
DUFF & PHELPS

Herijking Toegestaan Normrendement UPD
Finaal Rapport

22 mei 2019

STRIKT VERTROUWELIJK

Opgesteld voor



Ministerie van Economische Zaken
en Klimaat

Herijking Toegestaan Normrendement UPD

Algemene Voorwaarden

- Dit document is opgesteld voor de Directie Mededinging en Consumenten (“DMC”) van het Ministerie van Economische Zaken & Klimaat (“Ministerie van EZ&K” of “Opdrachtgever”) voor de doeleinden beschreven in dit document en zal voor geen enkel ander doel worden ingezien of gebruikt. Tenzij juridisch genoodzaakt zal dit document niet worden overhandigd aan een derde partij, ongeacht of deze partij dit document nodig heeft voor haar werkzaamheden. Zonder schriftelijke toestemming zal niet naar ons of naar onze diensten worden verwezen. Wij beschikken over volledige discretie bij het verlenen van deze toestemming en bij het bepalen van voorwaarden voor toestemming. In geen geval, ongeacht of hiervoor toestemming door ons is verleend, zullen wij verantwoordelijkheid dragen tegenover een derde partij aan wie dit rapport beschikbaar is gesteld of door wie dit rapport is ingezien.
- Hoewel ons rapport gemoeid is met het analyseren van financiële en boekhoudkundige informatie kan ons werk niet worden geïnterpreteerd als een audit in overeenstemming met algemeen aanvaarde boekhoudprincipes van de financiële gegevens van de in dit rapport besproken ondernemingen. Derhalve zullen wij geen enkele aansprakelijkheid aanvaarden en doen wij geen uitspraken over de juistheid en compleetheid van de informatie aan ons verstrekt.
- De uitkomsten in dit rapport zijn alleen relevant voor het specifieke doel van de opdracht.
- Gedurende ons onderzoek hebben wij financiële en andere informatie gebruikt, aan ons verstrekt door DMC en andere partijen of door ons verkregen uit publieke informatiebronnen, welke door ons als betrouwbaar werden geacht. De meer significante en materiële informatiebronnen zijn door ons in het rapport geïdentificeerd. Onze conclusies zijn afhankelijk van de juistheid en compleetheid van de ontvangen informatie. Wij hebben geen onderzoek verricht naar de juistheid en betrouwbaarheid van de informatie aan ons verstrekt of door ons verkregen en wij doen derhalve geen uitspraken en geven geen assurantie met betrekking tot de juistheid of betrouwbaarheid van deze informatie.
- Het bepalen van een (norm)rendement en het evalueren van een bedrijfsplan, inclusief evaluatie van synergiën, betreft geen exacte wetenschap en de uitkomsten zijn derhalve per definitie subjectief en in zekere mate afhankelijk van een ieders eigen interpretatie van de ontsloten informatie en onderzoek. Derhalve bestaat er geen onweerlegbaar unieke uitkomst van met betrekking tot onze opdracht.

Herijking Toegestaan Normrendement UPD

Inhoudsopgave

Sectie	Titel	p.
1.	Managementsamenvatting	4
2.	Introductie & Achtergrond Opdracht en Reikwijdte Onderzoek	7
3.	Overzicht Vraagstellingen en Plan van Aanpak	9
4.	Beschrijving Segmenten PostNL	11
5.	Beschrijving Perspectieven en Onderlinge Samenhang	15
6.	Externe Perspectief	17
7.	Interne Perspectief	24
8.	Samenvatting en Conclusies	27
Appendix 1	Toelichting EBIT Postdivisies Vergelijkbare Ondernemingen	29
Appendix 2	PostNL WACC	39
Appendix 3	Toelichting Regulated Asset Base	43

1.

Managementsamenvatting

Managementsamenvatting

Introductie & Procedures

Introductie

- Duff & Phelps is door het Ministerie van Economische Zaken & Klimaat aangesteld om:
 - Bepaalde analyses met betrekking tot het normatieve rendement voor het gereguleerde (UPD) domein van PostNL te actualiseren; en
 - Onze mening te geven inzake een redelijk normatief rendement voor het UPD (Universele Postdienst) domein van PostNL.
- Voor ons onderzoek hebben we de volgende basisveronderstellingen gehanteerd:
 - Normatief rendement wordt uitgedrukt als EBIT gedeeld door Omzet; en
 - Vergelijkbare ondernemingen zoals door Ecorys gehanteerd zijn overgenomen en uitgebreid met de postbedrijven van het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland.

Procedures

Wij hebben de volgende stappen toegepast om het normatieve rendement voor het gereguleerde domein van PostNL te bepalen.

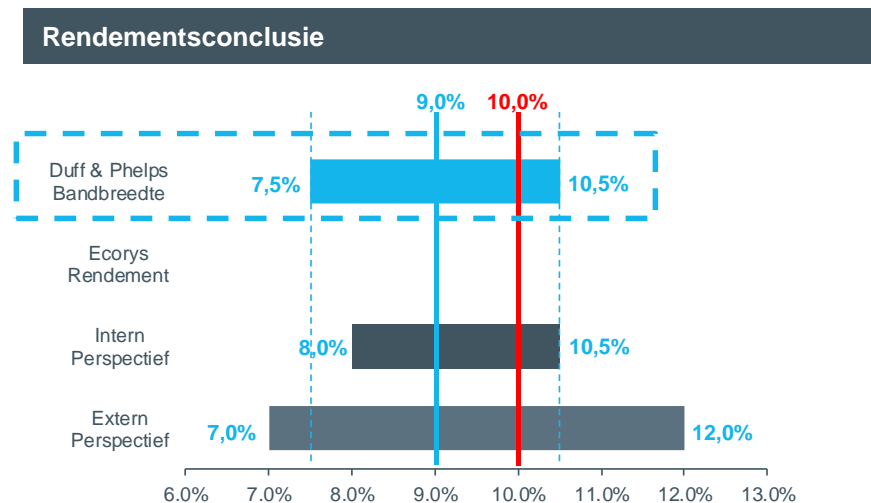
- 1) **Externe Perspectief:** actualisatie van de primaire analyses van Ecorys, opgedeeld naar de volgende sub stappen:
 - A. Toetsing / verificatie analyses Ecorys;
 - B. Actualisatie relevante ratio's voor PostNL en de vergelijkbare ondernemingen; en
 - C. Opstellen bandbreedte indicatieve normatieve rendement.
- 2) **Interne Perspectief:** opstellen van een raamwerk waarmee de normatieve bandbreedte afgeleid op basis van het Externe Perspectief getoetst kan worden. Dit zogenaamde Interne Perspectief is gebaseerd op de activawaarde (materieel en immaterieel) van de onderneming, en neemt derhalve ook relevante bedrijfsspecifieke aspecten in ogenschouw. Het perspectief kan opgedeeld worden in de volgende stappen:
 - A. Bepalen van de basis waarop het rendement van toepassing is;
 - B. Marktconform rendementseis (WACC);
 - C. Afleiden van het nominaal normatieve rendement (EBIT) en van de relatieve rendementen (marges); en
 - D. Opstellen bandbreedte indicatieve normatieve rendement.
- 3) **Conclusie:** Op basis van Stap 1) en Stap 2) definiëren wij een indicatieve bandbreedte voor het normatieve rendement.

Managementsamenvatting

Conclusies

Rendementsconclusies

- In nevenstaand overzicht worden de rendementsobservaties per perspectief grafisch weergegeven.
- Op basis van het *Externe Perspectief* (afgeleid van observaties met betrekking tot vergelijkbare ondernemingen) komen wij uit op een normatief rendement in het bereik van **7,0% - 12,0%**.
 - Zie Sectie 6 voor de financiële onderbouwing van dit rendementsbereik.
- Op basis van het *Interne Perspectief* (afgeleid van observaties met betrekking tot het UPD domein van PostNL) komen wij uit op een normatief rendement in het bereik **8,0% - 10,5%**.
 - Zie Sectie 7 voor de financiële onderbouwing van dit rendementsbereik.
- **Gegeven de bandbreedtes afgeleid op basis van het Externe Perspectief en Interne Perspectief, achten wij een bandbreedte van 7,5% - 10,5% voor het normatieve rendement als redelijk.**
- **Indien wij het midden van de bandbreedte (9,0%) als redelijke puntschatting hanteren, dan betekent dit een daling (100 bps) t.o.v. de puntschatting van Ecorys (10,0%).**



2.

Introductie & Achtergrond Opdracht en Reikwijdte Onderzoek

Introductie, Achtergrond Opdracht en Reikwijdte Onderzoek

Introductie

- Duff & Phelps B.V. (“D&P” of “wij”) is door het Ministerie van Economische Zaken & Klimaat (“Ministerie van EZ&K” of “Opdrachtgever”) aangesteld om:
 - Bepaalde analyses met betrekking tot het normatieve rendement voor het gereguleerde (UPD) domein van PostNL te actualiseren; en
 - Onze mening te geven inzake een redelijk normatief rendement voor het UPD (Universele Postdienst) domein van PostNL.

Achtergrond Opdracht

- Deze analyses worden uitgevoerd in het kader van een wijziging van de Postwet, naar aanleiding van de eerder gevoerde Postdialoog. De twee belangrijkste beginsels met betrekking tot de een mogelijke wijziging van de Postwet zijn het:
 - Continuïteitsbeginsel (en financierbaarheid UPD); en het
 - Betaalbaarheidsbeginsel.
- In het kader van het continuïteitsbeginsel heeft PostNL publiekelijk aangegeven dat zij een overname van Sandd bestudeert.
- Met het oog op een herziening van de Postwet heeft de Opdrachtgever besloten om het normatieve rendement te evalueren.

Reikwijdte Onderzoek

- Ons onderzoek kan worden beschouwd als:
 - Een actualisatie van het Ecorys onderzoek uitgevoerd in 2010 (“Ecorys Onderzoek”) op basis waarvan het normatieve rendement voor het UPD domein is gedefinieerd;
 - Een advies in hoeverre de hernieuwde inzichten relevant zijn voor PostNL Mail voor en na een eventuele overname.
- Wij hebben ons onderzoek primair gebaseerd op publieke gegevens. Daar waar gebruik is gemaakt van confidentiële informatie, hebben we dit expliciet benoemd. Deze confidentiële informatie kan niet publiekelijk worden gedeeld.
- Wij hebben onze procedures, aannames, observaties en conclusies niet besproken met andere partijen dan de Opdrachtgever. Daarnaast, gezien de doorlooptijd en afgestemde diepgang van ons onderzoek, hebben wij moeten werken met bepaalde high-level aannames. Dit betekent dat bepaalde aspecten van ons onderzoek nadere verdieping behoeven alvorens definitieve conclusies gemaakt kunnen worden.

Distributie Rapportage

- Dit rapport kan alleen met derden worden gedeeld nadat hiervoor toestemming is verleend door D&P.

3.

Overzicht Vraagstellingen en Plan van Aanpak

Overzicht Vraagstellingen en Plan van Aanpak

Overzicht Vraagstellingen

- Voor ons onderzoek zijn de volgende vraagstellingen relevant:
 - **Hoe hebben de EBITDA-marges van de vergelijkbare bedrijven zich ontwikkeld?**
 - » Ecorys heeft in 2010 een analyse opgesteld inzake normatieve rendementen voor de gereguleerde postmarkt (het UPD Domein). Dit onderzoek besloeg de periode 2006-2008. Wij zijn gevraagd om de relevante onderdelen van deze analyse te actualiseren voor de periode 2015-2017.
 - » Op basis van de uitkomsten van de actualisatie van het Ecorys Onderzoek zijn wij gevraagd om aan te geven wat onze visie is inzake de bandbreedte voor wat betreft het normatieve rendement.
 - **Welk normatief marktconform rendement volgt uit de activa van PostNL?**
 - » In aanvulling op de actualisatie van het Ecorys Onderzoek en onze visie op de normrendementen op basis van een Externe Perspectief, zijn wij ook gevraagd om aan te geven in hoeverre het Externe Perspectief in de voor PostNL specifieke context geplaatst kan worden. Dat wil zeggen; in hoeverre sluiten de conclusies afgeleid van het Externe Perspectief (sec gebaseerd op observaties m.b.t. vergelijkbare ondernemingen) aan op het Interne Perspectief (het PostNL specifieke perspectief). Dit specifieke perspectief beschrijven wij rechts in meer detail.

Plan van Aanpak

- Ons onderzoek bestaat uit de volgende stappen:
 - 1) **Externe Perspectief:** actualisatie van de primaire analyses van Ecorys, opgedeeld naar de volgende substappen:
 - A. Toetsing / verificatie analyses Ecorys;
 - B. Actualisatie relevante ratio's voor PostNL en de vergelijkbare ondernemingen; en
 - C. Opstellen bandbreedte indicatieve normatieve rendement.
 - 2) **Interne Perspectief:** opstellen van een raamwerk waarmee de normatieve bandbreedte afgeleid op basis van het Externe Perspectief getoetst kan worden. Dit zogenaamde Interne Perspectief is gebaseerd op de activawaarde (materieel en immaterieel) van de onderneming, en neemt derhalve ook relevante bedrijfsspecifieke aspecten in ogenschouw. Het perspectief kan opgedeeld worden in de volgende stappen:
 - A. Bepalen van de basis waarop het rendement van toepassing is;
 - B. Marktconform rendementseis (WACC);
 - C. Afleiden van het nominaal normatieve rendement (EBIT) en van de relatieve rendementen (marges); en
 - D. Opstellen bandbreedte indicatieve normatieve rendement.
 - 3) **Conclusie:** Op basis van Stap 1) en Stap 2) definiëren wij een indicatieve bandbreedte voor het normatieve rendement.
- Voor ons onderzoek hebben we de volgende basisveronderstellingen gehanteerd: (a) normatief rendement wordt uitgedrukt als EBIT gedeeld door omzet, en (b) vergelijkbare ondernemingen gebruikt zijn in lijn met het Ecorys Onderzoek, uitgebreid met de postbedrijven uit het V.K. en Zwitserland.

4.

Beschrijving Segmenten PostNL

Beschrijving Segmenten PostNL

Financiële Analyse (i)

Financiële Analyse PostNL

- In nevenstaande tabellen zijn de (historische) financiële resultaten van PostNL samengevat op geconsolideerde basis en uitgesplitst naar de verschillende segmenten van PostNL (t.w. 'Mail in the Netherlands', 'Parcels', 'International', en 'Other').
- De UPD activiteiten zijn opgenomen in Mail in The Netherlands *en* in Parcels.
- De belangrijkste observaties zijn:
 - Omzet van PostNL significant is gedaald;
 - Winstmarge is significant gedaald;
 - Bijdrage van Parcels is fors toegenomen tot meer dan 50% van de omzet en operationele winst.
- We dienen op de merken dat PostNL drie verschillende definities voor EBIT hanteert:
 - Reported Operating Income;
 - Underlying Operating Income, bestaat uit Reported Operating Income (EBIT) maar bevat correcties voor:
 - Project costs;
 - tax related risk;
 - book loss from disposal;
 - restructuring related charges;
 - payment unconditional funding obligation pensions;
 - past service pension costs/settlements.
 - Underlying Cash Operating Income, bevat additionele correcties voor:
 - changes in provisions;
 - changes in pension liabilities.

Financiële Analyse PostNL

EUR in Miljoenen

	Actuals				
	2014	2015	2016	2017	2018
Financiële Resultaten PostNL					
Omzet	3,473	3,461	3,413	3,495	2,793
EBITDA	465	395	365	308	268
EBITDA Margin	13.4%	11.4%	10.7%	8.8%	9.6%
Reported EBIT	405	340	291	253	185
EBIT Margin	11.7%	9.8%	8.5%	7.2%	6.6%
Underlying EBIT	386	358	324	282	185
EBIT Margin	11.1%	10.3%	9.5%	8.1%	6.6%
Underlying Cash EBIT	287	303	245	225	188
Investerings in MVA	57	55	64	74	55
EBITDA +/- Investerings MVA	408	340	301	234	213

Marktwaarde PostNL

+/- Market Capitalization	1,367	1,545	1,812	1,849	937
+/- Net Debt	697	587	(82)	(17)	192
-/- NOA	(127)	177	(432)	(377)	(375)
Operating MVIC	2,191	1,955	2,162	2,209	1,504
EBITDA Multiple	4.7x	5.0x	5.9x	7.2x	5.6x
Reported EBIT Multiple	5.4x	5.8x	7.4x	8.7x	8.1x
Underlying EBIT Multiple	5.7x	5.5x	6.7x	7.8x	8.1x
Underlying Cash EBIT Multiple	7.6x	6.5x	8.8x	9.8x	8.0x

Financiële Analyse PostNL: Segmenten

EUR in Miljoenen

	Actuals				
	2014	2015	2016	2017	2018
Operating Omzet per Segment					
Mail in The Netherlands	2,051	1,961	1,877	1,783	1,678
Parcels	854	917	967	1,110	1,555
International	922	983	1,017	1,051	na
PostNL Other	196	188	178	76	74
Intercompany	(550)	(588)	(626)	(525)	(535)
Totaal Omzet	3,473	3,461	3,413	3,495	2,772
Totaal Omzet (excl. Intern.)				2,725	2,772

Reported EBIT per Segment

Mail in The Netherlands	298	237	181	145	100
EBIT Margin	14.5%	12.1%	9.6%	8.1%	6.0%
Parcels	100	101	110	118	119
International	(6)	-	2	(4)	na
PostNL Other	13	2	(2)	(6)	(34)
Totaal Reported EBIT	405	340	291	253	185

Underlying EBIT per Segment

Mail in The Netherlands	303	263	217	177	133
EBIT Margin	14.8%	13.4%	11.6%	9.9%	7.9%
Parcels	100	105	112	122	121
International	3	19	15	7	na
PostNL Other	(20)	(29)	(20)	(24)	(45)
Totaal Underlying EBIT	386	358	324	282	209

Underlying Cash EBIT per Segment

Mail in The Netherlands	230	204	160	125	93
EBIT Margin	11.2%	10.4%	8.5%	7.0%	5.5%
Parcels	98	101	106	120	117
International	2	19	14	6	na
PostNL Other	(43)	(21)	(35)	(26)	(22)
Totaal Underlying Cash EBIT	287	303	245	225	188

Beschrijving Segmenten PostNL

Financiële Analyse (ii)

Financiële Analyse PostNL (vervolg)

- In nevenstaande tabellen presenteren wij de financiële resultaten voor de 'segmenten' UPD en Overig, tezamen PostNL.
 - Let op; dit zijn niet de segmenten die PostNL hanteert. De categorie Overig is simpelweg de sluitpost tussen PostNL totaal en UPD.
- We hebben deze financiële gegevens opgedeeld naar UPD en niet-UPD op basis van de jaarverslagen van PostNL en de UPD activiteiten.
- Wij hebben de volgende aannames gehanteerd:
 - Omzet totaal minus omzet UPD impliceert de omzet voor Overig;
 - EBIT totaal minus EBIT UPD impliceert de EBIT voor Overig; en
 - UPD operationele winst refereert naar 'Underlying Cash Operating Income'.
- Het volgende valt op met betrekking tot de financiële resultaten:
 - UPD omzet schommelt rond de EUR 850 – 900 miljoen. Deze omzet wordt naar verwachting grotendeels op pijl gehouden door een stijging van de prijs van UPD-producten en een toename van de UPD pakketten;
 - Na een forse daling van 9.1% naar 5.5% in 2015, is de winstgevendheid van UPD in de laatste drie jaren enigszins toegenomen. Deze stijging wordt ons inziens met name gerealiseerd middels i) prijsstijgingen en ii) toename van de relevantie van de pakketten.

Financiële Analyse PostNL: Mail in The Netherlands

EUR in Miljoenen

	Actuals			
	2014	2015	2016	2017
Omzet				
UPD	844	876	900	854
Overig	2,629	2,586	2,513	2,641
Totaal PostNL	3,473	3,461	3,413	3,495
Cash EBIT				
UPD	76	48	56	55
Overig	230	237	156	141
Totaal PostNL	306	285	212	196
EBIT Marge				
UPD	9.1%	5.5%	6.3%	6.5%
Overig	8.7%	9.2%	6.2%	5.3%
Totaal PostNL	8.8%	8.2%	6.2%	5.6%

Financiële Analyse PostNL: Mail in The Netherlands

EUR in Miljoenen

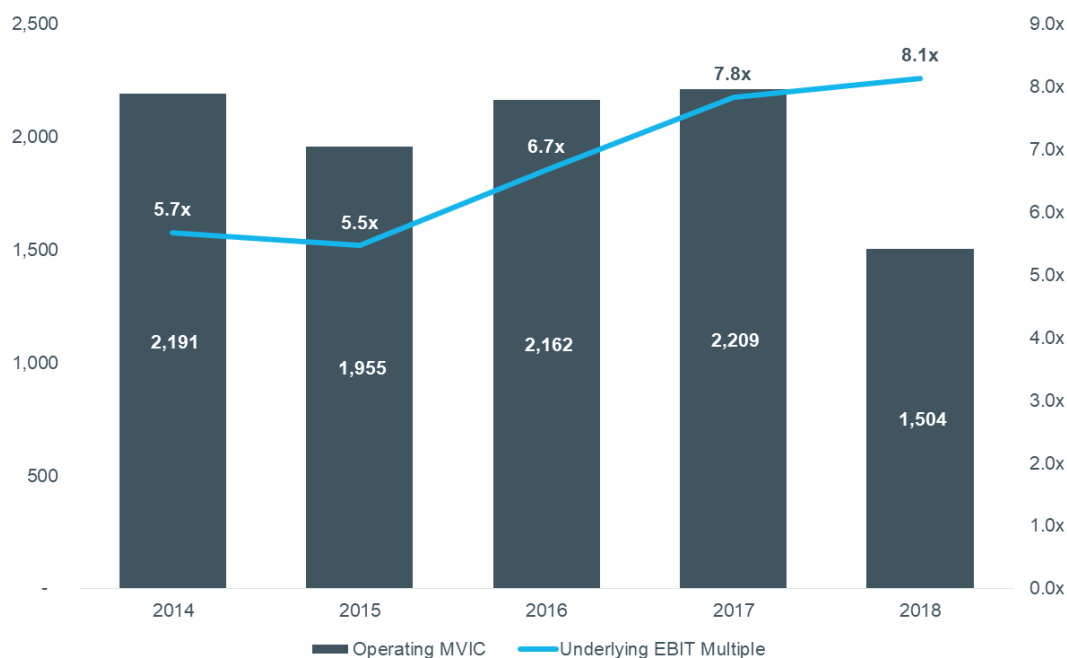
	Actuals				
	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	2,051	1,961	1,877	1,783	1,678
% groei		-4.4%	-4.3%	-5.0%	-5.9%
Reported EBIT	298	237	181	145	100
EBIT Margin	14.5%	12.1%	9.6%	8.1%	6.0%
Underlying EBIT	303	263	217	177	133
EBIT Margin	14.8%	13.4%	11.6%	9.9%	7.9%

Beschrijving Segmenten PostNL

Financiële Analyse (iii)

Marktw waarde PostNL

- Onderstaande grafiek en tabel tonen financiële en markt informatie voor PostNL.
- We kunnen hierbij het volgende opmerken:
 - De marktw waarde van PostNL is recentelijk fors gedaald, hetgeen primair komt door (i) een daling in de aandelenmarkten in het vierde kwartaal van 2018, waar (het aandeel van) PostNL zicht niet aan heeft kunnen onttrekken en (ii) de neerwaartse aanpassing van verwachtingen na de publicatie van de kwartaalcijfers over het derde kwartaal op 5 november 2018 (de multiple is ongeveer gelijk gebleven vergeleken met 2017); en
 - We observeren dat de EBIT multiple varieert tussen **5.5x en 8.1x**, hetgeen relatief laag is (in de context van de observaties met betrekking tot de vergelijkbare ondernemingen), wat primair komt door de groeiuitdagingen waar PostNL mee te kampen heeft. Een lage groei impliceert *ceteris paribus* een relatief lage multiple. Daarnaast heeft de regulering een impact op de (relatieve) waarde van PostNL. Het reguleringsbeleid als gevolg van de Postwet (waarin AMM in is benoemd en de gerelateerde verplichtingen zijn vastgelegd) is in Nederland relatief streng.



Financiële Analyse PostNL

EUR in Miljoenen

	Actuals				
	2014	2015	2016	2017	2018
Financiële Resultaten PostNL					
Omzet	3,473	3,461	3,413	3,495	2,793
EBITDA	465	395	365	308	268
<i>EBITDA Margin</i>	13.4%	11.4%	10.7%	8.8%	9.6%
Reported EBIT	405	340	291	253	185
<i>EBIT Margin</i>	11.7%	9.8%	8.5%	7.2%	6.6%
Underlying EBIT	386	358	324	282	185
<i>EBIT Margin</i>	11.1%	10.3%	9.5%	8.1%	6.6%
Underlying Cash EBIT	287	303	245	225	188
Investeringen in MVA	57	55	64	74	55
EBITDA -/- Investeringen MVA	408	340	301	234	213
Marktw waarde PostNL					
+/- Market Capitalization	1,367	1,545	1,812	1,849	937
+/- Net Debt	697	587	(82)	(17)	192
-/- NOA	(127)	177	(432)	(377)	(375)
Operating MVIC	2,191	1,955	2,162	2,209	1,504
EBITDA Multiple	4.7x	5.0x	5.9x	7.2x	5.6x
Reported EBIT Multiple	5.4x	5.8x	7.4x	8.7x	8.1x
Underlying EBIT Multiple	5.7x	5.5x	6.7x	7.8x	8.1x
Underlying Cash EBIT Multiple	7.6x	6.5x	8.8x	9.8x	8.0x

5.

Beschrijving Perspectieven en Onderlinge Samenhang

Beschrijving Perspectieven en Onderlinge Samenhang

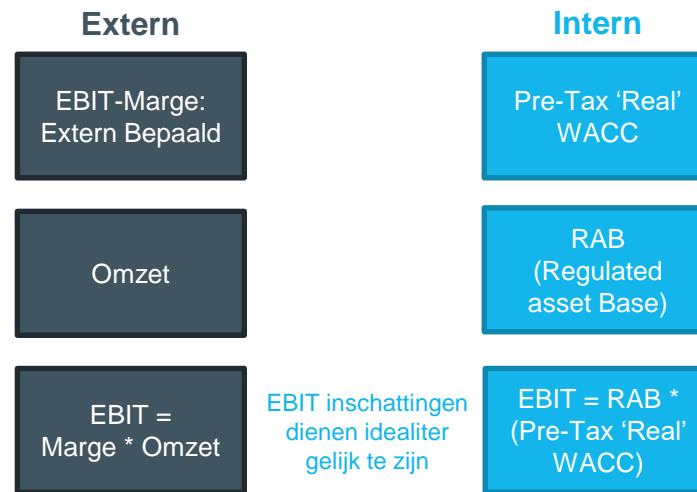
Introductie

Perspectieven ten aanzien van Rendement

- We hanteren de volgende uitgangspunten voor wat betreft de analyses met betrekking tot de rendementen:
 - Consistentie met het Ecorys Onderzoek;
 - We houden rekening met een ('market-based') geïnvesteerd vermogen en een redelijk rendement te realiseren op het geïnvesteerde vermogen, zodat de rendementsobservaties in een context geplaatst kunnen worden; en
 - Daar waar van toepassing, houden we rekening met specifieke marktfactoren.
- Voor onze analyse hebben we een tweetal perspectieven gehanteerd:
 - **Externe Perspectief:** normatief rendement afgeleid van rendementen die worden gerealiseerd door vergelijkbare ondernemingen; en
 - **Interne Perspectief:** normatief rendement op basis van specifieke observaties met betrekking tot PostNL – UPD Domein aangevuld met bepaalde observaties met betrekking tot de vergelijkbare ondernemingen.
- Voor het Externe Perspectief hebben we met name gekeken naar de ratio EBIT / Omzet, daar dit ook de ratio was die door Ecorys is geanalyseerd.
- Deze ratio is middels het Interne Perspectief in een PostNL – UPD Domein context geplaatst. Dit perspectief is ingevuld op basis van de volgende parameters:
 - Geïnvesteerd vermogen (market based), oftewel de proxy gereguleerde activawaarde ('regulated asset base' of 'RAB');
 - Normatief rendement op geïnvesteerd vermogen, oftewel de (pre-tax real) WACC;
 - Zogenaamde Market / Book ratio's om invulling te geven aan het feit dat het geïnvesteerde vermogen dat afgeleid wordt van de balans niet de gehele waarde representeert van de activabasis op basis waarvan PostNL haar diensten verleent. Dit immateriële aspect wordt nader besproken in Appendix 4.

Samenhang

- Uiteindelijk is de samenhang tussen de twee perspectieven relatief simpel. Deze samenhang wordt gevisualiseerd op basis van onderstaande illustratie. Hier kunnen een paar opmerkingen bij geplaatst worden:



Externe Perspectief:

- EBIT-marge van vergelijkbare ondernemingen is leidend.
- Koppeling met onderneming specifieke kenmerken is **niet** van toepassing,

Interne Perspectief:

- EBIT-marge afgeleid van onderneming specifieke kenmerken.
- RAB betreft het geïnvesteerd vermogen dat men terug kan verdienen.

6.

Externe Perspectief

Stap 1A: Validatie Data

- De financiële informatie voor de vergelijkbare ondernemingen (ook wel 'peers' genoemd) halen wij uit de betreffende jaarverslagen, conform de in 2010 door Ecorys gehanteerde methode.
- Wij kunnen de uitkomsten van het Ecorys rapport nagenoeg repliceren, op de EBIT-marge van het Belgische postbedrijf (t.w. bpost SA/NV) na, zoals gepresenteerd in nevenstaande tabel.
- Overige afwijkingen zijn marginaal en voornamelijk gerelateerd aan afrondingsverschillen.

Stap 1B: Actualisatie Ecorys Onderzoek

- De bruikbaarheid van de verkregen financiële informatie (t.w. de jaarverslagen van de peers) is beperkt, vanwege:
 - Samenvoegen van post en andere onderdelen sinds 2008, oftewel interne herstructureringen;
 - Mogelijke wijzigingen in kostenallocatie (bijvoorbeeld meer kosten toegewezen aan toegenomen "Parcel & Logistics" segment);
 - Versturende impact van overnames en desinvesteringen; en
 - Mogelijke wijzigingen van de betreffende regulering.
- Potentiele oplossingen om een meer gedegen trendanalyse op te stellen:
 - Inschatten winstgevendheid op basis van historische segmentinformatie en ontwikkeling van de business; en
 - Additioneel onderzoek in publieke financiële rapportages van de (meest relevante) vergelijkbare ondernemingen en de sector.
- Wij hebben de relevante financials per peer geprojecteerd. Verdere uitleg wat betreft de projectiemethoden en projecties per peer wordt gegeven in Appendix 1.

Ecorys Comparison (1)

Company	Historicals		
	2006	2007	2008
Österreichische Post AG	19.7%	19.1%	16.9%
Deutsche Post AG	13.7%	13.6%	15.1%
PostNord AB	10.1%	11.2%	7.9%
La Poste S.A.	6.8%	6.7%	4.4%
Australian Postal Corporation	0.0%	0.0%	0.0%
bpost SA/NV	7.1%	4.3%	12.1%
PostNL N.V.	18.5%	14.8%	14.8%

Company	Comparison		
	3y AVG	Ecorys	Delta
Österreichische Post AG	18.6%	18.6%	0.0%
Deutsche Post AG	14.1%	14.3%	-0.2%
PostNord AB	9.8%	9.5%	0.3%
La Poste S.A.	6.0%	5.8%	0.2%
Australian Postal Corporation	0.0%	4.4%	-4.4%
bpost SA/NV (2)	7.8%	8.8%	-1.0%
PostNL N.V.	16.0%	16.1%	-0.1%

Notes

- (1) Observed differences are marginal and mainly relate to rounding.
 (2) We cannot explain the observed difference for bpost SA/NV.

Stap 1B: Actualisatie – Peers & EBIT-Marges

- In eerste instantie hebben we de volgende vergelijkbare bedrijven geselecteerd:
 - Österreichische Post AG;
 - Deutsche Post AG;
 - PostNord AB;
 - La Poste S.A.;
 - Australian Postal Corporation;
 - Die Schweizerische Post AG.
 - bpost SA/NV;
 - PostNL N.V.;
 - Poste Italiane SpA;
 - Royal Mail plc;
 - La Sociedad Estatal Correos y Telégrafos S.A.; en
- In onderstaande tabel wordt voor alle peers de EBIT marge getoond op geconsolideerd niveau.

Stap 1B: Actualisatie – Geselecteerde Peers

- Zoals hiervoor aangegeven is de financiële informatie van de peers beperkt bruikbaar. Daarnaast heeft Ecorys voor haar onderzoek een bepaalde selectie gemaakt van peers.
- Om de vergelijkbaarheid met het Ecorys Onderzoek te waarborgen en een goede vergelijking te kunnen maken, hebben we de volgende peers verwijderd uit de selectie:
 - Poste Italiane SpA;
 - La Sociedad Estatal Correos y Telégrafos S.A.; en
 - Posti Group Oyj.
- Ter compleetheit en gegeven de vergelijkbaarheid hebben wij Royal Mail plc en Die Schweizerische Post AG niet verwijderd uit de peer groep, inconsistent met de door Ecorys gehanteerde peer groep.

All Peers - Financials

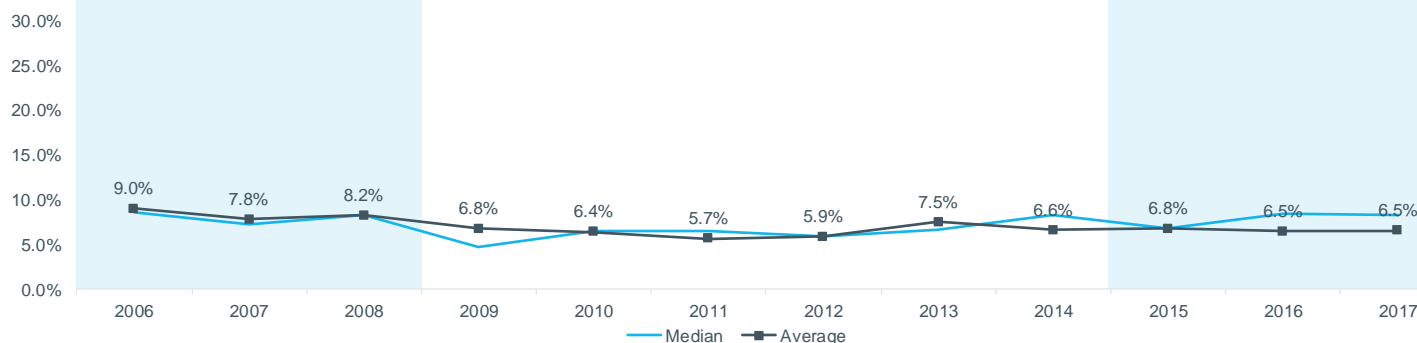
Company	Ecorys								Duff & Phelps			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT MARGIN - ALL SEGMENTS												
Österreichische Post AG	7.0%	7.0%	6.9%	6.1%	6.6%	7.6%	7.7%	7.9%	8.3%	3.7%	10.0%	10.7%
Deutsche Post AG	6.4%	3.9%	-1.8%	0.5%	3.6%	4.6%	4.8%	5.2%	5.2%	4.1%	6.1%	6.2%
PostNord AB	5.1%	6.7%	6.8%	0.6%	3.3%	4.0%	1.3%	1.7%	0.9%	2.4%	1.3%	0.9%
La Poste S.A.	4.7%	6.3%	4.3%	3.7%	3.7%	3.1%	3.8%	3.5%	3.2%	3.8%	4.2%	4.2%
Australian Postal Corporation	11.2%	11.8%	7.8%	2.2%	6.7%	7.2%	3.8%	2.1%	-5.1%	1.1%	n.a.	n.a.
bpost SA/NV	7.1%	4.3%	12.1%	16.8%	13.9%	19.3%	20.5%	18.4%	19.5%	19.2%	20.5%	16.3%
PostNL N.V.	12.6%	10.8%	8.8%	13.9%	11.2%	9.7%	9.1%	9.6%	11.1%	10.3%	9.5%	8.1%
Poste Italiane SpA	8.7%	10.3%	8.2%	8.0%	8.6%	7.6%	5.8%	5.4%	2.4%	2.9%	3.2%	3.4%
Royal Mail plc	3.9%	2.5%	1.7%	3.4%	4.8%	2.4%	4.2%	4.3%	7.2%	6.6%	7.6%	7.0%
La Sociedad Estatal Correos y Telégrafos	n.a.	n.a.	3.6%	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.1%	3.2%	13.3%	-2.7%	-3.1%	-10.7%
Die Schweizerische Post AG	12.6%	7.8%	8.5%	7.1%	7.6%	8.0%	11.2%	16.6%	11.6%	13.6%	10.9%	11.3%
Total EBIT Margin	6.7%	6.3%	3.9%	2.9%	4.8%	5.0%	4.4%	4.5%	3.8%	3.9%	4.4%	4.3%

Stap 1B: Actualisatie – Geselecteerde Peers

- In onderstaande tabel worden de EBIT marges voor de peers op basis van de door Ecorys gebruikte bedrijfssegmenten gepresenteerd.
- De meeste peers hebben sinds het Ecorys rapport interne herstructureringen doorgevoerd, waardoor in sommige gevallen het in eerste instantie gebruikte 'mail' segment niet meer bestaat. Uiteindelijk kan alleen de marge van Deutsche Post consistent worden doorgetrokken. De marge voor Australian Postal is voor de periode 2009 – 2017 op 0% gezet, daar deze negatief is. Dit is wat ons betreft voor de onderhavige analyse niet redelijk en wordt derhalve redelijkerwijs op 0% geminimaliseerd (i.e. 'winsorized').

Selected Peers - Financials

Company	Ecorys										Duff & Phelps	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT MARGIN - RELEVANT SEGMENT												
Österreichische Post AG	19.7%	19.1%	16.9%	15.0%	16.2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deutsche Post AG	13.7%	13.6%	15.1%	10.0%	8.1%	7.9%	7.5%	8.4%	8.3%	6.8%	8.5%	8.3%
PostNord AB (1)	10.1%	11.2%	7.9%	2.4%	5.4%	5.8%	5.0%	5.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
La Poste S.A.	6.8%	6.7%	4.4%	1.5%	1.3%	6.6%	5.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Australian Postal Corporation (2)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
bpost SA/NV (3)	7.1%	4.3%	12.1%	16.8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Royal Mail plc	2.0%	0.0%	0.9%	1.8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Die Schweizerische Post AG	12.6%	7.8%	8.5%	7.1%	7.6%	8.0%	11.2%	16.6%	11.6%	13.6%	10.9%	11.3%
Max	19.7%	19.1%	16.9%	16.8%	16.2%	8.0%	11.2%	16.6%	11.6%	13.6%	10.9%	11.3%
Average	9.0%	7.8%	8.2%	6.8%	6.4%	5.7%	5.9%	7.5%	6.6%	6.8%	6.5%	6.5%
Median	8.6%	7.3%	8.2%	4.7%	6.5%	6.6%	5.9%	6.7%	6.6%	6.8%	8.5%	8.3%
Min	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Notes

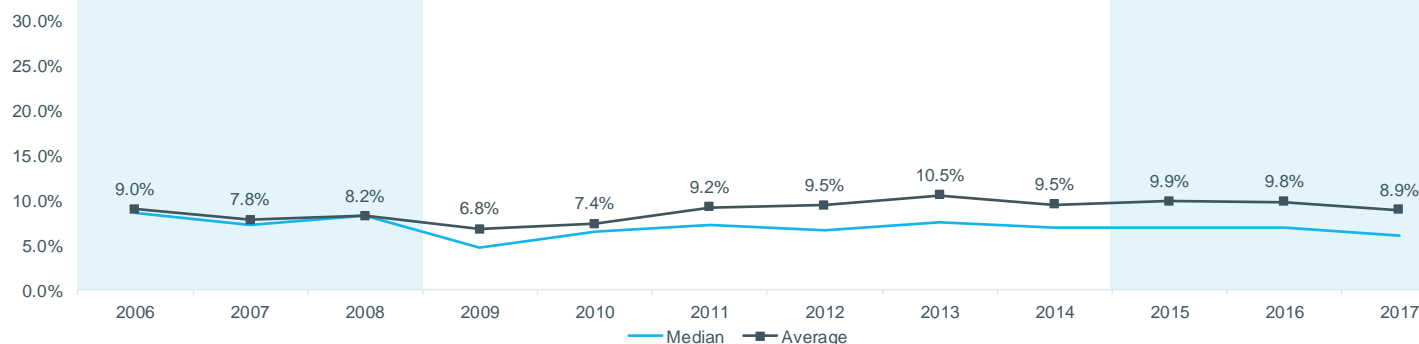
- (1) Set PostNord 2013 margin to average of 2012 and 2014.
- (2) Set Australian EBIT margin to zero from 2009 onwards.
- (3) Mail definition changed due to change to more detailed reporting starting 2010.

Stap 1B: Actualisatie – Geselecteerde Peers (vervolg)

- In onderstaande tabel worden de EBIT marges van de peers gepresenteerd op basis van de door ons gemaakte EBIT en/of omzetprojecties (m.u.v. Deutsche Post en Australian Postal). De specifieke aannames per peer zijn beschreven in de Appendix. Wij observeren dat de EBIT marge relatief stabiel is gebleven. Op basis van deze projecties leiden wij een gemiddelde EBIT marge voor de jaren **2015 – 2017 van 9,5%** af. Indien Royal Mail en Swiss Post niet in ogenschouw genomen worden, dan is dit ongeveer 9,4%. Wat opvalt zijn de brede bandbreedte en de spreiding van de marges, hetgeen onder andere tot een groot verschil leidt tussen de mediaan en het gemiddelde.

Selected Peers - Financials

Company	Ecorys								Duff & Phelps			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT MARGIN - RELEVANT SEGMENT												
Österreichische Post AG	19.7%	19.1%	16.9%	15.0%	16.2%	20.3%	18.8%	19.4%	18.7%	19.5%	19.7%	20.2%
Deutsche Post AG	13.7%	13.6%	15.1%	10.0%	8.1%	7.9%	7.5%	8.4%	8.3%	6.8%	8.5%	8.3%
PostNord AB (1)	10.1%	11.2%	7.9%	2.4%	5.4%	5.8%	5.0%	4.9%	4.7%	4.8%	4.8%	2.4%
La Poste S.A.	6.8%	6.7%	4.4%	1.5%	1.3%	6.6%	5.9%	4.2%	1.4%	4.0%	4.3%	3.6%
Australian Postal Corporation (2)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
bpost SA/NV (3)	7.1%	4.3%	12.1%	16.8%	19.8%	21.9%	23.8%	24.1%	26.0%	23.3%	25.0%	21.7%
Royal Mail plc	2.0%	0.0%	0.9%	1.8%	0.9%	3.4%	3.5%	6.7%	5.5%	7.1%	5.4%	3.9%
Die Schweizerische Post AG	12.6%	7.8%	8.5%	7.1%	7.6%	8.0%	11.2%	16.6%	11.6%	13.6%	10.9%	11.3%
Max	19.7%	19.1%	16.9%	16.8%	19.8%	21.9%	23.8%	24.1%	26.0%	23.3%	25.0%	21.7%
Average	9.0%	7.8%	8.2%	6.8%	7.4%	9.2%	9.5%	10.5%	9.5%	9.9%	9.8%	8.9%
Median	8.6%	7.3%	8.2%	4.7%	6.5%	7.2%	6.7%	7.6%	6.9%	7.0%	6.9%	6.1%
Min	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Notes

- (1) Set PostNord 2013 margin to average of 2012 and 2014.
- (2) Set Australian EBIT margin to zero from 2009 onwards.
- (3) Mail definition changed due to change to more detailed reporting starting 2010.

Stap 1C: Bandbreedte o.b.v. Externe Perspectief

- Op basis van onze analyse voor de periode **2015 – 2017** kan een totale bandbreedte van 0,0% tot ongeveer 23,0% worden afgeleid.
- Het **gemiddelde is 9,5% en de mediaan is 6,7% (A)**. De brede bandbreedte i.c.m. de spreiding van de marges is gecorreleerd met het grote verschil tussen het gemiddelde en de mediaan.
- De hoge marges voor bpost en Osterreichische Post worden verklaard door:
 - bpost**: steun vanuit de federale overheid om de UPD uit te voeren (EUR 264.9 miljoen in 2016), en beperkte end-to-end concurrentie in de Belgische postmarkt. Zoals te zien op de volgende pagina, de marktverwachting is dat de totale marges van bpost (en Osterreichische Post) de komende jaren zullen dalen, met name door afname van het postvolume; en
 - Osterreichische Post**: overheidssteun om de UPD uit te voeren (EUR 135.5 miljoen in 2016).
- Conform het Ecorys Onderzoek uit 2010 hanteren we een bandbreedte van 5%, resulterend in een bandbreedte van:**

7,0%

--

12,0%

Selected Peers - Financials

Company	Duff & Phelps			Gemiddeld
	2015	2016	2017	
EBIT MARGIN - RELEVANT SEGMENT				
Österreichische Post AG	19.5%	19.7%	20.2%	19.8%
Deutsche Post AG	6.8%	8.5%	8.3%	7.9%
PostNord AB	4.8%	4.8%	2.4%	4.0%
La Poste S.A.	4.0%	4.3%	3.6%	3.9%
Australian Postal Corporation	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
bpost SA/NV	23.3%	25.0%	21.7%	23.3%
Royal Mail plc	7.1%	5.4%	3.9%	5.5%
Die Schweizerische Post AG	13.6%	10.9%	11.3%	11.9%
Max	23.3%	25.0%	21.7%	23.3%
Average	9.9%	9.8%	8.9%	9.5%
Median	7.0%	6.9%	6.1%	6.7%
Min	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Selected Peers - Financials (excl. Australian Post)

Company	Duff & Phelps			Gemiddeld
	2015	2016	2017	
EBIT MARGIN - RELEVANT SEGMENT				
Österreichische Post AG	19.5%	19.7%	20.2%	19.8%
Deutsche Post AG	6.8%	8.5%	8.3%	7.9%
PostNord AB	4.8%	4.8%	2.4%	4.0%
La Poste S.A.	4.0%	4.3%	3.6%	3.9%
Australian Postal Corporation				
bpost SA/NV	23.3%	25.0%	21.7%	23.3%
Royal Mail plc	7.1%	5.4%	3.9%	5.5%
Die Schweizerische Post AG	13.6%	10.9%	11.3%	11.9%
Max	23.3%	25.0%	21.7%	23.3%
Average	11.3%	11.2%	10.2%	10.9%
Median	7.1%	8.5%	8.3%	7.9%
Min	4.0%	4.3%	2.4%	3.9%

Benchmark: Overige Beursgenoteerde Ondernemingen

- In de tabel rechts is de (verwachte) totale EBIT marge van de vergelijkbare ondernemingen weergegeven, waarbij wij de ondernemingen in de volgende categorieën hebben onderverdeeld:
 - Tier 1:** de vergelijkbare ondernemingen geïdentificeerd door Ecorys, uitgebreid met Royal Mail en Swiss Post;
 - Tier 2:** overige relevante beursgenoteerde postbedrijven en pakketbedrijven; en
 - Tier 3:** overige relevante beursgenoteerde bedrijven actief in de logistieke sector.
- Hierbij maken wij de volgende observaties:
 - Voor bpost wordt de komende jaren een daling van de totale EBIT marge verwacht van ongeveer 15,6% in 2017 tot ongeveer 8,1% in 2021. Dit komt door (i) wijziging in regulering (nieuwe Belgische Postwet in 2018), (ii) daling van postvolumes;
 - De EBIT marges van de overige postbedrijven / pakketbedrijven (Tier 2) is vergelijkbaar / iets hoger dan de marges van de ondernemingen in Tier 1;
 - De EBIT marges van de overige bedrijven actief in logistiek (Tier 3) is lager dan de ondernemingen in Tier 1. Dit komt met name doordat deze markt globaal is en derhalve uitermate competitief; en
 - De totale EBIT marges van de ondernemingen in Tier 1 zijn iets lager dan de marges van het postbedrijf (zie voorgaande pagina).
- Op basis van deze observaties achten wij de afgeleide EBIT marge bandbreedte van 7,0%-12,0% als redelijk.**
- In de volgende sectie wordt deze bandbreedte geverifieerd op basis van het 'Interne Perspectief'.

Vergelijkbare Ondernemingen - Totale EBIT Marge

Meetdatum: 7 Maart 2019

Company	Country	Totale EBIT Marge					
		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
TIER 1: ECORYS							
Österreichische Post AG	Austria	11.5%	11.7%	10.7%	11.1%	11.1%	na
Deutsche Post AG	Germany	5.3%	5.5%	5.2%	6.6%	7.2%	7.2%
PostNord AB	Sweden	1.3%	0.9%	na	na	na	na
La Poste S.A.	France	4.3%	3.9%	na	na	na	na
Australian Postal Corporation	Australia	1.5%	0.6%	na	na	na	na
bpost SA/NV	Belgium	19.4%	15.6%	10.6%	8.5%	8.4%	8.1%
Royal Mail plc	United Kingdom	6.5%	6.1%	4.0%	3.1%	3.1%	3.1%
Die Schweizerische Post AG	Switzerland	8.0%	7.4%	na	na	na	na
Average		7.1%	6.3%	7.6%	7.3%	7.4%	6.1%
Median		5.3%	5.5%	7.9%	7.5%	7.8%	7.2%

TIER 2: OVERIGE POSTBEDRIJVEN / PAKKETBEDRIJVEN

CTT - Correios De Portugal, S.A.	Portugal	11.1%	7.5%	7.0%	7.4%	8.8%	18.4%
Singapore Post Limited	Singapore	15.9%	10.7%	9.2%	8.8%	10.0%	na
FedEx Corporation	United States	9.7%	8.4%	8.3%	8.1%	8.5%	9.0%
United Parcel Service, Inc.	United States	7.9%	9.8%	10.3%	10.9%	11.3%	11.5%
Average		12.3%	8.9%	8.2%	8.1%	9.1%	13.7%
Median		11.1%	8.4%	8.3%	8.1%	8.8%	13.7%

TIER 3: OVERIG LOGISTIEK

DSV A/S	Denmark	5.1%	6.5%	7.1%	7.4%	7.6%	7.8%
Kuehne + Nagel International AG	Switzerland	5.3%	5.0%	4.4%	4.6%	4.6%	4.9%
Panalpina Welttransport (Holding) AG	Switzerland	2.1%	1.9%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
Expeditors International of Washington, Inc.	United States	11.0%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%	na
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	United States	6.4%	5.2%	5.3%	5.6%	5.6%	5.5%
XPO Logistics, Inc.	United States	3.3%	4.1%	4.6%	4.7%	5.8%	7.2%
Average		6.0%	5.7%	5.7%	6.0%	6.1%	5.4%
Median		5.3%	5.2%	5.3%	5.6%	5.6%	5.2%

ALLE TIERS

Minimum		1.3%	0.6%	2.0%	2.5%	3.0%	3.1%
Average		7.5%	6.7%	7.0%	7.1%	7.5%	7.8%
Median		6.4%	6.3%	7.0%	7.4%	8.0%	7.2%
Maximum		19.4%	15.6%	10.7%	11.1%	11.3%	18.4%

7.

Interne Perspectief

Externe en Interne Perspectief

Interne Perspectief

Stap 1 –
Externe
Perspectief

Stap 2 –
Interne
Perspectief

Stap 3 –
Conclusies
bandbreedte

Stap 2: Interne Perspectief en Conclusie Bandbreedte

- In nevenstaande tabel wordt het Externe Perspectief op basis van de relevante parameters uitgewerkt.
- Hierbij kunnen de volgende opmerkingen worden gemaakt:
 - Pre-Tax 'real' WACC inschattingen voor het niet-UPD gedeelte van PostNL Mail zijn door ons op basis van een high-level WACC analyse vastgesteld op **7,5% - 10,0% (A)** (zie Appendix 3 voor verdere onderbouwing);
 - RAB (Carrying Amount) is bepaald op basis van inschattingen inzake activa die kunnen worden toegewezen aan PostNL Mail en vervolgens op basis van de relatieve omzet aan het UPD Domein gealloceerd (1);
 - Op basis van een marktanalyse, hebben wij een RAB factor van 5,5x bepaald;
 - Onderkant van de bandbreedte suggereert een EBIT marge van **7,8% (B)**; en
 - Bovenkant van de bandbreedte indiceert een EBIT marge van **10,4% (B)**.
- Op basis van de aanname dat wij het economisch beschouwd redelijk achten om rekening te houden met de RAB correctie, observeren wij een normatieve EBIT-marge bandbreedte van (afgerond):

8,0%

--

10,5%

- Op basis van deze bandbreedte en de bandbreedte bepaald op basis van het Externe Perspectief (7,0%-12,0%), achten wij een bandbreedte van 7,5% - 10,5% als meest redelijk.

Return Perspectives

PostNL N.V.	Forecast				
	2015	2016	2017	2018	2019
External Perspective					
USO Revenue	875.5	899.6	853.8	815.0	783.7
% Growth	3.7%	2.8%	-5.1%	-4.5%	-3.8%
USO EBIT @ 6.5%	56.9	58.5	55.5	53.0	50.9
USO EBIT @ 11.5%	100.7	103.5	98.2	93.7	90.1
Internal Perspective					
Pre-Tax Real WACC (Min)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Pre-Tax Real WACC (Max)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Rounded Allocated Carrying Amount (1)	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
Relevant Ratio (2)	9.9x	8.0x	5.6x	2.8x	n.a.
Average 2016 - 2018	5.5x	5.5x	5.5x	5.5x	5.5x
Implied RAB (3)	818.2	818.2	818.2	818.2	818.2
Scaled Return on RAB (Min)	61.4	61.4	61.4	61.4	61.4
% of Revenue (4)	7.0%	6.8%	7.2%	7.5%	7.8%
Scaled Return on RAB (Max)	81.8	81.8	81.8	81.8	81.8
% of Revenue (4)	9.3%	9.1%	9.6%	10.0%	10.4%

A

B

Notes

- Estimated Carrying Amount (Net Book Value of the Assets and Liabilities allocable to UPD)
- Ratio: MVIC + NOA - NWC / TFA
- Implied RAB derived from Multiple and Carrying Amount
- RoS = USO Revenue / (Pre-Tax Real WACC * Allocated Carrying Amount * Relevant Ratio)

(1) Opmerking; de allocatie op basis van omzet als verdeelsleutel is discutabel, daar men kan beargumenten dat het hier gaat om één (niet fysiek deelbaar) netwerk. Echter, op basis van de reikwijdte van onze opdracht en de beschikbare informatie achten wij deze verdeelsleutel als meest redelijk

Externe en Interne Perspectief

RAB Correctie

Stap 1 –
Externe
Perspectief

Stap 2 –
Interne
Perspectief

Stap 3 –
Conclusies
bandbreedte

RAB Correctie

- Op basis van zogenaamde markt multipliers hebben wij een RAB correctie afgeleid.
- Deze RAB correctie is bepaald op basis van de volgende stappen:
 - We hebben aangenomen dat de niet gecorrigeerde RAB is afgeleid van de carrying amount;
 - We hebben de (balans) funding voor de carrying amount gedefinieerd als:
 - » Eigen vermogen;
 - » Netto schuld; en
 - » Niet operationele activa/passiva (NOA).
 - De marktwaarde van de netto boekwaarde is afgeleid van (balans) funding waarbij netto boekwaarde eigen vermogen vervangen is voor de marktwaarde eigen vermogen;
 - De marktwaarde gedeeld door de netto boekwaarde van de carrying amount impliceert de zogenaamde multiple.
 - Deze multiple is voor de betreffende periode (2016 – 2018) gemiddeld 5,5x voor PostNL (A);**
 - We hebben 2015 niet in ogenschouw genomen, daar hierdoor de multiple ons inziens onredelijk hoog zou zijn.

Balance Sheet Information

(A) Carrying Amount	2015	2016	2017	2018
PostNL N.V.	197	271	394	541
bpost SA/NV	134	264	1,073	1,256
Österreichische Post AG	408	422	477	476
Deutsche Post AG	16,389	17,492	17,202	29,368
Royal Mail plc	1,546	1,843	2,218	2,179
(A) NBVE + Net Debt -/- NOA	2015	2016	2017	2018
PostNL N.V.	197	271	394	541
bpost SA/NV	134	264	1,073	1,256
Österreichische Post AG	408	422	477	476
Deutsche Post AG	16,389	17,492	17,202	29,368
Royal Mail plc	1,546	1,843	2,218	2,179
(B) Market Cap + Net Debt -/- NOA	2015	2016	2017	2018
PostNL N.V.	1,955	2,162	2,209	1,504
bpost SA/NV	3,957	3,987	5,377	2,052
Österreichische Post AG	2,039	1,906	2,307	1,852
Deutsche Post AG	36,791	43,706	52,627	46,213
Royal Mail plc	1,943	2,192	1,471	3,151
Ratio (B/A)	2015	2016	2017	2018
PostNL N.V.	9.9x	8.0x	5.6x	2.8x
bpost SA/NV	29.5x	15.1x	5.0x	1.6x
Österreichische Post AG	5.0x	4.5x	4.8x	3.9x
Deutsche Post AG	2.2x	2.5x	3.1x	1.6x
Royal Mail plc	1.3x	1.2x	0.7x	1.4x
Median	5.0x	4.5x	4.8x	1.6x
Average	9.6x	6.3x	3.8x	2.3x
Average PostNL (3-year)				5.5x

A

8.

Samenvatting en Conclusies

Samenvatting en Conclusies

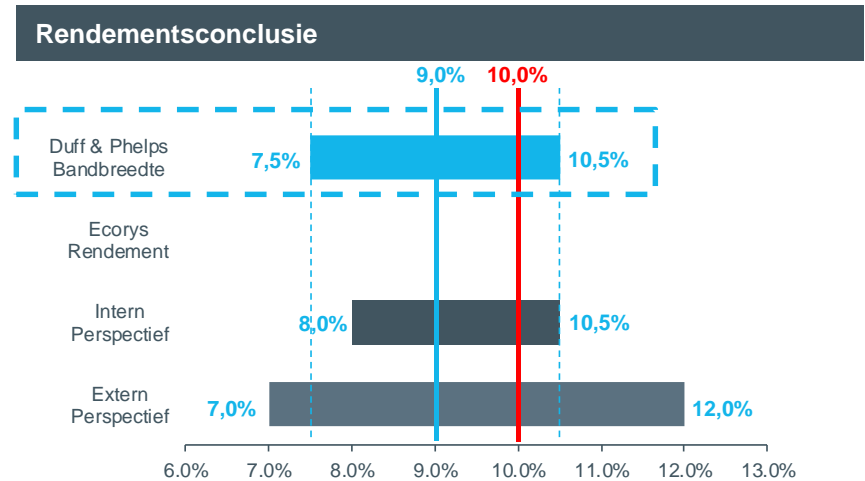
Normatief Rendement

Samenvatting

- Externe Perspectief:** actualisatie van de primaire analyses van Ecorys, opgedeeld naar de volgende substappen:
 - Toetsing / verificatie analyses Ecorys;
 - Actualisatie relevante ratio's voor PostNL en de vergelijkbare ondernemingen; en
 - Bandbreedte indicatief normatieve rendement.
- Interne Perspectief:** opstellen van een raamwerk op basis waarvan de indicatief normatieve bandbreedte getoetst kan worden. Hiervoor is een zogenaamd Interne Perspectief gehanteerd, daar de normatieve rendementen van vergelijkbare ondernemingen alleen een Externe Perspectief representeren. Dit perspectief kan worden opgedeeld naar:
 - Bepalen van de basis waarop het rendement van toepassing is;
 - Marktconform rendementseis (WACC);
 - Afleiden van het nominaal normatieve rendement (EBIT) en van de relatieve rendementen (marges); en
 - Bandbreedte indicatief normatieve rendement.
- Conclusie:** Op basis van Stap 1) en Stap 2) definiëren wij een indicatieve bandbreedte voor de normatieve rendementen.

Rendementsconclusies

- In nevenstaande figuur worden de rendementsconclusies per perspectief grafisch weergegeven.
- Op basis van het Externe Perspectief komen wij uit op een normatief rendement in het bereik van 7,0% - 12,0%. Zie Sectie 6 voor de financiële onderbouwing van dit rendementsbereik.
- Op basis van het Interne Perspectief komen wij uit op een normatief rendement in het bereik 8,0% tot 10,5%. Zie Sectie 7 voor de financiële onderbouwing van dit rendementsbereik.



Rendementsconclusies

- Gegeven de bandbreedtes afgeleid op basis van het Externe Perspectief en Interne Perspectief achten wij een bandbreedte van 7,5% - 10,5% voor het normatieve rendement als redelijk. Indien we het midden van de bandbreedte als redelijke puntschatting hanteren, dan betekent dit een daling (100 bps) t.o.v. de puntschatting van Ecorys

Appendix 1

Toelichting EBIT Projecties

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

Österreichische Post AG

Projecties en Relevante Aannames

- Het Oostenrijkse postbedrijf heeft in 2010 – 2011 een reorganisatie doorgevoerd wat betreft de segmenten waaronder gerapporteerd wordt. De 'Mail' en 'Branch' divisie zijn samengevoegd tot de 'Mail & Branch' divisie.
- Wij observeren dat de som van de pre-organisatie delen 'Mail', 'Branch' en 'Consolidatie' gelijk is aan de som van post-organisatie delen 'Mail & Branch' en 'Consolidatie'. Aangezien 'Consolidatie' nog op zichzelf staat post-organisatie en in de jaarverslagen de 'Mail & Branch' omzet opgesplitst wordt naar 'Mail' en 'Branch' gerelateerde omzet, kunnen wij met de aanname dat 'Branch' een verwachte EBIT heeft van EUR 0 miljoen een 'Mail' EBIT afleiden post-reorganisatie.

Financials

Österreichische Post AG	Post-Reorganisation									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - PROJECTIONS										
Mail	1,505.3	1,446.9	1,443.7	1,423.9	1,444.1	1,450.9	1,444.1	1,460.5	1,445.2	1,434.9
% of Revenue	104.1%	104.0%	106.9%	108.4%	110.1%	110.4%	111.3%	111.6%	99.5%	100.9%
Branch Services	398.5	374.8	329.3	153.1	134.7	134.4	123.0	123.8	118.4	114.6
% of Revenue	27.5%	26.9%	24.4%	11.7%	10.3%	10.2%	9.5%	9.5%	8.1%	8.1%
Consolidation	(457.3)	(430.8)	(422.1)	(263.7)	(267.6)	(270.8)	(269.3)	(276.1)	(110.6)	(126.7)
% of Revenue	-31.6%	-31.0%	-31.2%	-20.1%	-20.4%	-20.6%	-20.8%	-21.1%	-7.6%	-8.9%
Revenue - Mail, Branch, Consolidation	1,446.5	1,390.9	1,350.9	1,313.3	1,311.2	1,314.5	1,297.8	1,308.2	1,453.0	1,422.8
% Growth	-6.4%	-3.8%	-2.9%	-2.8%	-0.2%	0.3%	-1.3%	0.8%	11.1%	-2.1%
Mail	253.8	216.5	234.4	288.5	272.2	281.7	270.0	284.8	285.1	289.6
% of EBIT	94.6%	104.3%	115.1%	99.9%	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Branch	14.5	(9.2)	(30.8)	-	-	-	-	-	-	-
% of EBIT	5.4%	-4.4%	-15.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Consolidation	-	0.3	-	0.2	0.3	0.1	-	(0.1)	-	-
% of EBIT	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT - Mail, Branch, Consolidation	268.3	207.6	203.6	288.7	272.5	281.8	270	284.7	285.1	289.6
% Growth	80.1%	-22.6%	-1.9%	41.8%	-5.6%	3.4%	-4.2%	5.4%	0.1%	1.6%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

Deutsche Post AG

Projecties en Relevante Aannames

- Het Duitse postbedrijf heeft in 2015 een marginale verandering doorgevoerd wat betreft rapportagesegmenten.
- De verandering betrof de 'Corporate Functions' en 'Consolidation' segmenten – de postdivisie ('PEP') bleef ongewijzigd.

Financials

Deutsche Post AG	Post-Reorganisation									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - TOTAL										
Pep	14,393.0	13,912.0	13,913.0	13,973.0	13,972.0	15,291.0	15,686.0	16,131.0	17,078.0	18,168.0
Express	13,637.0	9,917.0	11,111.0	11,691.0	12,778.0	11,821.0	12,491.0	13,661.0	13,748.0	15,049.0
Global Forwarding, Freight	14,179.0	11,243.0	14,341.0	15,118.0	15,666.0	14,787.0	14,924.0	14,890.0	13,737.0	14,482.0
Supply Chain	13,718.0	12,183.0	13,061.0	13,223.0	14,340.0	14,227.0	14,737.0	15,791.0	13,957.0	14,152.0
Corporate Functions	(1,453.0)	(1,054.0)	(1,038.0)	(1,176.0)	(1,244.0)	(1,214.0)	(1,208.0)	(1,243.0)	(1,186.0)	(1,407.0)
Total Revenue	54,474.0	46,201.0	51,388.0	52,829.0	55,512.0	54,912.0	56,630.0	59,230.0	57,334.0	60,444.0
% Growth	0.8%	-15.2%	11.2%	2.8%	5.1%	-1.1%	3.1%	4.6%	-3.2%	5.4%
Pep	2,179.0	1,391.0	1,120.0	1,107.0	1,048.0	1,286.0	1,298.0	1,103.0	1,446.0	1,502.0
Express	(2,194.0)	(790.0)	497.0	916.0	1,110.0	1,083.0	1,260.0	1,391.0	1,544.0	1,736.0
Global Forwarding, Freight	362.0	174.0	383.0	440.0	514.0	478.0	293.0	(181.0)	287.0	297.0
Supply Chain	(920.0)	(216.0)	231.0	362.0	419.0	441.0	465.0	449.0	572.0	555.0
Corporate Functions	(393.0)	(328.0)	(396.0)	(389.0)	(426.0)	(423.0)	(351.0)	(351.0)	(358.0)	(349.0)
Total EBIT	(966.0)	231.0	1,835.0	2,436.0	2,665.0	2,865.0	2,965.0	2,411.0	3,491.0	3,741.0
% Growth	-145.3%	-123.9%	694.4%	32.8%	9.4%	7.5%	3.5%	-18.7%	44.8%	7.2%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

PostNord AB

Projecties en Relevante Aannames

- PostNord heeft in 2013 – 2014 een reorganisatie doorgevoerd wat betreft haar rapportagesegmenten. Divisie 'Logistics' werd verdeeld onder 'PostNord Zweden', 'PostNord Denmark', 'PostNord Norway', en 'PostNord Finland'.
- In de jaarverslagen is te vinden wat precies het omzetsaandeel is van 'Logistics' aan elk van de 'PostNord' divisies. Zodanig konden wij ook nagaan dat 'Logistics' precies over de vier 'PostNord' divisies was verdeeld.
- Aangenomen dat een meerjarig gemiddelde van de 'Logistics' EBIT niet significant zal veranderen in de toekomst, gecombineerd met het feit dat de 'PostNord' divisies slechts bestaan uit 'Mail' en 'Logistics', kunnen wij een EBIT afleiden voor 'Mail'.

Financials

PostNord AB	Post-Reorganisation									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - PROJECTIONS										
Mail	16,574.0	16,522.0	16,265.0	15,220.0	15,924.0	13,813.0	14,398.0	13,521.0	13,156.0	12,306.0
% Growth		-0.3%	-1.6%	-6.4%	4.6%	-13.3%	4.2%	-6.1%	-2.7%	-6.5%
Logistics	6,739.0	7,359.4	7,196.3	6,529.2	6,865.9	7,876.0	8,756.0	9,559.0	9,869.0	10,365.0
% Growth		9.2%	-2.2%	-9.3%	5.2%	14.7%	11.2%	9.2%	3.2%	5.0%
Revenue - Postnord Sweden	23,313.0	23,881.4	23,461.3	21,749.2	22,789.9	21,689.0	23,154.0	23,080.0	23,025.0	22,671.0
% Growth								-0.3%	-0.2%	-1.5%
Mail	1,314.0	397.0	879.0	890.0	793.0	n.a.	683.4	644.4	637.9	295.4
% Growth		-69.8%	121.4%	1.3%	-10.9%	n.a.	n.a.	-5.7%	-1.0%	-53.7%
Logistics	83.4	(82.9)	72.9	141.1	142.6	63.3	185.6	202.6	209.1	219.6
% Growth		-199.4%	-188.0%	93.5%	1.1%	-55.6%	193.3%	9.2%	3.2%	5.0%
EBIT - Postnord Sweden	1,397.4	314.1	951.9	1,031.1	935.6	n.a.	869.0	847.0	847.0	515.0
% Growth								-2.5%	0.0%	-39.2%
Mail	12,727.0	14,686.0	12,698.0	9,347.0	10,220.0	n.a.	7,085.0	6,587.0	5,838.0	4,650.0
% Growth		15.4%	-13.5%	-26.4%	9.3%	n.a.	n.a.	-7.0%	-11.4%	-20.3%
Logistics	2,314.5	2,527.6	2,471.6	2,242.5	2,358.1	2,705.0	3,079.0	3,400.0	3,733.0	4,070.0
% Growth		9.2%	-2.2%	-9.3%	5.2%	14.7%	13.8%	10.4%	9.8%	9.0%
Revenue - Postnord Denmark	15,041.5	17,213.6	15,169.6	11,589.5	12,578.1	n.a.	10,164.0	9,987.0	9,571.0	8,720.0
% Growth								-1.7%	-4.2%	-8.9%
Mail	1,197.0	444.0	641.0	355.0	(177.0)	n.a.	(215.2)	(443.1)	(704.1)	(740.2)
% Growth		-62.9%	44.4%	-44.6%	-149.9%	n.a.	n.a.	105.8%	58.9%	5.1%
Logistics	28.6	(28.5)	25.0	48.5	49.0	21.7	65.25	72.05	79.11	86.25
% Growth		-199.4%	-188.0%	93.5%	1.1%	-55.6%	200.3%	10.4%	9.8%	9.0%
EBIT - Postnord Denmark	1,225.6	415.5	666.0	403.5	(128.0)	n.a.	(150.0)	(371.0)	(625.0)	(654.0)
% Growth								147.3%	68.5%	4.6%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

Royal Mail plc

Projecties en Relevante Aannames

- Royal Mail heeft in 2010 een reorganisatie doorgevoerd die betrekking had op de 'Mail' divisie: 'Mail' en 'Parcels' gaan samen.
- Omzet van 'Parcels' is geprojecteerd o.b.v. een stijgend marktaandeel, waarbij de stijging is gebaseerd op de market share CAGR 2006 – 2009. Het omzetdeel van 'mail' is hieruit geïmpliceerd door deze projecties af te trekken van de nieuwe 'Mail & Parcels' divisie.
- EBIT is geïmpliceerd door de EBIT marge van 'Parcels' te laten groeien met 20% per jaar en deze af te trekken van de EBIT van 'Mail & Parcels'.

Financials

Royal Mail plc	Post-Reorganisation										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - RELEVANT BU											
Royal Mail Letters	6,936.0	6,809.0	6,564.0	6,463.0	6,717.6	7,097.6	7,202.8	7,134.5	7,012.5	6,954.8	6,867.0
% Growth	-0.4%	-1.8%	-3.6%	-1.5%	3.9%	5.7%	1.5%	-0.9%	-1.7%	-0.8%	-1.3%
% of Mail & Parcel Revenue	94.8%	94.4%	94.3%	93.9%	93.4%	93.0%	92.5%	92.0%	91.4%	90.8%	90.2%
Parcelforce Worldwide	383.0	402.0	399.0	422.0	471.4	535.4	584.2	622.5	658.5	703.2	748.0
% Growth	12.0%	5.0%	-0.7%	5.8%	11.7%	13.6%	9.1%	6.6%	5.8%	6.8%	6.4%
% of Mail & Parcel Revenue	5.2%	5.6%	5.7%	6.1%	6.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.6%	9.2%	9.8%
% of Mail & Parcel Revenue CAGR 2005 - 2009				7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Total Revenue	7,319.0	7,211.0	6,963.0	6,885.0	7,189.0	7,633.0	7,787.0	7,757.0	7,671.0	7,658.0	7,615.0
% Growth	0.2%	-1.5%	-3.4%	-1.1%	4.4%	6.2%	2.0%	-0.4%	-1.1%	-0.2%	-0.6%
Royal Mail Letters	(3.0)	58.0	121.0	58.9	228.9	245.7	482.3	393.4	499.3	375.6	267.5
% Growth	-102.2%	-2033.3%	108.6%	-51.3%	288.5%	7.4%	96.3%	-18.4%	26.9%	-24.8%	-28.8%
% of Relevant Revenue	0.0%	0.9%	1.8%	0.9%	3.4%	3.5%	6.7%	5.5%	7.1%	5.4%	3.9%
% of Mail & Parcel EBIT	-60.0%	82.9%	87.7%	71.8%	87.4%	83.6%	87.7%	81.0%	79.9%	68.5%	53.2%
Parcelforce Worldwide	8.0	12.0	17.0	23.09	33.11	48.29	67.66	92.58	125.75	172.42	235.49
% Growth	14.3%	50.0%	41.7%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
% of Relevant Revenue	2.1%	3.0%	4.3%	5.5%	7.0%	9.0%	11.6%	14.9%	19.1%	24.5%	31.5%
% of Mail & Parcel EBIT	160.0%	17.1%	12.3%	28.2%	12.6%	16.4%	12.3%	19.0%	20.1%	31.5%	46.8%
% of Mail & Parcel EBIT CAGR 2005 - 2009				28.4%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%	28.4%
Total EBIT	5.0	70.0	138.0	82.0	262.0	294.0	550.0	486.0	625.0	548.0	503.0
% Growth	-96.5%	1300.0%	97.1%	-40.6%	219.5%	12.2%	87.1%	-11.6%	28.6%	-12.3%	-8.2%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

La Poste S.A.

Projecties en Relevante Aannames

- De 'Mail' en 'Parcels & Express' (genaamd 'Services-Mail-Parcels') divisie van het Franse postbedrijf zijn in 2012 – 2013 uitsplitst naar 'Services-Mail-Parcels', 'GeoPost', en 'Digital Services'.
- De pakketdivisie van La Poste groeide in de jaren 2011 – 2013 met een (bijna) constante factor van 7.3%. Wij hebben de omzet van de pakketdivisie met 7.3% laten groeien voor de jaren na 2013. Door de geprojecteerde pakketdivisie omzet af te trekken van de som van de drie nieuwe divisies konden we de omzet voor 'Mail' afleiden in de jaren post-reorganisatie.
- De EBIT voor 'Mail' is vergelijkbaar afgeleid. De genormaliseerde pakketdivisie EBIT marge is 7.5%. Gecombineerd met de geprojecteerde omzet volgt hieruit de pakketdivisie EBIT. Wij leiden vervolgens de 'Mail' EBIT af door de pakketdivisie EBIT af te trekken van de EBIT som van de drie nieuwe delen.

Financials

La Poste S.A.	Post-Reorganisation									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - PROJECTIONS										
Mail	12,265.0	12,023.0	11,665.0	11,538.0	11,568.0	11,103.0	10,416.2	10,800.3	10,729.1	10,971.1
% Growth	1.6%	-2.0%	-3.0%	-1.1%	0.3%	-4.0%	-6.2%	3.7%	-0.7%	2.3%
Parcels & Express	4,703.0	4,479.0	4,841.0	5,201.0	5,580.0	5,988.0	6,425.8	6,895.7	7,399.9	7,940.9
% Growth	248.6%	-4.8%	8.1%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Mail & Parcels Express - Revenue	16,968.0	16,502.0	16,506.0	16,739.0	17,148.0	17,091.0	16,842.0	17,696.0	18,129.0	18,912.0
% Growth	26.5%	-2.7%	0.0%	1.4%	2.4%	-0.3%	-1.5%	5.1%	2.4%	4.3%
Mail	545.0	179.0	149.0	757.0	684.0	471.0	150.4	428.3	459.5	394.1
% Growth	-32.5%	-67.2%	-16.8%	408.1%	-9.6%	-31.1%	-68.1%	184.8%	7.3%	-14.2%
Parcels & Express	327.0	324.0	336.0	387.0	403.0	544.0	480.6	515.7	553.5	593.9
% Growth	202.8%	-0.9%	3.7%	15.2%	4.1%	35.0%	-11.7%	7.3%	7.3%	7.3%
Mail & Parcels Express - EBIT	872.0	503.0	485.0	1,144.0	1,087.0	1,015.0	631.0	944.0	1,013.0	988.0
% Growth	-4.7%	-42.3%	-3.6%	135.9%	-5.0%	-6.6%	-37.8%	49.6%	7.3%	-2.5%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

Australian Postal Corporation

Projecties en Relevante Aannames

- Gezien de negatieve EBIT marges tot en met de reorganisatie in 2014 hebben wij geen poging gedaan de EBIT te alloceren in de jaren post-reorganisatie.

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

bpost SA/NV

Projecties en Relevante Aannames

- De door Ecorys gehanteerde financiële informatie wat betreft het Belgische postbedrijf was niet gesegmenteerd naar e.g. 'Mail'. Echter, na een reorganisatie in 2010 werd de 'Mail' divisie wel apart gerapporteerd.
- Wij hanteren de omzet en EBIT van de 'Mail' divisie zoals gerapporteerd in de jaarverslagen na reorganisatie.

Financials

bpost SA/NV	Post-Reorganisation									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - TOTAL										
Business Services	2,231.2	2,228.4	n.a.							
% Growth	0.2%	-0.1%								
Mail & Retail Solutions			2,015.3	2,033.2	2,052.0	2,006.3	1,972.1	1,870.3	1,839.3	2,008.3
% Growth				0.9%	-2.2%	-1.7%	-5.2%	-1.7%	9.2%	
Parcels & Logistics			283.8	318.3	342.6	411.4	470.6	523.6	554.6	972.7
% Growth				7.6%	20.1%	14.4%	11.3%	5.9%	75.4%	
Corporate			18.6	13.0	21.1	25.5	21.9	39.8	31.4	42.9
% Growth				62.3%	20.9%	-14.1%	81.7%	-21.1%	36.6%	
Total Revenue	2,231.2	2,228.4	2,317.7	2,364.5	2,415.7	2,443.2	2,464.6	2,433.7	2,425.3	3,023.9
% Growth		-0.1%	4.0%	2.0%	2.2%	1.1%	0.9%	-1.3%	-0.3%	24.7%
Business Services	269.4	373.6								
% Growth		38.7%								
Mail & Retail Solutions			399.2	445.1	487.6	483.0	513.6	436.7	460.0	435.4
% Growth				11.5%	9.5%	-0.9%	6.3%	-15.0%	5.3%	-5.3%
Parcels & Logistics			(4.1)	10.5	6.6	4.7	12.2	68.9	77.8	67.4
% Growth				-356.1%	-37.1%	-28.8%	159.6%	464.8%	12.9%	-13.4%
Corporate			(72.8)			(37.0)	(45.7)	(39.5)	(41.3)	(9.9)
% Growth						23.5%	-13.6%	4.6%	-76.0%	
Total EBIT	269.4	373.6	322.3	455.6	494.2	450.7	480.1	466.1	496.5	492.9
% Growth		38.7%	-13.7%	41.4%	8.5%	-8.8%	6.5%	-2.9%	6.5%	-0.7%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

PostNL N.V.

Projecties en Relevante Aannames

- Voor de afsplitsing van TNT werden de 'Mail' activiteiten niet los van pakketjes gerapporteerd. Na de afsplitsing was dit wel het geval. We gebruiken daarom de data van de 'Mail' divisie post-splitsing.

Financials

PostNL N.V.	Post-Reorganisation										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
REVENUE & EBIT - TOTAL											
Parcels	-	-	531.0	564.0	608.0	730.0	803.0	854.0	917.0	967.0	1,110.0
Mail in The Netherlands	-	-	2,704.0	2,538.0	2,429.0	2,270.0	2,060.0	2,051.0	1,961.0	1,877.0	1,783.0
Post NL Other	-	-	361.0	345.0	285.0	293.0	259.0	196.0	188.0	178.0	76.0
Intercompany	(24.0)	(19.0)	(453.0)	(448.0)	(492.0)	(587.0)	(574.0)	(550.0)	(588.0)	(626.0)	(525.0)
International	-	-	1,069.0	1,294.0	1,467.0	1,624.0	1,615.0	922.0	983.0	1,017.0	1,051.0
Express	6,551.0	6,660.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mail	4,234.0	4,271.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Networks	256.0	275.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Logistics	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Revenue	11,017.0	11,187.0	4,212.0	4,293.0	4,297.0	4,330.0	4,163.0	3,473.0	3,461.0	3,413.0	3,495.0
% Growth	8.8%	1.5%	-62.3%	1.9%	0.1%	0.8%	-3.9%	-16.6%	-0.3%	-1.4%	2.4%
Parcels	-	-	57.0	80.0	88.0	109.0	90.0	100.0	105.0	112.0	122.0
Mail in The Netherlands	-	-	456.0	188.0	234.0	146.0	147.0	303.0	263.0	217.0	177.0
Post NL Other	-	-	255.0	241.0	104.0	113.0	162.0	(20.0)	(29.0)	(20.0)	(24.0)
Intercompany	(44.0)	(38.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
International	-	-	(181.0)	(29.0)	(9.0)	27.0	1.0	3.0	19.0	15.0	7.0
Express	599.0	376.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mail	626.0	633.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Networks	11.0	11.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Logistics	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total EBIT	1,192.0	982.0	587.0	480.0	417.0	395.0	400.0	386.0	358.0	324.0	282.0
% Growth	-6.6%	-17.6%	-40.2%	-18.2%	-13.1%	-5.3%	1.3%	-3.5%	-7.3%	-9.5%	-13.0%

Appendix 1 – Toelichting EBIT Projecties

Die Schweizerische Post AG

Projecties en Relevante Aannames

- Uit de financiële segmentrapportage van het Zwitserse postbedrijf blijkt geen noemenswaardige reorganisatie wat betreft de 'Mail' divisie.

Appendix 2

PostNL WACC

Appendix 3 – PostNL WACC

Input Parameters

Input Parameters WACC

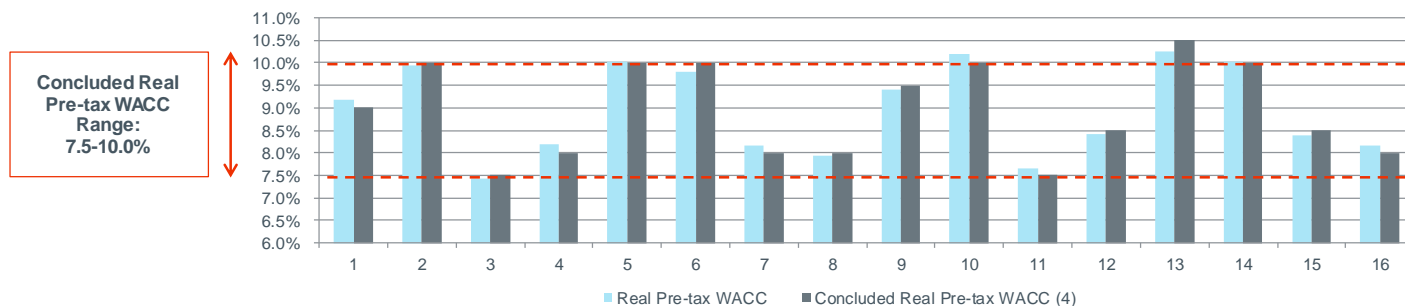
- Wij hebben de Weighted-Average Cost of Capital (“WACC”) van PostNL bepaald op basis van de CAPM methode.
- Hiervoor hebben wij de volgende input parameters bepaald:
 - **Risk-free rate:** 1,55%, op basis van Duitse strips (F913). Gemiddelde spot yield sinds 1 april 2011;
 - **Beta:** 0.87-1.00, op basis van de vergelijkbare ondernemingen (PostNL, bpost, Osterreichische Post, Deutsche Post, Royal Mail, FedEx, UPS). Hier hebben wij de volgende meetperiodes gehanteerd: 2-year weekly (0.87), 5-year monthly (1.00), 2-jaars gemiddelde van de 2-year weekly (0.99), 5-jaars gemiddelde van de 5-year monthly (0.95);
 - **Target debt leverage:** 10-15%, op basis van (historische) debt leverage van PostNL en de vergelijkbare ondernemingen. Gemeten over dezelfde tijdsperiodes als de beta;
 - **EMRP:** 5,0%, op basis van onderzoek van Duff & Phelps;
 - **Country Risk Premium** (“CRP”): 0,0-0,2%, op basis van de Nederlandse CRP (0.0%) en een omzet-gewogen CRP (0,2%) op basis van de geografische segmentatie van PostNL (Nederland, Duitsland, Italië);
 - **Small Stock Premium** (“SSP”): 0,0-1,64%, op basis van geen SSP en een SSP op basis van een total equity value (MVIC vermenigvuldigd met 1 minus target debt leverage) van USD 658 miljoen tot USD 2.760 miljoen. De hoogte van de SSP is o.b.v. Duff & Phelps onderzoek;
 - **Yield spread:** op basis van het verschil tussen de spot rate op een EUR-denominated BBB-rated corporate bond index (F673) en de spot rate op de risk-free rate curve (F913);
 - **Tax rate:** 20.5%, op basis van het lange termijn Nederlandse VPB tarief (<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/belastingplan/belastingwijzigingen-voor-ondernemers/tarief-vennootschapsbelasting-omlaag>); en
 - **Long-term growth rate:** 0,0%, op basis van de omzetverwachtingen van de vergelijkbare ondernemingen.
- Op basis van deze input parameters hebben wij de volgende **real pre-tax WACC** bepaald: 7,5-10,0%.
- Zie de volgende pagina voor de onderliggende details.

Appendix 3 – PostNL WACC

High-Level WACC Range

Weighted Average Cost of Capital (WACC) Analysis

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Beta		2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM	2YW	5YM
Small Stock Premium		Incl.	Incl.	Excl.	Excl.	Incl.	Incl.	Excl.	Excl.	Incl.	Incl.	Excl.	Excl.	Incl.	Incl.	Excl.	Excl.
Debt Leverage Period and Average Beta Period		Spot	Spot	Spot	Spot	2YW	5YM	2YW	5YM	Spot	Spot	Spot	Spot	2YW	5YM	2YW	5YM
Country Risk Premium		Excl.	Excl.	Excl.	Excl.	Excl.	Excl.	Excl.	Excl.	Incl.	Incl.	Incl.	Incl.	Incl.	Incl.	Incl.	Incl.
Target Debt / Invested Capital	D/C	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Target Debt / Equity	D/E	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
Risk-free Rate	Rf	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%
Unlevered Beta	B	0.87	1.00	0.87	1.00	0.99	0.95	0.99	0.95	0.87	1.00	0.87	1.00	0.99	0.95	0.99	0.95
Corporate Income Tax Rate	Tc	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
Relevered Beta	$Beta = B * (1 + D/E * (1 - Tc))$	0.99	1.14	0.99	1.14	1.08	1.04	1.08	1.04	0.99	1.14	0.99	1.14	1.08	1.04	1.08	1.04
Equity Market Risk Premium	EMRP	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Small Stock Premium (2)	SSP	1.64%	1.64%	0.00%	0.00%	1.64%	1.64%	0.00%	0.00%	1.64%	1.64%	0.00%	0.00%	1.64%	1.64%	0.00%	0.00%
Country Risk Premium	CRP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
Company-specific Risk Premiur	α	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Cost of Equity	COE = Rf + Beta * EMRP + SSP + CRP + α	8.1%	8.9%	6.5%	7.2%	8.6%	8.4%	6.9%	6.7%	8.3%	9.1%	6.7%	7.4%	8.8%	8.6%	7.1%	6.9%
Weight in WACC	$We = (1 - D/C)$	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Yield Spread	Spread = BBB (Spot) -/- AAA (Spot)	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%
Cost of Debt (post-tax)	COD = (Rf + Spread + CRP) * (1 - Tc)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
Weight in WACC	$Wd = D/C$	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Nominal Post-tax WACC	$WACC = COE * We + COD * Wd$	7.3%	7.9%	5.9%	6.5%	8.0%	7.8%	6.5%	6.3%	7.5%	8.1%	6.1%	6.7%	8.2%	8.0%	6.7%	6.5%
Pre-tax WACC	$Pre-tax WACC = WACC / (1 - Tc)$	9.2%	9.9%	7.4%	8.2%	10.0%	9.8%	8.2%	7.9%	9.4%	10.2%	7.7%	8.4%	10.3%	10.0%	8.4%	8.2%
Real Pre-tax WACC	$Real WACC = (1 + Pre-tax WACC) / (1 + LTGR) - 1$	9.2%	9.9%	7.4%	8.2%	10.0%	9.8%	8.2%	7.9%	9.4%	10.2%	7.7%	8.4%	10.3%	10.0%	8.4%	8.2%
Concluded Real Pre-tax WACC (4)		9.0%	10.0%	7.5%	8.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	9.5%	10.0%	7.5%	8.5%	10.5%	10.0%	8.5%	8.0%



Notes

- (1) The 1.64% SSP is used for companies with an equity value between USD 658 million and USD 2,760 million.
- (2) Rounded to the nearest 50 basis points.

Appendix 3 – PostNL WACC

Support Equity Analisten

Support Equity Analisten

- Voor de vergelijkbare ondernemingen hebben de equity analisten een WACC-range (real, pre-tax) bepaald in de range 10,7-10,9%.
- Deze range bevindt zich net boven de 7,5-10,0% real pre-tax WACC range ingeschat voor PostNL.

WACC Benchmark Analysis: Equity Analysts

PostNL N.V.		FX	WACC	LTGR
ING	2/18/2019	EUR	9.2%	na
Jefferies	1/17/2019	EUR	10.0%	0.0%
HSBC	1/16/2019	EUR	8.0%	-2.0%
Kepler Cheuvreux	11/5/2018	EUR	9.1%	-2.0%
Morgan Stanley	7/10/2018	EUR	8.0%	-1.0%
Average			8.9%	-1.3%
Median			9.1%	-1.5%

Österreichische Post AG		FX	WACC	LTGR
Kepler Cheuvreux	2/19/2019	EUR	9.2%	-1.0%
HSBC	12/17/2018	EUR	8.0%	na
Berenberg	11/21/2018	EUR	6.7%	0.0%
UBS	8/10/2018	EUR	8.0%	na
Morgan Stanley	7/10/2018	EUR	6.1%	-1.0%
Average			7.6%	-0.7%
Median			8.0%	-1.0%

Royal Mail plc		FX	WACC	LTGR
Deutsche Bank	2/8/2019	GBP	10.0%	0.0%
Societe Generale	2/5/2019	GBP	9.0%	1.0%
HSBC	2/4/2019	GBP	9.2%	-1.0%
Credit Suisse	1/30/2019	GBP	9.0%	0.0%
Jefferies	1/30/2019	GBP	10.0%	0.0%
JP Morgan	5/21/2018	GBP	8.9%	0.0%
Average			9.4%	0.0%
Median			9.1%	0.0%

bpost SA/NV		FX	WACC	LTGR
Morgan Stanley	1/29/2019	EUR	8.7%	-2.0%
Jefferies	1/7/2019	EUR	10.0%	0.0%
Societe Generale	12/13/2018	EUR	10.3%	0.5%
UBS	12/7/2018	EUR	8.6%	na
HSBC	12/4/2018	EUR	9.7%	na
Average			9.5%	-0.5%
Median			9.7%	0.0%

Deutsche Post AG		FX	WACC	LTGR
Mainfirst Bank	1/21/2019	EUR	8.0%	0.0%
Kepler Cheuvreux	1/16/2019	EUR	7.3%	1.0%
Commerzbank	12/27/2018	EUR	6.9%	2.0%
HSBC	11/12/2018	EUR	8.1%	na
Morgan Stanley	11/7/2018	EUR	6.8%	na
Societe Generale	11/6/2018	EUR	6.9%	2.0%
Credit Suisse	7/26/2018	EUR	8.0%	2.0%
Average			7.4%	1.4%
Median			7.3%	2.0%

Summary Statistics

	WACC	LTGR
Overall Average	8.5%	-0.1%
Overall Median	8.7%	0.0%
Pre-tax WACC Ranges (CIT: 21%):		
Overall Average	10.7%	
Overall Median	10.9%	
Real Pre-tax WACC Ranges (LTGR: 0.0%):		
Overall Average	10.7%	
Overall Median	10.9%	

Appendix 3

Toelichting Regulated Asset Base

Appendix 4 – Toelichting Regulated Asset Base

Discussie inzake RAB (i)

Discussie Definitie RAB – Geïnvesteed Vermogen

- De uitvoerder van een gereguleerde activiteit moet vermogen reserveren en investeren in (netto) activa om de activiteit conform regelgeving uit te voeren. In het geval van de UPD omvat dit investeringen in het *opzetten en onderhouden van een distributienetwerk, werknemers, ondersteunende activa, en werkkapitaal*. De totale (netto) activa benodigd voor het uitvoeren van de gereguleerde activiteit is gedefinieerd als de *Regulatory Asset Base* (“RAB”).
- In de postsector zien wij dat de marktwaarde van de onderneming doorgaans hoger is dan de netto boekwaarde van de onderneming. Dit geeft aan dat het totaal geïnvesteede vermogen benodigd voor de activiteiten hoger is dan de boekwaarde van de operationele activa.
- Anders gezegd: een marktpartij heeft twee mogelijkheden om de postmarkt te betreden, waarvan de waarde hetzelfde is onder de efficiënte markthypothese:
 - i. Greenfield operatie waarbij moet worden geïnvesteed in het opzetten en onderhouden van een distributienetwerk, werknemers, ondersteunende activa, en werkkapitaal; of
 - ii. Overname van een bestaande marktpartij die in het verleden reeds deze investeringen heeft gedaan. De koopprijs van deze entiteit is de totale marktwaarde van de onderneming.
- In een asset-light business conform de postsector is de boekwaarde van de operationele activa lager dan de investeringen om deze functie uit te voeren (zie bovengenoemde Greenfield investeringen). De RAB is daarmee dus hoger dan sec de toegewezen balanswaarde van de onderneming, wat wij terugzien in de marktwaarde van de vergelijkbare ondernemingen. Het verschil wordt onder andere verklaard door gecreëerde immateriële activa, goodwill en overwaarde op de materiele vaste activa.
- Ook in academische literatuur is het een algemeen gegeven dat immateriële activa moet worden meegenomen bij het bepalen van de RAB, met name in de postsector, en dat hiervoor onder andere een bepaalde ‘market-to-book ratio’ kan worden gebruikt; e.g.:
 - *“Company accounts frequently relate to historic costs and this is the case in the postal sector, where the majority of tangible assets relate to land and buildings. [...] The vast majority of costs for the postal sector relate to operating costs and hence intangible assets are likely to be more significant for the postal sector than for other regulated sectors in which capital expenditure is more prominent. **Consequently, a valuation of the RAB from tangible assets alone will be significantly less reliable for the postal sector than for other regulated sectors.**” (1)*
 - *“**[To] estimate the initial market value of the regulated business, [...] a market-to-asset ratio (MAR) for the company can be applied to the corresponding asset value of the regulated business**” (1)*
 - *“The MAR evaluation uses the market and full asset value of a market comparator to estimate the market value of the regulated business” (1)*

Bronnen

1. da Silva L.C., Dudley P., Mautino L., Richard S. (2003) RPI — X Price Control Regulation in the Postal Sector. In: Crew M.A., Kleindorfer P.R. (eds) Competitive Transformation of the Postal and Delivery Sector. Topics in Regulatory Economics and Policy Series, vol 46. Springer, Boston, MA

Appendix 4 – Toelichting Regulated Asset Base

Discussie inzake RAB (ii)

Discussie Definitie RAB – Geïnvesteed Vermogen (vervolg)

- Daarnaast adviseren andere onafhankelijke partijen om immateriële activa mee te nemen bij het bepalen van de RAB in de postsector en de UPD:
 - “A deeper concern with the return on assets approach is the difficulty of accurately measuring the asset base of an asset light company. **It is not clear that the book value [...] would capture the intangible value of the business utilised to deliver the universal service network.** For a company [...] – and particularly for its universal service network operations – these intangible assets will include its trained workforce, existing national scale network and its brand value. It could also include IT assets such as software [...]” (1)
 - “[T]his includes share price information which allows:
 - » [...] the possible **impact of intangible assets to be assessed through a comparison of the market value of the equity to the book value** (the market-to-asset ratio, MAR).” (1)

Belangrijkste aandachtspunten:

- De RAB is het totale geïnvesteede vermogen (gelijk aan de totale netto activa) dat nodig is voor het uitvoeren van de gereguleerde activiteit.
- De postsector kent een arbeidsintensief en asset-light ondernemingsmodel waarbij een groot deel van de ex ante gemaakte investeringen niet zijn gekapitaliseerd. Dit wordt onder andere weerspiegeld in de marktwaarde van vergelijkbare ondernemingen dat hoger is dan boekwaarde.
- Een onderbouwde aanpassing van een op netto boekwaarde gebaseerde RAB kan derhalve afgeleid worden van zogenaamde market to book ratio's.
- Indien men sec rekening houdt met de netto boekwaarde van het geïnvesteed vermogen hanteert men de aanname dat alle historische kosten / investeringen met betrekking tot de opbouw van de onderneming niet terug verdient mag worden. Dit is een conservatieve benadering voor wat betreft het vaststellen van de normatieve rendementen die beter werkt voor sectoren waar er geen sprake is van relevante immateriële activa.

Bronnen

1. Cambridge Economic Policy Associates Ltd (2015) Relevance of Margin Based Approach

Appendix 4 – Toelichting Regulated Asset Base

Normatief Rendement uit RAB

RAB * Pre-Tax 'Real' WACC = EBIT

- Indien de positie inzake de RAB is ingenomen, dan is het bepalen van het normatieve rendement (gedefinieerd als EBIT voor dit onderzoek) relatief eenvoudig.
- De normatieve EBIT wordt namelijk afgeleid van de zogenaamde *pre-tax 'real' WACC* en de *RAB*:

$$\text{RAB} \times \text{Pre-Tax Real WACC} = \text{EBIT}$$

- Deze benadering is consistent met de methodiek die de ACM voor andere gereguleerde industrieën hanteert.
- Wij hanteren een pre-tax 'real' WACC om het normatieve rendement te bepalen:
 - **Pre-Tax WACC:** het normatieve rendement wordt voor belasting bepaald (voor deze analyse hanteren wij 21% voor het tarief vennootschapsbelasting); en
 - **Real (reële) WACC:** het normatieve rendement indiceert het directe rendement dat wordt gerealiseerd. Er is echter ook sprake van een indirect rendement, het rendement op de liggende activawaarde (materieel en immaterieel), oftewel de jaarlijkse waardeverandering van de liggende activawaarde. Het startpunt voor het indirecte rendement betreft inflatie. Daarnaast, de aanname voor deze parameter komt doorgaans (conceptueel) overeen met de lange termijn groeivoet die voor waarderingdoeleinden wordt gehanteerd. In het geval van PostNL is deze aanname 'lager dan inflatie' door de (negatieve) trends waar PostNL mee te kampen heeft. Op basis van ons begrip van PostNL, het competitieve landschap en de negatieve trends hebben wij een high-level aanname gedefinieerd voor deze parameter. We hebben deze aanname vergeleken met aannames die door equity analisten worden gehanteerd.