

Blitz-Licht

Credit Analysis

Telekommunikation

>>> Nach der 5G Auktion ist vor dem Netzausbau

Februar 2020 Paula Hollekamp, Nicole Landerer

Mit dem Ende der ersten 5G-Versteigerungen in Deutschland ist ein wichtiger Meilenstein für die Erschließung der „Schlüsseltechnologie für digitale Transformation“ erreicht. Bis zu einer flächendeckenden 5G-Abdeckung liegt aber noch ein langer und steiniger Weg vor den Telekomunternehmen. Hohe Kostenbelastungen für Lizenzen und Infrastrukturausbau stehen noch ungewissen Umsatzpotentialen gegenüber. Trotz noch unklarem 5G-Business Case dürfte keiner der großen Player riskieren, technologisch abgehängt zu werden. Neue Finanzierungs- und Geschäftsmodelle müssen her, damit die Telekomunternehmen den Herausforderungen standhalten zu können.

5G-Auktion in Deutschland Mitte letzten Jahres abgeschlossen: Frequenzen teurer als gedacht

Am 12.06.2019 wurde nach 497 Runden, die sich über 12 Wochen hinzogen, die erste 5G-Frequenzauktion abgeschlossen. Keine der vorherigen Frequenzauktionen in Deutschland hatte so lange gedauert. Die Teilnehmer der Auktion – Deutsche Telekom GmbH, Vodafone GmbH, Drillisch Netz AG und Telefónica Germany GmbH & Co. OHG – boten insgesamt 6,55 Mrd. EUR. Damit war die Versteigerung deutlich teurer als zunächst angenommen: Experten hatten mit einer Summe zwischen 3 und 5 Mrd. EUR gerechnet. Die Erlöse sollen für den Ausbau von digitaler Infrastruktur verwendet werden. Die Summe soll zum einen in den „Digitalpakt für Schulen“ fließen, zum anderen soll der nationale Breitbandausbau damit gefördert werden.

Ergebnisse der 5G-Auktion in Deutschland

	Deutsche Telekom GmbH	Vodafone GmbH	Telefónica Germany GmbH & Co. OHG	Drillisch Netz AG	Summe
Anzahl ersteigerte Frequenzblöcke	13	12	9	7	41
Preis in Mrd. EUR	2,17	1,88	1,42	1,07	6,55

Quelle: Bundesnetzagentur

Alle vier Teilnehmer sehen sich mit den ersteigerten Frequenzen gut aufgestellt. Die Deutsche Telekom und Vodafone haben ihre ohnehin schon guten Marktpositionen stärken können. Da es mit Drillisch nun einen vierten Netzbetreiber am deutschen Markt gibt, dürfte der Wettbewerb zukünftig zunehmen (bisher hatte das Unternehmen ausschließlich die Netze der Konkurrenten genutzt).

Dennoch kritisieren die deutschen Mobilfunkunternehmen die hohen Kosten für die Auktion, das Geld fehle nun im Netzausbau. Laut Telekom und Vodafone könnten mit 6,55 Mrd. EUR 50.000 neue Mobilfunkstationen gebaut werden. Im Gegenzug für zusätzliche Netzausbauauflagen im ländlichen Raum wurde den Teilnehmern im Nachgang zu der Auktion jedoch ermöglicht, die Zahlungen bis 2030 zu strecken.

Flächendeckende 5G-Versorgung nur in Kombination mit signifikanten Netzausbau möglich

Nach der Versteigerung der 5G Frequenzen steht nun der Netzausbau im Fokus. Bis 2025 möchte die Deutsche Telekom 99% der deutschen Bevölkerung (90% der Fläche) mit 5G versorgen. Gleiches verspricht Vodafone, das Unternehmen hatte Mitte Juli 2019 als Erstes sein kommerzielles 5G-Netzwerk an ausgewählten deutschen Standorten gestartet.

Die versteigerten Frequenzen sind an spezifische Versorgungsaufgaben gekoppelt. Wird eine Frequenz nicht spätestens ein Jahr nach der Zuteilung auch genutzt, kann die Bundesnetzagentur die Zuteilung widerrufen. Weiterhin besteht die Auflage, alle Autobahnen und Bundesstraßen in Deutschland mit schnellem Internet zu versorgen. Betreibern, die den Versorgungsaufgaben nicht nachkommen, drohen hohe Strafzahlungen.

In Deutschland sowie international stehen vorrangig Kapazitätsfrequenzen für 5G zur Verfügung. Diese sind gut geeignet für hohe Datenraten, ihre Reichweite ist jedoch gering. Daher muss die Anzahl der Mobilfunkstationen deutlich ausgeweitet werden, um eine flächendeckende Versorgung sicherzustellen. Neben der Verdichtung der Antennenstandorte werden Investitionen für die Modernisierung bestehender Basisstationen notwendig sein, um diese „5G-ready“ zu machen und um alle Antennen mit Glasfaser zu verbinden. Dadurch gewinnt der Glasfaserausbau in Gewerbegebieten nochmals deutlich an Bedeutung.

Kosten für den Ausbau der 5G-Infrastruktur höher als bei vorherigen Technologien

Global gesehen haben Telekombetreiber zwischen 2010 und 2018 nach Angaben der GSMA etwa 1,3 Bio. USD in den Mobilfunknetzausbau investiert, maßgeblich in den 4G-Ausbau. S&P geht davon aus, dass Investitionen in 5G aus oben genannten Gründen signifikant höher sein werden. Branchenexperten in Deutschland rechnen mit Kosten von bis zu 10 Mrd. EUR pro Betreiber. Wie zeitnah und in welchem Ausmaß die Investitionsausgaben materialisiert werden, wird maßgeblich durch die Entwicklung der Nutzernachfrage getrieben. Europäische Telekomunternehmen sehen - noch vor der Verfügbarkeit von Frequenzen - das Fehlen eines klaren Business Cases als die zentrale Herausforderung beim 5G-Ausbau. Inwieweit Telekombetreiber bereit sind, die hohen notwendigen Investitionen zu stemmen, hängt von der Konkretisierung möglicher Umsatzpotentiale ab.

Umsatzpotentiale sind noch nebulös

Die durch 5G entstehenden Umsatzpotentiale sind noch ungewiss, da neue Endmärkte und noch entstehende Geschäftsbereiche von der Technologie profitieren sollen. Potenziale werden insbesondere im Zusammenhang mit IoT (Internet of Things) gesehen; etwa bei vernetzten Autos, Fabrikautomatisierungen, Smart Cities und ferngesteuerter Chirurgie. J.P.Morgan schätzt den Realisierungszeitraum dieser Potenziale aber eher langfristig ein (~10 Jahre).

Die User Experience von Privatkunden wird sich in Europa zunächst kaum ändern (bis Netzwerke substanziell ausgebaut werden und leistungsfähige 5G-Endgeräte sowie neue Angebote wie z.B. augmented reality massentauglich werden). Deswegen kann bis auf weiteres auch nicht von einer deutlich höheren Zahlungsbereitschaft ausgegangen werden. Interessant wird hier sein, wie sich Vorreitergebiete seit Sommer 2019 (Städte in den USA, Südkorea und Japan) entwickeln werden. Angabegemäß steigen dort die Average Revenues per User (ARPU) spürbar an. Diese lagen jedoch in der Vergangenheit immer schon über den europäischen ARPU.

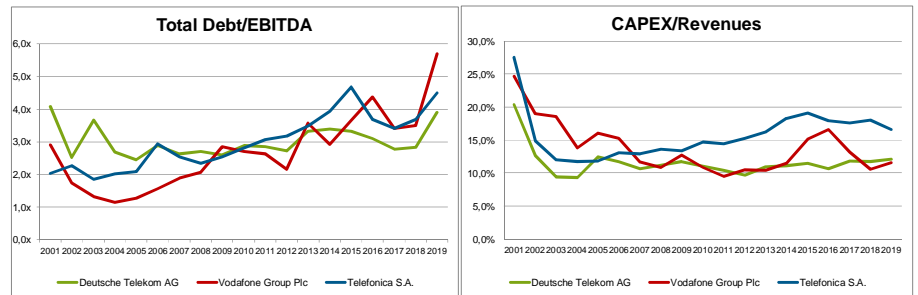
Druck auf Verschuldungsrelationen wird weiter zunehmen

Company Name	LTM Total Revenue (in Mio. USD)	FY Total Assets (in Mio. USD)	LTM EBITDA Margin %	LTM EBIT/Interest Expense	LTM Total Debt/EBITDA	FY CAPEX/Total Revenue	FY Total Equity/Total
BT Group plc	30.615,5	60.801,5	28,2%	5,4	3,6x	15,7%	22,0%
Vodafone Group Plc	48.803,3	159.337,5	29,9%	3,2	5,7x	11,6%	44,4%
Orange S.A.	46.500,1	107.731,4	28,8%	3,8	3,6x	18,5%	34,4%
Swisscom AG	11.708,0	23.032,6	31,6%	13,1	2,7x	20,5%	36,3%
Telecom Italia S.p.A.	20.394,8	73.186,5	43,4%	2,1	4,3x	4,7%	33,1%
Telstra Corp. Inc	17.299,5	28.432,0	21,1%	4,5	2,9x	13,0%	34,1%
United Internet AG	5.795,0	9.116,5	23,7%	22,1	2,4x	5,3%	55,3%
Iliad SA	5.681,5	12.549,6	32,1%	6,0	4,1x	50,0%	32,0%
Telefónica Dtl.	8.487,6	15.387,0	20,0%	(1,0)	3,3x	13,1%	54,9%
Verizon Comm. Inc.	131.374,0	264.829,0	37,1%	6,7	2,7x	12,7%	20,7%
Telefónica, S.A.	55.548,7	127.199,4	28,5%	1,7	4,5x	17,7%	23,7%
T-Mobile US, Inc.	44.565,0	72.468,0	28,5%	5,4	3,5x	12,8%	34,1%
AT&T Inc.	182.365,0	531.864,0	29,6%	3,3	3,7x	12,4%	36,5%
Deutsche Telekom	91.355,1	162.140,3	28,2%	4,0	3,9x	11,7%	29,9%
Average	50.035,2	117.719,7	29%	5,7	3,6x	15,7%	35,1%
Median	37.590,3	72.827,3	29%	4,2	3,6x	12,9%	34,1%

Quelle: S&P Global Market Intelligence, Daten abgerufen am 18.12.2019

Der Peer Group-Vergleich ausgewählter internationaler Telekomunternehmen zeigt, dass der Leverage (LTM Total Debt/EBITDA) mit einem Mittelwert und Median von jeweils 3,6x teilweise jetzt schon relativ wenig Spielraum nach oben zulässt.

Im Zeitverlauf sehen wir einen Trend zum Anstieg der Verschuldung bei Telekomunternehmen in den letzten Jahren. Ein erwarteter Anstieg der Investitionsausgaben (capital expenditures/CAPEX) durch 5G (auf ca. 22-25% der Revenues) bei noch nicht realisierten Umsatzpotentialen, dürfte die Verschuldungsrelationen erstmal unter Druck setzen.



Quelle: S&P Global Market Intelligence, Daten abgerufen am 18.12.2019

Quelle: S&P Global Market Intelligence, Daten abgerufen am 18.12.2019, Stichtag 2019: 30.06., sonst: 31.12.

Hohe Kosten zwingen Telekomunternehmen zu mehr Kooperation

Die hohen Kosten und der sich verringerende finanzielle Spielraum werden die Telekomunternehmen zu mehr Kooperation zwingen. Gerade in ländlichen Regionen wird mit einem gemeinsamen Vorgehen der Betreiber gerechnet, da sich der dortige Ausbau für einzelne Wettbewerber nicht rechnet. Laut Expertenschätzung könnten durch das Teilen sowohl von passiver als auch von aktiver Infrastruktur CAPEX-Einsparungen von 30-40% erzielt werden. Bisher wurde in der Telekombranche der Besitz von Infrastruktur und die damit einhergehende Netzwerkqualität als klarer Wettbewerbsvorteil ausgespielt. Zukünftig wird Konkurrenz also möglicherweise auf anderen Bereichen ausgetragen werden (insb. Preis) und ein strategisches Umdenken erforderlich machen.

Anpassung der Geschäftsmodelle notwendig

Neben dem verstärkten Setzen auf Kooperation sind auch weitere strategische Anpassungen denkbar. Zum einen, um die zukünftigen Umsatzpotenziale zu nutzen, zum anderen um die notwendigen Investitionen zu stemmen. Moody's geht davon aus, dass Telekomunternehmen ihre Geschäftsmodelle ausweiten und über das Anbieten von traditioneller Konnektivität hinausgehen werden. Um Kunden dabei zu unterstützen, das volle Potential von 5G auszuschöpfen, können front to end-Lösungen und Unternehmensanwendungen hilfreich sein. Problematisch könnte dabei eine stärkere Konkurrenz zu etablierten Softwareunternehmen werden. Neue Konkurrenten könnte es auch in Bezug auf das Ausbauen von digitaler Infrastruktur geben. Weitere Player, wie bspw. Energieversorger und Stadtwerke, könnten sich potentiell mehr und mehr um den Ausbau von Anschlüssen kümmern. Für den Infrastrukturausbau sehen wir schon jetzt neue Finanzierungsmodelle am Markt. Die hohen Kosten für den Ausbau machen Projektfinanzierungsmodelle über separate Projektgesellschaften attraktiver.

Fazit

Das Tempo des 5G Ausbaus wird durch die Konkretisierung von Umsatzpotentialen getrieben. Da diese derzeit für den Privatkunden noch wenig greifbar sind, wird sich die Realisierung der notwendigen Investitionen auf einigen Märkten jedoch noch verzögern. Kurzfristig wird 5G für Unternehmen innerhalb von Industriebereich ausgerollt werden. Mittelfristig wird es sich kein Telekomunternehmen leisten können, den technologischen Anschluss zu verlieren. Die Investitionen werden früher oder später steigen. Die Cash Flow Situation wird dadurch angespannter. Telekomunternehmen werden diesen Herausforderungen mit strategischem Umdenken, mehr Kooperationen, dem Teilen von Netzwerken ggf. verbunden mit Asset Sales sowie neuen Finanzierungsmodellen begegnen.