

Vergleich internationaler Geschäftsmodelle für Glasfasernetze

Ein White-Paper mit Fakten und Beurteilungen

Erstellt durch seim & partner

Eine Marke der s&g Beratungs- und Planungsgesellschaft mbH
Weiherstraße 8 • 65232 Taunusstein

September 2013

Autoren:

Kai Seim

Sabine Finke

Dr. Günter Kimmeskamp

s&g Beratungs- und
Planungsgesellschaft mbH

Weiherstraße 8
65232 Taunusstein
T +49 6128 609 2268
F +49 6128 609 2267
info@seim-partner.de

Vorab

Aktuell gibt es in Deutschland unterschiedliche Bestrebungen, in größerem Umfang Glasfasernetze zu realisieren. Diese Vorhaben bewegen sich vor dem Hintergrund gemischter Erfahrungen – will sagen: die bisher gestarteten Glasfaserprojekte haben (bis auf wenige Ausnahmen) nicht immer den Markterfolg gehabt, den sich die Initiatoren / Investoren erhofft haben. Gleichzeitig hat der Wettbewerbsdruck dazu geführt, dass die erzielbaren Endkundenerlöse weiter gesunken sind.

Aktuell sind Städte, Gemeinden und Landkreise (also kommunale Gebietskörperschaften) dabei, sich in Form von Zweckverbänden oder –Gesellschaften zusammen zu schließen und als Infrastrukturgesellschaften neue Glasfaser(-anschluss-)netze zu realisieren. Das Geschäftsmodell besteht in der Regel aus der Verpachtung passiver Infrastruktur an einen privaten Betreiber, der anschließend das Netz im Open Access betreiben muss sowie in der Regel auch eigene Produkte darüber vermarktet.

Seit langem bekannt sind die Glasfaserinvestitionen durch Stadtwerke in ihrem jeweiligen Versorgungsgebiet. Diese werden, teilweise bereits seit der Liberalisierung der Telekommunikation 1996, durch die Stadtwerke realisiert und vermarktet. Dabei wiederum sind zwei Ansätze feststellbar:

1. Das Stadtwerk vermietet (ggf. über eine Tochtergesellschaft oder Beteiligung) seine LWL-Infrastruktur weiter an Carrier (z.B. zur Entbündelung von HVTs etc. oder für große Geschäftskunden). Oft ist dieser Ansatz verknüpft mit der Vermarktung von Rechenzentrumskapazität an größere Geschäftskunden und Systemhäuser;
2. Das Stadtwerk (oder eine Tochtergesellschaft) vermarktet ein (flächendeckendes) LWL-Netz an Privat- wie Geschäftskunden inkl. der dazu gehörenden Dienste (Internet, Telefonie, TV).

Seit neuestem gibt es Bestrebungen, einen Investmentfonds (BBP GmbH) aufzubauen, der seine Mittel nutzen will, um in Deutschland, verteilt in ca. 40 Städten der Größenordnung 10.000 – 50.000 Einwohner, Glasfasernetze zu bauen. Das dabei verfolgte Geschäftsmodell sieht die Produktion eines L2-Bitstroms gemäß Spezifikation des NGA-Forums vor.

Im vorliegenden Dokument analysieren wir verschiedene Geschäftsmodelle quer durch Europa und die USA, um zu untersuchen, ob und warum sie jeweils Erfolg hatten und was die jeweiligen Gründe dafür waren. Die Idee ist: wir lernen von anderen.

Zusammenfassung

Der Ansatz des deutschen Investmentfonds ist einzigartig, da er als einziges beobachtbares Unternehmen konsequent darauf abzielt, Konflikte des eigenen Infrastrukturgeschäftsmodells mit den Netzbetreibern und Serviceanbietern zu vermeiden.

Bei der Betrachtung von LWL-Infrastrukturanbietern auf internationaler Ebene lassen sich prinzipiell zwei Ansätze feststellen:

- **Metro-Anbieter:**
Sie bieten in ihrem Netz Dark Fibre, ggf. Wellenlängen, Kolokation, und dezidierte Ethernet-Services für Geschäftskunden, selten Dienste für Privatkunden und Carrier (z.B. HVT-Erschließung oder Mobile Backhaul). Diese Firmen finden sich vergleichsweise häufig im U.S. Metro Fibre Markt, in einigen Fällen durch den-, bzw. dieselben Investor/en finanziert.
- **Fibre to the premises (FTTP)** fokussiert auf den Privatkundenmarkt. Hier gibt es mehrere Beispiele erfolgreicher Geschäftsmodelle, vertikal integriert sowie „nur-passiv“.

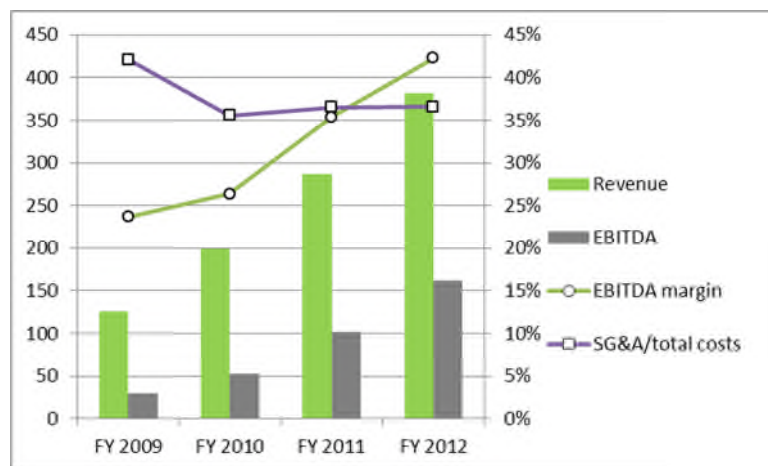
Bemerkenswerterweise existiert mit **Stokab** (Schweden) nur eine Firma, die beide Segmente als passiver Infrastrukturanbieter adressiert. Ihre finanziellen Kenngrößen: Bruttomarge 82% und EBITDA Marge 63% dienen als Benchmark für vergleichbare Ansätze.

Daten zur Bewertung einer kleineren Zahl von M&A-Transaktionen zeigen wiederholt konsistent EV/EBITDA Vielfache von **10 – 11x** für vergleichbare Assets einer gewissen Reife.

Einzelbeispiele

Zayo Group, USA, Metro fiber mit gewisser Größe und Reife

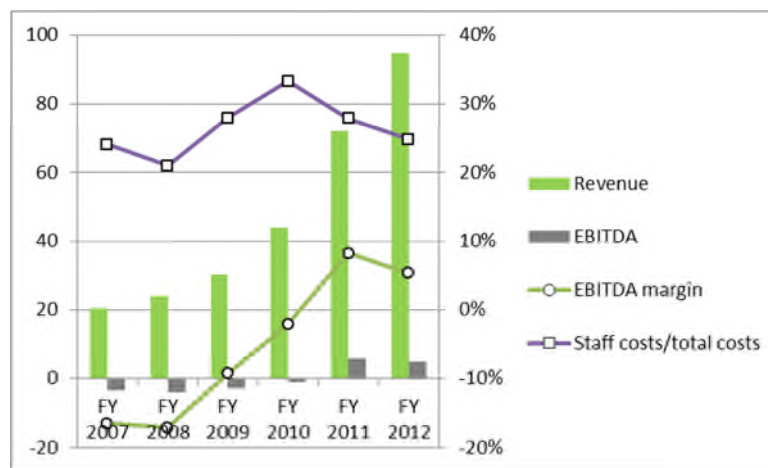
Überwiegend finanziert durch Private Equity und Investmentbanken: Battery, Centennial, Charlesbank, Columbia, M/C Ventures, Morgan Stanley und Oak Investment Partners. Bietet Dark Fiber und Metro Ethernet an sowie Managed Bandwidth und Kolokation. Letztlich ist die Firma ein „Sammelvehikel“ für alternative Glasfasernetze. In den letzten drei Jahren entstand das Unternehmen in heutiger Form durch 10 Transaktionen, vorläufig gipfelnd 2012 mit dem Kauf der Abovetnet für 2,2 Mrd. \$. Mit dem Erwerb der Abovetnet kombinierte Zayo regionale und Metronetze (41 städtische Märkte in Tier2-Städten) zu einem nationalen Netz mit einem transatlantischen Übergabepunkt in London.



(Angaben in in Mio. \$, Quelle: Unternehmensangaben)

Aggressives Wachstum und die Integration der Zukäufe führen zu undurchschaubaren KPIs, wobei aber die Geschäftslogik des Geschäftsmodells „Metro Fasernetz“ klar sichtbar wird: hohe Bruttomarge und zunehmende Skalenvorteile, die die Unternehmensbewertung verbessern.

euNetworks (Europa), wendet das US-Modell auf Europa an. Die Firma ist als Private Kapitalgesellschaft an der Börse Singapur mit einer Marktkapitalisierung von aktuell (09/13) ca. 155 Mio. € (261 Mio. SGD) notiert. Auch euNetworks bietet Dark Fibre, Metro Ethernet, gemanagte Wellenlänge und Kolokation an. Derzeit betreibt euNetworks in 13 Top1-Städten Europas aktive Netze. Im Jahr 2011 wurden Lambdanet (37 europäische Städte und 25 Rechenzentren) und Teragate (Schwerpunkt Deutschland) übernommen. Obwohl sich euNetworks noch in einer früheren Phase der Unternehmensentwicklung befindet, spiegeln die KPIs die Werte von Zayo.



(Angaben in Mio. €, Quelle: Unternehmensangaben)

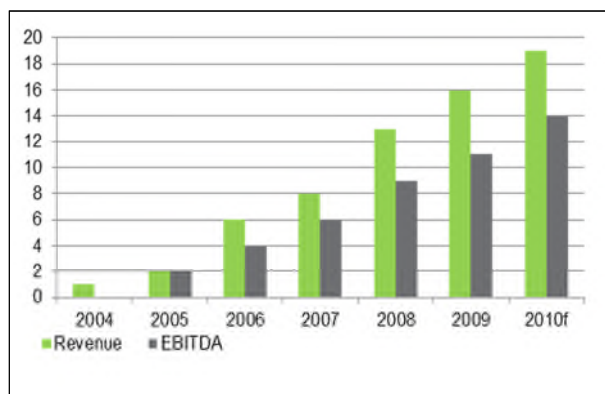
Strategie und Entwicklung erscheinen sehr ähnlich zu der der Zayo Group, obgleich in einer früheren Phase und fokussiert auf Städte der ersten Größenordnung. Gleichwohl bestätigt euNetworks damit das US-Modell in Europa.

eurofiber (Benelux, Deutschland) ist eine weitere Kopie des US Metro Modells in Europa. 2000 in den Niederlanden gegründet, 2006 durch reggeborgh (Dik Wessels) übernommen, musste eurofiber seine Geschäftsstrategie (so zumindest unsere Wahrnehmung von außen) bisher nicht mit der Schwester Reggefiber synchronisieren. Vermutlich wurden bei reggeborgh / Dik Wessels keine Synergien gesehen und Optionen auf einen einfachen Exit offen gehalten. Auch eurofiber bietet wie die vorher vorgestellten Unternehmen Dark Fibre, Metro Ethernet, gemanagte Wellenlänge und Kolokation an. Das Netz umfasst ca. 14.000 Faserkilometer und ca. 4.500 erschlossene Gebäude, überwiegend in den Niederlanden. Die Umsätze betragen 2012 75 Mio. €. 2012 wurde eurofiber durch Doughty Hanson (Private Equity) für einen unbekanntem Betrag übernommen. Dabei war die Firma heftig im Markt umkämpft. Zwei unabhängige Quellen aus der Schweiz und Asien bestätigten Kaufangebote für das 9,5fache des EBITDA, die zurück gewiesen wurden. Dieselben Quellen gehen von weite-

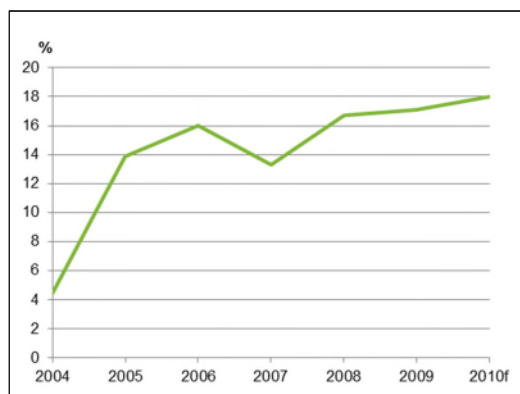
rem Cash-Bedarf für die Erweiterung des Netzes aus. Da die Firma aktuell an keiner Börse gelistet ist, liegen außer den Umsätzen für 2012 keine weiteren öffentlich zugänglichen Finanzkennzahlen vor.

Zusammenfassend: eurofiber ist eine weitere Kopie des US Metro Modells im europäischen Markt. Das angenommene Exit Multiple entspricht den früherer Transaktionen der letzten beiden Jahre in Europa.

Hafslund Fibernett (Norwegen) startete 2004 als einziger Dark Fiber Anbieter Norwegens. Im selben Jahr entstanden in Oslo sechs weitere Anbieter, von denen heute noch vier bestehen. Hafslund ist heute Norwegens führender FttH-Anbieter (P2P und Metronetz) mit einem Jahresumsatz von 23 Mio. € 2010 (letzter bekannter Wert). Die Investitionen in das Netz werden auf ca. 90 Mio. € geschätzt. Der EBITDA lag 2010 bei 16 Mio. €, beeindruckende 69% des Umsatzes. Im Dezember 2010 wurde Hafslund als erstes europäisches Unternehmen im laufenden M&A-Zyklus für 187 Mio. € durch EQT (Private Equity) übernommen, d.h. das ca. 12fache EBITDA.



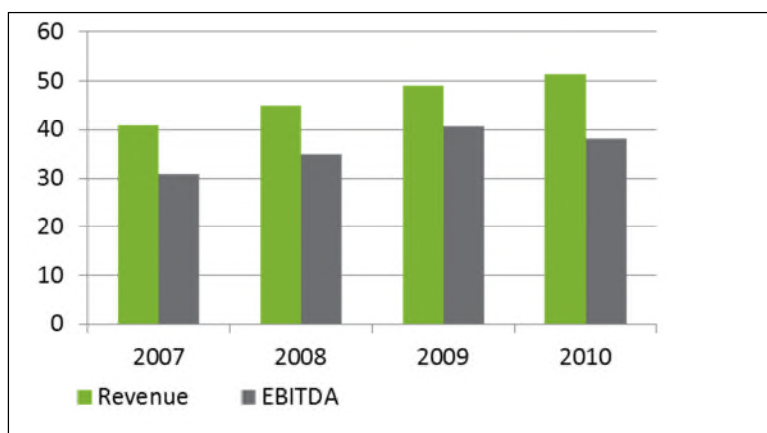
Umsätze / EBITDA



Return on invested capital

(Angaben in Mio. €, Quelle: Unternehmensangaben)

Metroweb (Italien) als früher FttH-Anbieter in Mailand und der Lombardei wurde 1997 durch die TK-Tochter der Mailänder Stadtwerke AEM gegründet. 1999 erfolgte eine Fusion mit e.Biscom und der Beginn des Baus des FttH-Netzes für Fastweb. In Mailand besitzt das Unternehmen ca. 7.000 Faserkilometer. Die letzten bekannten Umsätze des etablierten Infrastrukturanbieters betragen 2010 51 Mio. €. Daraus ergab sich eine Bruttomarge von 40,6 Mio. € und 12,6 Mio. € Nettoertrag.



(Angaben in Mio. €, Quelle: Unternehmensangaben)

Im Mai 2011 erfolgte der Verkauf durch A2A und Stirling Square an IMI Investimenti sowie F2i. Die Unternehmensbewertung, die diesem Verkauf zugrunde lag, betrug 436 Mio. €, d.h. 11.3maliges EBITDA Vielfaches. Im hier betrachteten Kontext ist metroweb eine weitere Variation desselben Themas, mit starkem Umsatzwachstum und Profitabilität als "First Mover" in einem unterversorgten Markt. Das Ausstieg-Vielfache von 11x EBITDA erscheint als höchst attraktiv.

Zwei skandinavische Beispiele zeigen nach Ansicht der Autoren die Bedeutung einer einheitlichen Marke, die über mehrere Infrastrukturen vertrieben wird. Dabei ist auch festzuhalten, dass beide Beispiele erst nach fehlendem Erfolg (unbefriedigender ROI nach mehr als fünf Jahren) entstanden sind. Letztlich wurden vertikal integrierte Modelle entwickelt und etabliert.

Altibox (Norwegen, Dänemark) als Einheitsmarke für Internet, IPTV und VoIP-Dienste umfasst mittlerweile ca. 36 norwegische und sechs dänische FttH-Netze. Die Marke entstand nach ca. 10 erfolglosen Jahre für die Anfangsinvestoren, i.d.R. Stadtwerke im Jahr 2002 durch Lyse. Die Erweiterung basiert auf einem Franchisemodell. Neben den oben erwähnten „üblichen“ 3-Play-Diensten werden Zusatzdienste wie Alarmsysteme für Feuer und Einbruch vermarktet. Lyse / Altibox verfolgt ein aggressives Modell der Vorvermarktung, um neue Gebiete zu erschließen. Zum Jahresende 2010 hatte Altibox ca. 250.000 Kunden. Bei 360.000 Homes Passed entspricht dies einer 70%-Takeup-Rate. Zusammenfassend: ein sehr erfolgreiches, aber geschlossenes Geschäftsmodell.

waoo! (Dänemark) ist das zweite Beispiel in diese Richtung. 2010 entstand waoo! aus 15 regionalen Stadtnetzen (Stadtwerk), die in einer gemeinsamen Gesellschaft zusammengeführt wurden. Aus Sicht der Autoren war der Zusammenschluss dieser Netze zu waoo! eine Antwort auf das Scheitern von DONG Energi. der Ansatz von waoo! ist der Wiedererkennungseffekt der Marke, die Erzielung von Skaleneffekten und die Sicherstellung / Kreation einer einheitlichen Nutzerfahrung. Im Jahr 2012 umfasste das Netz 746.000 Homes passed, davon 220.000 Vertragskunden, d.h. ca. 30% Takeup im dritten Jahr der Gründung. Die Poli-

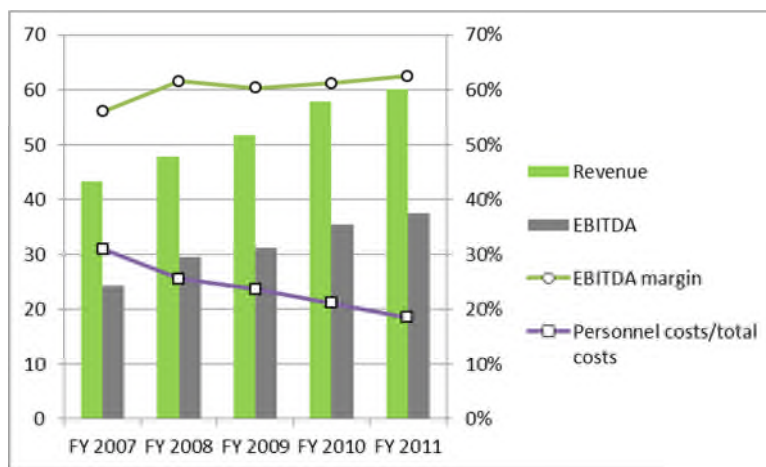
tik der Vorvermarktung sieht hier (wie bei vielen anderen Beispielen z.B. auch in Deutschland eine 40%-Quote vor. Auch hier gilt: kein open access!

Vorletztes Beispiel ist **Reggefiber (Niederlande)**, als erfolgreichstes Beispiel für einen unabhängigen FttH-Ausbau in Europa. 2005 wurde reggefiber durch Dik Wessels gegründet, ursprünglich als Spezialist für Dark Fiber im Privatkundenmarkt (FttH). Nach außen stellt sich reggefiber (wie heute auch seine Tochter, die Deutsche Glasfaser) als Layer 1-Anbieter dar. bei näherer Betrachtung aber stellt man fest: aufgrund des fehlenden Interesses der Serviceprovider wurden lokale Serviceprovider gekauft, bzw. neu gegründet (analog zum aktuellen Vorgehen mit „flink“ in Deutschland). Mittlerweile hat Reggefiber in 110 Gemeinden ca. 1,3 Mio. Haushalte erschlossen (Homes Passed), das entspricht ca. 15% aller Haushalte der Niederlande. Reggefiber ist der Pionier für das Konzept der Vorvermarktung und -registrierung: Aktuell müssen für einen Projektstart mind. 30 – 40% der Kunden verbindliche Vorverträge unterzeichnen, in früheren kleineren Projekten waren es teilweise bis zu 75%.

2008 wurde ein Joint Venture mit **KPN** (dem niederländischen Incumbent) gegründet, wobei KPN für 41% ca. 100 Mio. € zahlte sowie 16 Mio. € als eingebrachtes Anlagevermögen. 2011 folgte eine Vereinbarung mit KPN über den aktiven Verkauf von Wholesale-Produkten. Reggefiber hat sich in der Folge auf sein ursprüngliches passives Modell zurückgezogen. Die veröffentlichten überarbeiteten Bedingungen (durch KPN als Aktiengesellschaft) für das Joint Venture sehen vor, dass der Unternehmenswert für das Jahr 2018 bei Erreichen bestimmter Bedingungen (70% Takeup bei 2 Mio. erschlossenen Haushalten) mit 1,62 Mrd. € angesetzt wird, oder 10,5faches EBITDA. Da keine veröffentlichten Zahlen verfügbar sind, schätzen wir anhand eigener Recherchen für 2012 Umsätze von ca. 72 Mio. € und ein EBITDA von ca. 59 Mio. € (d.h. 82% EBITDA-Marge).

Zusammenfassend: Reggefiber ist die bekannteste Erfolgsgeschichte für privat finanzierte FttH-Netze, gleichwohl kein „slam dunk“. Aufgrund zu Beginn fehlender Ankerkunden für sein Netz musste die Firma vertikale Integration sozusagen als Mittel zum Zweck einsetzen. Seit 2011 ist KPN Aktionär und Ankerkunde. Die Altaktionäre haben aufgrund der Vereinbarungen eine festgeschriebene Ausstiegsmöglichkeit zu einem Multiple, das mit anderen Transaktionen vergleichbar ist. Darüber hinaus unterstützte KPN die Reggefiber bei der Aufnahme von Schulden in Höhe von 485 Mio. €.

Stokab (Schweden) ist das letzte untersuchte Unternehmen. Stokab begann 1994 als alternatives Netz im Open Access in Stockholm. Durch ständige Erweiterung umfasst das Netz mittlerweile ca. 5.500 km und erschließt ca. 6.000 Gebäude, bzw. 400.000 Haushalte, d.h. ca. 90% der Haushalte). Seit 2004 ist Stokab verbunden mit dem Mälär Ring, womit fünf Randstädte um Stockholm erschlossen sind. Die Skaleneffekte führen zu stabiler Marge bei beherrschbaren Personalkosten. Die Finanz-KPI's zeigen beeindruckende Werte, die als Benchmark dienen: 82% Bruttomarge und 63% EBITDA-Marge.



(Angaben in Mio. €, Quelle: Unternehmensangaben)

Zusammenfassend: Stokab ist eine hervorragende Bestätigung für den Erfolg städtischer Investitionen in Glasfaser. Die TK-Kosten des öffentlichen Sektors in Stockholm sanken um >30% seit dem Bau. Das Netz erlaubte die Gründung mehrerer neuer FTTH/FTTB Unternehmen. Die Profitabilität entspricht der vergleichbarer Firmen, bzw. ist besser als bei vielen anderen Metro-Netzen.

Fazit

Wir finden zwei Hauptmodelle: „Metro Fiber“ und „Endkunden FttH“. Die Kernpunkte lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Metro Fiber:

- Das Geschäftsmodell der U.S. Metrofiber-Betreiber ist erfolgreich auf Europa übertragbar.
- Das Modell funktioniert in Deutschland vermutlich am überzeugendsten in bandbreitenhungrigen Städten 2ter und 3ter Ordnung.
- Bei ausreichender Reife und Größe sind EBITDA Margen > 60% erreichbar, jüngste Transaktionen in diesem Umfeld zeigen durchweg EV/EBITDA-Vielfache von 10 bis 12x.

Endkunden FttH:

- Ob vertikal integriert oder ausschließlich als passiver Infrastrukturanbieter: Vorvermarktungsquoten > 30% sind erreichbar.
- Gleichwohl zeigt die Vergangenheit, dass es dafür zwingend einer aggressiven Vorvermarktung bedarf (siehe z.B. Reggefiber in den Niederlanden und aktuell tlw. in Deutschland (Dt. Glasfaser als Tochter der Reggeborgh).
- Der organische Aufbau eines Serviceprovider-Ökosystems wie bei Reggefiber in den Niederlanden kann funktionieren, bedarf aber (viel) Zeit. Ein starker Ankerkunde / -betreiber hilft bei schnellem Wachstum und beim Zugang zu Finanzierung.