen der zwei Verfolger O<sub>2</sub> Germany und E-Plus sehen hingegen heterogener aus. Während O<sub>2</sub> zusammen mit der Konzerntochter Telefónica Deutschland seit Jahren versucht, einen integrierten Ansatz aus mobilen Sprach- und Datendiensten, Festnetz und DSL zu vermarkten, hat sich E-Plus seit langem einer konzentrierten GSM Mobilfunk-Strategie verschrieben. Eben dies hat dazu geführt, dass vor dem Hintergrund sinkender Umsätze – vor allem bedingt durch regulatorische Eingriffe - E-Plus dennoch in der Lage war, ihre Kostenbasis überproportional zu senken. Trotz des umkämpften Marktes hat es E-Plus zudem geschafft, mit ihrer konsequenten Mehrmarkenstrategie die langersehnten Skaleneffekte zu realisieren und die EBITDA-Margen über die 30%-Hürde zu heben. Davon ist O<sub>2</sub> Germany in Deutschland trotz diverser Kostensenkungsprogramme in den Jahren 2007/2008 immer noch weit entfernt.

Im Netzwerkbetrieb lässt sich die Argumentation über potenzielle Skaleneffekte bei einer Zusammenlegung der beiden „Kleinen“ natürlich nicht verleugnen. Jedoch sind diese Effekte in den vergangenen 10 Jahren mehr und mehr zusammengeschrumpft. Zu Zeiten des Netzwerkaufbaus Ende der 90er hätte ein gemeinsamer GSM- und UMTS-Rollout enorme Effekte bedeutet – Größenordnungen, die damals in den Konzernzentralen immer wieder durchkalkuliert wurden, schwankten um die 1 Mrd. Euro Capex und 500 Mio. Euro Opex Einsparungen. Nach den vollzogenen Rollouts haben sich diese Effekte aber weitgehend auf den Opex-Effekt – also die Wartung und Instandhaltung der Infrastruktur, die gemeinsame Vermarktung, die Einsparung von National Roaming Kosten auf Seiten der O<sub>2</sub> und die Effekte im administrativen Bereich – reduziert.

Die Komplexität von Netzwerk- und IT-Lösungen hat zudem auch dazu geführt, dass die potenziellen Opex-Einsparungen mehr und mehr nach unten korrigiert wurden. Aber selbst bei einer geringeren Reduktion der kumulierten Kostenbasis könnten durch die Zusammenlegung rund € 500 Mio. an Unternehmenswert geschaffen werden.

Die eigentlich interessante Frage dabei ist aber: Wer soll denn eigentlich nun wen übernehmen? Starten wir mit der KPN: Mit einem Gesamtumsatz von € 12,6 Mrd. in Europa und einem aktuellen Länderfokus auf die Märkte Niederlande, Deutschland und Belgien ist die KPN nicht in der ersten Liga der Telekommunikationsunternehmen anzusiedeln. Aus der daraus resultierenden limitierten Finanzkraft des Konzerns würde eine Übernahme der O<sub>2</sub> eine enorme Herausforderung darstellen. Auch wenn wir in den vergangenen Monaten bei Porsche und Schaeffler gelernt haben, dass auch die Kleinen durchaus in die Lage versetzt werden können, große Brocken zu stemmen.

Als Hauptargument gegen eine Übernahme durch die KPN lässt sich jedoch anführen, dass sich die Telefónica sicherlich nicht das Filetstück der damals für € 26 Mrd. übernommen O<sub>2</sub> Gruppe einfach so vom Teller nehmen lässt. Denn für die Spanier ist die O<sub>2</sub> Germany – auch vor dem Hintergrund nur teilweise erzielter Erwartungen – nach wie vor das Kernelement der zentraleuropäischen Strategie. Dies zeigt sich nicht zuletzt in der Internationalisierung der Marke O<sub>2</sub> sowie dem Zugeständnis weiterer Großinvestitionen für Deutschland.

Die reine Finanzkraft betrachtend könnte eine Übernahme der E-Plus durch den Telefónica Konzern als wahrscheinlicher betrachtet werden. Befürworter dieser Strategie werden anführen, dass sich im Zeichen der Finanzkrise eine E-Plus viel günstiger akquirieren ließe. Bei einer Herauslösung der E-Plus aus dem KPN Konzern wird die KPN die aktuelle Lage an den Kapitalmärkten jedoch wenig interessieren. Börsenkurse spielen hier eine untergeordnete Rolle. Wertbestimmender Faktor ist hier die Bewertung via DCF, diskontierten Cash-Flows plus Synergien also. Und somit sollte der nachgefragte Preis sicherlich nach wie vor jenseits der € 7 Mrd. liegen. Und eine Übernahme des Gesamtkonzerns KPN macht aufgrund des Erwerbs nicht strategischer Unternehmensteile und zu erwartender regulatorischer Hindernisse aus unserer Sicht wenig Sinn.

Für eine global agierende Telefónica stellt sich natürlich auch die Frage der Opportunitäten. Als Marktführer in Südamerika, als Investor in Osteuropa und mit ersten Schritten Richtung Asien und China fragt man sich, wohin potenzielle Akquisitionsgelder fließen werden. Somit ist doch sehr zu bezweifeln, ob auf den in der Madrider Konzernzentrale diskutierten Kandidatenlisten für anorganische Strategien eine E-Plus überhaupt unter den Top 10 rangiert.

Nicht zuletzt ist die Verkaufsbereitschaft der KPN in Frage zu stellen. Denn den Cash-Flow betrachtend, ist die E-Plus doch ein zentrales Element der KPN. Ohne den Baustein E-Plus wäre vollkommen unklar, wie die Börsen-Story einer KPN weiter geschrieben werden soll.

Somit gehen wir zwar fest davon aus, dass auch im Jahr 2009 immer wieder über eine Sinnhaftigkeit der Zusammenlegung zwischen O<sub>2</sub> und E-Plus diskutiert werden wird. Denn dafür sprechende Argumente lassen sich nicht von der Hand weisen. Aber auch im Jahr 2009 wird das Thema O<sub>2</sub>/ E-Plus immer wieder hinter konkurrierende strategische Entscheidungen und Investitionen – sei es intern oder extern - zurückfallen. Und damit werden wir wohl nicht umhinkommen, auch im nächsten Jahr einen Kommentar zum Thema „Alle Jahre wieder“ abzugeben.