



worden toegeschreven, zoals altijd bij KPN een onvoorspelbare factor.

Over 2010 verwacht KPN nog niet dat de markt wezenlijk zal aantrekken. Evenals in de voorgaande jaren zullen omvangrijke kostenbesparingen weer moeten leiden tot hogere resultaten. In de afgelopen drie jaar werd het personeelsbestand met 10.000 fte's gereduceerd en zowel dit jaar als in 2010 en 2011 zullen nog eens gemiddeld duizend banen per jaar worden geschrapt. Over de positieve effecten op het resultaat is KPN zo zeker dat voor 2010 en 2011 een aanmerkelijk hoger dividend in het vooruitzicht wordt gesteld.

PRIJSEROSIE OPVANGEN

De aanhoudende kostenreductie is nodig om de prijserosie waaraan KPN's diensten blootstaan op te vangen. Het gaat er daarbij ook vooral om de vrije kasstroom tenminste op het niveau van circa 2,5 miljard euro veilig te stellen. Uit die kasstroom kan elk jaar 1 miljard euro worden aangewend om eigen aandelen in te kopen, zodat langs die weg de winst per aandeel stijgt en het uit te keren dividend kan worden verhoogd. Uit wat overblijft kan geïnvesteerd worden in het upgraden van het netwerk. Daarbij gaat KPN voorzichtiger te werk dan BT.

Zo greep E-Plus in mei naast de drie beschikbare 800-megahertzfrequenties die in Duitsland werden geveild, omdat de prijs van 1,2 miljard euro die concurrenten Telefónica, Vodafone en Deutsche Telekom wilden betalen als te hoog werd beoordeeld. Wel bracht KPN een succesvolle bieding van 284 miljoen euro uit op frequenties in het Duitse 2,1-gigahertzgebied. Dit hoge frequentiegebied heeft wel een aanmerkelijk kleiner bereik, waardoor E-Plus op den duur meer dan de andere operators zal moeten investeren in extra basisstations. Het is een kosten-batenafweging waarbij E-Plus speculeert op dalende prijzen



voor mobiele netwerkapparatuur. Gelet op de prijsbeweging in de afgelopen jaren lijkt dat niet misplaatst.

Ook met investeren in nieuwe glasvezel-aansluitingen is KPN terughoudend en lijkt het bedrijf erop te speculeren dat anderen, zoals provincies die recentelijk goed bij kas zijn komen te zitten door verkoop van hun energiebelangen, op dit punt het voortouw nemen. Ook deze tactiek lijkt opportuun nu Limburg als eerste provincie ervoor gekozen heeft zelf de financiering van een glasvezelnetwerk ter hand te nemen.

De vraag is hoelang KPN de strategie van jaarlijkse kostenbesparingen en terughoudendheid ten aanzien van investeringen zal kunnen voortzetten. Hangt een en ander niet samen met de positie van bestuursvoorzitter Scheepbouwer die in de loop van volgend jaar zal vertrekken? Het feit dat twee beoogde opvolgers het bedrijf kort geleden verlieten, zou er ook op kunnen duiden dat er in de top van het bedrijf geen overeenstemming bestaat over de duurzaamheid van het huidige verdienmodel.

De ervaringen van de afgelopen jaren doen evenwel vermoeden dat ook onder de opvolger van Scheepbouwer de koe nog lang gemolken zal kunnen worden. Afhankelijk van wie het roer in handen krijgt, is niet uit te sluiten dat daarnaast een seculier bedrijfsmodel wordt ontwikkeld waarbij minder angstvallig op de instandhouding van de kasstroom behoeft te worden gestuurd.

HET BETERE PERSPECTIEF

Zowel bij KPN als BT zullen de komende jaren kostenbesparingen het belangrijkste instrument blijven voor de handhaving van de vrije kasstroom. Bij KPN ligt die rond een stabiele 2,4 miljard euro per jaar. Bij het qua omzet tweemaal zo grote BT fluctueerde de vrije kasstroom de afgelopen jaren tussen de 0,7 en 2,3 miljard pond.

Opmerkelijk is het verschil in benodigde arbeidskracht. Hoewel twee keer zo groot, heeft BT driemaal zo veel werknemers op de loonlijst als KPN. De operationele efficiency van KPN, de hoogste in de sector, vertaalde zich in 2010 in een ebitmarge van 22,2 procent tegen 10 procent voor BT. Qua financiering staat KPN er ook gunstiger voor. Door de inkoop van eigen aandelen is KPN de laatste jaren wel scherper aan de wind gaan varen, maar de solvabiliteit bedraagt nog steeds 16 procent, terwijl die voor BT met zijn negatief eigen vermogen -15 procent bedraagt.

Op het punt van besparingen beschikt BT, dat pas in 2009 serieus werk begon te maken van personeelsreductie, nog over een groot besparingspotentieel, maar dat is een te onzekere factor om het oordeel ten gunste van BT te laten uitvallen. Met een koers-winstverhouding van 8,6 op basis van de voor 2011 getaxeerde winst bij een vrijwel gegarandeerd dividendrendement van 8 procent biedt KPN beleggers het betere perspectief. ■