La caída, la recuperación y... ¿ahora qué?

POR **MARIA ROTONDO URCOLA**

Este trabajo analiza la actuación del sector telecomunicaciones europeo en los últimos cuatro años. En este corto periodo de tiempo, el sector analizado pasa de experimentar una fuerte revalorización a una dura crisis alimentada por falsas expectativas de ingresos y mayores gastos financieros. Según la autora, el mejor de los mundos para este sector sería uno en que se consolidaran los nuevos servicios de multimedia en móviles y el acceso a Internet.

El rally (1999-marzo 2000): telefonía móvil, Internet y fácil acceso a financiación

En una primera etapa, desde principios de 1999 a marzo de 2000, el sector telecomunicaciones refleja una revalorización cercana al 100 por cien. Esta fuerte revalorización se apoya, en nuestra opinión, principalmente en cuatro factores:

i) El crecimiento muy superior al esperado de la **telefonía móvil que se consolida como una nueva fuente de valor** en el sector. Tanto la penetración como la rentabilidad del negocio de la telefonía móvil superan ampliamente las expectativas. En 1999 ya la penetración de la telefonía móvil ha superado en Europa el 35 por ciento (actualmente está en un 80 por ciento) muy por encima de las expectativas. En España, Telefónica Móviles generaba ya en términos de Ebitda (Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos) un tercio de lo que generaba el negocio tradicional de telefonía fija (en 1999 Telefónica Móviles estaba generando 1.354 millones de euros de Ebitda frente a 5.026 en Telefónica España). Por lo tanto la telefonía móvil se consolida como una clara y rentable fuente de valor. Y se ha producido un cambio fundamental en el sector.

ii) **Fuertes expectativas en el negocio Internet y banda ancha.** Si hay un caso que ilustra este fenómeno es Terra. A marzo de 2000 Terra valía en Bolsa más de 30.000 millones de

Fundación Telefónica
Telefónica

euros. La participación del 67 por ciento que tenía Telefónica en Terra suponía más de un 20 por ciento de su capitalización bursátil. En estos momentos, Terra?Lycos no supone más del 1 por ciento de la valoración de Telefónica. La elevada valoración de las compañías relacionadas con Internet en Bolsa alcanzada en 2000 fue resultado a la vez de la combinación de un factor de escasez (en Europa en 1999 y 2000 existían pocos valores de Internet cotizados y por lo tanto la oferta para los inversores era limitada) con unas expectativas hinchadas en cuanto a los ingresos y beneficios futuros de estas compañías. Se trata de un negocio nuevo y no hay un modelo de referencia para valorar estas compañías.

iii) **Financiación fácil**. La combinación de unas Bolsas alcistas, con una fuerte generación de caja de las operadoras y la reducción de tipos de interés se traduce en un fácil acceso a financiación de las operadoras europeas. A esto se une la avidez por parte de los inversores por valores de telecomunicaciones o tecnológicos. Asistimos a un flujo importante de salidas a Bolsa de compañías relacionadas con Internet a valoraciones hinchadas por las expectativas del momento, lo que contribuye a crear una sensación de ?riqueza? en las operadoras.

iv) La **liberalización del sector se consolida como motor de crecimiento** del sector más que como amenaza. Finalmente, mencionar que mientras en 1997 y 1998 la liberalización del sector se veía en gran medida por muchos analistas como una amenaza porque suponía la entrada de la competencia y por lo tanto amenazaba la rentabilidad del negocio, ya en el año 1999 va ganando la corriente de analistas que piensa que la competencia en un sector creciente actúa más como un revulsivo y como motor de crecimiento que como una amenaza a la rentabilidad.

En el cuadro (01) ofrecemos la evolución del Índice de Telecomunicaciones durante los últimos cuatro años.

Cuadro 1 (01): Evolución del Índice de Telecomunicaciones (enero 1999 – enero 2003)

La crisis en gestación: búsqueda de nuevas fuentes de crecimiento y consolidación de una posición global. El ?efecto Vodafone?

Estas fuertes expectativas de crecimiento en el sector junto con el fácil acceso a financiación y lo que llamaríamos el ?efecto Vodafone? se traduce en una fase expansiva del sector en la que las operadoras se ven impulsadas a la búsqueda de nuevas fuentes de crecimiento y de una posición global.

Mención especial debería hacerse al ?efecto Vodafone? que está pasando a ser una constante en el sector. En Europa, tras la adquisición de Manessmann por Vodafone en 1999-00 por 130.000 millones de dólares, Vodafone se consolida como el gran operador global de móviles. Ante esta situación, la reacción de las operadoras europeas es intentar construir una posición global en telefonía móvil. Esto es a la vez un fenómeno defensivo (proteger su negocio doméstico de la competencia global de un Vodafone) y un fenómeno agresivo (buscar nuevas fuentes de crecimiento en telefonía móvil ante un negocio doméstico que se va acercando a la

Fundación Telefónica
Telefónica

madurez). Esta expansión se basa principalmente en las adquisiciones de operadoras existentes a valoraciones en esos momentos muy elevadas o nuevas licencias de telefonía móvil de tercera generación: se va gestando la crisis?

Un aspecto interesante a tratar es el tema de la consolidación en Europa del sector telecomunicaciones. La resistencia de los gobiernos o reguladores ante operaciones de consolidación entre las operadoras de países diferentes también perjudicó al sector. Simplificando, si una compañía quería impulsar su negocio en otros mercados las opciones disponibles eran: i) la consolidación: fusión con otras operadoras, ii) la adquisición de operadoras existentes, o iii) empezar un nuevo negocio desde cero o *start up*.

En Europa, como ha quedado demostrado hasta la fecha, la fusión entre operadoras europeas de diferentes países no ha sido posible hasta la fecha (fusión fallida Deutsche Telekom-Telecom Italia o Telefónica-KPN). Las telecomunicaciones son consideradas como sector estratégico en Europa o como servicio público (servicio universal en telefonía fija), lo que supone que aunque en algunas compañías el Estado ha vendido su participación (caso de Telefónica, Telecom. Italia, Portugal Telecom) sigue existiendo una cierta interferencia política. Es un sector regulado, en definitiva.

Esto lleva a las operadoras europeas de telecomunicaciones a expandirse vía adquisiciones (en el máximo de las valoraciones) o a través de *start ups,* opción también muy costosa dado que obliga a cargar durante varios años no sólo con el coste de la licencia sino también de las pérdidas de lanzamiento e inversiones en red. Pueden pasar varios años hasta alcanzar la rentabilidad.

Baste decir que en poco más de un año (1999-2000), el sector telecomunicaciones europeo compromete más de 300.000 millones de euros entre nuevas adquisiciones, licencias UMTS e inversiones a realizar. Esto suponía en esos momentos alrededor del 20 por ciento de la capitalización bursátil del sector a marzo de 2000, lo que no parecía una cifra alarmante en términos porcentuales, pero el problema es que las capitalizaciones bursátiles en esas fechas estaban hinchadas. Estos 300.000 millones de euros ?comprometidos? en poco mas de 18 meses son una cifra inmensa si la ponemos en función de la generación de caja de estas compañías. Quizás el caso más llamativo es el de France Telecom, que en el año 2000 comprometió 80.000 millones de euros (adquisición de Orange por 56.000 millones de euros y licencias UMTS). A marzo de 2000 France Telecom tenía una capitalización bursátil de 212.000 millones de euros, en estos momentos está en torno a los 20.000 millones de euros.

Aquí cabe una diferenciación entre las compañías que pagaron con caja (y que ven incrementarse espectacularmente su endeudamiento) con las que pagaron con acciones propias o a través de salidas a Bolsa (caso Telefónica). Estas últimas no se vieron afectadas por un incremento de su ratio de endeudamiento ya que, en realidad, compraron con acciones ?sobrevaloradas? activos a su vez ?sobrevalorados?.

En el cuadro (02) recopilamos las adquisiciones más importantes que se hicieron en el sector telecomunicaciones europeo durante el año 2000, así como el pago por licencias UMTS y las inversiones esperadas y planeadas en esas fechas en UMTS (luego en realidad estas

Fundación Telefónica
Telefónica

inversiones se han revisado a la baja drásticamente).

Cuadro 2 (02) : Adquisiciones + Licencias UMTS + Inversiones Comprometidas

?El círculo vicioso?: fallan las expectativas de ingresos y se disparan los gastos financieros

La caída en Bolsa del sector se inicia en marzo de 2000 en un primer momento por el pinchazo en las expectativas de Internet. A esto se une la resaca por las grandes adquisiciones llevadas a cabo que se traduce en fuertes incrementos en los niveles de deuda o *flow-back* de acciones para las que pagaron con títulos. La combinación del fracaso de las expectativas con el cierre del acceso de financiación del sector lleva al colapso.

Empiezan a fallar las expectativas de negocio en Internet y servicios de telefonía móvil de tercera generación ante los constantes retrasos tecnológicos y las operadoras se ven atrapadas con niveles de deuda exorbitantes mientras las expectativas de ingresos futuros de esos nuevos negocios fallan. Las estimaciones de consultores, analistas y las propias compañías no se cumplen y esto es un pecado en Bolsa. Se va consolidando un círculo vicioso: fallan las expectativas de crecimiento de ingresos, mientras por el lado de los costes las compañías tienen que hacer frente a los gastos de lanzamiento de las nuevas licencias, gastos financieros por la deuda, amortización de fondo de comercio relacionados con estas adquisiciones (no fiscalmente deducibles). El principal problema es la deuda. Las empresas de *rating* revisan a la baja los de las compañías de telecomunicaciones, con lo cual se agrava el problema financiero tanto desde el punto de vista de captación de nuevos recursos, como de renegociación de la deuda existente y se incrementa el coste de la deuda. Esto lleva a los analistas bursátiles a revisiones a la baja constantes de estimaciones de resultados y valoraciones, con lo que también se cierra el acceso a la financiación bursátil (vía ampliaciones de capital o salidas a Bolsa). La única salida para aliviar el problema de la deuda es la venta de activos y esto no es fácil en un sector que ha caído en desgracia y en el que hay un número reducido de compradores potenciales. El sector está en rebajas?

En el cuadro (03), observamos la caída en picado de los *ratings* de las compañías de telecomunicaciones. Mientras que en 1999 las principales operadoras europeas de telecomunicaciones tenían *rating* de ?A?, a diciembre de 2002 las operadoras del ?norte de Europa? han visto su *rating* rebajado a Baa. Telefónica había pagado sus adquisiciones con acciones y no con caja y es de las pocas que consiguen mantener su *rating*. Telecom Italia no compró licencias UMTS fuera de su país. Además, tanto en el caso de Telefónica como de Portugal Telecom. las licencias UMTS se atribuyeron en su país vía concurso de méritos y no por subasta, con lo que el coste fue muy inferior.

Cuadro 3 (03): Evolución de los *ratings* de las operadoras de telecomunicaciones europeas

En el cuadro (04) recogemos los niveles de deuda de las principales empresas europeas a finales de 2000, 2001 y 2002. Vemos cómo Deutsche Telekom o France Telecom se tienen que

Fundación Telefónica
Telefónica

enfrentar a niveles de deuda superiores a los 60.000 millones de euros, lo que se compara con una generación anual de Ebitda de 14-16.000 millones de euros, que resulta en ratios de Deuda/Ebitda de alrededor de 4-5 veces. Esto, para entenderlo, supone que aunque redujeran a cero sus inversiones en inmovilizado y no hicieran pago de los intereses de la deuda ni impuestos, al menos tardarían cuatro años en amortizar su deuda.

La deuda sólo se puede reducir con generación de caja del negocio existente (que se ve muy limitada por el peso creciente de los gastos financieros), con ampliaciones de capital o salidas a Bolsa (no fácil en un mercado bajista) o venta de activos. El círculo vicioso se consolida, ya que ante la caída del sector en Bolsa la salida del túnel es más difícil. De hecho vemos que durante el año 2001 ninguna de las operadoras europeas es capaz de reducir de forma significativa su deuda con excepción de KPN o British Telecom. France Telecom. y Deutsche Telekom en realidad no han conseguido reducir su endeudamiento en los dos últimos años.

Cuadro 4 (04): Niveles de deuda de las empresas de telecomunicaciones europeas

La corta recuperación (septiembre-diciembre 2001): el otoño suele ser bueno. Caso KPN

Sin embargo, hay un periodo corto de recuperación del sector en otoño de 2001 que conviene analizar. Como veíamos en el cuadro (01), de septiembre a diciembre de 2001 el sector telecomunicaciones se revaloriza un 40 por ciento. KPN, Sonera, Olivetti hacen emisiones de acciones que se colocan satisfactoriamente en el mercado.

Es interesante analizar cuáles son los factores que apoyaron en ese momento la recuperación, para de esta forma intentar predecir en el siguiente apartado la evolución futura del sector y evaluar hasta qué punto la recuperación que estamos viendo en el sector en estos momentos es un fenómeno coyuntural o de corte estructural.

Tras el *rally* del sector telecomunicaciones en Bolsa del otoño de 2001 se combinan factores macroeconómicos con aspectos regulatorios y cambios en la estrategia de alguna de las compañías. Resaltaríamos tres factores: i) tras las crisis del 11 de septiembre, el sector telecomunicaciones se percibe como defensivo y tiene una reacción clara al alza. Es decir, el sector telecomunicaciones reacciona bien ante las crisis internacionales, ii) la reducción de tipos de interés es un factor importante en un sector tan endeudado; los tipos de interés a corto plazo se reducen sustancialmente: el *ECB repo rate* pasa del 3,75 por ciento al 3,25 por ciento en octubre-noviembre de 2001. El *Fed Fund* pasa del 3 por ciento en septiembre de 2001 al 1,75 por ciento en diciembre de 2001, (ver cuadro 5), iii) el regulador adopta una actitud más favorable hacia el sector permitiendo compartir redes y reduciendo el coste de las licencias UMTS; en España se recorta el canon sobre el espectro UMTS en un 80 por ciento, Francia reduce el precio de las licencias UMTS de 4.900 millones de euros a 700 millones de euros

Fundación Telefónica
Telefónica

más un canon sobre ventas, iv) los resultados de las compañías de móviles europeas son más fuertes de los esperados: Vodafone publica un 46 por ciento de incremento en Ebitda en los primeros seis meses de 2001, v) cambio de estrategia de las operadoras: se van revisando a la baja los planes de inversión y la generación de caja se convierte en el principal objetivo de las operadoras.

Cuadro 5 (05): Evolución de los tipos de interés

En el cuadro (06) ofrecemos la evolución del Índice de Telecomunicaciones en los últimos dos años en que queda claramente reflejada la recuperación de septiembre a diciembre de 2001 y de septiembre a diciembre de 2002.

Cuadro 6 (06): Evolución del Índice de Telecomunicaciones (enero 2001- enero 2003)

KPN es el caso más llamativo, tras una caída del valor desde 14 euros a casi 2 euros en 9 meses (enero a septiembre de 2001) consigue hacer una ampliación de capital de 4.800 millones de euros en el último trimestre de 2001, con lo que consigue reducir su deuda a 15.700 millones de euros y su ratio de deuda sobre Ebitda a 3,8x (más en consonancia con la media del sector de cerca de 3,5x). Esto va acompañado de un cambio en el equipo gestor y el anuncio de una reducción de costes drástica (reducción de empleados del 18 por ciento y reducción de las inversiones en inmovilizado del 25 por ciento). KPN se da la vuelta y de hecho ha sido uno de los valores que más se ha revalorizado en el sector en los últimos doce meses recuperándose desde casi 2 euros por acción en septiembre de 2001 a 6,7 euros por acción actualmente (ver cuadro (07)).

Con este análisis llegamos a la conclusión de que la receta para salir de la crisis es: solucione su problema financiero (reducción de deuda), revise su estrategia, demuéstrelo con resultados. El problema aquí es la secuencia de estos acontecimientos, quizás sea necesario tener un cambio regulatorio y un cambio en estrategia (con un enfoque más claro a la generación de recursos) para poder solucionar el problema clave del sector en Bolsa que es la elevada deuda de alguna de las operadoras más importantes. La deuda sólo se puede reducir generando recursos internos (reducción de costes y de inversiones) o emitiendo capital. La solución más rápida y drástica es la emisión de acciones, que no es posible en unos mercados deprimidos.

Sin embargo, mientras KPN consolida su recuperación, dos de las cinco grandes operadoras europeas de telecomunicaciones (Deutsche Telekom y France Telecom) siguen sin poder reducir el problema del endeudamiento y aquí aparece la crisis en Latinoamérica (Argentina y Brasil) a principios de 2002 que empieza a afectar a Telefónica y Portugal Telecom. A esto se une un flujo de noticias negativas sobre el sector con suspensiones de pagos en compañías más pequeñas, falta de transparencia contable, etc.

Cuadro 7 (07): Evolución bursátil de KPN (enero 2001-enero 2003)

¿Y ahora qué?: cambios fundamentales en el sector

Fundación Telefónica

Tras la recuperación ?otoñal? de septiembre a diciembre de 2001, el sector telecomunicaciones vuelve a caer y alcanza su mínimo en septiembre de 2001, cuando este índice se sitúa a niveles de principios de 1998. Pero de nuevo desde septiembre de 2002 estamos asistiendo a una recuperación del sector, con una revalorización de casi el 50 por ciento en el índice de telecomunicaciones en sólo cuatro meses. Tenemos casos como el de France Telecom, que se ha revalorizado más de un 100 por cien en este periodo pasando de 8 euros por acción en septiembre de 2000 a 22 euros en enero de 2003.

Aquí deberíamos intentar analizar si se trata de una recuperación coyuntural de estilo ?otoñal?, como la que tuvimos de septiembre a noviembre de 2001, o si estamos ante un fenómeno más profundo de corte estructural. Partiendo de la base de que las dos grandes incertidumbres del sector telecomunicaciones son desde siempre los aspectos tecnológicos y regulatorios, también es verdad que influyen en la rentabilidad del sector factores macroeconómicos, de demanda (relativa aceptación de nuevos productos por el mercado) y la estrategia misma adoptada por las operadoras. En este apartado pasaremos a intentar analizar los cambios principales que se han producido de forma reciente en el sector, para de esta forma poder llegar a alguna conclusión.

1) Por el lado de los ingresos todavía nos situamos en un escenario de incertidumbre en cuanto a la evolución futura. Por el momento sería demasiado aventurado estimar crecimientos superiores al 5 por ciento anual en ingresos para el sector en los próximos años. En el cuadro (08) mostramos el incremento en ingresos de las operadoras de telecomunicaciones integradas en los últimos tres años y los que estimamos en estos momentos para el próximo año. Es importante resaltar que se trata de cifras de ingresos consolidadas que, en algunos casos, se ven distorsionadas por adquisiciones o exposición a otros mercados, pero que reflejan claramente una desaceleración fundamentalmente motivada por la ralentización en el crecimiento de ingresos en telefonía móvil.

Cuadro 8 (08): Crecimiento en ventas operadoras europeas

La penetración de la telefonía móvil ya ha alcanzado una media en Europa del 77 por ciento y, por lo tanto, el crecimiento en ingresos se basa a partir de ahora en la capacidad de las operadoras para incrementar el uso. En este segmento, en consecuencia, los factores clave serán el éxito que puedan tener los nuevos servicios de datos y multimedia y la rapidez de la migración del tráfico de la red fija a la móvil. La telefonía fija se enfrenta a una desaceleración clara en el ritmo de crecimiento de las líneas tradicionales (incluso reducciones). El crecimiento futuro de ingresos dependerá en gran medida del éxito relativo del negocio de ADSL / Internet. En ambos casos, todavía existen incertidumbres de tipo tecnológico, regulatorio y de demanda. Entrando más en detalle, los cambios que podemos apuntar en el sector por el lado de los ingresos serían:

– *En telefonía móvil se están estabilizando los ARPU (Ingreso Medio Mensual por Cliente) después de varios años de caídas, e incluso podrían empezar a verse incrementos en esta variable por primera vez en la historia en 2003.* Tras varios años de caídas constantes en los ingresos medios por cliente (ARPU) se empieza a estabilizar esta variable e incluso a crecer. Esta mejor evolución del ARPU es atribuible a tres factores: i) La penetración de la telefonía

Fundación Telefónica
Telefónica

móvil ya se sitúa en Europa en un 77 por ciento, con lo que el peso de las nuevas adiciones de clientes de menor uso va descendiendo y deja de deprimir el ARPU; ii) se va acelerando el proceso de migración de tráfico de voz de la red fija a la móvil, a medida que se va acortando el diferencial de precios entre las llamadas fijas y móviles; iii) las operadoras de móviles europeas giran también su estrategia hacia la rentabilidad y generación de caja siendo menos agresivas en precios y retirando los subsidios a terminales. Esto se traduce en una menor presión en precios y/o costes; iv) los nuevos servicios de datos (mensajes cortos) se consolidan como una fuente nueva de negocio; ya suponen alrededor del 10 por ciento de las ventas en las principales operadoras de móviles europeas (en el caso de Vodafone la última cifra disponible es de una contribución media del 14 por ciento de los servicios de datos en móviles, Telecom Italia Mobile un 9 por ciento, Deustsche Telekom en Alemania un 16 por ciento, Telefónica Móviles en España un 11 por ciento); v) En 2002 se empieza a lanzar en Europa los mensajes multimedia en telefonía móvil (imágenes, música,…). En estos momentos la contribución en ingresos es marginal pero podría contribuir al crecimiento en ventas en uno o dos puntos al año. Telefónica Móviles por ejemplo estima que los MMS supondrán el 5 por ciento de sus ventas en 2006 (esto es, en tres años) y estima un crecimiento del ARPU en telefonía móvil de en torno al 2 por ciento en 2003 frente a una caída del 4 por ciento esperada en 2002 y una caída del 6 por ciento en 2001.

– *En telefonía fija el regulador reduce la presión en precios.* Por ejemplo, el regulador en España ha dado un mensaje claro de que para fomentar la competencia en el sector telecomunicaciones sus acciones no se van a concentrar en la reducción de precios sino en intentar incrementar la rentabilidad del negocio. Hace unos meses el regulador decide eliminar en España la cuota mensual en telefonía fija del *price cap* con lo que la reducción de precios mínima en telefonía fija se fija en IPC?4 por ciento, esto resulta en una reducción de precios estimada para 2003 del 2 por ciento frente al 5 por ciento que hubiera resultado de haberse mantenido el sistema anterior. Esto se traduce por lo tanto en un efecto positivo estimado del 1 por ciento en ventas en telefonía fija. En Alemania las ultimas medidas (diciembre de 2002) son un incremento del 6-10 por ciento en precios en negocio de cable y del 3 por ciento en la cuota mensual en telefonía fija que se aplicará en febrero de este año (de hecho se espera un incremento adicional en la cuota mensual hasta alcanzar el 8 por ciento).

– *Se reduce el número de operadores principalmente en telefonía móvil: ?menos operadores y menos redes?.* En telefonía fija van desapareciendo los operadores más pequeños. Pero este efecto es especialmente importante en telefonía móvil. En los últimos meses se está produciendo un proceso importante de ?desaparición? y/o consolidación entre operadores de móviles. En Italia, IPSE ha congelado su proyecto y Blu ha sido vendido, con lo cual en estos momentos hay tres operadores de móviles. En Alemania también se ha reducido el número de operadores de móviles tras el anuncio del Grupo 3G (Quam) de cerrar sus operaciones por el momento. En Portugal a finales de 2002 se llega a un acuerdo para el cierre de Oniway y se baraja incluso la consolidación entre Optimus y Telecel (quedarían por lo tanto sólo dos operadores de móviles). Es interesante ver cómo la consolidación en telecomunicaciones se está materializando entre operadoras del mismo país. Este fenómeno de reducción de operadores favorece a los operadores existentes que ya no tienen que enfrentarse a la incertidumbre de nuevos lanzamientos.

– *Se está configurando un nuevo modelo en telefonía móvil.* En telefonía móvil en Europa se va

Fundación Telefónica
Telefónica

consolidando un modelo en el que tenemos operando en cada uno de los mercados al ?gran Vodafone?, a la filial de la operadora del país en cuestión y a un tercer o cuarto operador que, en algunos casos, es filial de alguno de los operadores europeos y en otros casos pertenece a grupos locales. Ante la presión de Vodafone, que por fin está articulando una oferta claramente global (ya ha unificado las marcas y lanzamientos) no sería extraño pensar que volviera a resurgir un modelo de ?cooperación? entre las operadoras de móviles filiales del antiguo monopolio. No se trata de un modelo fácil, dado que ya tuvimos en el pasado un movimiento similar con proliferación de ?alianzas? que fracasó, pero no deja de ser una idea interesante.

2) Pero realmente el gran cambio en el sector se está produciendo por el lado de los costes: pasamos del énfasis en ?C? de Crecimiento al énfasis en ?C? de generación de Caja. Frente a una estrategia en el año 2000 y parte de 2001 claramente enfocada a crecimiento, ahora la palabra clave es la generación de caja. Todas las operadoras europeas centran sus esfuerzos en reducir sus salidas de caja.

-Reducción de inversiones (Capex: Inversiones en Inmovilizado): pasamos de ratios de capex/ventas de entre el 20-30 por ciento en 2000 y 2001 al 15 por ciento. Esto supone incrementar la generación de caja del negocio en 5 puntos porcentuales al menos. Los planes de inversión de las operadoras europeas de telecomunicaciones se han reducido drásticamente. En telefonía fija se consolida el ADSL que es una tecnología mucho menos intensiva en capital que el cable. En telefonía móvil la reducción es muy significativa, tanto por el cierre de operaciones no rentables como por la revisión a la baja los planes de inversión en UMTS. También favorece al sector el hecho de que el regulador haya agilizado la posibilidad de acuerdos para compartir redes y haya adoptado una actitud más flexible en cuanto a los requisitos de inversión relacionados con el UMTS. Sólo mencionar que hace un año se pensaba construir seis redes de telefonía móvil en Alemania, con una inversión estimada de 40.000 millones de euros (2001-10). Mientras que en estos momentos no se espera en su caso más de 2 ó 3 redes UMTS, reduciéndose por lo tanto esta cifra a menos de la mitad. Finalmente, mencionar la reducción en los precios de los equipos: la presión en balance que sufren algunas de las operadoras europeas se traslada a los suministradores.

En el cuadro (09) mostramos la evolución del ratio de Capex/Ventas para las principales operadoras integradas europeas. En Deutsche Telekom, el capex/ventas se situaba en 2000 y 2001 en torno al 20 por ciento mientras se espera que se reduzca al 14 por ciento en 2002. Lo mismo ocurre con Portugal Telecom, que pasa del 26 por ciento del año 2000 al 21 por ciento en 2001 y se espera un 16 por ciento en 2002. En el caso de Telefónica, esta reducción es aún más drástica (desde el 33 por ciento del año 2000 a casi la mitad (17 por ciento esperado en 2002), pero en esta ocasión Latinoamérica juega un papel fundamental.

En telefonía móvil, si tomamos como ejemplo a Telefónica Móviles, vemos cómo en España el ratio de capex/ventas de esta compañía se reduce desde el 19 por ciento en 2000 al 14 por ciento en 2001, 9 por ciento esperado en 2002, y se estima se pueda reducir incluso a en torno al 7 por ciento en años futuros. En el resto de las operadoras de móviles se produce un fenómeno similar.

Cuadro 9 (09): Evolución del ratio de inversión en inmovilizado (Capex) sobre ventas

Fundación Telefónica
Telefónica

-Reducción de personal. Podrían ganarse otros 5 puntos de rentabilidad en el negocio de telefonía fija: esto supone aproximadamente cerca de 3 puntos porcentuales de incremento en la generación de caja de las operadoras integradas. Después del capex, los gastos de personal son la otra partida de salida de caja más importante en las operadoras integradas. En telefonía fija los gastos de personal suponen alrededor del 15-20 por ciento de las ventas, por encima por lo tanto del ratio medio de capex/ventas que se ha reducido al 10-15 por ciento de las ventas. Esto se traduce en que por cada 100 euros de ingresos, de 25 a 35 euros se dedican a gastos de personal e inversiones en inmovilizado.

En estos momentos el ratio de líneas de telefonía fija se encuentra en Europa en torno a las 400-500 líneas por empleado. Este ratio es mucho más elevado en EEUU, por no hablar de Latinoamérica donde encontramos compañías como Telesp que han superado las 1.200 líneas por empleado. Teniendo en cuenta que las líneas tradicionales de telefonía fija en servicio ya están reduciendo claramente su crecimiento o incluso cayendo a favor de líneas ADSL o RDSI (-3,5 por ciento en líneas analógicas en Telefónica y Portugal Telecom en los primeros nueve meses de 2002) aquí parece haber un importante campo de mejora. Si tomásemos como objetivo un ratio de 700/líneas por empleado podría reducirse la plantilla en más de un 25 por ciento en telefonía fija. Esto supondría que el ratio de gastos de personal/ventas se reduciría en telefonía fija en casi 5 puntos porcentuales. Teniendo en cuenta que la telefonía fija doméstica supone alrededor de la mitad del Ebitda de las operadoras integradas, esto supondría a nivel consolidado incrementar la generación de caja del negocio a largo plazo en torno a 3 puntos porcentuales. Lógicamente esto entrañaría unos costes importantes de reestructuración de plantilla, con lo que en una etapa inicial no supondría un ahorro de recursos pero a largo plazo la rentabilidad de este tipo de medidas debería ser importante.

Deutsche Telekom y France Telecom ya han anunciado fuertes recortes de personal, aunque todavía se enfrentan a una fuerte rigidez de tipo estructural. Deutsche Telekom, por poner un ejemplo, ha anunciado su intención de reducir su plantilla en telefonía fija en un 30 por ciento en el periodo 2002-05 (ver cuadro (10)).

Cuadro 10 (10): Productividad por empleado en telefonía fija

– *Reducción de otros gastos operativos*: alrededor de 2 puntos porcentuales. En un entorno más debilitado en cuanto a competencia, tras el giro de la estrategia de las operadoras existentes hacia la rentabilidad *versus* crecimiento y en un escenario de pesimismo económico, lo primero que se reducen son los gastos de *marketing*, publicidad y consultoría. Deutsche Telekom, por ejemplo, estima que la reducción de costes en esto conceptos debería suponer un ahorro anual de entorno a 400 millones de euros al año o el 1 por ciento de sus ventas. De hecho esta estimación nos parece muy conservadora.

– *Se reduce la presión impositiva:* durante el 2002 las operadoras europeas han procedido a provisionar y/o reducir el valor en libros de inversiones pasadas. Estas provisiones suelen ser fiscalmente deducibles y por lo tanto está permitiendo ?recuperar? parte de las inversiones pasadas. Así vemos cómo en 2001 Telecom Italia hizo una provisión por la pérdida de valor de sus inversiones en el extranjero de 4.600 millones de euros con lo que se ahorró 1.600 millones de euros de impuestos. Deutsche Telekom tiene unas pérdidas acumuladas de más de 20.000

Fundación Telefónica
Telefónica

millones de euros, Portugal Telecom. de 700 millones de euros.

Además de esto, en algunos de los países de la UE es previsible esperar cambios en la fiscalidad que también favorecerían al sector. En Alemania el impuesto de Sociedades se redujo del 53 por ciento al 38 por ciento en 2001. En Portugal, el Gobierno ha anunciado una reducción del impuesto de sociedades del 30 al 25 por ciento en 2004 (del 33 al 27,5 por ciento si tenemos en cuenta los impuestos locales). En Italia también se espera que se reduzca el impuesto sobre sociedades (IRPEG) del 36 por ciento actual al 34 por ciento el año que viene.

– *Cierre de operaciones no rentables.* Esto afecta sobre todo a los negocios de móviles, así vemos cómo en los últimos doce meses se han cerrado o congelado las operaciones de varias operadoras. Esto ha supuesto un ahorro sustancial de recursos. Por citar un ejemplo, la paralización de los proyectos en telefonía móvil de Telefónica Móviles en Italia y Alemania se ha traducido en una revisión al alza del Ebitda del grupo Telefónica en 2003 de 210 millones de euros (2 por ciento del Ebitda del grupo) y una reducción del capex de 300 millones de euros.

3) Otros factores: cambios en el equipo gestor. En el último año hemos asistido en cambios en el equipo gestor en BT, KPN, FT, DT y Vodafone. Puesto de otra forma, entre las operadoras europeas de telecomunicaciones más relevantes en Europa las únicas que no han cambiado a su equipo gestor (Presidente) son Telefónica, Portugal Telecom y Telecom. Italia. De nuevo aparece el fenómeno ?Norte-Sur? en el sector telecomunicaciones europeo que analizaremos en su caso en un artículo posterior. El efecto de estos cambio es entre otros que el nuevo equipo gestor no tiene por qué cargar con los errores del pasado y, por lo tanto, se ve con más agilidad para reestructurar las operaciones existentes.

Conclusión: el modelo de negocio funciona y ha incrementado su rentabilidad

Con todo ello nos encontramos con un sector cuyo modelo de negocio en nuestra opinión es rentable y de hecho muestra una fuerte mejora en lo que a generación de caja se refiere. Como podemos observar en el cuadro (13) el *cash flow* operativo del sector (Ebitda-Capex) ha mejorado en las operadoras europeas principales en más de 5 puntos porcentuales situándose en un rango del 19 por ciento al 23 por ciento de las ventas frente a un 10-15 por ciento sólo hace dos años. Esto significa que por cada 100 euros de ingresos la generación de caja del negocio operativo se sitúa en 19 a 23 euros. Esta fuerte mejora se ha debido, en gran medida, a la reducción de capex e incremento de márgenes en telefonía móvil.

Sin embargo, por el lado del balance, el fuerte endeudamiento del sector aunque muestra una importante mejora (KPN y BT han conseguido mejorar de forma sustancial su situación) sigue siendo una asignatura pendiente. No obstante, observamos que este problema de endeudamiento se concentra en tres compañías: Deutsche Telekom, France Telecom. y Olivetti. Las operadoras de móviles no tienen problema de deuda. El que se solucione este problema de la deuda dependerá en gran medida de los mercados (posibilidad de llevar a cabo ampliaciones de capital o salidas a Bolsa), de los gobiernos en el caso de las compañías que todavía tienen una mayoría de capital público y de la ejecución de los planes de ventas de

Fundación Telefónica
Telefónica

activos y aquí, como hablamos antes, se puede producir un círculo vicioso o virtuoso.

En lo que se refiere al crecimiento futuro del sector, como observamos también en el cuadro (10) el crecimiento en ventas se desacelera fuertemente en 2002 pero las estimaciones de los analistas ya apuntan a una recuperación en 2003. Sin embargo, es importante destacar que estos crecimientos de ventas se sitúan en torno al 3-6 por ciento, muy alejados de los datos históricos. El que se puedan revisar al alza estas estimaciones de crecimiento en ventas o márgenes operativos dependerá, en gran medida, del éxito de los nuevos servicios de telefonía móvil multimedia y/o ADSL y de otros aspectos como podría ser la posible consolidación en el sector (economías de escala).

Cuadro 11 (11): Generación de Caja de las Operadoras Europeas Integradas

Cuadro 12 (12). Generación de Caja, endeudamiento y participación del Estado

El mejor de los mundos para el sector telecomunicaciones europeo sería uno en que, por el lado de la demanda, se consolidaran los nuevos servicios de multimedia en móviles y de acceso a Internet (ADSL). Por el lado de los costes, se agilizaran los procesos de reestructuración de plantilla (especialmente importante para Deutsche Telekom y France Telecom.); que se permitiera a las operadoras recuperar parte de las inversiones realizadas en UMTS, vía la aprobación por parte del regulador de la comercialización del espectro. También algunas operadoras han mencionado la posibilidad que se les devuelva el IVA pagado en estas licencias, lo cual sería una cantidad sustancial. La consolidación en el sector también podría ayudar a incrementar la rentabilidad y la salud financiera. Nos encontramos en Europa con compañías muy endeudadas (Deutsche Telekom, France Telecom., KPN), mientras otras (Telefónica, Portugal Telecom.) tienen una deuda ya bastante reducida y se deben plantear a qué van a dedicar la caja generada en los próximos años. De hecho, Telefónica ha anunciado recientemente la vuelta al pago del dividendo.

Valoración bursátil: el sector telecomunicaciones se está valorando en Bolsa a precio de utility

En lo que respecta a la valoración bursátil del sector hemos pasado, de unos tiempos en que el ratio más utilizado era el EV/Ebitda (Capitalización Bursátil+Deuda+Otros/Beneficio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos), a ratios que también consideran la salida de caja por inversiones. Las inversiones en inmovilizado no pasan por cuenta de resultados directamente, pero son una de las principales salidas de caja de las operadoras. En estos momentos en Bolsa en el sector telecomunicaciones cada vez se da más importancia al ratio EV/ECash Flow Operativo (Capitalización Bursátil+Deuda+Otros/Ebitda ? Capex) (ver cuadro (11)).

Como vemos en el cuadro (12), las operadoras de telecomunicaciones europeas integradas están cotizando a un EV/Ebitda medio de 7x sobre resultados de 2002 y están todas bastante alineadas en valoración. Sin embargo, si tomamos el EV/(Ebitda-Capex) vemos que el rango se

Fundación Telefónica
Telefónica

amplía situándose en torno a 11-16x.

En términos de EV/Ebitda las operadoras integradas europeas están cotizando a ratios similares que el sector *utilities* que incluye a las compañías eléctricas, agua y gas principalmente que se sitúa en 6,5 por ciento, con lo cual, podemos concluir que el sector telecomunicaciones europeo está siendo valorado como una *utility* y no como un sector de crecimiento.

Cuadro 13 (13). Ratios bursátiles compañías europeas de telecomunicaciones

Sin embargo, si tomamos los ratios bursátiles de las operadoras europeas de telefonía móvil, observamos que los ratios son significativamente superiores a los de las operadoras integradas y a los ratios de mercado. La telefonía móvil se sigue viendo como un sector de crecimiento (ver cuadro (14)).

Cuadro 14 (14): Ratios bursátiles de las operadoras de móviles europeas

En nuestra opinión, un factor que subyace en el sector y que sigue deprimiendo su valoración es el de la deuda. Todavía quedan en el sector dos grandes problemas de deuda: Deutsche Telekom y France Telecom que conjuntamente suman más de 120.000 millones de euros de deuda. Esto se traduce en la posibilidad de que estas compañías hagan ampliaciones de capital o ventas de activos a precios deprimidos (lo que incluye salidas a Bolsa de algunas de sus filiales). A esto se suma el hecho que todavía el Gobierno alemán y el francés mantienen participaciones importantes en estas compañías que podrían decidir vender en algún momento, con lo que en términos bursátiles se traduce todo ello en riesgo de ?papel? en Bolsa. En un momento de Bolsa alcista, esto no supondría un problema y permitiría acabar con el principal problema del sector. En un momento de Bolsa bajista, tiene un efecto ?deflactor? importante en las valoraciones.

Fundación Telefónica
Telefónica