

Kurzstudie Dezember 2021

# Kapitalmarktbewertung und Performance deutscher börsennotierter TK-Unternehmen im internationalen Vergleich

Julian Knips  
Dr. Christian Wernick

# Impressum

WIK Wissenschaftliches Institut für Infrastruktur und Kommunikationsdienste GmbH  
Rhöndorfer Str. 68  
53604 Bad Honnef  
Deutschland

Tel.: +49 2224 9225-0  
Fax: +49 2224 9225-63  
eMail: [info\(at\)wik.org](mailto:info(at)wik.org)  
Internet: [www.wik.org](http://www.wik.org)

## Ansprechpartner:

Dr. Christian Wernick  
Abteilungsleiter Unternehmen und Strategien  
[c.wernick@wik.org](mailto:c.wernick@wik.org)  
+49 (0)2224 9225-92

Julian Knips  
Consultant  
[j.knips@wik.org](mailto:j.knips@wik.org)  
+49 (0)2224 9225-62

## Vertretungs- und zeichnungsberechtigte Personen

Geschäftsführerin und Direktorin

Dr. Cara Schwarz-Schilling

Direktor

Alex Kalevi Dieke

Direktor

Abteilungsleiter Netze und Kosten

Dr. Thomas Plückebaum

Direktor

Abteilungsleiter Regulierung und Wettbewerb

Dr. Bernd Sörries

Leiter der Verwaltung

Karl-Hubert Strüver

Vorsitzende des Aufsichtsrates

Dr. Daniela Brönstrup

Handelsregister

Amtsgericht Siegburg, HRB 7225

Steuer-Nr.

222/5751/0722

Umsatzsteueridentifikations-Nr.

DE 123 383 795

## Bildnachweise:

Titel: ©hiro - stock.adobe.com; S. 3/7/18: ©Mongta Studio - stock.adobe.com; S. 4/5: chaitawat – pixabay; S. 6: Couleur – pixabay; ©Indy\_Looker - stock.adobe.com, Hans – pixabay; S. 8: ©Philip - stock.adobe.com; S. 9: ©vegefox.com - stock.adobe.com; S. 10: RoboAdvisor – pixabay; S. 11: StartupStockPhotos – pixabay; S. 12: martaposemuckel – pixabay; S. 13/14: ©Tiberius Gracchus - stock.adobe.com; S. 15/16: ©peterschreiber.media - stock.adobe.com; S. 17: MichaelGaida – pixabay; S. 19/20: Republica – pixabay.

# Agenda

1. Zielsetzung, Forschungsfragen und methodisches Vorgehen
2. Benchmarkanalyse
3. Interpretation der Ergebnisse und Schlussfolgerungen



# Motivation, Zielsetzung und Forschungsfragen

**Wie ist die Performance der in Deutschland aktiven börsennotierten Telekommunikationsunternehmen im Vergleich zu ihren europäischen Wettbewerbern?**

**Welche Unterschiede bestehen mit Blick auf die Indikatoren zwischen den verschiedenen im Markt zu beobachtenden Geschäftsmodellen?**

Für die Beurteilung des Unternehmenserfolgs, der Wirksamkeit der strategischen Unternehmensausrichtung und der Leistungen des Managements und der Mitarbeiter kommt dem Vergleich von Performanceindikatoren zwischen vergleichbaren Unternehmen innerhalb einer Branche hohe Relevanz zu.

Diese liefern Aufschluss darüber, wie erfolgreich unterschiedliche Marktteilnehmer die grundsätzlich ähnlichen Herausforderungen unter vergleichbaren Rahmenbedingungen meistern, wie sich strukturelle Unterschiede zwischen Geschäftsmodellen auswirken sowie ob sich nationale Besonderheiten (beispielsweise im Hinblick auf die Nachfrage oder die institutionellen Rahmenbedingungen) in den einschlägigen Kennzahlen niederschlagen.

Im Rahmen eines Forschungsprojekts haben wir untersucht, ob zwischen den deutschen Telekommunikationsunternehmen und ihren europäischen Mitbewerbern bei den unternehmensspezifischen Performancekennzahlen strukturelle Unterschiede bestehen. Darüber hinaus analysieren wir, welche Auswirkungen von den verschiedenen Geschäftsmodellen auf die Performanceindikatoren ausgehen und welche Muster mit Blick auf die Kapitalmarktbeurteilung zu beobachten sind.

Anhand einschlägiger und geeigneter Indikatoren werden Produktivität, Rentabilität, Liquidität und Kapitalmarktbeurteilung unternehmensübergreifend verglichen.



# Methodisches Vorgehen und Anbieterauswahl

## Methodisches Vorgehen

Im Rahmen des Projekts wurden die relevanten Indikatoren aus den Geschäftsberichten der Unternehmen erhoben und bei offenen Fragen Validierungen über Finanz-Aggregatorseiten vorgenommen. Im Fokus der Erhebung stehen börsennotierte Unternehmen aufgrund der verfügbaren Datenbasis und des relativ einheitlichen Reportings. Betrachtungszeitraum sind die Jahre 2016 bis 2020. Zusätzlich zur Erhebung von Ist-Daten wurden VBA-basierte Berechnungen verschiedener, in Publikationen und auf Webseiten nicht ausgewiesener Werte, Entwicklungen und Indikatoren vorgenommen.

## Auswahl der Anbieter

Das Sample umfasst die in Deutschland beheimateten börsennotierten Unternehmen, die den größten Teil ihres Umsatzes mit Telekommunikation erwirtschaften. Darüber hinaus werden europäische Unternehmen, deren Kerngeschäft Endkundendienste oder Infrastruktur, auf der direkt Endkundendienste angeboten werden können, und die Teil des STOXX Europe 600 Telecommunications Sub-Index sind, berücksichtigt. Die innerhalb des Index erhaltenen Netzausrüster (Ericsson, Nokia) und Fernsehsatellitenbetreiber werden nicht berücksichtigt. Gleiches gilt für die Vantage Towers, deren IPO erst im März 2021 erfolgte.

| Anbieter mit<br>signifikantem<br>Deutschlandgeschäft | Europäische Anbieter ohne<br>signifikantes<br>Deutschlandgeschäft |                |
|--|---|----------------|
| 1&1 (Drillisch)                                      | BT  | Swisscom       |
| Deutsche Telekom                                     | Cellnex   | Tele2          |
| ecotel   | Elisa   | Telecom Italia |
| Freenet  | Iliad*  | Telefónica     |
| Tele Columbus  | INWIT*  | Telenet        |
| Telefónica Deutschland                               | KPN   | Telenor        |
| Vodafone   | Orange  | Telia          |
|  | Proximus  |                |

\* Für Iliad und INWIT standen nicht für jedes Betrachtungsjahr und jeden Indikator Daten zur Verfügung;  
Hellrot: Diensteanbieter; hellblau: Wholesale-only-Anbieter (hier: TowerCos); grau: Anbieter, die überwiegend über eigene Infrastrukturen anbieten (überwiegend vertikal integrierte Anbieter)

# Geschäftsmodelle der betrachteten Unternehmen

## Vertikal integrierte Anbieter

Die vertikale Integration stellt das „klassische“ Modell der Telekommunikationsanbieter aus der Zeit vor der Liberalisierung der Telekommunikationsmärkte dar. Vertikal integrierte Anbieter besitzen selbst Festnetz- und/oder Mobilfunkinfrastruktur und bieten über diese Dienste für Privat- und Geschäftskunden an.

In vielen europäischen Ländern gibt es mind. zwei große vertikal integrierte Festnetzanbieter (i.d.R. der Incumbent und ein Kabelnetzbetreiber), eine Reihe von kleinen und mittleren vertikal integrierten Festnetzanbietern sowie je nach Markt 3-4 vertikal integrierte Mobilfunknetzbetreiber.

In vielen Fällen vermarkten vertikal integrierte Anbieter zusätzlich zum eigenen Endkundengeschäft auch Vorleistungsprodukte im B2B Bereich, sei es aus kommerziellen Erwägungen oder aufgrund regulatorischer und/oder förderrechtlicher Verpflichtungen.

## Diensteanbieter

Telekommunikationsdiensteanbieter verfügen über keine eigene Infrastruktur im Anschlussbereich bzw. in der Fläche. Um eigene Endkundenprodukte anbieten zu können, werden Vorleistungen von anderen Anbietern eingekauft bzw. angemietet. Innerhalb des Segments der Diensteanbieter gibt es je nach Umfang der eigenen Wertschöpfung Unterschiede, übliche Geschäftsmodelle reichen vom reinen Resale bis hin zu MVNOs im Mobilfunk bzw. Teilnehmernetzbetreibern im Festnetz.

In Deutschland ist die Relevanz von Diensteanbietern mit Telekommunikation als Kerngeschäft vergleichsweise hoch (1&1, Freenet). Im Ausland wird das Diensteanbietermodell hingegen eher von Unternehmen genutzt, bei denen Telekommunikation nicht das Kerngeschäft darstellt (z.B. Handelsketten, Pay-TV-Anbieter).

## Wholesale-only-Anbieter

Unternehmen, die Infrastruktur besitzen, jedoch keine eigenen Dienste und Produkte für Endkunden anbieten werden als Wholesale-only-Anbieter bezeichnet. Im Mobilfunk werden diese auch TowerCos genannt, da ihr Geschäftsmodell im Aufbau von Mobilfunktürmen sowie ggf. dem Betrieb von Sendelanlagen und der Vermietung an Mobilfunknetzbetreiber besteht. Im Festnetz hat Wholesale-only in den letzten Jahren durch den Ausbau von Glasfasernetzen und hier schwerpunktmäßig in Gebieten, in denen nicht mehr als ein Netz rentabel betrieben werden kann, an Relevanz gewonnen.

Ein relevanter Anteil der Wholesale-only-Anbieter in Festnetz und Mobilfunk ist auf Ausgründungen des Infrastrukturgeschäfts ehemals vertikal integrierter Anbieter zurückzuführen, teilweise aufgrund unternehmensinterner Erwägungen, teilweise aufgrund von politischem bzw. regulatorischen und wettbewerbpolitischen Druck).

Bei Unternehmen, die in verschiedenen Märkten als Dienste- und vertikal integrierte Anbieter tätig sind, erfolgte die Zuordnung in unserer Analyse zu dem Geschäftsmodell, das die höchste Umsatzrelevanz aufweist.

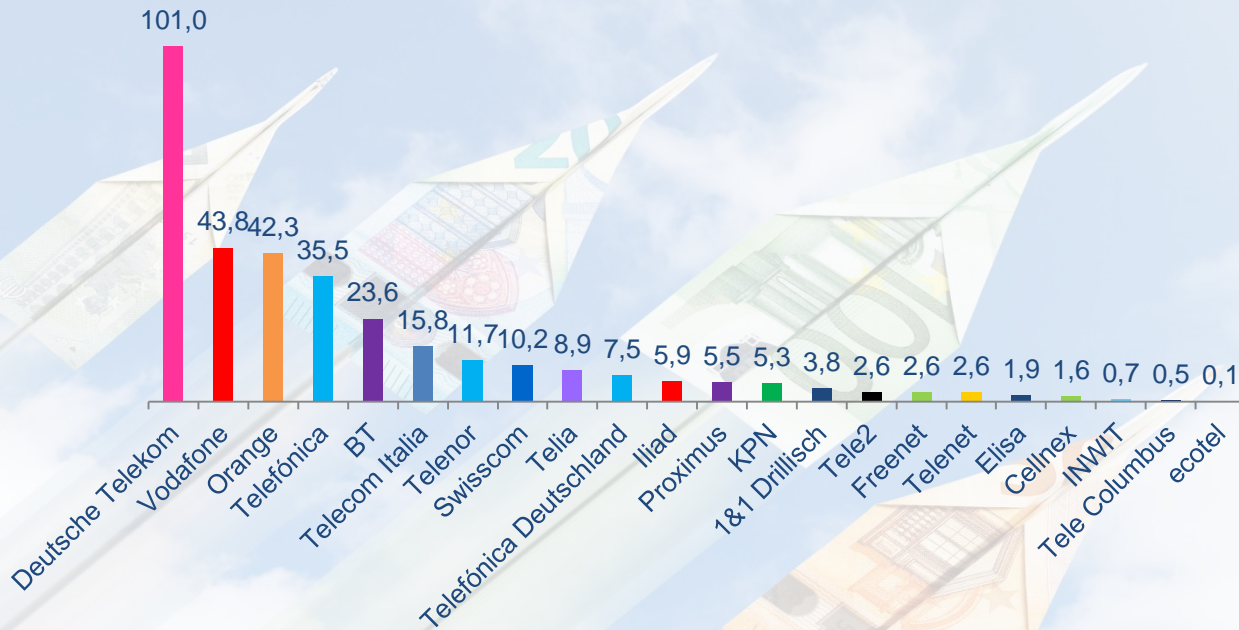


# Agenda

1. Zielsetzung, Forschungsfragen und methodisches Vorgehen
2. **Benchmarkanalyse**
3. Interpretation der Ergebnisse und Schlussfolgerungen



## Größenverhältnisse Gesamtumsatz der betrachteten Unternehmen in 2020



Jahresumsatz in Mrd. Euro, 2020 (bzw. Geschäftsjahr 2020/2021 für BT und Vodafone); Umsatz der Telefónica bereinigt um den Umsatz der Telefónica Deutschland

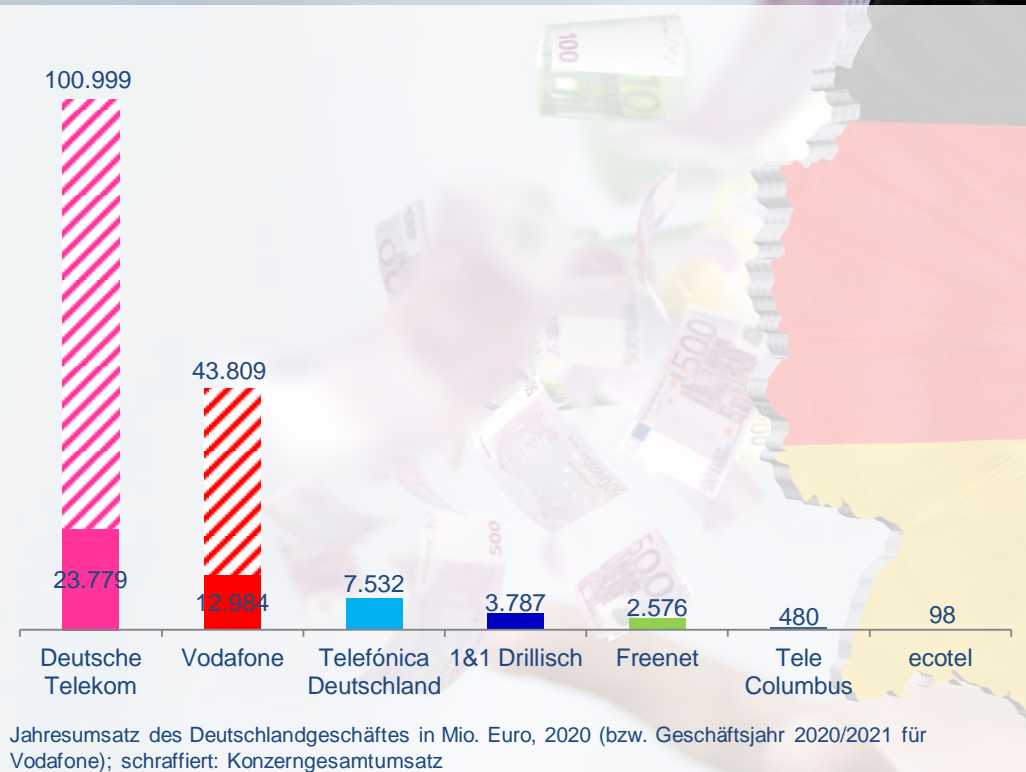
Wie viel Umsatz erzielten die betrachteten Telekommunikationsunternehmen im Geschäftsjahr 2020?

Es zeigen sich signifikante Größenunterschiede bei den betrachteten Unternehmen. Diensteanbieter und TowerCos haben in unserem Benchmark deutlich niedrigere Umsätze als die meisten vertikal integrierten Unternehmen. Innerhalb der Gruppe der vertikal integrierten Unternehmen besteht ein Zusammenhang zwischen der Größe des Kern- bzw. Heimatmarktes und der Höhe der Umsatzerlöse. Die Deutsche Telekom ist der größte europäische Telekommunikationsanbieter. Auch wenn der Umsatz stark vom USA-Geschäft der Mobilfunktochter T-Mobile US (~60% des Gesamtumsatzes) getrieben wird, ist die DTAG auch bei den um außereuropäische Umsätze bereinigten Wert größter europäischer Telekommunikationsanbieter.



## Größenverhältnisse

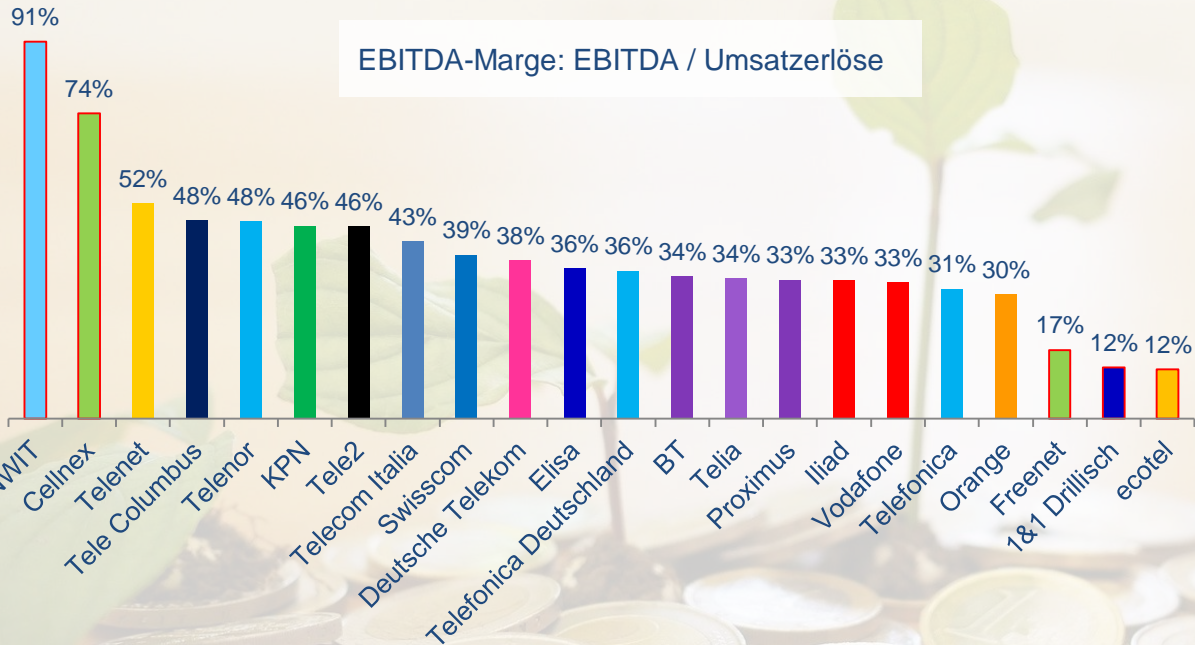
### Umsatz der Unternehmen mit signifikantem Deutschlandgeschäft in 2020



Wie viel Umsatz machen die TK-Unternehmen in Deutschland?

Die sieben Unternehmen unterscheiden sich sowohl in ihrer Größe als auch hinsichtlich der Geschäftsmodelle und Geschäftsfelder. Während die Deutsche Telekom quasi ausschließlich und die Vodafone hauptsächlich Dienste auf ihren eigenen Netzen anbieten, ist dies bei der Telefónica Deutschland nur im umsatzstärkeren Mobilfunkgeschäft der Fall. 1&1 Drillisch, Freenet und ecotel sind mehrheitlich Diensteanbieter. Die Tele Columbus verfügt über ein regional begrenztes Kabel-Anschlussnetz, das sich überwiegend in den östlichen Teilen Deutschlands befindet. Die beiden großen internationalen Player Deutsche Telekom und Vodafone erzielen etwa 23% bzw. 30% ihres Umsatzes in Deutschland. Neben den hier betrachteten Unternehmen sind in Deutschland insbesondere im Festnetz auch diverse nicht-börsennotierte Anbieter aktiv. Deren Umsätze liegen jedoch deutlich unter der Schwelle von 1 Mrd. €.

# Rentabilität EBITDA-Marge



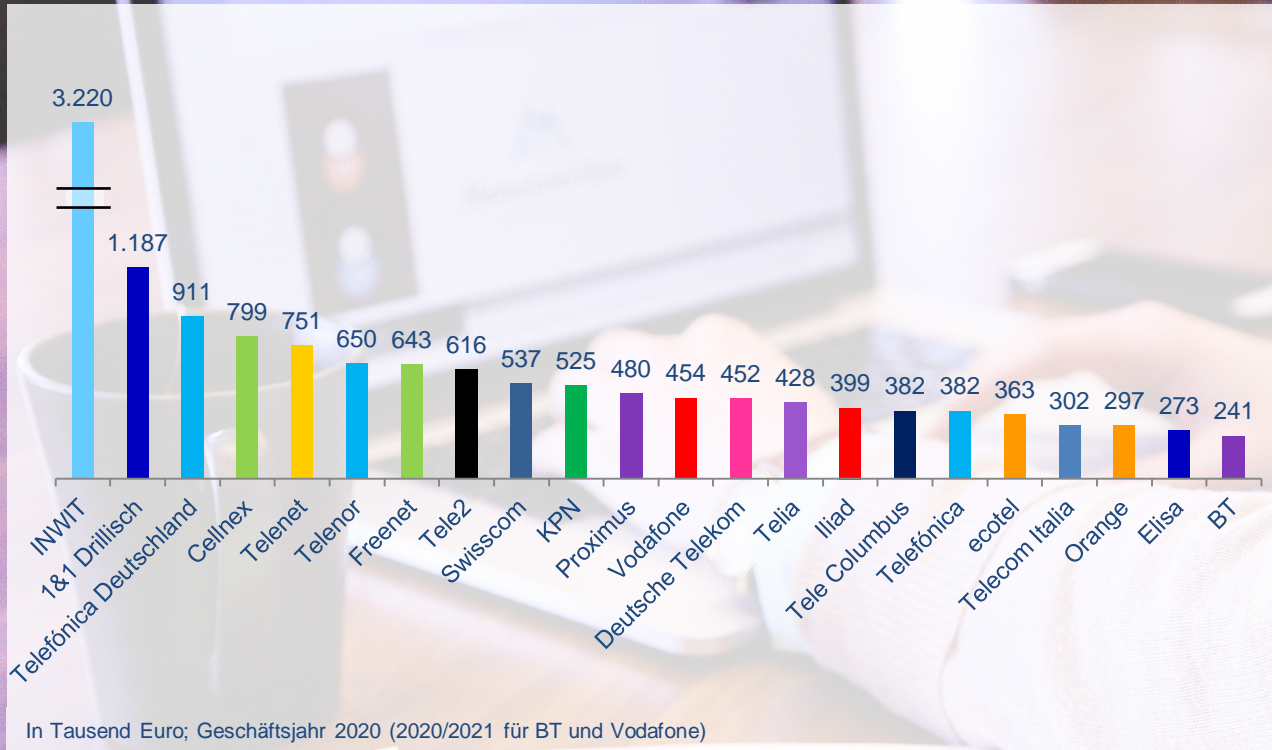
Welcher Anteil des Umsatzes wird vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen als Gewinn verbucht?

EBITDA steht für Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (Earnings before interest, taxes, amortization and depreciation). Geschäftsjahr 2020 (2020/2021 für BT und Vodafone); nach Möglichkeit EBITDA, falls dieses nicht reported wurde: OIBDA für Telefonica und Telefonica Deutschland; EBITDA AL für Iliad, Orange; adjusted EBITDA für Vodafone, Cellnex. Dies kann sich insbesondere darauf auswirken, ob Sondereffekte herausgerechnet wurden oder nicht.

Aus strukturellen Gründen sind die EBITDA-Margen nur zwischen Unternehmen mit dem selben Geschäftsmodell vergleichbar. Dies ist insbesondere auf die Wertschöpfungstiefe und die damit verbundene unterschiedlich starke Relevanz der Infrastrukturinvestitionen und laufenden Kosten zurückzuführen. Da die EBITDA-Margen keine Zinsen, Steuern und Abschreibungen enthalten, müssen hohe EBITDA-Margen keinen Proxy für hohe Jahresüberschüsse darstellen. Wholesale-only-Anbieter erzielen deutlich höhere EBITDA-Margen als vertikal-integrierte - und Diensteanbieter. Bei den vertikal integrierten Unternehmen sind deutliche Unterschiede zu beobachten. Die in Deutschland tätigen Anbieter schneiden vergleichbar wie die europäischen Wettbewerber ab, wobei Tele Columbus eher am oberen und Vodafone durch unternehmensspezifische Gründe eher am unteren Ende der EBITDA-Bandbreiten liegen.



# Produktivität Umsatz pro Mitarbeiter



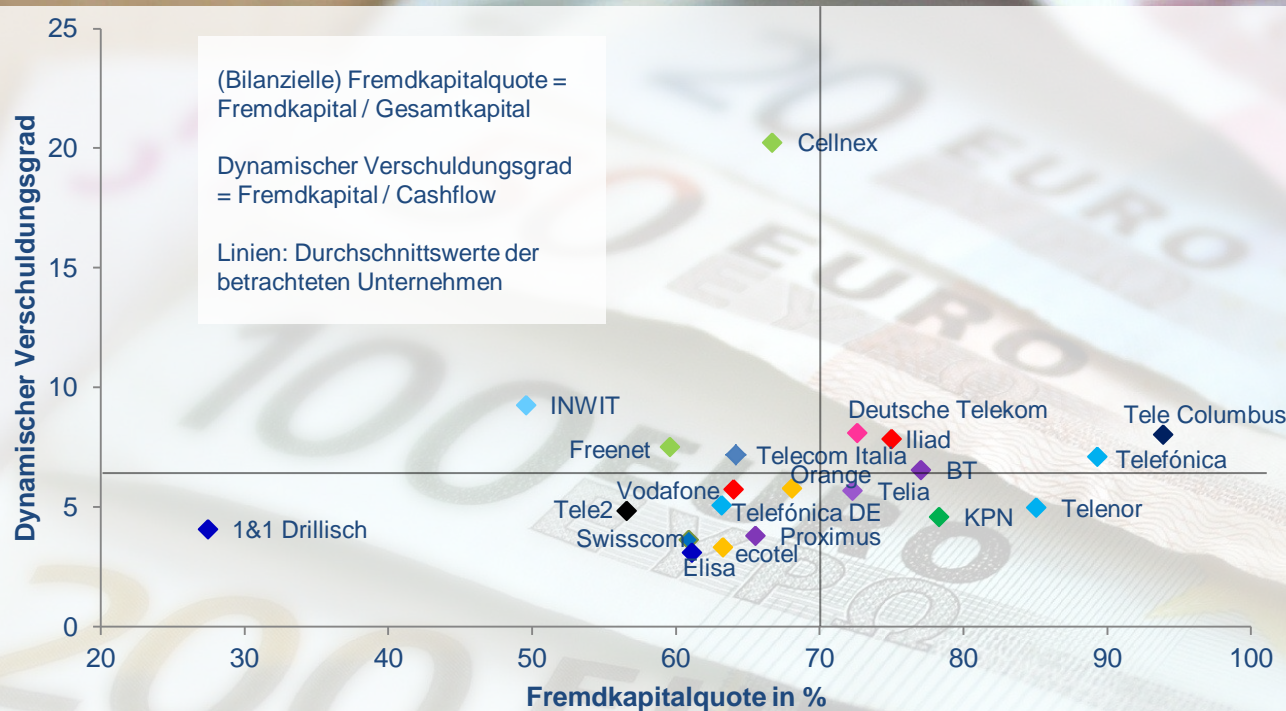
Wie hoch ist die  
Mitarbeiterproduktivität  
der Unternehmen?

Der Umsatz pro Mitarbeiter ist stark vom gewählten Geschäftsmodell und der Wertschöpfungstiefe abhängig. Die auffälligen Unterschiede lassen sich auf die Intensität des Outsourcings von Kernfunktionen (z.B. Shopvertrieb, Technik, Kundenservice), die Durchleitung von Umsätzen an Geschäftspartner sowie Unterschiede in den Lohn- und Preisniveaus in den Ländern, in denen operiert wird, zurückführen. Große Unterschiede bestehen auch innerhalb der Konzerne bei den Landesgesellschaften, bspw. aufgrund der Ansiedlung von Querschnittsfunktionen. Bei der DTAG liegt der Umsatz pro Mitarbeiter in Deutschland beispielsweise bei 267 TEUR (gegenüber 452 TEUR im Gesamtkonzern), bei Vodafone hingegen bei 822 TEUR (vs. 454 TEUR im Konzern). In der Tendenz weisen TowerCos als Infrastrukturanbieter einen höheren Umsatz pro Mitarbeiter aus. Auffällig sind die hohen Produktivitätsmultiples bei 1&1 und Telefónica Deutschland.



# Liquidität

## Fremdkapitalquote und dynamischer Verschuldungsgrad



Geschäftsjahr 2020 (2020/2021 für BT und Vodafone)

Wie hoch sind die  
Unternehmen  
verschuldet?

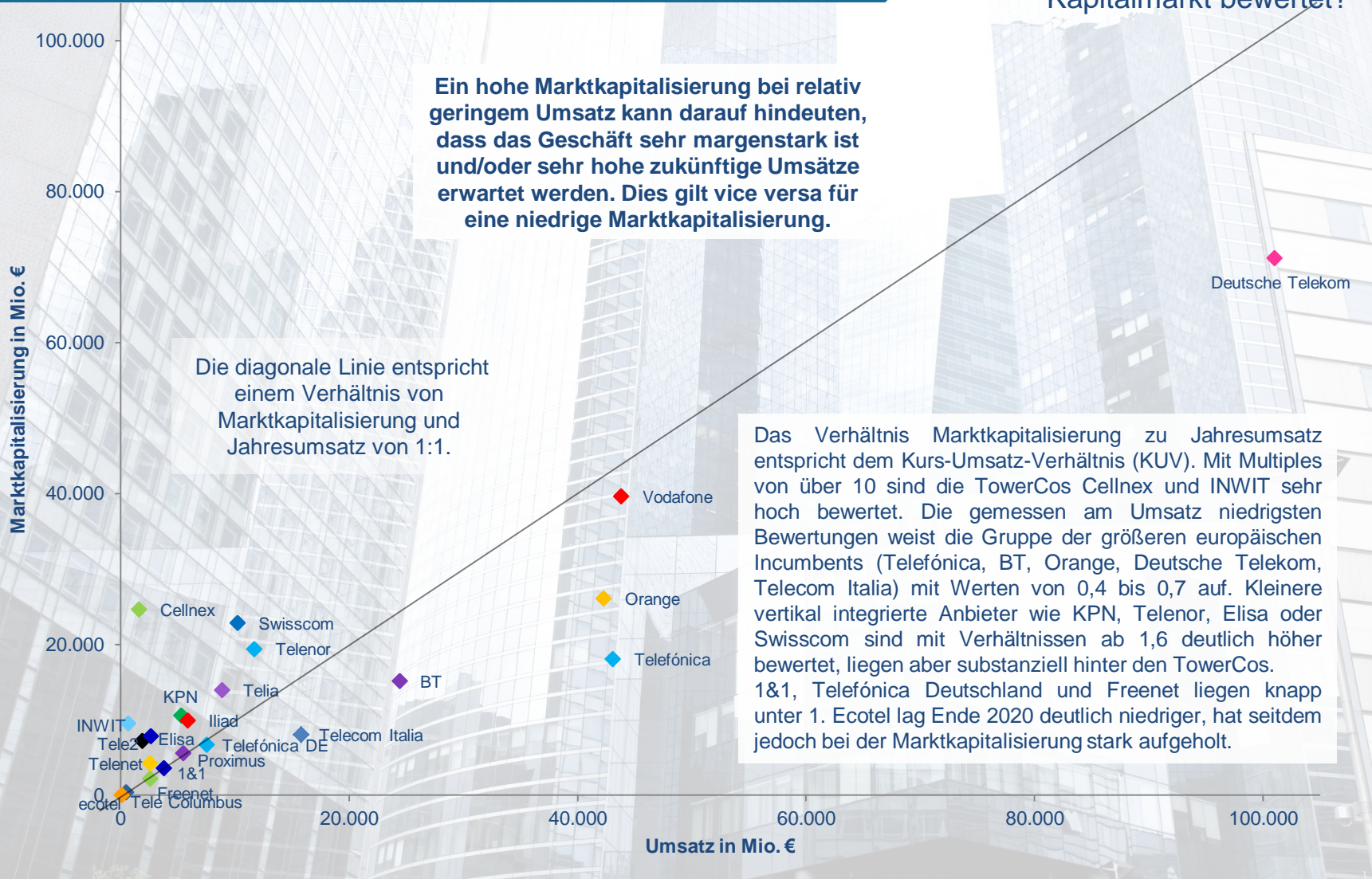
Die Höhe der Fremdkapitalquote weist zunächst darauf hin, in welchem Umfang die Möglichkeiten zur Optimierung der Finanzierungskosten genutzt werden, die die niedrigen Fremdkapitalzinsen bieten. Der dynamische Verschuldungsgrad zielt hingegen auf die Relation von Fremdkapital und Cashflow ab. In Kombination ergibt sich ein Bild über die Liquiditätssituation und die bestehenden Spielräume für die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals. Die TowerCos weisen aufgrund des investiven Geschäftsmodells einen relativ hohen dynamischen Verschuldungsgrad auf. Neben hohen Investitionen wird der Wert dort außerdem durch vergleichsweise geringe Umsätze erhöht. Das Bild bei vertikal integrierten Unternehmen und Diensteanbietern ist weniger einheitlich und etwa abhängig von der Aktivität bei Unternehmenstransaktionen in der jüngeren Vergangenheit (z.B. Merger der US-Tochter der Deutschen Telekom mit Sprint). Mit Blick auf die deutschen Unternehmen fallen insbesondere 1&1 und Tele Columbus auf, die sich durch eine außerordentlich niedrige bzw. hohe Fremdkapitalquote auszeichnen.



# Kapitalmarktbewertung Marktkapitalisierung und Umsatz

Wie werden die Umsätze der Unternehmen vom Kapitalmarkt bewertet?

Ein hohe Marktkapitalisierung bei relativ geringem Umsatz kann darauf hindeuten, dass das Geschäft sehr margenstark ist und/oder sehr hohe zukünftige Umsätze erwartet werden. Dies gilt vice versa für eine niedrige Marktkapitalisierung.



Das Verhältnis Marktkapitalisierung zu Jahresumsatz entspricht dem Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV). Mit Multiples von über 10 sind die TowerCos Cellnex und INWIT sehr hoch bewertet. Die gemessen am Umsatz niedrigsten Bewertungen weist die Gruppe der größeren europäischen Incumbents (Telefónica, BT, Orange, Deutsche Telekom, Telecom Italia) mit Werten von 0,4 bis 0,7 auf. Kleinere vertikal integrierte Anbieter wie KPN, Telenor, Elisa oder Swisscom sind mit Verhältnissen ab 1,6 deutlich höher bewertet, liegen aber substantziell hinter den TowerCos. 1&1, Telefónica Deutschland und Freenet liegen knapp unter 1. Ecotel lag Ende 2020 deutlich niedriger, hat seitdem jedoch bei der Marktkapitalisierung stark aufgeholt.

Jeweils in Mio. €; Geschäftsjahr 2020 (2020/2021 für BT und Vodafone) bzw. Ende des Geschäftsjahres



# Kapitalmarktbewertung

## Marktkapitalisierung und Jahresüberschuss

Wie werden die Gewinne der Unternehmen vom Kapitalmarkt bewertet?



Das Verhältnis Marktkapitalisierung zu Jahresüberschuss entspricht dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Unternehmen ohne Jahresüberschuss wurden nicht berücksichtigt. Die Unternehmen, die besonders hohe Überschüsse im Vergleich zur Marktkapitalisierung erzielen konnten, haben dies durch Sondereffekte erreicht. Bei der Freenet war dies der Verkauf der Anteile am Schweizer Unternehmen Sunrise, bei Orange der Sieg in einem Rechtsstreit um zu viel gezahlte Steuern und bei Telecom Italia steuerliche Einmaleffekte. Die anderen Unternehmen liegen mit Ausnahme der Vodafone bei einer Relation zwischen 10 und 25. Mit Ausnahme von Freenet liegen alle deutschen Unternehmen bei Faktoren >15. Bei den Unternehmen ohne Jahresüberschuss ist insbesondere Telia zu nennen, deren Verluste vor allem auf den Verkauf der Anteile an der Turkcell zurückzuführen sind, die unter anderem aufgrund von Währungsschwankungen in der Türkei sehr hoch ausfielen.

Jeweils in Mio. €; Geschäftsjahr 2020 (2020/2021 für BT und Vodafone) bzw. Ende des Geschäftsjahres; Nur Unternehmen mit Jahresüberschuss.



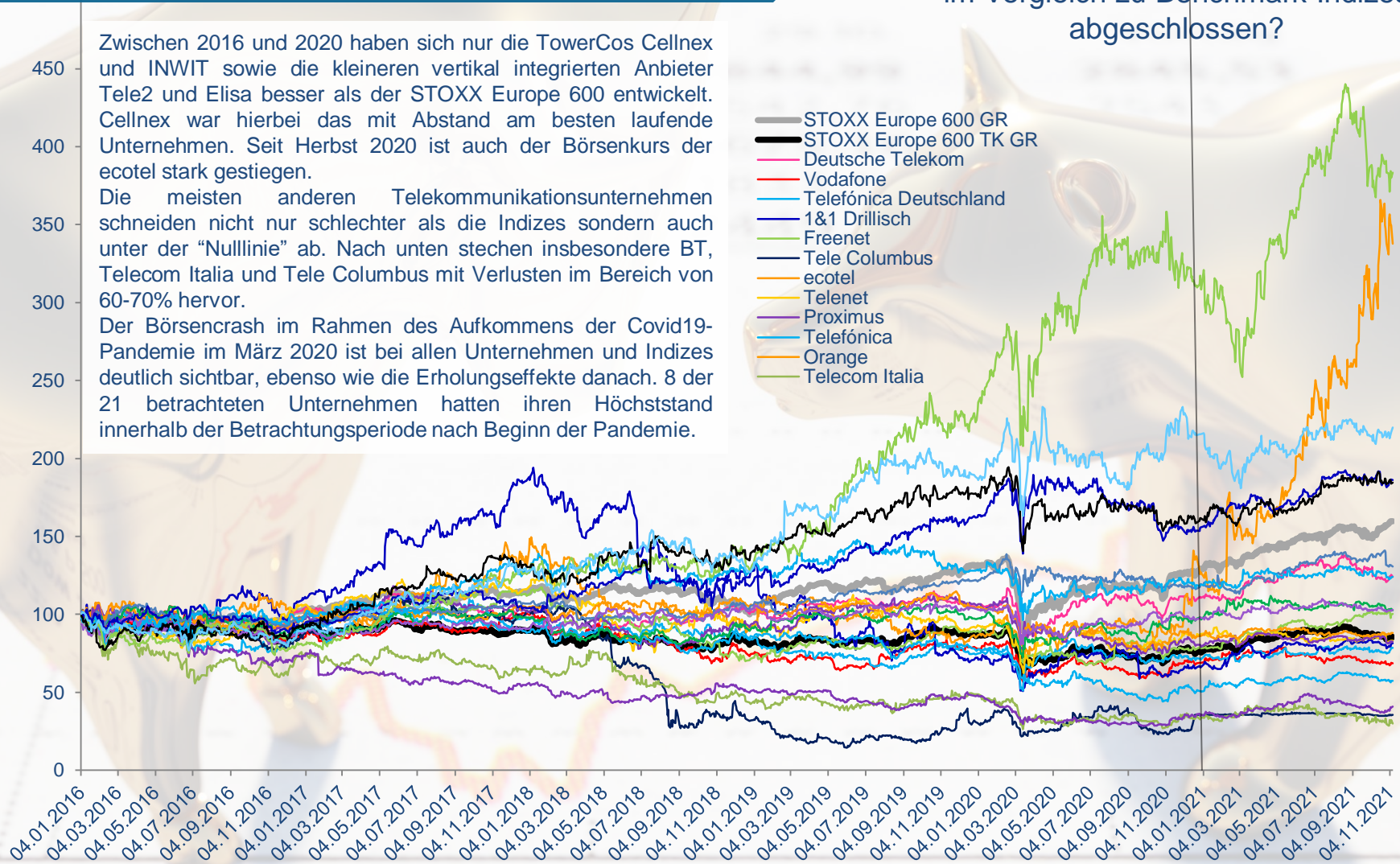
# Aktienkursverlauf Europa

Wie haben die europäischen Telekommunikationsunternehmen im Vergleich zu Benchmark-Indizes abgeschlossen?

Zwischen 2016 und 2020 haben sich nur die TowerCos Cellnex und INWIT sowie die kleineren vertikal integrierten Anbieter Tele2 und Elisa besser als der STOXX Europe 600 entwickelt. Cellnex war hierbei das mit Abstand am besten laufende Unternehmen. Seit Herbst 2020 ist auch der Börsenkurs der ecotel stark gestiegen.

Die meisten anderen Telekommunikationsunternehmen schneiden nicht nur schlechter als die Indizes sondern auch unter der "Nulllinie" ab. Nach unten stechen insbesondere BT, Telecom Italia und Tele Columbus mit Verlusten im Bereich von 60-70% hervor.

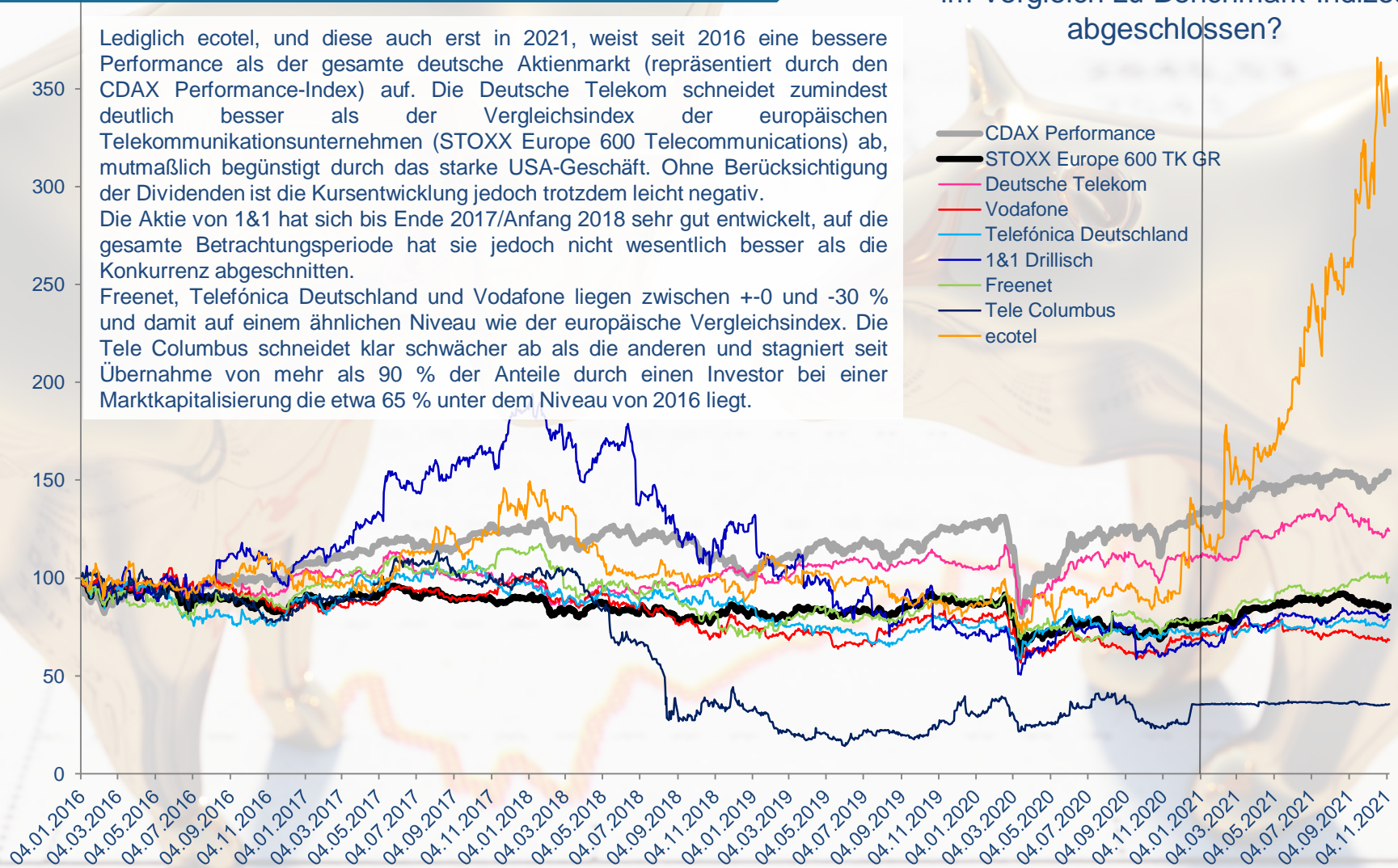
Der Börsencrash im Rahmen des Aufkommens der Covid19-Pandemie im März 2020 ist bei allen Unternehmen und Indizes deutlich sichtbar, ebenso wie die Erholungseffekte danach. 8 der 21 betrachteten Unternehmen hatten ihren Höchststand innerhalb der Betrachtungsperiode nach Beginn der Pandemie.



# Aktienkursverlauf Deutschland

## Wie haben die deutschen Telekommunikationsunternehmen im Vergleich zu Benchmark-Indizes abgeschlossen?

Lediglich ecotel, und diese auch erst in 2021, weist seit 2016 eine bessere Performance als der gesamte deutsche Aktienmarkt (repräsentiert durch den CDAX Performance-Index) auf. Die Deutsche Telekom schneidet zumindest deutlich besser als der Vergleichsindex der europäischen Telekommunikationsunternehmen (STOXX Europe 600 Telecommunications) ab, mutmaßlich begünstigt durch das starke USA-Geschäft. Ohne Berücksichtigung der Dividenden ist die Kursentwicklung jedoch trotzdem leicht negativ. Die Aktie von 1&1 hat sich bis Ende 2017/Anfang 2018 sehr gut entwickelt, auf die gesamte Betrachtungsperiode hat sie jedoch nicht wesentlich besser als die Konkurrenz abgeschnitten. Freenet, Telefónica Deutschland und Vodafone liegen zwischen  $\pm 0$  und  $-30\%$  und damit auf einem ähnlichen Niveau wie der europäische Vergleichsindex. Die Tele Columbus schneidet klar schwächer ab als die anderen und stagniert seit Übernahme von mehr als 90 % der Anteile durch einen Investor bei einer Marktkapitalisierung die etwa 65 % unter dem Niveau von 2016 liegt.





# Vantage Towers

Funkturmgeschäft der Vodafone, im März 2021 an die Börse gegangen, ca. 81% der Anteile gehören weiterhin dem Mutterunternehmen.

Anteile der Vodafone an anderen TowerCos (INWIT, Italien, ca. 1/3 der Anteile und CTIL, UK, 50% der Anteile) wurden ebenfalls an Vantage Towers übertragen.



Der Umsatz im Geschäftsjahr bis März 2021 lag bei 966 Mio. €\*, davon ca. 50% in Deutschland:

- Die (adjusted) EBITDA-Marge betrug 86%.
  - Das KUV zum Ende des Geschäftsjahres betrug 12,6.
- Vergleichbare Kapitalmarktbeurteilung wie andere betrachtete TowerCos.

Der Aktienkursverlauf seit Börsengang war vergleichbar zur Entwicklung der anderen TowerCos und damit deutlich besser als die des Branchenindex STOXX Europe 600 Telecommunications

\* Die Zahlen sind unauditiert und beziehen sich auf ein Szenario, in dem das Unternehmen über die komplette Dauer des Geschäftsjahres börsennotiert gewesen wäre.

# Agenda

1. Zielsetzung, Forschungsfragen und methodisches Vorgehen
2. Benchmarkanalyse
3. **Interpretation der Ergebnisse und Schlussfolgerungen**



## Schlussfolgerungen

### Betriebswirtschaftliche Betrachtung

Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle bestehen strukturelle Unterschiede bei den betriebswirtschaftlichen Indikatoren.

TowerCos weisen als Wholesale-only-Anbieter die höchste Ertragskraft und die höchsten dynamischen Verschuldungsgrade auf. Beim Umsatz je Mitarbeiter ist das Bild trotz struktureller Unterschiede über die Geschäftsmodelle hinweg relativ heterogen, Ursachen hierfür sind unter anderem das durchschnittliche Gehaltsniveau, die durchschnittlichen Umsätze je Kunde und der Umfang des Outsourcings von Kernaktivitäten.

Gleichwohl sind die Kennzahlen von Wholesale-only-Anbietern, vertikal integrierten TKUs und Diensteanbietern nur bedingt miteinander vergleichbar.

Unter den Diensteanbietern schneidet 1&1 besser als Freenet und ecotel ab. Weitere börsennotierte Diensteanbieter aus dem europäischen Ausland wurden nicht betrachtet. Vergleichbare börsennotierte Unternehmen mit Umsätzen in der Größenordnung von 1&1 oder Freenet gibt es im europäischen Ausland jedoch auch nicht.

Unter den vertikal integrierten Anbietern, die in Deutschland aktiv sind, schneiden Telefónica Deutschland und Vodafone relativ gesehen besser als Tele Columbus und die DTAG ab – im europäischen Vergleich liegen sie im Querschnitt der Indikatoren aus Bilanz und GuV im vorderen Mittelfeld.





## Schlussfolgerungen Kapitalmarkt看wertung

Mit Ausnahme der TowerCos (INWIT, Cellnex) und zweier vertikal integrierter Anbieter (Elisa, Tele2) haben sich alle TKUs im Betrachtungszeitraum schlechter als die Gesamtmarktindizes entwickelt. Dies deutet darauf hin, dass der Kapitalmarkt den Telekommunikationsmarkt als weniger attraktiv als andere Branchen ansieht. In Relation wird das TowerCo-Geschäft als weniger risikobehaftet und zukunftssicher wahrgenommen.

Unter den vertikal integrierten Anbietern fällt auf, dass die großen europäischen Incumbents in Relation zu kleineren und mittelgroßen Incumbents niedrig bewertet werden. Diese Bewertungen sind jedoch mutmaßlich nicht auf die Größe zurückzuführen, sondern auf markt- und unternehmensbezogene Faktoren.

Zwischen den Kapitalmarkt看wertungen der Diensteanbieter und der vertikal integrierten TKUs bestehen keine offensichtlichen strukturellen Unterschiede. Gleiches gilt für den Vergleich der deutschen und der übrigen europäischen TKUs.

Ein Schließen von bilanziellen/betriebswirtschaftlichen Kennzahlen auf die Kapitalmarkt看wertung ist nur sehr bedingt möglich, da diese die für die Kapitalmärkte hochrelevanten Prognosen über die zukünftige Entwicklung außen vor lassen.

In Anbetracht der Unterschiede bei der Bewertung des Infrastruktur- und des Dienstesgeschäfts wäre zu erwarten, dass in Zukunft weitere vertikal integrierte TKUs ihr Netzgeschäft ausgründen und an die Börse bringen bzw. an Finanzinvestoren veräußern.

Im Mobilfunk sind entsprechende Schritte bei verschiedenen Anbietern in konkreter Planung bzw. Umsetzung, aber auch im Festnetz erscheint dies grundsätzlich möglich.

