
Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

8 april 2021

BLACKLINED VERSIE

Opgesteld voor



Ministerie van Economische Zaken
en Klimaat

Limiting Conditions

- This document has been prepared solely for Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (“MinEZK”) for the purposes stated herein and should not be relied upon for any other purpose. Unless required by law, you shall not provide such report to any third party requiring this analysis or refer to us or our services without our prior written consent, which we may at our discretion grant, withhold, or grant subject to conditions. In no event, regardless of whether consent has been provided, shall we assume any responsibility to any third party to which the report is disclosed or otherwise made available.
- Our procedures did not include an investigation of, and we assume no responsibility for, the titles to, or any liens against, the assets of Mail NL. Furthermore, we assume there are no hidden, unapparent, or unexpected conditions that could affect our view with respect to Mail NL and accept no responsibility for discovering such conditions.
- While our work has involved an analysis of financial information and accounting records, our engagement does not include an audit in accordance with (any) generally accepted auditing standards of Mail NL’s existing business records. Accordingly, we assume no responsibility and make no representations with respect to the accuracy or completeness of any information presented with respect to Mail NL.
- Budgets, projections, forecasts relate to future events and are based on assumptions, which may not remain valid for the whole of the relevant period. Consequently, this information cannot be relied upon to the same extent as that derived from audited accounts for completed accounting periods. We express no opinion as to how closely the actual results will correspond to those projected for Mail NL.
- Our conclusions defined on the basis of our analyses are meaningful only for the specific purposes of this engagement as stated in this report.
- We used financial and other information, including prospective financial information, provided to us by (or on behalf of) MinEZK or obtained from public sources we believe to be reliable; the more significant sources of this information are identified in the accompanying report. Our conclusions are dependent on such information being complete and accurate in all material respects; however, we have not examined such information and, accordingly, do not express an opinion or any other form of assurance thereon.
- Defining a fair return (Redelijk Rendement) and an assessment of continuity risk, are not performed on the basis of precise science and the conclusions arrived at in many cases will of necessity be subjective and dependent on the exercise of individual judgment. There is therefore no indisputable single conclusion, and we therefore express our opinion on the conclusion as falling within a likely range. Whilst we consider our conclusions to be both reasonable and defensible based on the information available to us others may define different conclusions.
- This report is the blacklined version of the confidential report as shared with MinEZK. The subject confidential information is blacklined in this report.
- This blacklined version of the report has been approved by the relevant stakeholders. We therefore do not take any responsibility for any confidential information that still may be included in this report.

Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Inhoudsopgave

Sectie	Titel	Page
	Managementsamenvatting	5
1.	Introductie en Achtergrond	11
2.	Procedures, Rapportage en Informatiebronnen	14
3.	Mail NL, Sandd en Sectorinformatie	17
4.	Onderzoeksvragen	32
5.	Redelijk Rendement	35
6.	Continuïteitsrisico	45
Appendix I.	Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement	54
Appendix II:	Mening Redelijk Rendement ACM	59
Appendix III:	Achtergrond Informatie Evaluatie Redelijk Rendement ACM	67
Appendix IV:	Conclusie Continuïteitsrisico ACM	72
Appendix V:	Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL	75
Appendix VI:	Onderdelen Rapport Herijking Toestaan Normrendement UPD	79
Appendix VII:	Informatie Jaarverslag PostNL inzake Mail in the NL	83

Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Lijst van Afkortingen

Afkorting	Betekenis
ACM	Autoriteit Consument & Markt
BCG	Boston Consulting Group
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
COI	<i>Cash Operating Income</i>
D&P	Duff & Phelps B.V.
EBIT	Earnings Before Interest & Tax / Operationele Winst
EC	Europese Commissie
EUR	Euro
GO	Gemiddelde Omzet
GV	Geïvesteerd Vermogen
IRR	Internal Rate of Return
Mail NL	Postbedrijf
MinEZK	Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
RAB	Regulatory Asset Base of Gereguleerde Activa Waarde
RoS	Return on Sales
[confidentiële informatie]	[confidentiële informatie]
UCOI	<i>Underlying Cash Operating Income</i>
UPD	Universele Postdienst
VPB	Vennootschapsbelasting
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Managementsamenvatting



Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Managementsamenvatting – Opdracht & Plan van Aanpak

Opdracht

- Onze opdracht (“Opdracht”) betreft het objectief beantwoorden van de onderstaande onderzoeksvragen.

Onderzoeksvragen:

1. Thema: Redelijk Rendement:

- » *“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”*

2. Thema: Continuïteitsrisico:

- » *“Kan op basis van de Relevante Studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”*

- In aanvulling op deze hoofdvragen, hebben wij twee beoordelingen met betrekking tot conclusies van de ACM uitgevoerd:
 - **Beoordeling 1:** Kan de conclusie van de ACM inzake het Redelijk Rendement als redelijk beschouwd worden? Deze analyse is in de Appendix (*Appendix II: Mening Redelijk Rendement ACM*) opgenomen.
 - **Beoordeling 2:** Heeft de ACM voldoende diepgaand aangetoond dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico in het geval er geen Mail NL – Sandd concentratie zal plaatsvinden? Deze analyse is in de Appendix (*Appendix IV: Conclusie Continuïteitsrisico ACM*) opgenomen.

Plan van Aanpak

- De onderzoeksvragen hebben wij als volgt behandeld:
 1. Allereerst hebben wij het belangrijkste actief, de primaire parameters en kenmerken en de resultaten van Mail NL behandeld.
 2. Vervolgens zijn er per thema een aantal deelvragen gedefinieerd, zodat de onderzoeksvragen gestructureerd behandeld kunnen worden.
 3. Nadat de hoofd- en deelvragen zijn vastgelegd, zijn alle relevante analyses uitgewerkt en zijn de deelvragen behandeld. Deze analyses en reacties op de deelvragen zijn gehanteerd voor het behandelen van de hoofdvragen.
- In de Appendix zijn bepaalde detailanalyses met betrekking tot de onderzoeksvragen en haar deelvragen uitgewerkt.
- Onze behandeling van de ACM conclusies is eveneens in de Appendix opgenomen.

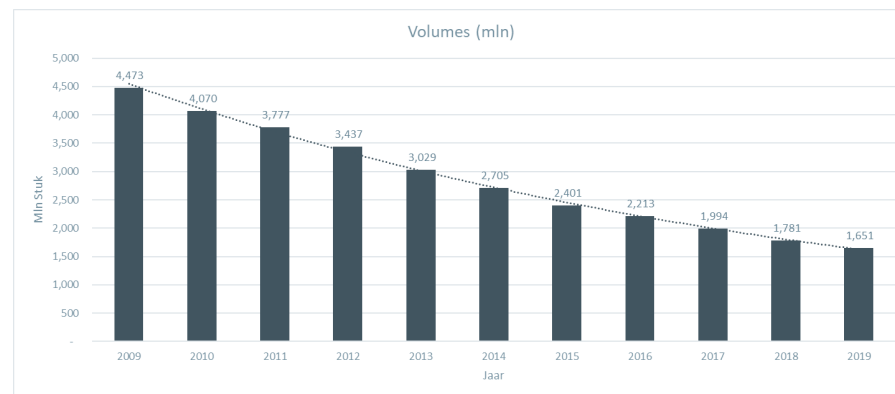
Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Managementsamenvatting – Mail NL & Onderbouwing Concentratie Sandd

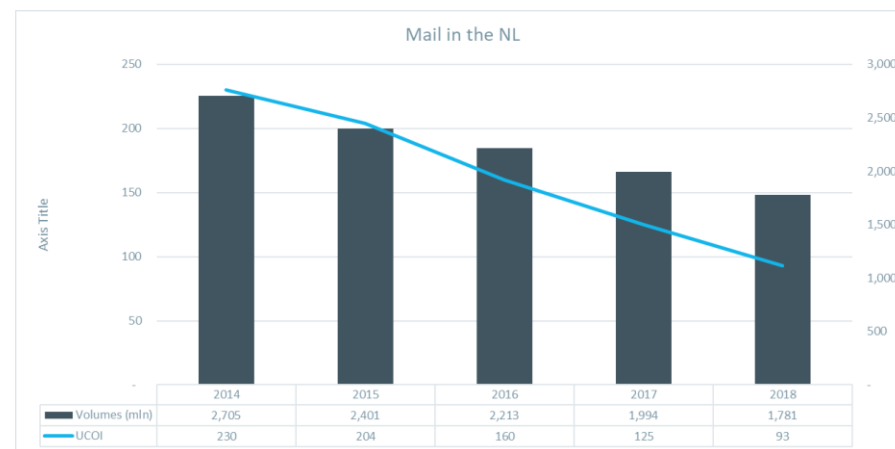
Mail NL en Onderbouwing Concentratie Sandd

- Het bezorgnetwerk van Mail NL kan als haar meest relevante actief worden beschouwd. Het betreft hier een zogenaamd immaterieel actief dat grafisch op pagina 20 van deze rapportage is weergegeven. Dit immateriële actief staat niet op de financiële balans van PostNL, daar het een intern gegenereerd immaterieel actief betreft.
- Het bezorgnetwerk is schaalbaar en wordt gekenmerkt door een hoog niveau aan vaste lasten. Deze zogenaamde hoge mate van operationele leverage kan als een voordeel worden beschouwd in het geval de volumes stijgen.
- Echter, in het geval van Mail NL is deze hoge mate van operationele leverage een nadeel, daar de volumes, die door het bezorgnetwerk worden verwerkt, structureel dalen.
- De operationele leverage en de volumedaling zou resulteren in een geprojecteerde verlieslatende situatie voor Mail NL in [confidentiële informatie] en een marginale winstgevendheid voor de jaren daarna, in het geval Mail NL haar activiteiten stand-alone zou hebben voortgezet. Oftewel, de continuïteit van Mail NL was op stand-alone basis 'at risk'.
- Om deze situatie te vermijden heeft PostNL een concentratie tussen Mail NL en Sandd voorgesteld. Deze concentratie biedt de mogelijkheid om significante synergieën te realiseren, daar het Sandd volume met beperkte additionele kosten door het Mail NL bezorgnetwerk verwerkt kan worden. Oftewel, de continuïteit wordt door een concentratie geborgd.
- De concentratie tussen Mail NL en Sandd werd door deze bedrijven zelf op basis van bovenstaande observaties en verwachtingen onderbouwd.

Volumes Mail in the NL 2009 – 2019



Volumes en Financiële Informatie Mail in the NL 2014 - 2018



Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Managementsamenvatting – Hoofdvraag 1: Redelijk Rendement (I)

Redelijk Rendement

- Alvorens de hoofdvraag en deelvragen met betrekking tot het Redelijk Rendement te behandelen, is het van belang om bepaalde concepten te definiëren.
- De volgende concepten worden in dit onderzoek gehanteerd:
 - **EBIT** – operationele winst na afschrijvingen;
 - **Return on Sales, oftewel de RoS**: operationele winst na afschrijvingen uitgedrukt als percentage van de omzet;
 - **'Redelijk' Rendement** – redelijke operationele winst na afschrijvingen uitgedrukt als percentage van de omzet;
 - **Omzet** – omzet gerealiseerd door de betreffende onderneming;
 - **Post-VPB WACC** – gewogen gemiddelde kapitaalkosten, in de praktijk uitgedrukt op een post-VPB basis;
 - **Pre-VPB WACC** – pre-VPB gewogen gemiddelde kapitaalkosten;
 - **Geïnvesteed vermogen** – totaal kapitaal besloten in de onderneming of dat men zou moeten investeren om de onderneming te laten opereren.
- Let op; we zullen verderop in dit document toelichten dat het geïnvesteerd vermogen *niet* alleen het bedrag is wat men van de financiële balans kan aflezen. De reikwijdte van het geïnvesteerd vermogen gaat veel verder dan alleen het gerapporteerde vermogen, daar het ook betrekking heeft op immateriële activa en kapitaal noodzakelijk om de activiteiten te kunnen ondernemen.
- In nevenstaand overzicht worden bovenstaande concepten toegelicht, waarbij de onderlinge relatie relevant is om separaat toe te lichten. De RoS kan hypothetisch namelijk op basis van twee invalshoeken bepaald worden, te weten:
 - Winst- en verliesbenadering – EBIT als percentage van de Omzet; en
 - Geïnvesteed vermogensbenadering – EBIT is het product van de Pre-VPB WACC en het geïnvesteerd vermogen en vervolgens kan EBIT als percentage van de Omzet worden uitgedrukt om de RoS te bepalen.
- **Let op; we zullen verderop in dit document opmerken dat de geïnvesteerd vermogensbenadering in principe niet toepasbaar is voor Mail NL, daar het praktisch onmogelijk is om een betrouwbare inschatting te maken van het geïnvesteerd vermogen.**

Voorbeeld Winst- en Verliesrekening

Omzet	1,000
Directe Kosten	(200)
% Omzet	-20.0%
Indirecte Kosten	(685)
% Omzet	-68.5%

EBIT	115	----> Operationele Winst
% Omzet	11.5%	----> Return on Sales

Voorbeeld Geïnvesteed Vermogen (normatief)

Eigen Vermogen	800
Schuld	200
Geïnvesteed Vermogen (normatief)	1,000

Voorbeeld WACC

Post-VPB WACC	8.6%
VPB	25.0%
Pre-VPB WACC	11.5%

RoS Berekening

Winst- en Verliesrekening Benadering

EBIT	115
Omzet	1,000
% Omzet / Return on Sales	11.5%

Geïnvesteed Vermogen & WACC Benadering

Geïnvesteed Vermogen (normatief)	1,000
Pre-VPB WACC	11.5%
EBIT Proxy	115
Omzet	1,000
% Omzet / Return on Sales	11.5%

Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Managementsamenvatting – Hoofdvraag 1: Redelijk Rendement (II)

Hoofdvraag 1: “Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Item	Deelvraag	Reactie
Definitie	Wat is de definitie van het Redelijk Rendement?	Redelijk Rendement betreft het rendement op basis waarvan de betreffende onderneming haar operaties op een bestendige basis kan uitvoeren en financieren.
Doel	Wat wordt met het Redelijk Rendement beoogd?	Operationele en financiële continuïteit: <ul style="list-style-type: none">- Operationele continuïteit: potentie om de operaties op een bestendige basis te kunnen uitvoeren;- Financiële continuïteit: potentie om de operaties op een bestendige basis te kunnen financieren.
Methodieken	Welke methodieken kunnen worden gehanteerd om het Redelijk Rendement voor Mail NL te bepalen?	Theoretisch: <ul style="list-style-type: none">- Directe Methodiek – Geïnvesteed Vermogensbenadering- Indirecte Methodiek – RoS benadering Praktisch voor Mail NL – alleen de Indirecte Methodiek
Parameters / Items	Welke items dienen in ogenschouw te worden genomen om het Redelijk Rendement te bepalen?	Directe Methodiek – WACC en Totaal Geïnvesteed Vermogen Indirecte Methodiek – RoS van vergelijkbare ondernemingen Evaluatiecriteria – wordt operationele en financiële continuïteit geborgd met het indicatieve rendement dat is bepaald op basis van de betreffende methodiek.
Superieure Methodiek	Kan een specifieke methodiek als superieur worden beschouwd?	Het Redelijk Rendement kan praktisch beschouwd alleen op de basis van de Indirecte Methodiek bepaald worden. Het is namelijk praktisch onmogelijk om een betrouwbare inschatting te maken van het geïnvesteed vermogen.
Bandbreedte RoS	Welk Redelijk Rendement (bandbreedte) kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?	Voor het indicatief Redelijk Rendement, kunnen we verwijzen naar ons onderzoek inzake het Redelijk Rendement (Duff & Phelps: Herijking Toestaan Normrendement UPD, 2019). Wij concluderen een bandbreedte van 7.5% - 10.5%.
Omringende Landen	Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?	De Indirecte Methodiek wordt in omringende landen eveneens voorgeschreven als de optimale methodiek voor het inschatten van het Redelijk Rendement voor postbedrijven.

Antwoord Hoofdvraag 1: Een betrouwbare en robuuste inschatting van het Redelijk Rendement voor Mail NL kan alleen op basis van de Indirecte Methodiek worden bepaald.

Onderzoek Rendementseisen en Risico's PostNL

Managementsamenvatting – Hoofdvraag 2: Onderbouwing Concentratie

Hoofdvraag 2: “Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Samenvatting & Conclusie

- In nevenstaande grafieken worden de relevante scenario's voor Mail NL voor en na concentratie gepresenteerd. [confidentiële informatie]
- De grafiek met betrekking tot Mail NL voor concentratie indiceert dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL.
- Wij merken het volgende op met betrekking tot de analyses die ten grondslag liggen aan deze grafiek:
 - Het [confidentiële informatie] (pre-concentratie) is ambitieus;
 - Het is conform prudent managementbeleid correct om primair neerwaartse scenario's door te rekenen;
 - Alle relevante parameters zijn onderzocht;
 - De analyses kennen de juiste diepgang;
 - De scenario's kunnen niet als overmatig conservatief worden beschouwd; en
 - Op basis van de uitkomsten van deze scenario's is het redelijk om een concentratie te verkennen.
- Dezelfde scenario's zijn uitgevoerd op een post-concentratie basis en hierbij hebben wij de volgende additionele opmerkingen:
 - Het Redelijk Rendement wordt nagenoeg gehaald o.b.v. het [confidentiële informatie], hetgeen het streven van de onderneming moet zijn; en
 - In nagenoeg alle scenario's is er sprake van een positief resultaat.

Hoofdvraag 2: Op basis van onze observaties en analyses concluderen wij dat:

- De analyses van PostNL en PwC voldoende basis bieden om te kunnen concluderen dat er sprake is van een 'materieel continuïteitsrisico' voor Mail NL; en
- Het 'materieel continuïteitsrisico' kan worden beheerst middels een concentratie met Sandd.

1.

Introductie en Achtergrond



Introductie & Achtergrond

Introductie Opdracht

Aanleiding Opdracht

- Op 27 september 2019 heeft de Staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat een vergunning verleend voor de voorgenomen concentratie tussen PostNL en Sandd.
- Het besluit van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (“MinEZK”) is door de Rechtbank Rotterdam (“Rechtbank”) op 11 juni 2020 vernietigd.
- De Rechtbank heeft onder andere geoordeeld dat het besluit van MinEZK op een aantal punten niet voorzien was van voldoende motivering. De rechtbank oordeelt onder meer dat MinEZK in haar besluit onvoldoende heeft onderbouwd waarom zij afwijkt van het oordeel van de Autoriteit Consument & Markt (“ACM”) op het gebied van de continuïteit voor de landelijke postdienstverlening (paragraaf 9 van de uitspraak).
- Volgens de rechtbank zou MinEZK onvoldoende zijn ingegaan op de bezwaren die door de ACM (op basis van externe deskundigen) naar voren zijn gebracht ten aanzien van het hanteren van de ‘Return on Sales’ als indicatie voor het redelijk rendement (“Redelijk Rendement”) in de postsector.
- Bovendien wordt MinEZK door de Rechtbank verweten dat i) de risicoanalyses van PostNL ten aanzien van de continuïteit van het postbedrijf (“Mail NL” of “Postbedrijf”) en ii) de robuustheidsanalyse van PwC hierop (tezamen “de Relevante Studies”), niet extern zijn getoetst.
- Beide analyses zijn in het kader van de vergunningsaanvraag voor de concentratie met Sandd door PostNL aan MinEZK overlegd.

Beschrijving Opdracht

- Naar aanleiding van de uitspraak, is Duff & Phelps B.V. (“D&P” of “wij”) als adviseur van MinEZK aangesteld.
- Onze opdracht (“Opdracht”) betreft het objectief beantwoorden van de onderstaande onderzoeksvragen. Tevens zijn we verzocht om, indien van toepassing, aanbevelingen te geven met betrekking tot additioneel onderzoek.
- **Onderzoeksvragen:**
 1. **Thema: Redelijk Rendement:**
 - » “Hoe dient het **Redelijk Rendement** voor Mail NL te worden bepaald?”
 2. **Thema: Continuïteitsrisico:**
 - » “Kan op basis van de Relevante Studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een **continuïteitsrisico** voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden **beheerst** door een concentratie van Mail NL en Sandd?”.
- In aanvulling op deze hoofdvragen, hebben wij twee beoordelingen met betrekking tot conclusies van de ACM uitgevoerd:
 - **Beoordeling 1:** Kan de conclusie van de ACM inzake het Redelijk Rendement als redelijk beschouwd worden? Deze analyse is in de Appendix (*Appendix II: Mening Redelijk Rendement ACM*) opgenomen.
 - **Beoordeling 2:** Heeft de ACM voldoende diepgaand aangetoond dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico in het geval er geen Mail NL – Sandd concentratie zal plaatsvinden? Deze analyse is in de Appendix (*Appendix III: Conclusie Continuïteitsrisico ACM*) opgenomen.

Introductie & Achtergrond

Overzicht Relevante Besluiten en Onderzoeken Voorafgaand aan Concentratiebesluit

Jaar	Referentie	Relevantie
2009	Postwet	Beschrijft de wetten van de Nederlandse postmarkt en is het sluitstuk van een jarenlang liberaliseringsproces. In de Postwet is PostNL vastgelegd als universele postdienst ("UPD") verlener. De UPD borgt een minimaal kwaliteitsniveau voor een basispakket aan postdiensten. MinEZK is verplicht de UPD periodiek te evalueren.
2010	Ecorys	Bepaling van een normatief redelijk rendement voor de UPD, waarbij wordt gepleit voor een zgn. 'return on sales' ("RoS") methodiek o.b.v. de RoS van Europese vergelijkbare bedrijven. RoS geniet de voorkeur om meerdere redenen, waaronder "(...) relying on (<i>alternative measures</i>) might be problematic. Especially for labour intensive companies (...)".
2011	Ecorys	Eerste evaluatie van de UPD in opdracht van MinEZK leidend tot versoerende maatregelen om financiële haalbaarheid te verbeteren.
2017	KwinkGroep/Rebel	Tweede evaluatie van UPD in opdracht van MinEZK, plus een vooruitblik inzake financiële haalbaarheid binnen huidige regelgeving. KwinGroep/Rebel geeft een zestal beleidsalternatieven om de geobserveerde vicieuze cirkel van volumedalingen, dienstverlening versoerende maatregelen, en hieruit volgende volumedalingen te beperken.
2017	WIK-Consult	Studie naar toekomstige duurzaamheid van de postdienstverlening waarin de vicieuze cirkel geobserveerd door KwinkGroup/Rebel wordt onderschreven.
2018	Postdialoog	Inventarisatie door Marjan Oudeman van de toekomstperspectieven van alle relevante marktpartijen in de Nederlandse postmarkt, inclusief een overweging van mogelijke oplossingen, waaronder de oplossingen aangedragen door KwinkGroep/Rebel. Oudeman concludeert dat slechts "consolidatie, dan wel vergaande samenwerking tussen de twee grote postbedrijven" voldoende potentieel heeft.
2018	Rebel	Onderzoek naar opties voor een mogelijke consolidatie van de zgn. 'last mile' van post en de hieraan gerelateerde kostenbesparingen. Rebel analyseert zes beleidsalternatieven o.b.v. een aantal, per thema gegroepeerde, criteria. De beleidsalternatieven zijn (a) vrijwillige samenwerking, (b) publieke aanbesteding van de postbezorgdienst, en (c) deprivatisering, alle drie kunnen op landelijk of regionaal niveau worden uitgevoerd.
2018	Ecorys	Onderzoek naar aanbestedingsalternatieven voor de UPD. Ecorys verkent de algemene voor- en nadelen van een aanbesteding, de juridische kaders, ervaringen uit andere landen en de specifieke voor- en nadelen versus de huidige situatie (waarbij de UPD wordt aangewezen).
2019	Radicand Economics	Inventarisatie van opties voor MinEZK om monopolistische gedragingen van PostNL na de potentiële concentratie met Sandd te voorkomen.
2019	Duff & Phelps	Actualisatie van het Ecorys onderzoek uit 2010 o.b.v. actuele data van de Europese vergelijkbare bedrijven.
2019	PostNL	Meerdere studies: (a) continuïteitstudie van het Postbedrijf, waaruit blijkt dat het negatieve effect van de aanhoudende volumedalingen leidt tot een verlieslatend Postbedrijf, (b) analyse synergievoordelen overname Sandd en (c) analyse impact kostenbesparingsprogramma's op lange-termijn schaalvoordelen.
2019	PwC	Meerdere studies: (a) econometrische analyse van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL, (b) robuustheidsanalyse van omzet – en volumeontwikkelingen in het [confidentiële informatie] .

2.

Procedures, Rapportage en Informatiebronnen



Scope of Services, Procedures, Informatiebronnen

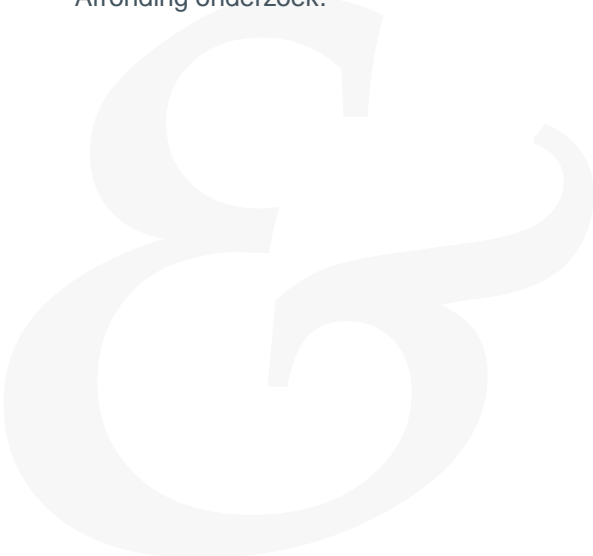
Procedures en Structuur Rapportage

Procedures

- Wij hebben de volgende procedures gevolgd om de beschreven onderzoeksvragen te beantwoorden:
 - Verzamelen en analyseren van financiële gegevens, onderzoeken en overige informatie;
 - Beoordelen relevantie en compleetheid van de verzamelde informatie;
 - Definiëren van deelvragen en het bespreken van deze deelvragen met de Opdrachtgever;
 - Uitvoeren van de relevante onderzoeken;
 - Bespreken (concept) resultaten met de Opdrachtgever;
 - Verzamelen en verwerken feedback van de Opdrachtgever; en
 - Afronding onderzoek.

Structuur Rapportage

- We hebben de volgende structuur gehanteerd voor onze rapportage:
 - **Sectie 3:** Informatie inzake Mail NL, Sandd en de sector;
 - **Sectie 4:** Onderzoeksvragen;
 - **Sectie 5:** Hoofdvraag 1 – Thema Redelijk Rendement;
 - **Sectie 6:** Hoofdvraag 2 – Thema Continuïteitsrisico.
 - **Appendix:**
 - » I: Achtergrondinformatie inzake het Redelijk Rendement;
 - » II: Mening Redelijk Rendement ACM;
 - » III: Achtergrond Informatie Evaluatie Redelijk Rendement ACM;
 - » IV: Conclusie Continuïteitsrisico ACM;
 - » IV: Achtergrondinformatie inzake het Continuïteitsrisico Mail NL;
 - » V: Onderdelen Rapport Herijking Toestaan Normrendement UPD.



Scope of Services, Procedures, Informatiebronnen

Informatiebronnen

Informatiebronnen

- Wij hebben de volgende rapportages geraadpleegd voor onze Opdracht. De **vet** gedrukte bronnen worden beoordeeld in Sectie 6 'Onderzoeksvraag III: Beoordeling Risico's' en zijn als **Relevante Studies** gedefinieerd:
 - 1) "Concurrentiedruk op de Nederlandse postmarkt", opgesteld door RBB Economics (2014);
 - 2) "Volumeprognose Nederlandse postmarkt. Update studie voor het [confidentiële informatie]", opgesteld door PostNL (2016);
 - 3) "Evaluatie Universele Postdienst", opgesteld door KwinkGroep / Rebel (2017);
 - 4) "Advies Toekomst Postmarkt", opgesteld door Marjan Oudeman (2018);
 - 5) "Future scenario developments in the Dutch postal market", opgesteld door WIK Consult (2018);
 - 6) "Herijking Toegestaan Normrendement UPD", opgesteld door Duff & Phelps (2019);
 - 7) "Consolidatie en arbeid", opgesteld door Ecorys (2019);
 - 8) "Merger impact assessment on the sustainability of the postal USO in The Netherlands", opgesteld door Frontier Economics (2019);
 - 9) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD)", opgesteld door PostNL (2019);**
 - 10) "Volume-en omzetontwikkelingen in het [confidentiële informatie]", opgesteld door PwC (2019);**
 - 11) "Consolidatie PostNL en Sandd", opgesteld door PwC (2019);**
 - 12) "Kostenefficiënties in het postnetwerk. Samenvatting van de analyses van PwC en PostNL", opgesteld door PwC (2019);**
 - 13) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL", opgesteld door PwC (2019);**
 - 14) "Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparing van de overname van Sandd door PostNL", opgesteld door PostNL (2019);**
 - 15) "Impact van Masterplannen op analyse lange termijn schaalvoordelen", opgesteld door PostNL (2019).**
- In aanvulling hebben wij van de volgende financiële databases gebruik gemaakt: CapitalIQ, Bloomberg en ThomsonONE.

3.

Mail NL, Sandd en Sectorinformatie



Introductie

Introductie

- In dit hoofdstuk bespreken we de volgende onderwerpen:
 - **Reikwijdte**: Reikwijdte van het Onderzoek: Mail NL (Postbedrijf);
 - **Bezorgnetwerk**: Het bezorgnetwerk van Mail NL;
 - **Schaalbaarheid & Operationele Leverage**: Schaalbaarheid van het bezorgnetwerk en de gerelateerde operationele leverage.
 - **Voorbeeld Operationele Leverage**: De kenmerken van de operationele leverage worden o.b.v. een voorbeeld inzichtelijk gemaakt;
 - **Resultaten**:
 - » Financiële en operationele informatie Mail in the NL. Let op; de publiek beschikbare financiële en operationele informatie voor Mail NL is beperkt. Om desalniettemin inzicht te geven in de financiële en operationele prestaties, presenteren we informatie op het niveau van Mail in the NL. Mail NL en Mail in the NL zijn twee verschillende rapportage niveaus, maar de financiële verschillen zijn wat ons betreft marginaal en hebben geen impact op de overall observaties;
 - » Financiële en operationele informatie met betrekking tot Sandd;
 - **Theoretische Projecties**: Theoretische projecties voor Mail in the NL op basis van historische observaties en aannames inzake de operationele leverage;
 - **[confidentiële informatie] en Onderbouwing Concentratie**: Als laatste bespreken we het [confidentiële informatie], relevante scenario's en de rationale voor de concentratie met Sandd.
- Met dit hoofdstuk krijgt de lezer de relevante achtergrondinformatie om onze Onderzoeksvragen, Deelvragen en reactie in een context te kunnen plaatsen. Tevens krijgt zij een goed begrip van de primaire parameters van Mail NL.

Reikwijdte Onderzoek – Mail NL (Postbedrijf)

PostNL N.V. bestaat uit de volgende drie hoofdentiteiten...

A

Mail in the NL

Op dit niveau rapporteert PostNL in haar jaarverslag. Entiteit bestaat uit:

B

Parcels

Op dit niveau rapporteert PostNL in haar jaarverslag. Entiteit bestaat uit:

C

PostNL Other

Op dit niveau rapporteert PostNL in haar jaarverslag. Entiteit bestaat uit:

...bestaande uit de volgende subentiteiten:

Samen subgroep "Mail NL Core"



Diverse entiteiten

Samen subgroep "Mail NL" of "Postbedrijf"

Samen subgroep "Parcels Benelux"

Losse pakketten

Diverse entiteiten

Diverse entiteiten

Diverse entiteiten

Samen subgroep "Parcels"

Diverse entiteiten

Mail NL / Postbedrijf betreft het object van onderzoek

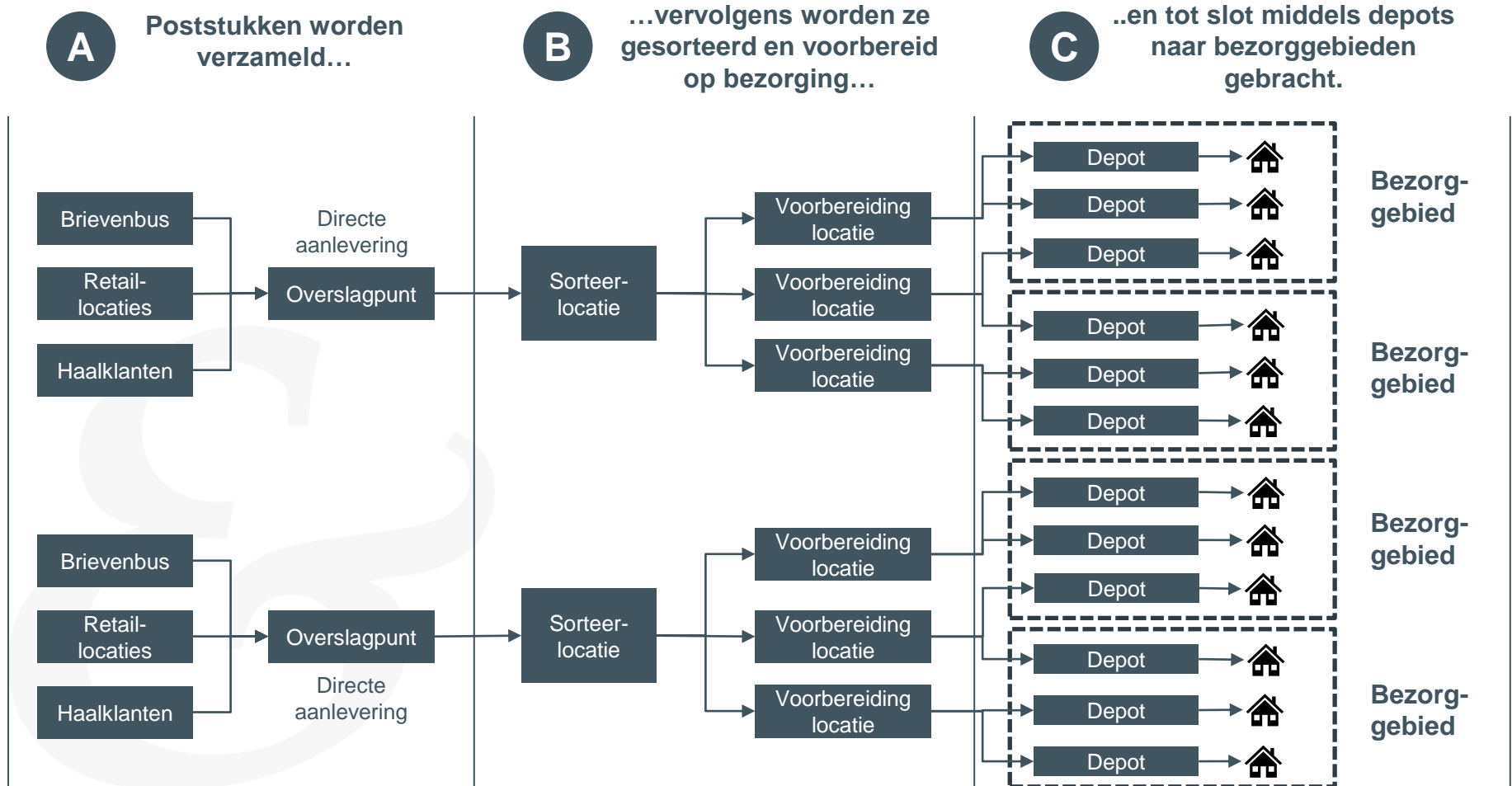
(*) [confidentiële informatie] en [confidentiële informatie] betreffen activiteiten die onlosmakelijk gekoppeld zijn aan de postactiviteiten.

(**) [confidentiële informatie].

(***) Aangezien ons Onderzoek betrekking heeft op Mail NL hebben wij, vanwege de vertrouwelijkheid van de data, verdere detaillering voor de overige entiteiten niet gepresenteerd.

Bezorgnetwerk van Mail NL – Structuur (I)

- Het bezorgnetwerk (*) is het meest relevante actief van Mail NL en wordt gekenmerkt door schaalbaarheid.



(*) PwC (2019) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL (p. 15).

Bezorgnetwerk van Mail NL – Structuur (II)

Operationele Leverage

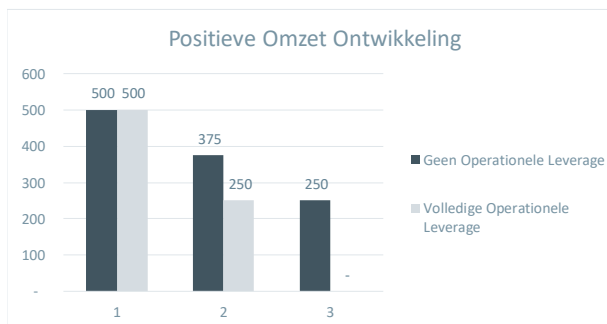
- Het bezorgnetwerk is het meest relevante (immateriële) actief van Mail NL en is schaalbaar. Echter, deze schaalbaarheid gaat ook met relatief veel vaste kosten gepaard.
- De kenmerken van het bezorgnetwerk impliceren een hoge mate van 'operationele leverage'. Een goed begrip van operationele leverage is cruciaal voor het juist interpreteren van onze observaties, analyses en conclusies.
- Operationele leverage refereert aan de verhouding vaste kosten en totale kosten. Een onderneming met een hoge operationele leverage (zoals Mail NL) kent derhalve hoge vaste kosten in verhouding tot de totale kosten.
- Een hoge operationele leverage gaat gepaard met schaalbaarheid, maar kan ook negatief uitpakken in het geval de omzet daalt. Immers, de kosten schalen beperkt met de omzet mee en dit kan derhalve snel in het geval van een dalende omzet tot een verlieslatende situatie leiden.
- Om de impact van de operationele leverage aan te tonen, hebben we een eenvoudig voorbeeld opgesteld. Dit voorbeeld is rechts gepresenteerd.
- We vergelijken de impact van een dalende omzet voor twee bedrijven met een verschillende kostenstructuur:
 - Geen operationele leverage, d.w.z. alle kosten zijn variabel; en
 - Volledige operationele leverage, d.w.z. alle kosten zijn vast.
- Zoals duidelijk geobserveerd kan worden, Organisatie B wordt hard geraakt in het geval de omzet daalt, daar elke Euro omzetsdaling direct het resultaat raakt.
- Mail NL is door de samenstelling van het bezorgnetwerk (en samenhangende kostenstructuur) het meest vergelijkbaar met Organisatie B, een hoge mate van operationele leverage waardoor het resultaat hard wordt geraakt bij een daling van de omzet.

Organisatie A

Geen Operationele Leverage			
Jaar	1	2	3
Omzet	1,000	750	500
% Verandering		-25%	-33%
Variabele Kosten	(500)	(375)	(250)
% Omzet	-50%	-50%	-50%
Vaste Kosten	-	-	-
% Omzet	0%	0%	0%
EBIT	500	375	250
% Omzet	50%	50%	50%

Organisatie B

Volledige Operationele Leverage			
Jaar	1	2	3
Omzet	1,000	750	500
% Verandering		-25%	-33%
Variabele Kosten	-	-	-
% Omzet	0%	0%	0%
Vaste Kosten	(500)	(500)	(500)
% Omzet	-50%	-67%	-100%
EBIT	500	250	-
% Omzet	50%	33%	0%

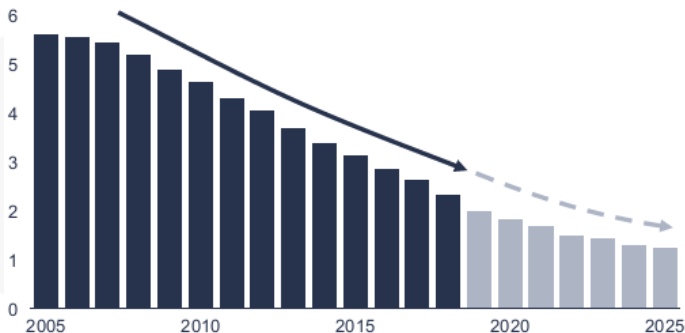


Bezorgnetwerk van Mail NL – Schaalvoordelen afgeleid Operationele Leverage

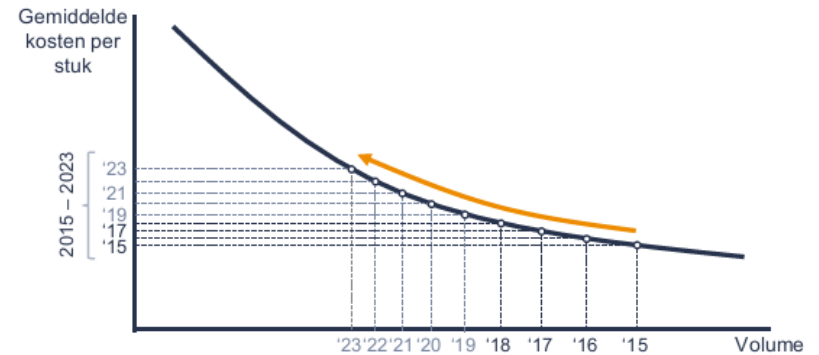


B ...en dalende volumes door o.a. digitalisering...

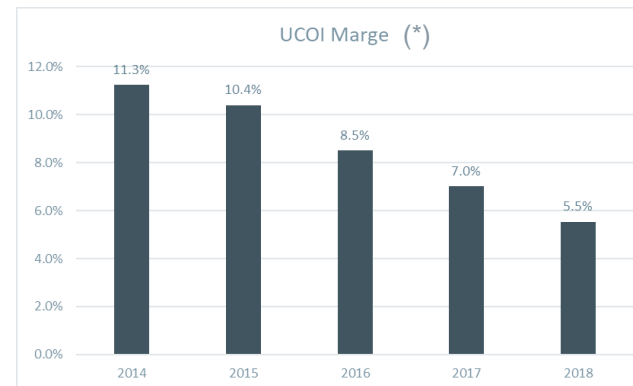
Ontwikkeling binnenlandse brievenbuspost (in mid. poststukken)



C ...stijgen de gemiddelde kosten per stuk...



D ...en daardoor daalt het resultaat fors.



(*) Mail in the NL

Bron (voor B, C, D) PostNL (2019) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD) (p. 2 en 12)

Volume Mail in the NL

Let op; de gepresenteerde informatie heeft betrekking op Mail in the NL. De reikwijdte van het Onderzoek betreft Mail NL. De gepresenteerde financiële informatie en volumes dienen derhalve als indicatief voor Mail NL te worden beschouwd.

Volume

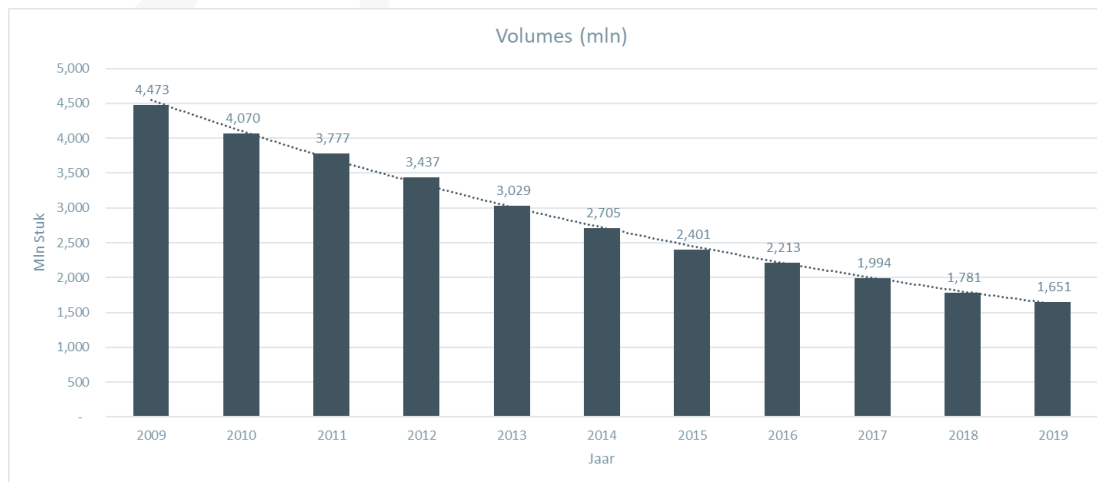
- Het volume van **Mail in the NL** is gemeten over een periode van 2009 – 2019 met ongeveer 9.5% op jaarlijkse basis gedaald.
- In totaal is het volume met 63% over deze periode gedaald.
- Zoals geobserveerd kan worden, de jaarlijkse daling is structureel en valt binnen een bandbreedte van -12% tot -7%.

Mail in the NL Volumes (1)

Mail in the NL		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR	Totaal
		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	P(2)	2009 - 2019	2009 - 2019
Volumes (mln)	PostNL	4,473	4,070	3,777	3,437	3,029	2,705	2,401	2,213	1,994	1,781	1,651	-9.5%	-63.1%
% Groei			-9.0%	-7.2%	-9.0%	-11.9%	-10.7%	-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%	-7.3%		
Normalized Volumes	Indexed	100	91	84	77	68	60	54	49	45	40	37	-9.5%	-63.1%
% Groei			-9.0%	-7.2%	-9.0%	-11.9%	-10.7%	-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%	-7.3%		

(1) Bron: PostNL Jaarverslag 2019

(2) De 2019 daling is afgeleid van de volumedaling voor de consumenten en zakelijke post conform gerapporteerd in de ACM Postmonitor 2019
De 2019 volumes zijn namelijk niet beschikbaar voor PostNL stand-alone (excl Sandd).



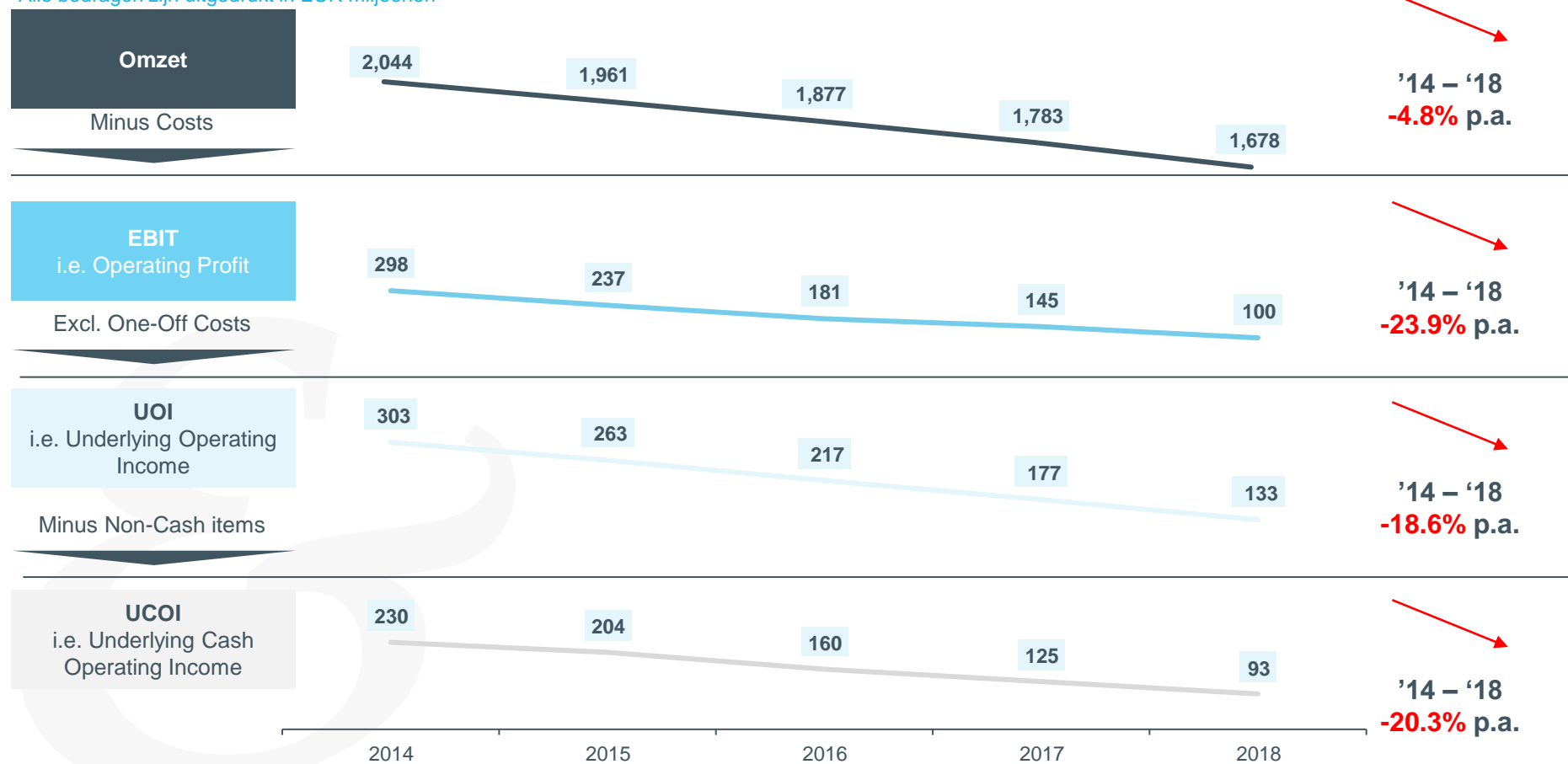
Bron: PostNL Jaarverslag 2019

Financiële Informatie – Mail in the NL

Let op; de gepresenteerde informatie heeft betrekking op Mail in the NL. De reikwijdte van het Onderzoek betreft Mail NL. De gepresenteerde financiële informatie en volumes dienen derhalve als indicatief voor Mail NL te worden beschouwd.

Door dalende volumes dalen omzet en winst, zelfs na aanpassing voor eenmalige kosten...

Alle bedragen zijn uitgedrukt in EUR miljoenen

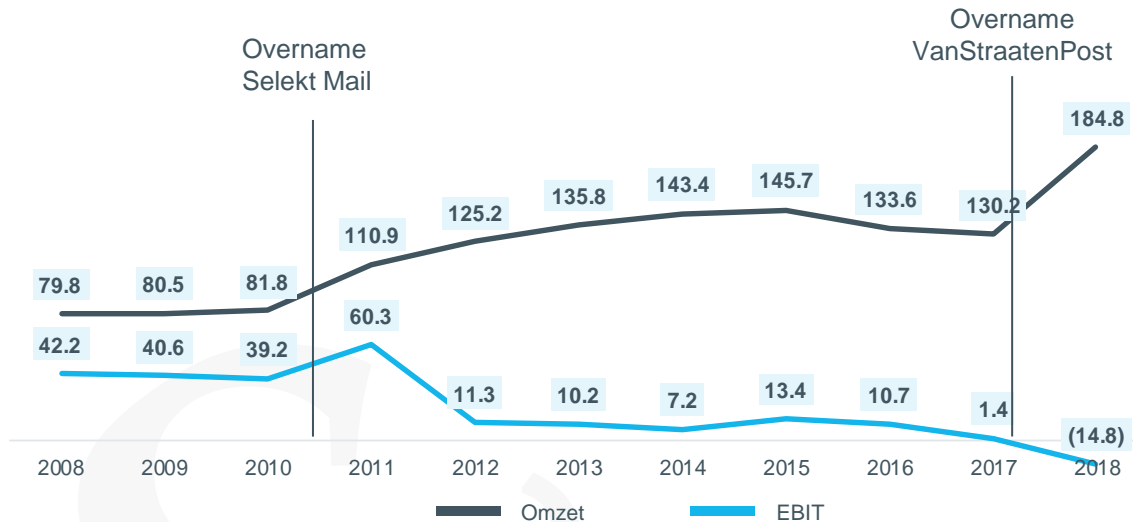


Bron: PostNL Jaarverslagen 2015 - 2018

Financiële Informatie – Sandd

Ondanks constant stijgende omzet van Sandd, o.a. door overnames, blijft de operationele winst van Sandd jaar-op-jaar dalen.

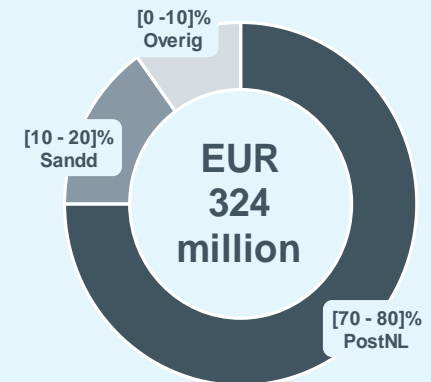
Alle bedragen zijn uitgedrukt in EUR miljoenen



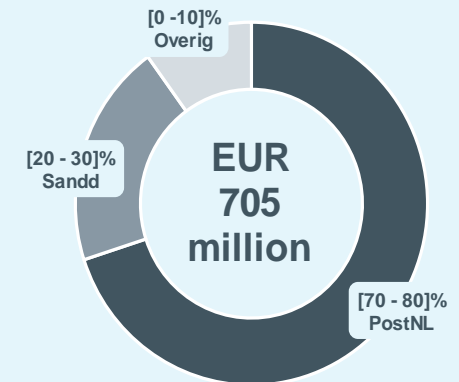
Een concentratie van PostNL en Sandd biedt de mogelijkheid voor het realiseren van synergieën, die samenhangen met het efficiënter inzetten van het postnetwerk.

Jaarlijkse verwachte bijdrage aan onderliggend cash bedrijfsresultaat (UCOI) van EUR 50 – 60 miljoen door synergievoordelen, met volledige bijdrage verwacht vanaf het derde jaar na goedkeuring.

Sandd is actief in de markt voor tijdkritische zakelijke partijenpost...



...en niet tijdkritische zakelijke partijenpost...



Bron: CapitalIQ en persbericht van Sandd overname door PostNL d.d. 25 februari 2019

Financiële Informatie en Impact Operationele Leverage (I)

Let op; de gepresenteerde informatie heeft betrekking op Mail in the NL. De reikwijdte van het Onderzoek betreft Mail NL. De gepresenteerde financiële informatie en volumes dienen derhalve als indicatief voor Mail NL te worden beschouwd.

Resultaten Mail in the NL – 2014 – 2018

- In onderstaande tabel worden de primaire financials op het niveau van **Mail in the NL** nogmaals gepresenteerd.
- Zoals reeds beschreven, de volgende items vallen op met betrekking tot de financiële informatie op het niveau van Mail in the NL:
 - Omzet daalt fors over de periode 2014 – 2018 door de daling van de volumes;
 - De volumedaling wordt deels opgevangen door de stijging van de 'prijs per stuk';
 - De UCOI-marge daalt van ongeveer 11.3% in 2014 naar 5.5% in 2018;
 - » We merken op dat wij UCOI als de primaire indicatie van winstgevendheid hanteren, omdat deze definitie ook door PostNL en haar adviseurs voor de Relevante Studies is gehanteerd.
 - De daling van de winstgevendheid wordt ondanks de stijging van de prijs per stuk veroorzaakt door de hoge mate van operationele leverage. Dit punt wordt op de volgende pagina nader toegelicht.
- We hebben de 2019 financials niet in ogenschouw genomen, omdat deze financials een pro-rata deel van de Sandd resultaten bevatten.

Overzicht Key Financials

Bedragen in EUR mln, tenzij anders opgemerkt

Mail in the NL	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR 2014 - 2018	Mutatie 2014 - 2018
	A	A	A	A	A		
Omzet	2,044	1,961	1,877	1,783	1,678	-4.8%	(366)
% Groei		-4.1%	-4.3%	-5.0%	-5.9%		
Volumes (mln)	2,705	2,401	2,213	1,994	1,781	-9.9%	(924)
% Groei	-10.7%	-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%		
Prijs per Stuk (Eur)	0.76	0.82	0.85	0.89	0.94	5.7%	0.19
% Groei		8.1%	3.8%	5.4%	5.4%		
Totaal Kosten (UCOI)	1,814	1,757	1,717	1,658	1,585	-3.3%	(229)
% Omzet	88.7%	89.6%	91.5%	93.0%	94.5%		
Kosten per Stuk	0.67	0.73	0.78	0.83	0.89		
% Groei		9.1%	6.0%	7.2%	7.0%		
EBIT	298	237	181	145	100	-23.9%	(198)
% Omzet	14.6%	12.1%	9.6%	8.1%	6.0%		
UOI	303	263	217	177	133	-18.6%	(170)
% Omzet	14.8%	13.4%	11.6%	9.9%	7.9%		
UCOI	230	204	160	125	93	-20.3%	(137)
% Omzet	11.3%	10.4%	8.5%	7.0%	5.5%		

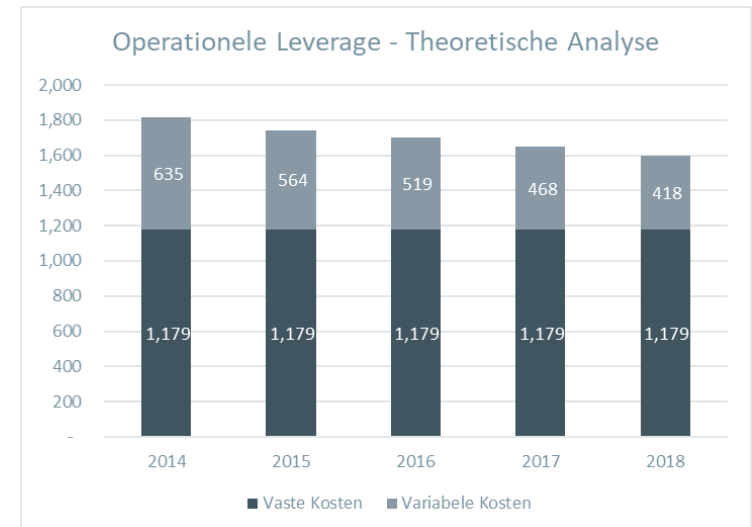
Financiële Informatie en Impact Operationele Leverage (II)

Let op; de gepresenteerde informatie heeft betrekking op Mail in the NL. De reikwijdte van het Onderzoek betreft Mail NL. De gepresenteerde financiële informatie en volumes dienen derhalve als indicatief voor Mail NL te worden beschouwd.

Operationele Leverage – Observaties met betrekking tot de Resultaten van Mail in the NL

- Zoals aangegeven, de operationele leverage, oftewel de verhouding tussen de vaste kosten en de winst, is een relevant aandachtspunt voor Mail NL.
- Deze operationele leverage zorgt ervoor dat bij een dalende omzet een verlieslatende situatie onvermijdbaar is, tenzij structurele kostenbesparingsprogramma's worden geïmplementeerd.
- Voor Mail NL kan een groot deel van de Mail NL kosten als vaste kosten worden beschouwd. Er kan zelfs gesteld worden dat nagenoeg de volledige kostenbasis theoretisch als 'vast' beschouwd kan worden, daar het overgrote deel van de kostenbasis samenhangt met het bezorgnetwerk.
- In de praktijk kunnen de vaste kosten echter voor een bepaald deel variabel worden gemaakt. Hierdoor zijn de kosten met gemiddeld **3.3%** (UCOI basis) op jaarlijkse basis over de periode 2014 – 2018 gedaald.
- Echter, de daling van de kosten is met 3.3% ongeveer 1/3 van de daling van de volumes (**-/- 9.9%**) voor dezelfde periode. Op basis van deze relatie, kan aangenomen worden dat de kosten voor ongeveer 2/3 'vast' zijn en voor 1/3 'variabel'. Variabel dient in de context van de kostenstructuur van Mail NL beschouwd te worden. Een reductie kan (naar verwachting) alleen gerealiseerd worden op basis van kostenbesparingsprogramma's. Oftewel, de variabele kosten variëren niet 'automatisch' met volumes / omzet.
- In onderstaande tabel hebben we getoetst of deze aannames gehanteerd kunnen worden om de vaste kosten te projecteren op basis van aannames met betrekking tot de volume ontwikkeling. We hebben hierbij de volgende observaties:
 - 2014 is als 'startpunt' gedefinieerd;
 - Voor 2015 – 2018 kunnen de kosten dan goed ingeschat worden, de afwijking is maximaal 1.1%;
 - De vaste kosten zijn op basis van deze eenvoudige analyse ongeveer EUR 1.2 miljard.

Mail in the NL	2014 A	2015 A	2016 A	2017 A	2018 A	CAGR 2014 - 2018
Volumes	2,705	2,401	2,213	1,994	1,781	-9.9%
% Groei		-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%	
Totaal Kosten (UCOI)	1,814	1,757	1,717	1,658	1,585	-3.3%
% Groei		-3.1%	-2.3%	-3.4%	-4.4%	
Factor Variabel	35.0%					35.0%
Factor Vast	65.0%					65.0%
Variabele Kosten	635	564	519	468	418	
% Groei		-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%	
Vaste Kosten	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	
% Groei		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
Totaal Kosten (UCOI)	1,814	1,743	1,699	1,647	1,597	
EUR min afwijking	-	(14)	(18)	(11)	12	
% afwijking	0.0%	-0.8%	-1.1%	-0.7%	0.8%	



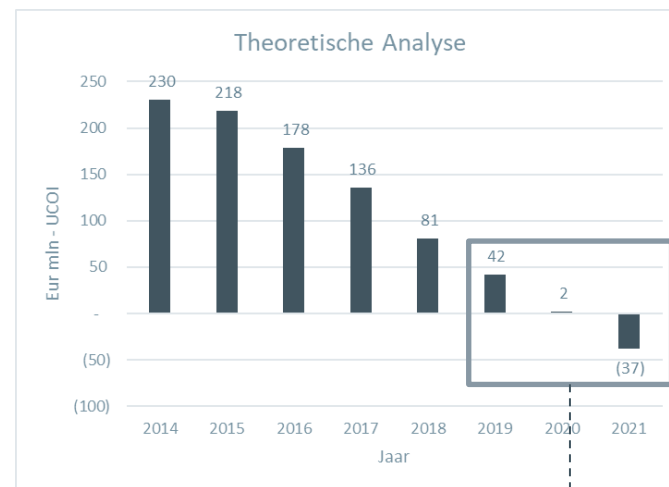
Financiële Informatie en Impact Operationele Leverage (III)

Let op; de gepresenteerde informatie heeft betrekking op Mail in the NL. De reikwijdte van het Onderzoek betreft Mail NL. De gepresenteerde financiële informatie en volumes dienen derhalve als indicatief voor Mail NL te worden beschouwd.

Theoretische Projecties van Mail in the NL

- Op basis van de operationele leverage conform besproken op de vorige pagina, hebben we een theoretische set met projecties opgesteld.
- Deze analyse is gebaseerd op de volgende aannames:
 - 2019 – 2021 volumes en prijzen stijgen op basis van de CAGR gemeten over de periode 2014 – 2018;
 - 2019 – 2021 kosten muteren o.b.v. veronderstelde samenstelling van vaste- en variabele kosten, conform toegelicht op de vorige pagina.
- Deze eenvoudige en theoretische analyse toont dat Mail NL relatief snel in een verlieslatende situatie kan komen als dezelfde set met kostenbesparingen worden doorgevoerd. Dit impliceert dat Mail NL meer structurele kostenbesparingsprogramma's moet introduceren om het tij te keren.
- Let op; dit betreft een theoretische analyse die op basis van een outside-in basis is uitgevoerd. Oftewel, we hebben geen gebruik gemaakt van confidentiële informatie voor deze theoretische analyse.

Theoretische Analyse									
Mail in the NL	2014 A	2015 A	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	CAGR 2014 - 2018
Volumes	2,705	2,401	2,213	1,994	1,781	1,604	1,445	1,302	-9.9%
% Groei	-10.7%	-11.2%	-7.8%	-9.9%	-10.7%	-9.9%	-9.9%	-9.9%	
Prijs per Stuk (Eur)	0.76	0.82	0.85	0.89	0.94	1.00	1.05	1.11	5.7%
% Groei		8.1%	3.8%	5.4%	5.4%	5.7%	5.7%	5.7%	
Omzet	2,044	1,961	1,877	1,783	1,678	1,597	1,520	1,447	-4.8%
% Groei		-4.1%	-4.3%	-5.0%	-5.9%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	
Variabele Kosten	635	564	519	468	418	377	339	306	-9.9%
Vaste Kosten	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	0.0%
Totaal Kosten (UCOI)	1,814	1,743	1,699	1,647	1,597	1,556	1,518	1,485	-3.1%
% Groei		-3.9%	-2.5%	-3.0%	-3.0%	-2.6%	-2.4%	-2.2%	
Ingeschatte UCOI	230	218	178	136	81	42	2	(37)	-23.0%
% Omzet	11.3%	11.1%	9.5%	7.6%	4.8%	2.6%	0.1%	-2.6%	
% Groei		-5.1%	-18.3%	-23.9%	-40.5%	-48.6%	-95.0%	-1911.2%	
Gerapporteerde UCOI	230	204	160	125	93				
% Omzet	11.3%	10.4%	8.5%	7.0%	5.5%				
% Groei		-11.3%	-21.6%	-21.9%	-25.6%				
Verschil Ingeschat - Gerapporteerd UCOI	-	14	18	11	(12)				

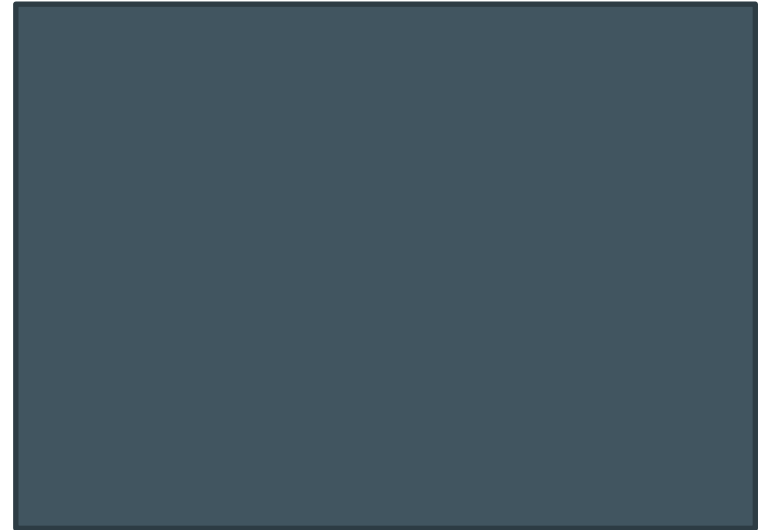


Theoretische projecties

[confidentiële informatie] Mail NL (I)

Projecties Mail NL – [confidentiële informatie]

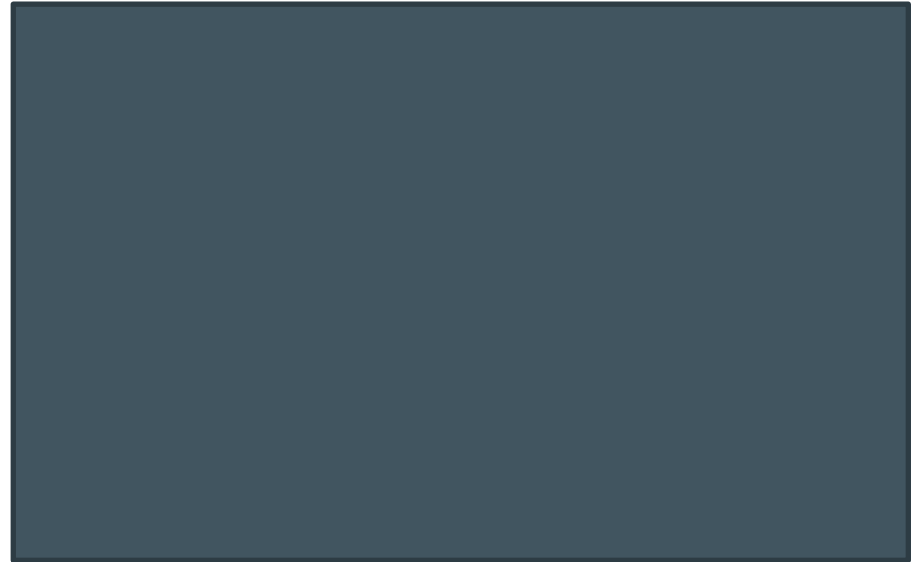
- Het [confidentiële informatie] voor Mail NL is in de grafiek rechts en in onderstaande tabel gepresenteerd. [confidentiële informatie]
- We willen graag twee observaties benadrukken:
 - Volume daalt met ongeveer XX%, terwijl het 2014 – 2018 jaarlijks gemiddelde ongeveer XX% bedraagt;
 - » Let op; dit is volume op het niveau van Mail in the NL, hetgeen het meest representatief is voor de primaire volumetrend van Mail NL.
 - UCOI-marge daalt naar ongeveer XX% in [confidentiële informatie] en [confidentiële informatie] van ongeveer XX%.
- Op basis van historische observaties, kan worden gesteld dat het [confidentiële informatie] ambitieus is, daar een trendbreuk op twee niveaus moet worden gerealiseerd:
 - Volume;
 - Winstgevendheid.



[confidentiële informatie] Mail NL (II)

Projecties Mail NL – [confidentiële informatie]

- Conform op de voorgaande pagina aangegeven, het [confidentiële informatie] kan als relatief ambitieus worden beschouwd.
- Management van PostNL heeft drie scenario's gedefinieerd om dit aspect te adresseren.
- Deze drie scenario's grijpen in op onze observaties met betrekking tot het [confidentiële informatie]:
 - [confidentiële informatie];
 - [confidentiële informatie]; en
 - [confidentiële informatie].
- De grafiek rechts [confidentiële informatie] geeft een overzicht van het [confidentiële informatie] en [confidentiële informatie]. De [confidentiële informatie] laten duidelijk zien dat met een marginale aanpassing van de aannames voor de primaire parameters er sprake is van een verlieslatende situatie voor Mail NL.



Onderbouwing Mail NL – Sandd Concentratie

Onderbouwing Mail NL – Sandd Concentratie

- De onderbouwing voor de concentratie Mail NL – Sandd is eenvoudig:
 - Door de Mail NL – Sandd concentratie stijgt het volume dat verwerkt wordt door het postnetwerk van Mail NL.
 - De additionele kosten voor het additionele volume zijn beperkt, door de operationele leverage (marge op de additionele omzet bedraagt XX%).
 - Dankzij deze schaalvoordelen kan de continuïteit van het postnetwerk (tijdelijk) worden verlengd.
- De voordelen worden voor het [confidentiële informatie] en de drie scenario's weergegeven in de vier onderstaande grafieken. [confidentiële informatie]



4.

Onderzoeksvragen



Hoofd- en Deelvragen Onderzoek

Uitwerking Hoofdvraag 1 – Thema: Redelijk Rendement

Uitwerking Hoofdvraag 1

“Hoe dient het redelijk rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

- Voor de *eerste* hoofdvraag zijn de volgende *deelvragen* (aandachtspunten) gedefinieerd:
 - **Definitie:** Wat is de definitie van het Redelijk Rendement?
 - **Doel:** Wat wordt met het Redelijk Rendement beoogd?
 - **Methodieken:** Welke methodieken kunnen worden gehanteerd om het Redelijk Rendement voor Mail NL te bepalen?
 - **Relevante Parameters en Items:** Welke items dienen in ogenschouw te worden genomen om het Redelijk Rendement te bepalen?
 - **Superieure Methodiek:** Kan een specifieke methodiek als superieur worden beschouwd?
 - **Bandbreedte:** Welk Redelijk Rendement (bandbreedte) kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?
 - **Omringende Landen:** Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

Bepaalde opmerkingen inzake Hoofdvraag 1 en de Deelvragen

- Het is van belang om op te merken dat het Redelijk Rendement niet sec op basis van een formule kan worden bepaald. Een *indicatief* rendement kan worden bepaald op basis van een formule. Echter, deze rendementsindicatie dient geëvalueerd te worden, teneinde te verifiëren of het betreffende indicatieve rendement als Redelijk Rendement (voor Mail NL) kan worden beschouwd.
- Deze evaluatie relateert onder andere aan de volgende items: (a) projecties met betrekking tot de sector, Mail NL en concurrentie, (b) operationele *leverage*, (c) klantverplichtingen, -eisen en –gedrag, (d) leveranciers, (e) risico, (f) rendementsverwachtingen van verstrekkers van vreemd vermogen en investeerders, (g) financierbaarheid, (h) continuïteit, et cetera.

Hoofd- en Deelvragen Onderzoek

Uitwerking Hoofdvraag 2 – Thema: Continuïteitsrisico

Uitwerking Hoofdvraag 2

“Kan op basis van de Relevante Studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

- Voor de *tweede* hoofdvraag zijn de volgende *deelvragen* gedefinieerd:
 - **Relevante Studies:** Wat zijn de Relevante Studies, welke onderzoeksvragen worden door de Relevante Studies behandeld en wat zijn de conclusies van deze Relevante Studies?
 - **Marktconformiteit:** Zijn de Relevante Studies conform algemeen geaccepteerde (oftewel marktconforme) procedures uitgevoerd?
 - **Primaire Parameters:** Wat zijn de primaire parameters van de Relevante Studies?
 - **Redelijkheid Aannames:** Kunnen de gehanteerde aannames met betrekking tot de primaire parameters binnen de context van de Relevante Studies als redelijk worden beschouwd?
 - **Diepgang:** Zijn de Relevante Studies voldoende diepgaand en zijn de redelijkerwijs relevante scenario's in ogenschouw genomen?
 - **Robuustheid Conclusies:** In hoeverre kunnen andere conclusies van toepassing zijn indien:
 - » andere aannames voor de primaire parameters zouden worden gehanteerd?
 - » andere scenario's in ogenschouw worden genomen?
 - » andere strategieën in ogenschouw worden genomen?

- **Additionele Analyses:** Dienen bepaalde analyses en / of onderzoeken nader uitgewerkt te worden, dan wel missen bepaalde analyses en / of onderzoeken volledig? In aanvulling; indien dit van toepassing is, kunnen andere conclusies dan van toepassing zijn?
- **Conclusies:** Kunnen de conclusies van de Relevante Studies als redelijk worden beschouwd?

Bepaalde opmerkingen inzake Hoofdvraag 2 en de Deelvragen

- De deelvragen met betrekking tot Hoofdvraag 2 zijn op de volgende items gericht:
 - **Marktconformiteit analyses** – is het proces in lijn met algemeen geaccepteerde en gangbare procedures en processen?
 - **Redelijkheid aannames** – kan redelijkerwijs worden geconcludeerd dat de gehanteerde aannames redelijk zijn?
 - **Diepgang analyses** – zijn de analyses voldoende diepgaand en uitgebreid om er robuuste conclusies van af te kunnen leiden?
 - **Volledigheid** – zijn de alternatieve scenario's voldoende onderzocht?

5.

Redelijk Rendement



Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (I)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?” :

Definitie

Doel

Methodieken

Parameters /
Items

Superieure
Methodiek

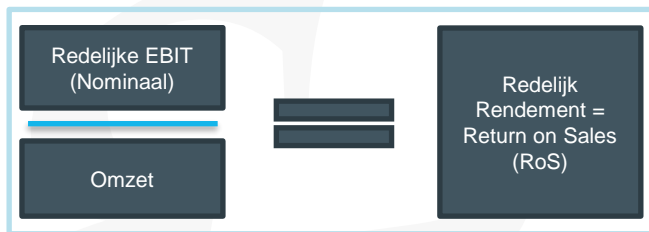
Bandbreedte
RoS

Omringende
Landen

- **Definitie:** Wat is de definitie van het Redelijk Rendement?

- **Terminologie:**

- » Het *Redelijk Rendement* wordt in dit onderzoek uitgedrukt als de redelijke Earnings before Interest & Taxes (“EBIT”) als percentage van omzet, oftewel de redelijke EBIT-marge. In de verschillende onderzoeken wordt de redelijke EBIT-marge als “Return on Sales” oftewel “RoS” genoemd.
- » *EBIT* kan praktisch als het zogenaamde Pre-VPB nominaal rendement worden beschouwd. *Redelijke EBIT* betreft derhalve het redelijk rendement in nominale termen.
- » We merken op dat PostNL en haar adviseurs met name naar de UCOI-marge kijken. Voor ons onderzoek hebben wij daarom ook de UCOI-marges van Mail NL beschouwd. De UCOI-marge kan praktisch vergeleken worden met de EBIT-marge.



- **Definities:**

- » Voor de definitie van het Redelijk Rendement zoeken wij aansluiting bij de definitie van redelijke vergoeding:
 - **Redelijke vergoeding** betreft een vergoeding op basis waarvan geïnformeerde en bereidwillige marktpartijen tot een transactie willen overgaan.
- » Op basis van deze definitie hebben we de volgende definitie voor Redelijk Rendement afgeleid:
 - **Redelijk Rendement** betreft het rendement op basis waarvan de betreffende onderneming haar operaties op een bestendige basis kan uitvoeren en financieren.
- » Immers; op basis van het Redelijk Rendement zijn marktpartijen bereid om transacties aan te gaan met de betreffende ondernemingen.

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (II)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie

Doel

Methodieken

Parameters /
Items

Superieure
Methodiek

Bandbreedte
RoS

Omringende
Landen

- **Doel:** Wat wordt met het Redelijk Rendement beoogd?

- Conform de definitie, betreft Redelijk Rendement het rendement op basis waarvan de betreffende onderneming redelijkerwijs kan opereren. Oftewel, continuïteit wordt voor de onderneming middels het Redelijk Rendement geborgd. Hierbij wordt aan twee continuïteitsfactoren voldaan:
 - » **Financiële Continuïteit (Financierbaarheid):** kapitaalverschaffers kunnen een redelijk rendement realiseren, zodat kapitaalverschaffing kan worden geborgd;
 - » **Operationele Continuïteit:** er is sprake van een evenwicht tussen (ondernemings)risico en rendement, zodat business partners (klanten, leveranciers, etc.) bereid zijn om zaken met de onderneming te doen. Immers, ondernemingsrisico komt tot uitdrukking in volatiliteit van de inkomsten. Business partners kunnen en willen derhalve alleen zaken doen met de betreffende onderneming indien de rendementen (en daarmee de op te bouwen buffers op de lange termijn) continuïteit borgen. Dit laatste kan alleen als er sprake is van een balans tussen risico en rendement.
- Conform de definitie (van het Redelijk Rendement) is het primaire doel van het Redelijk Rendement derhalve het borgen van continuïteit voor de betreffende onderneming.

- **Methodieken:** Welke methodieken kunnen worden gehanteerd om het Redelijk Rendement voor Mail NL te bepalen?

- Het Redelijk Rendement kan *theoretisch* op basis van twee methodieken worden bepaald:
 - » **Directe Methodiek (methodiek vanuit het perspectief van de onderneming):** inschatting van het Redelijk Rendement op basis van i) een rendement op het geïnvesteerd vermogen, ii) het geïnvesteerd vermogen en iii) omzet; en/of
 - » **Indirecte Methodiek (methodiek vanuit het perspectief van referentie ondernemingen):** inschatting van het Redelijk Rendement op basis van feitelijke rendementen behaald door vergelijkbare ondernemingen (“Referentie Ondernemingen”).
- We merken op dat de praktische toepasbaarheid van deze methodieken sterk afhankelijk is van de bedrijfs- en sectorkenmerken.

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (III)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie

Doel

Methodieken

Parameters /
Items

Superieure
Methodiek

Bandbreedte
RoS

Omringende
Landen

- **Parameters / Items:** Welke items dienen in ogenschouw te worden genomen om het Redelijk Rendement te bepalen?

- In de basis is het bepalen van een indicatie van een Redelijk Rendement relatief eenvoudig. Immers, er zijn maar een paar relevante factoren, te weten:
 - » **Directe Methodiek:**
 - Pre-VPB redelijk rendement voor kapitaalverschaffers ook wel de Pre-VPB Weighted Average Cost of Capital (“WACC”) genoemd;
 - Geïnvesteed vermogen; en
 - Omzet.
 - » **Indirecte Methodiek:**
 - Rendement van de Referentie Ondernemingen.
- We merken op dat het complex is om robuuste aannames objectief te definiëren voor de relevante factoren van de *Directe Methodiek*. Deze complexiteit relateert met name aan het correct en volledig inschatten van het geïnvesteed vermogen voor Mail NL. Het geïnvesteed vermogen bestaat namelijk ook uit items die niet op de balans zichtbaar zijn. Deze items dienen daarom ingeschat te worden, hetgeen met subjectiviteit gepaard gaat.
- In aanvulling op de parameters die in ogenschouw moeten worden genomen om het Redelijk Rendement *in te schatten*, moeten eveneens factoren worden *geëvalueerd* om te kunnen concluderen dat het indicatieve rendement als het Redelijk Rendement beschouwd kan worden.
- Deze additionele parameters indiceren of het indicatieve rendement *praktisch* als het Redelijk Rendement kan worden gedefinieerd / gehanteerd.
- De volgende perspectieven en onderliggende parameters zijn relevant:
 - » **Financiële Continuïteit:** Risicoparameters en indicatoren waar kapitaalverschaffers, ‘credit rating’ bureaus en (equity) analisten naar kijken. Voorbeelden hiervan zijn; solvabiliteitsratio’s, risicoprofiel van de activiteiten, onderliggende zekerheden, etc;
 - » **Operationele Continuïteit:** Operationele (risico) parameters die relevant zijn voor business partners. Voorbeelden hiervan zijn; volatiliteit inkomsten, contractuele rechten en verplichtingen, markttrends, etc.;
- De additionele parameters zijn cruciaal om in ogenschouw te nemen, daar deze bepalen of het indicatieve rendement praktisch als Redelijk Rendement kan worden gehanteerd en dat op basis van het indicatieve rendement het doel van het Redelijk Rendement kan worden gerealiseerd. Oftewel, wordt de beoogde continuïteit voor de betreffende onderneming door het indicatieve rendement geborgd en kan het derhalve als Redelijk Rendement worden beschouwd?

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (IV)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie

Doel

Methodieken

Parameters /
Items

Superieure
Methodiek

Bandbreedte
RoS

Omringende
Landen

- **Superieure Methodiek:** Kan een specifieke methodiek als superieur worden beschouwd?

- Binnen de context van het Redelijk Rendement voor Mail NL is de Indirecte Methodiek superieur aan de Directe Methodiek. Het is namelijk relatief complex om een betrouwbare en robuuste inschatting van het totaal geïnvesteerd vermogen van Mail NL te doen, hetgeen met de Indirecte Methodiek wordt vermeden.
- Bijkomend voordeel is dat met de Indirecte Methodiek direct aansluiting wordt gezocht met financiële en operationele continuïteit. Immers, het Redelijk Rendement wordt bij de Indirecte Methodiek afgeleid van feitelijk gerealiseerde rendementen van de Referentie Ondernemingen waarvoor financiële en operationele continuïteit in de basis reeds van toepassing is. Een verificatie analyse met betrekking tot financiële en operationele continuïteit betreft, zoals besproken, een extra stap van de Directe Methodiek.
- Dit betekent dus dat het Redelijk Rendement alleen met een complexe en tijdrovende analyse op basis van de Directe methodiek kan worden bepaald, terwijl dit relatief eenvoudig en efficiënt op basis van de Indirecte Methodiek kan worden afgeleid.
- Het spreekt voor zichzelf dat de mate van vergelijkbaarheid van Mail NL met haar Referentie Ondernemingen (conform gehanteerd in de Redelijk Rendement studie) van groot belang is. Indien de vergelijkbaarheid voor wat betreft belangrijke aspecten van Mail NL beperkt is, dan kunnen incorrecte conclusies worden getrokken. Wij zijn echter van mening dat de vergelijkbaarheid van Mail NL met haar Referentie Ondernemingen voldoende is om op basis van de observaties inzake gerealiseerde rendementen conclusies voor wat betreft het Redelijk Rendement af te leiden.
- Vergelijkbaarheid is overigens ook een belangrijk aandachtspunt voor de Directe Methodiek, daar de WACC voor een groot deel op basis van observaties met betrekking tot de Referentie Ondernemingen wordt bepaald.
- De praktische tekortkomingen van de Directe Methodiek impliceren ons inziens niet dat deze methodiek niet kan worden toegepast. De Directe Methodiek kan namelijk op basis van een paar praktische aannames als verificatiemethodiek worden gehanteerd. Deze praktische aannames relateren met name het geïnvesteerd vermogen. Daarnaast moet een goed onderbouwde WACC worden bepaald. Indien aannames voor deze twee parameters zijn gedefinieerd, dan kan deze methodiek ingezet worden als verificatiemethodiek. De uitkomsten op basis van de superieure methodiek (Indirecte Methodiek) kunnen op deze manier op redelijkheid worden geverifieerd.
- We merken op dat de Directe Methodiek alleen als verificatiemethodiek ingezet kan worden. De aannames zijn wat ons betreft teveel aan subjectiviteit onderhevig, waardoor er geen betrouwbare en robuuste uitkomsten afgeleid kunnen worden.

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (V)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie	Doel	Methodieken	Parameters / Items	Superieure Methodiek	Bandbreedte RoS	Omringende Landen
-----------	------	-------------	--------------------	----------------------	-----------------	-------------------

- **Superieure Methodiek:** Kan een specifieke methodiek als superieur worden beschouwd?
 - Samenvattend kan het volgende overzicht met betrekking tot de belangrijkste observaties worden opgesteld:

Aandachtspunten	Indirecte Methodiek ('RoS' Methodiek)	Directe Methodiek ('WACC maal RAB' methodiek)
Eenvoud:	Relatief makkelijk toe te passen.	Complex om toe te passen.
Objectiviteit:	Objectief in de basis, subjectieve aanpassingen zijn mogelijkterwijs van toepassing.	Geïnvesteed vermogen en WACC dienen beide ingeschat te worden hetgeen met veel subjectiviteit gepaard gaat.
Verificatie van uitkomsten (v.w.b. operationele en financiële continuïteit):	Altijd relevant, maar beperkt van toepassing, omdat de observaties van marktpartijen worden afgeleid. Voor deze ondernemingen kan in de basis als 'going-concern' status worden gehanteerd en 'going-concern' betekent in de basis dat er sprake is van operationele en financiële continuïteit.	Aandachtspunt – uitkomsten afgeleid op basis van de Direct Methodiek dienen geverifieerd te worden.
Fijnmazigheid:	In de basis een grove methodiek, fijnmazigheid kan verwerkt worden o.b.v. aanpassingen met betrekking tot de observaties.	In de basis fijnmazig; ondernemingspecifieke items kunnen goed verwerkt worden. Dit gaat uiteraard wel gepaard met subjectiviteit.
Vergelijkbaarheid referentie ondernemingen:	Vergelijkbaarheid met referentie ondernemingen is een aandachtspunt; dit kan leiden tot aanpassingen met betrekking tot de 'RoS observaties'.	Vergelijkbaarheid met referentie ondernemingen is een aandachtspunt; dit kan leiden tot aanpassingen met betrekking tot de 'parameters van de WACC'.
Consensus v.w.b. toepassing:	Leidende methodiek voor 'immaterieel actief-intensieve' ondernemingen. Het immateriële actief relateert voor Mail NL aan het bezorgnetwerk.	Leidende methodiek voor 'materieel actief-intensieve' ondernemingen.
Superieure Methodiek – Mail NL Redelijk Rendement	Superieure Methodiek → Primaire Methodiek	Secondaire Methodiek → Alleen hanteren als verificatiemethodiek

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (VI)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie

Doel

Methodieken

Parameters /
Items

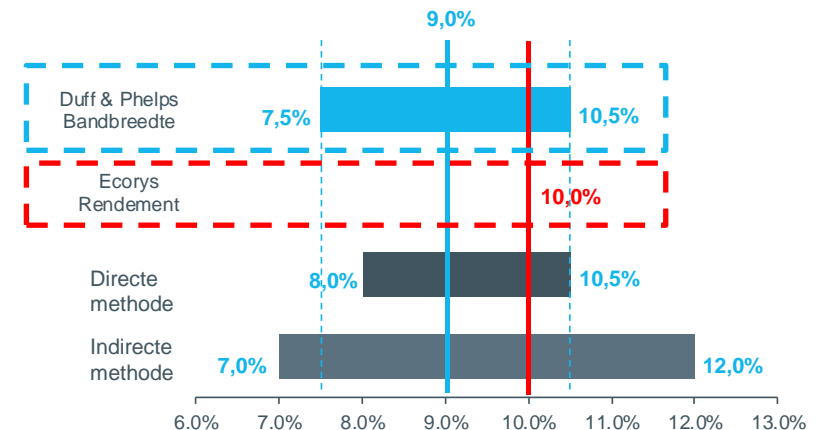
Superieure
Methodiek

Bandbreedte
RoS

Omringende
Landen

- **Bandbreedte RoS: Welk indicatief Redelijk Rendement kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?**
 - Voor het indicatief Redelijk Rendement, kunnen we verwijzen naar ons onderzoek inzake het Redelijk Rendement (Duff & Phelps: Herijking Toestaan Normrendement UPD, 2019). Wij concluderen een bandbreedte van **7.5% - 10.5%**.
 - In ons onderzoek hebben we de **Indirecte Methodiek** (in het 2019 onderzoek het ‘externe’ perspectief genoemd) als **primaire methodiek** gehanteerd. Wij hebben hiervoor een uitgebreide groep vergelijkbare (referentie) ondernemingen geanalyseerd en op basis van onze observaties een redelijke bandbreedte afgeleid.
 - De **Directe Methodiek** (in het 2019-onderzoek het ‘interne’ perspectief genoemd) is eveneens uitgevoerd. Op basis van de uitkomsten, afgeleid van Directe Methodiek, hebben we de uitkomsten van de Indirecte Methodiek op **redelijkheid getoetst**. Wij hebben het geïnvesteerd vermogen uiteindelijk afgeleid van i) netto boekwaarde eigen vermogen en ii) ‘marktwaarde t.o.v. boekwaarde eigen vermogen ratio’s geobserveerd voor de vergelijkbare ondernemingen. Het tweede component refereert per saldo aan de waarde die niet door de netto boekwaarde wordt weergegeven.
 - Per saldo concludeerden wij dat de bandbreedte afgeleid op basis van de Directe Methodiek, de bandbreedte bepaald op basis van de Indirecte Methodiek, bevestigt.

Herijking Normrendement UPD – D&P 2019:



Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Reactie Deelvragen (VII)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Definitie	Doel	Methodieken	Parameters / Items	Superieure Methodiek	Bandbreedte RoS	Omringende Landen
-----------	------	-------------	--------------------	----------------------	-----------------	-------------------

Omringende Landen: Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

- Op basis van onderzoeken van Europese toezichthouders en de Europese Commissie concluderen wij dat in omliggende landen de Indirecte Methodiek als de geprefereerde methodiek wordt beschouwd om een redelijk rendement te bepalen voor een postbedrijf.
- De volgende instanties hebben hier onderzoek naar gedaan:
 - **De Europese Commissie** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de superieure methodiek is, gebaseerd op een WIK studie en een Deloitte studie. De Europese Commissie oordeelt dat de Directe Methodiek praktisch niet toepasbaar is, daar hiervoor de activa gewaardeerd moet worden. Tevens wordt de onderlinge consistentie beter geborgd door de Indirecte Methodiek.
 - **Ofcom** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de juiste methode is om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen, omdat het postnetwerk van Royal Mail vooral arbeidsintensief is en minder activa intensief.
 - **BIPT** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de juiste methode is voor de bepaling van een redelijk rendement voor de postsector. Zij beargumenteren eveneens dat het postbedrijf een arbeidsintensieve activiteit betreft en het wordt gekenmerkt door een lage kapitaalintensiteit (de totale inkomsten zijn gewoonlijk hoger dan de totale activa). Een rendement over geïnvesteerd vermogen leidt derhalve tot irrelevante inzichten.
 - Daarnaast heeft **Oxera** beredeneerd en onderbouwd dat voor een arbeidsintensieve sector de Directe Methodiek van beperkte toegevoegde waarde is. De boekwaarden van geïnvesteerd vermogen van deze ondernemingen vormen namelijk geen goede basis voor de Directe Methodiek, omdat immateriële activa en contractuele verplichtingen doorgaans niet (volledig) zijn opgenomen op de balans, terwijl het vermogen geïnvesteerd in deze activa wel terugverdiend moet worden.
- Op basis van onderzoeken uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie en omringende landen, kan eveneens worden geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de voorkeur geniet t.o.v. de Directe Methodiek voor het bepalen van een redelijk rendement voor een postbedrijf.

Instantie	Voorkeursmethodiek	Redenering
Europese Commissie (Rapport: Besluit van de commissie betreffende de door België ten uitvoer gelegde steunmaatregel)	Indirecte Methodiek	Waardering activa is complex en met de Indirecte Methodiek wordt consistentie beter geborgd → met name een praktische benadering
Ofcom (Rapport: Securing the Universal Postal Service – 2012)	Indirecte Methodiek	Het netwerk is arbeidsintensief
BIPT (Analyse van het Tariefbesluit van Bpost voor de volle stuktarieven – 2017)	Indirecte Methodiek	Het netwerk is arbeidsintensief,
Oxera (Something for Nothing? Returns in low-asset industries, 2014)	Indirecte Methode	Immateriële activa en contractuele verplichtingen worden niet beschouwd als geïnvesteerd vermogen, terwijl hier wel een rendement voor wordt geëist.

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Samenvatting & Conclusie (I)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Indirecte Methodiek



Idealiter leiden de methodieken tot een vergelijkbaar indicatief Redelijk Rendement

Directe Methodiek



RoS: Wordt gebaseerd op feitelijke RoS van Referentie Bedrijven

Evaluatie

Cruciaal: Wordt de beoogde continuïteit voor de betreffende onderneming door het indicatieve rendement geborgd en kan het derhalve als Redelijk Rendement worden beschouwd?

Evaluatie

Pre-VPB WACC: Op basis van Referentie Bedrijven met bedrijfsspecifieke elementen

GV: Bedrijfsspecifiek (boekwaarde + niet gekapitaliseerde immateriële activa)

Operationele Continuïteit

- Operationele Continuïteit: er is sprake is van een evenwicht tussen ondernemingsrisico en rendement, zodat business partners bereid zijn om zaken met de onderneming te doen. Immers, ondernemingsrisico komt tot uitdrukking in volatiliteit van de inkomsten. Business partners kunnen en willen derhalve alleen zaken doen met de betreffende onderneming indien de rendementen op de lange termijn continuïteit borgen. Dit laatste kan alleen als er sprake is van een balans tussen risico en rendement.

Samenhangend

Financiële Continuïteit

- Financiële Continuïteit (Financierbaarheid): kapitaalverschaffers kunnen een redelijk rendement realiseren, zodat kapitaalverschaffing kan worden geborgd;

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Samenvatting & Conclusie (II)

Hoofdvraag 1

“Hoe dient het Redelijk Rendement voor Mail NL te worden bepaald?”

Item	Deelvraag	Reactie
Definitie	Wat is de definitie van het Redelijk Rendement?	Redelijk Rendement betreft het rendement op basis waarvan de betreffende onderneming haar operaties op een bestendige basis kan uitvoeren en financieren.
Doel	Wat wordt met het Redelijk Rendement beoogd?	Operationele en financiële continuïteit: <ul style="list-style-type: none"> - Operationele continuïteit: potentie om de operaties op een bestendige basis te kunnen uitvoeren; - Financiële continuïteit: potentie om de operaties op een bestendige basis te kunnen financieren.
Methodieken	Welke methodieken kunnen worden gehanteerd om het Redelijk Rendement voor Mail NL te bepalen?	Theoretisch: <ul style="list-style-type: none"> - Directe Methodiek – Geïnvesteed Vermogensbenadering - Indirecte Methodiek – RoS benadering Praktisch voor Mail NL – alleen de Indirecte Methodiek
Parameters / Items	Welke items dienen in ogenschouw te worden genomen om het Redelijk Rendement te bepalen?	Directe Methodiek – WACC en Totaal Geïnvesteed Vermogen Indirecte Methodiek – RoS van vergelijkbare ondernemingen Evaluatiecriteria – wordt operationele en financiële continuïteit geborgd met het indicatieve rendement dat is bepaald op basis van de betreffende methodiek.
Superieure Methodiek	Kan een specifieke methodiek als superieur worden beschouwd?	Het Redelijk Rendement kan praktisch beschouwd alleen op de basis van de Indirecte Methodiek bepaald worden. Het is namelijk praktisch onmogelijk om een betrouwbare inschatting te maken van het geïnvesteed vermogen.
Bandbreedte RoS	Welk Redelijk Rendement (bandbreedte) kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?	Voor het indicatief Redelijk Rendement, kunnen we verwijzen naar ons onderzoek inzake het Redelijk Rendement (Duff & Phelps: Herijking Toestaan Normrendement UPD, 2019). Wij concluderen een bandbreedte van 7.5% - 10.5%.
Omringende Landen	Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?	De Indirecte Methodiek wordt in omringende landen eveneens voorgeschreven als de optimale methodiek voor het inschatten van het Redelijk Rendement voor postbedrijven.

Antwoord Hoofdvraag 1: Een betrouwbare en robuuste inschatting van het Redelijk Rendement voor Mail NL kan alleen op basis van de Indirecte Methodiek worden bepaald.

6.

Continuïteitsrisico



Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

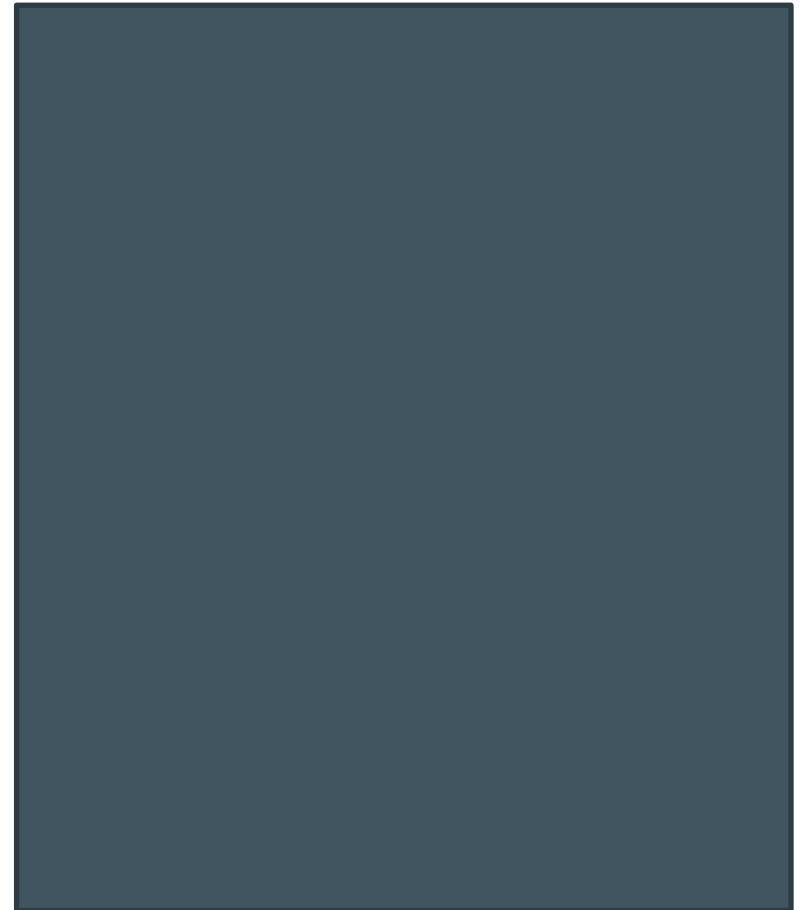
Introductie Onderzoeksvraag 2

Hoofdvraag 2:

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Introductie Hoofdvraag 2

- Conform toegelicht, PostNL is van mening dat de Mail NL – Sandd concentratie noodzakelijk is om de kans op een verlieslatende situatie voor Mail NL materieel te verlagen.
- Op basis van de Mail NL studies **zonder concentratie** kan het volgende worden afgeleid:
 - **[confidentiële informatie]**: marginale winstgevendheid en deze winstgevendheid is lager dan het Redelijk Rendement; en
 - **Scenario's**: alle scenario's zijn op termijn verlieslatend;
 - Zowel het **[confidentiële informatie]** als de afgeleide scenario's indiceren materiele neerwaartse risico's en derhalve een **materieel continuïteitsrisico**.
- Op basis van de studies **met concentratie** kan het volgende worden afgeleid:
 - **[confidentiële informatie]**: UCOI tendeert naar een niveau in lijn met het Redelijk Rendement (verschil is ongeveer EUR XX miljoen – XX% van de omzet).
 - **Scenario's**: twee van de drie scenario's leiden op termijn tot positieve resultaten.
 - Dit betekent dat met concentratie het continuïteitsrisico **beheerst** kan worden.
- Op basis van deze analyses concludeert PostNL dat een concentratie noodzakelijk is om operationele en financiële continuïteit voor Mail NL te borgen. Hoofdvraag 2 richt zich op twee relevante aandachtspunten voor Opdrachtgever:
 - Het continuïteitsrisico dat door de studies voor Mail NL wordt geadresseerd; en
 - De mogelijkheid om het continuïteitsrisico te beheersen middels een concentratie tussen Mail NL en Sandd.



Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (I)

Hoofdvraag 2:

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Deelvragen en onze Reactie

- *Deelvraag: Wat zijn de Relevante Studies, welke onderzoeksvragen worden door de Relevante Studies behandeld en wat zijn de conclusies van deze Relevante Studies?*

	Relevante Studies	Onderzoeksvragen	Conclusies
1.	PostNL (2019) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD)"	Wat is het gevolg van de voorgenomen consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk?	Consolidatie zorgt ervoor dat de continuïteit van de postvoorziening (inclusief UPD) langer gewaarborgd blijft.
2.	PwC (2019) "Volume-en omzetontwikkelingen in het [confidentiële informatie]"	Zijn de volume- en omzetontwikkelingen uit het [confidentiële informatie] in lijn met historische ontwikkelingen?	Zowel de gemiddelde opbrengst, het volume als de omzet zijn (licht) positief (lees: optimistischer) geprojecteerd dan de historische trend. De door PostNL berekende downside scenario's zijn meer in lijn met historische trends.
3.	PwC (2019) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL"	Is er sprake van lange-termijn schaalvoordelen in de Nederlandse postmarkt?	Er is sprake van significante dichtheidsvoordelen, een categorie van schaalvoordelen. Een volumestijging van 10% leidt namelijk tot een kostenstijging van ~ 6.5% bij een gelijkblijvende dropduplicatie. Let op; dit is de lange termijn kostenstijging, de korte termijn kostenstijging is waarschijnlijk minder, door het relatief hoge niveau aan vaste kosten.
4.	PostNL (2019) "Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparing van de overname van Sandd door PostNL"	Wat is de lange-termijn kostencurve voor verschillende onderdelen van het postnetwerkproces?	De lange termijn kostencurves zijn voor alle onderdelen van het postnetwerk dalend met volume. Oftewel er is sprake van schaalvoordelen voor alle onderdelen.
5.	PostNL (2019) "Impact van Masterplannen op analyse lange termijn schaalvoordelen"	Zijn de berekende schaalvoordelen beschreven in de bottom-up analyse te realiseren gegeven de voorgenomen masterplannen?	Ja, de schaalvoordelen kunnen onafhankelijk van de masterplannen worden gerealiseerd.
6.	PwC (2019) "Kostenefficiënties in het postnetwerk. Samenvatting van de analyses van PwC en PostNL"	<i>Samenvatting van studies 3, 4, en 5. Voor volgende deelvragen laten wij deze studie daarom buiten beschouwing.</i>	<i>Samenvatting van studies 3, 4, en 5. Voor volgende deelvragen laten wij deze studie daarom buiten beschouwing.</i>

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (II)

Hoofdvraag 2:

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Deelvragen en onze Reactie

- *Deelvraag: Zijn de Relevante Studies conform algemeen geaccepteerde (oftewel marktconforme) procedures uitgevoerd?*

	Relevante Studies	Conform algemeen geaccepteerde procedures uitgevoerd?	
1.	PostNL (2019) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD)"	Ja	Het is gebruikelijk om bij een continuïteitstudie en/of stress-test een (base-case plan) 'referentiepunt' te hanteren en hier vervolgens neerwaartse scenario's aan toe te voegen. McKinsey, een gerenommeerd adviesbureau voor dit soort studies, heeft een voorbeeld gegeven van hoe men stresstesten moet gebruiken. Binnen de energiemarkt heeft zij een voorbeeld gegeven hoe stress- testing moet worden gemodelleerd. De conclusie is dat eenmalige evenementen, sterke (korte) reducties en/of veranderingen van de markt uit gemodelleerd mogen worden. Het is bij stresstesten redelijk om alleen naar neerwaartse risico's te kijken, omdat risicomangement het doel is.
2.	PwC (2019) "Volume-en omzetontwikkelingen in het [confidentiële informatie]"	Ja	Een gangbare methode om de redelijkheid van een [confidentiële informatie] te onderzoeken is de projecties te vergelijken met de trend van de historische realisaties.
3.	PwC (2019) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL"	Ja	Een econometrische analyse kan hiervoor gebruikt worden (e.g. Filippini*, M., & Zola, M. (2005). Economies of scale and cost efficiency in the postal services: empirical evidence from Switzerland. Applied Economics Letters, 12(7), 437-441)
4.	PostNL (2019) "Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparing van de overname van Sandd door PostNL"	Ja	Een bottom-up modellering van de kosten d.m.v. drivers per bedrijfsonderdeel is gebruikelijk.
5.	PostNL (2019) "Impact van Masterplannen op analyse lange termijn schaalvoordelen"	Ja	Een kwalitatieve beschrijving van de bespaartheema's en de mogelijke interactie met de mogelijke integratie van een bedrijf kan hiervoor gebruikt worden.

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (III)

Hoofdvraag 2:

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Deelvragen en onze Reactie

- *Deelvraag: Wat zijn de primaire parameters van de Relevante Studies?*
- *Deelvraag: Kunnen de gehanteerde aannames met betrekking tot de primaire parameters binnen de context van de Relevante Studies als redelijk worden beschouwd?*

	Relevante Studies	Wat zijn de primaire parameters? Kunnen deze als redelijk worden beschouwd?
1.	PostNL (2019) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD)"	De primaire parameters zijn: i) ontwikkeling volumes, ii) prijsontwikkeling, iii) kostenstructuur, en iv) mogelijkheden om kostenstructuur aan te passen. i) De volumeontwikkeling wordt onderschreven in de analyse van PwC (zie 2.). Bovendien vallen de projecties binnen de bandbreedte zoals bepaald door BCG in 2016; ii) De prijsontwikkeling vormt de historische trend; iii) De kostenprojecties zijn bottom-up opgebouwd, net zoals de schaalvoordelen volgend uit een concentratie met Sandd; iv) De mogelijkheden om de kostenstructuur aan te passen zijn beschreven in de zgn. Masterplannen van PostNL. Uit een analyse van ING (2018) blijkt dat de Masterplannen op basis van historische resultaten als ambitieus beschouwd kunnen worden. Wij beschouwen de aannames gehanteerd voor het [confidentiële informatie] als ambitieus, doch niet onredelijk voor het doel dat het [confidentiële informatie] dient. De aannames gehanteerd voor de scenario's zijn wat ons betreft redelijk, daar deze ons inziens juiste nuancering geven met betrekking tot aannames voor primaire parameters (prijsontwikkeling, volume en kosten).
2.	PwC (2019) "Volume-en omzetontwikkelingen in het [confidentiële informatie]"	PwC belicht de aannames voor de primaire parameters en concludeert dat het [confidentiële informatie] als ambitieus beschouwd kan worden in het licht van de historische trends. Wij zijn het hiermee eens. De analyses van PwC duiden daarnaast dat de scenario's gericht zijn op de juiste parameters en dat de nuancering niet onredelijk zijn.
3.	PwC (2019) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL"	Wij hebben deze analyse doorgenomen en hebben geen tekortkomingen en/of inconsistenties geobserveerd.
4.	PostNL (2019) "Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparing van de overname van Sandd door PostNL"	De primaire parameters in dit onderzoek zijn de kosten die voortkomen uit de zes onderdelen binnen het netwerk van PostNL. De conclusie is dat de kosten (die in de basis als volledig worden beschouwd) schaalvoordelen hebben binnen het bezorg- en transportnetwerk. De methode die wordt gebruikt is redelijk (zoals de aanname volledige variabele kostenstructuur, en opbouw netwerk bottom-up).
5.	PostNL (2019) "Impact van Masterplannen op analyse lange termijn schaalvoordelen"	De primaire parameters zijn de thema's van de Masterplannen. Wij achten deze daarom als redelijk.

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (IV)

Hoofdvraag 2

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Deelvragen en onze Reactie

- *Deelvraag: Zijn de Relevante Studies voldoende diepgaand en zijn de redelijkerwijs relevante scenario's in ogenschouw genomen?*
- *Deelvraag: In hoeverre kunnen andere conclusies van toepassing zijn indien (a) andere aannames voor de primaire parameters zouden worden gehanteerd? (b) andere scenario's in ogenschouw worden genomen? (c) andere strategieën in ogenschouw worden genomen?*
- *Deelvraag: Kunnen de conclusies van de Relevante Studies als redelijk worden beschouwd?*

	Relevante Studies	Voldoende diepgang, redelijkerwijs alle scenario's in ogenschouw genomen?	In hoeverre kunnen andere conclusies van toepassing zijn?
1.	PostNL (2019) "Gevolgen van consolidatie voor de continuïteit van het landelijke postnetwerk (UPD en niet-UPD)"	Ondanks het feit dat stresstesten normaliter worden uitgevoerd op basis van een [confidentiële informatie] en een of meerdere downside scenario's, had PostNL, voor de volledigheid, kunnen adresseren waar mogelijke upsides gerealiseerd kunnen worden. Echter, we zien wel duidelijk dat de risico's met name neerwaarts zijn en dat er weinig 'upside potential' voor Mail NL van toepassing.	Het is duidelijk dat het voor Mail NL een uitdaging is om gegeven de verwachte volumedaling en prijsstijging een winstgevende situatie te creëren. Dit punt wordt in het vervolg van dit hoofdstuk nader toegelicht (Reactie Deelvragen (VI)). Daarnaast is het eveneens duidelijk dat Mail NL beperkt 'upside potential' (t.o.v. het [confidentiële informatie]) heeft. Wij achten de scenario's en de conclusies dan ook als redelijk.
2.	PwC (2019) "Volume-en omzetontwikkelingen in het [confidentiële informatie]"	Ondanks het feit dat het doel van deze studie een redelijkheidstest betreft vanuit historisch oogpunt, had PwC, voor de volledigheid, een niet-lineaire volumebenchmark in ogenschouw kunnen nemen. In aanvulling had PwC een backtesting analyse kunnen (laten) uitvoeren, om inzichtelijk te maken in hoeverre Mail NL in het verleden in staat is geweest om haar realisatie accuraat te projecteren.	Zoals eerder genoemd zijn de volumeontwikkelingen in lijn met de projecties van BCG (2016). Wij hebben bovendien PostNL gevraagd naar de mogelijkheid om alsnog een backtesting analyse te doen. PostNL geeft aan dat veranderingen in het bedrijfsmodel een jaar-op-jaar vergelijking nietszeggend maakt en daarmee redelijkerwijs niet mogelijk is. Wij achten de analyses en conclusies derhalve redelijk.
3.	PwC (2019) "Kwantitatieve schatting van schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL"	Idealiter wordt voor dit soort regressies panel data i.p.v. een cross-sectionele analyse gebruikt, zodat ook variabelen die veranderen over tijd in ogenschouw kunnen worden genomen.	Ondanks het feit dat panel data gehanteerd wordt voor deze analyse, blijkt uit de cross-sectionele analyse dat significante schaalvoordelen bestaan binnen het postnetwerk van PostNL. Daarnaast motiveert PwC haar keuzes uitgebreid, inclusief hieruit volgende beperkingen. Wij achten daarom de conclusie van PwC redelijk.

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (V)

Hoofdvraag 2

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Deelvragen en onze Reactie

- *Deelvraag: Zijn de Relevante Studies voldoende diepgaand en zijn de redelijkerwijs relevante scenario's in ogenschouw genomen?*
- *Deelvraag: In hoeverre kunnen andere conclusies van toepassing zijn indien (a) andere aannames voor de primaire parameters zouden worden gehanteerd? (b) andere scenario's in ogenschouw worden genomen? (c) andere strategieën in ogenschouw worden genomen?*
- *Deelvraag: Kunnen de conclusies van de Relevante Studies als redelijk worden beschouwd?*

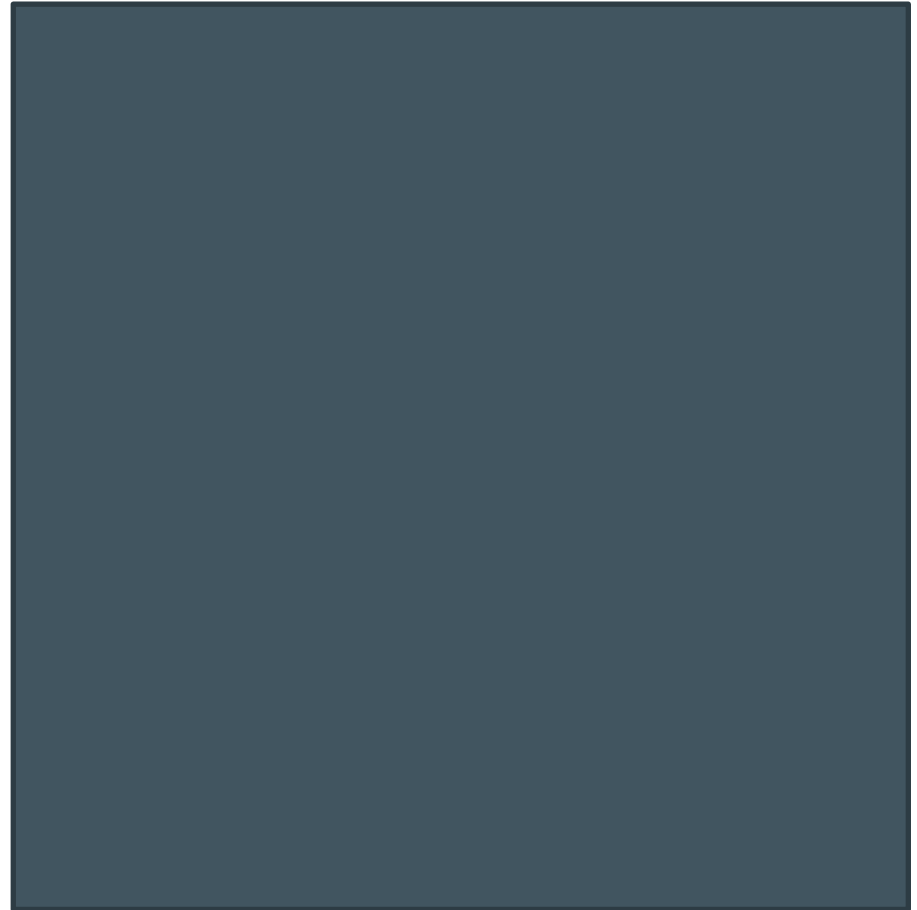
	Relevante Studies	Voldoende diepgang, redelijkerwijs alle scenario's en strategieën in ogenschouw genomen?	In hoeverre kunnen andere conclusies van toepassing zijn?
4.	PostNL (2019) “Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparing van de overname van Sandd door PostNL”	Het onderzoek betreft een bottom-up modellering van de lange-termijn kostencurve van verschillende onderdelen van het postnetwerk van PostNL. Keuzes wat betreft modellering worden uitgebreid gemotiveerd in de rapportage. Wij achten de conclusie van PostNL redelijk.	n.v.t.
5.	PostNL (2019) “Impact van Masterplannen op analyse lange termijn schaalvoordelen”	Per kostenbesparingsthema wordt kwalitatief geanalyseerd of sprake is, dan wel kan zijn, van een correlatie tussen het betreffende kostenbesparingsthema en de geprojecteerde schaalvoordelen uit hoofde van de potentiële concentratie. Deze methodologie is wat ons betreft voldoende diepgaand en wij achten de conclusie van PostNL als redelijk,	n.v.t.

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

Reactie Deelvragen (VI)

Aanvullende analyse met betrekking tot deelvraag: Zijn de Relevante Studies voldoende diepgaand en zijn de redelijkerwijs relevante scenario's in ogenschouw genomen?

- Conform aangegeven, het [confidentiële informatie] kan als ambitieus worden beschouwd.
- Dit wordt met name aangegeven door de aannames voor de primaire parameters, te weten:
 - Volumedaling;
 - Prijsontwikkeling;
 - Aanname kostenstructuur.
- Als wij, op basis van ons begrip van deze parameters, een set met UCOI projecties opstellen, dan resulteert dit in een significant lager winstniveau dan door het management van PostNL geprojecteerd.
- Deze projecties en de vergelijking met het [confidentiële informatie] worden rechts gepresenteerd. [confidentiële informatie] Voor 2019 – 2020 valt op dat onze (mechanisch afgeleide) projecties in lijn zijn met die van het [confidentiële informatie]. Dit kan met name verklaard worden door i) conservatieve aanname voor de ontwikkeling van de volumes en ii) conservatieve aanname voor de realisatie van de kostenbesparingen.
- Het management van PostNL heeft uiteraard superieure informatie met betrekking tot Mail NL en de sector, maar deze analyse adresseert wel een paar items:
 - Het [confidentiële informatie] is niet conservatief. Het [confidentiële informatie] kan wat ons betreft als ambitieus worden beschouwd;
 - Upside potential is beperkt;
 - Het opstellen van stresstest scenario's om het neerwaartse risico te verkennen is conform prudent managementbeleid en gegeven de sectorverwachtingen en kostenstructuur op zijn plaats;
 - De juiste parameters zijn in de stresstest scenario's geadresseerd en de gerelateerde projecties kunnen wat ons betreft wederom niet als conservatief worden beschouwd.



Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL

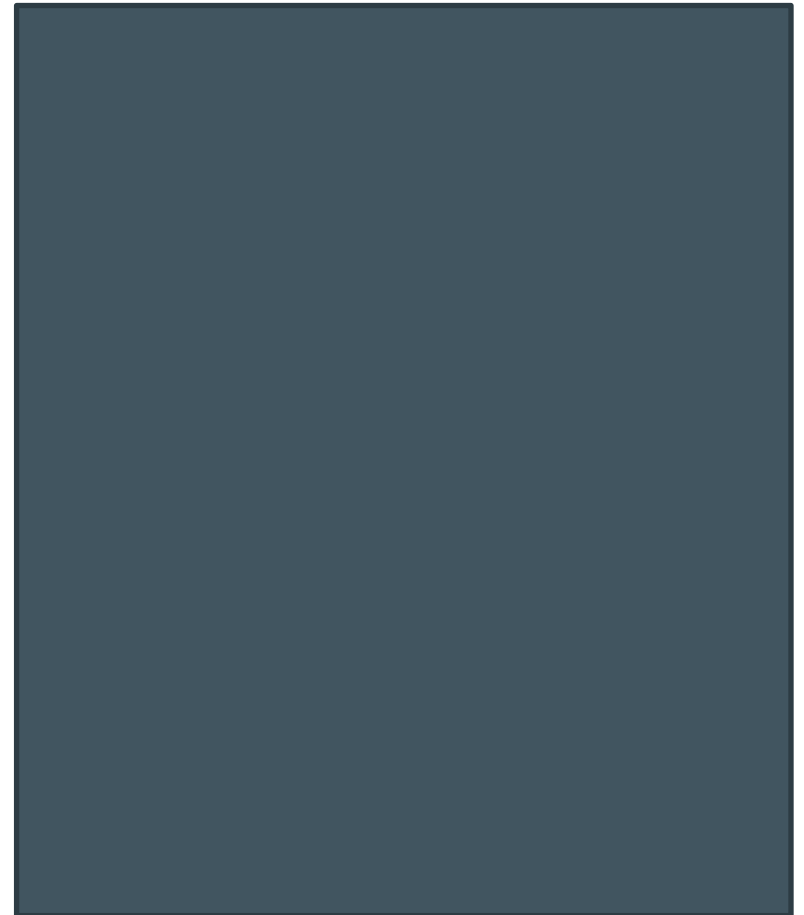
Samenvatting & Conclusie

Hoofdvraag 2

“Kan op basis van de studies uitgevoerd door en in opdracht van PostNL redelijkerwijs worden geconcludeerd i) dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL en ii) dat het continuïteitsrisico kan worden beheerst door een concentratie van Mail NL en Sandd?”

Samenvatting & Conclusie

- In nevenstaande grafieken worden de relevante scenario's voor Mail NL voor en na concentratie gepresenteerd. **[confidentiële informatie]**
- De grafiek met betrekking tot Mail NL voor concentratie indiceert dat er sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL.
- Wij merken het volgende op met betrekking tot de analyses die ten grondslag liggen aan deze grafiek:
 - Het **[confidentiële informatie]** (pre-concentratie) is ambitieus;
 - Het is conform prudent managementbeleid correct om neerwaartse scenario's door te rekenen; en
 - Alle relevante parameters zijn onderzocht;
 - De analyses kennen de juiste diepgang; en
 - De scenario's kunnen niet als overmatig conservatief worden beschouwd;
 - Op basis van de uitkomsten van deze scenario's is het redelijk om een concentratie te verkennen.
- Dezelfde scenario's zijn uitgevoerd op een post-concentratie basis en hierbij hebben wij de volgende additionele opmerkingen:
 - Het Redelijk Rendement wordt nagenoeg gehaald o.b.v. het **[confidentiële informatie]**, hetgeen het streven van de onderneming moet zijn; en
 - In nagenoeg alle scenario's is er sprake van positieve resultaten.
- **Op basis van onze observaties en analyses concluderen wij dat:**
 - **De analyses van PostNL en PwC voldoende basis bieden om te kunnen concluderen dat er sprake is van een 'materieel continuïteitsrisico' voor Mail NL; en**
 - **Dit 'materieel continuïteitsrisico' kan worden beheerst middels een concentratie met Sandd.**



Appendix I

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement



Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Beleid Omringende Landen (I)

Omringende Landen: Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

Europese Commissie (1)

- De Europese Commissie (“EC”) heeft betreffende de Bpost steunmaatregel een rapportage gepubliceerd: Besluit van de commissie betreffende de door België ten uitvoer gelegde steunmaatregel (gedateerd, 25 januari 2012). In deze rapportage wordt haar besluit inzake de betreffende steunmaatregel uiteengezet en toegelicht.
- De EC geeft onder andere aan dat ‘redelijke winst’ bepaald moet worden op basis van:
 - Gemiddelde winstmarge in de sector;
 - Risico’s die verband houden met de activiteiten; en
 - Eventueel aanvullende steunmaatregelen.
- De EC heeft zich onder andere gebaseerd op twee studies van deskundigen:
 - **WIK-studie:** Uitgevoerd in het kader van een staatssteunzaak in verband met Deutsche Post (zaak C36 / 2007).
 - **Deloitte-studie:** Deloitte heeft eveneens een studie uitgevoerd inzake de Deutsche Post staatssteunzaak (zaak C36 / 2007).
- De gemene deler van deze studies is dat een redelijk winstniveau wordt afgeleid van een reeks ondernemingen die vergelijkbaar is voor wat betreft activiteiten en risicoprofiel.
- **Ad: WIK-studie (Paragraaf 260 Rapportage EC):**
 - “WIK heeft verschillende maatstaven voor de rentabiliteit in overweging genomen, waarbij onderscheid is gemaakt tussen de Internal Rate of Return (IRR), die is gebaseerd op de kasstromen en geacht wordt een conceptueel juiste maatstaf te zijn voor winstgevendheid van een activiteit, en andere maatstaven afgeleid uit boekhoudkundige gegevens (boekhoudkundige rendementspercentages), zoals de Return on Capital Employed (ROCE), de Return on Equity (ROE), de Return on Assets

(ROA) en de Return on Sales (ROS). Zoals beschreven in hoofdstuk 5 van de studie stelt WIK in het onderhavige geval voor om de Return on Sales (ROS) als indicator voor de winstgevendheid te gebruiken. Een van de voordelen van deze maatstaf is dat deze alleen afhankelijk is van de boekhoudkundige winst (EBIT) en van de verkoopcijfers, parameters die allebei eenvoudig uit de boeken van een onderneming af te leiden zijn. Daarnaast is het door het gebruik van de RoS niet nodig activa te waarderen en toe te rekenen aan verschillende diensten. Dit zou wel noodzakelijk zijn voor een benchmark op basis van kapitaal, zoals de ROE en de ROCE, hetgeen doorgaans een moeilijke opgave is. WIK wijst er daarnaast op dat een benchmark gebaseerd op de ROS de voorkeur verdient indien de te normeren onderneming en de benchmarkondernemingen tot dezelfde branche/sector behoren, aangezien hierdoor een homogene EBIT- en verkoopstructuur gewaarborgd wordt.”

- **Ad: Deloitte-studie (Paragraaf 286 Rapportage EC):**

- Deloitte concludeert eveneens dat de Indirecte Methodiek de aanbevolen methodiek is voor het bepalen van de RoS.
- **Paragraaf 286 Rapportage EC:**
 - » “In beide studies (WIK-studie en Deloitte-studie) wordt voorgesteld om de ROS als de meest relevante benchmark te gebruiken als instrument voor winstbenchmarking (bijvoorbeeld vanwege gegevensbeperkingen, verschillen tussen ondernemingen in boekhoudkundige benadering).”

1) Bron: Besluit van de commissie betreffende de door België ten uitvoer gelegde steunmaatregel. Kenmerk: SA.14588 (C 20/2009) ten behoeve van de Post (pagina’s 45 – 66)

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Beleid Omringende Landen (II)

Omringende Landen: Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

Ofcom (Verenigd Koninkrijk)

- Ofcom¹, de Britse toezichthouder, heeft een onderzoek naar de houdbaarheid van het postbedrijf van Royal Mail en een redelijk rendement voor het postbedrijf uitgevoerd.
- De achtergrond van deze studie was:
 - *Dalende markt*: Een structurele daling van de UPD markt.
 - *Operationele uitdagingen*: Een vernieuwingsprogramma van Royal Mail heeft niet geleid tot een terugkeer naar een winstgevende situatie.
 - *Financiële uitdagingen*: Hoge vaste kosten in combinatie met een structurele daling van de markt heeft geleid tot negatieve kasstromen bij Royal Mail. Daarnaast was de financieringsstructuur in onbalans door een hoog pensioentekort.
 - *Postal Services Act*: Het privatiseren van Royal Mail zou leiden tot het aanvragen van een 'State Aid Clearance' bij de EC.
- Ofcom concludeert dat de Indirecte Methodiek relevanter is dan de Directe Methodiek, daar het postnetwerk van Royal Mail met name bestaat uit mensen en niet vaste activa, en dat haar operationele kosten significant hoger zijn dan de waarde van de vaste activa.

BIPT (België)

- BIPT², de Belgische toezichthouder, heeft eveneens een analyse opgesteld met betrekking tot het redelijk rendement voor Bpost.
- BIPT geeft aan dat de Indirecte Methodiek de meest geschikte methode is voor het vaststellen van een redelijk rendement voor Bpost, omdat de postsector met name gebruik maakt van arbeid en door lage kapitaalintensiteit gekenmerkt wordt. Bovendien kan de WACC een volatiele maatstaf zijn en kan de evaluatie van de activa alsook de allocatie naar de verschillende diensten die deel uitmaken van de universele postdienst ingewikkelde taken blijken te zijn.
- Op basis van bovenstaande punten is BIPT van oordeel dat het gebruik van de Indirecte Methodiek geschikt is, omdat winstmarges op betrouwbare wijze op basis van gerapporteerde en gecontroleerde gegevens identificeerbaar en meetbaar zijn. Bovendien, observeert BIPT, heeft de EC gebruik gemaakt van de bedrijfsmarge van Bpost om het redelijk rendement voor deze onderneming te bepalen, met name in het kader van haar besluit van 25 januari 2012 betreffende de staatssteun SA.14588. Deze observatie bevestigt voor BIPT dat de Indirecte Methodiek de juiste methodiek is om het redelijk rendement te bepalen.

1) Securing the Universal Postal Service, Ofcom, (2012)

2) Besluit van de Raad van BIPT van 21 maart 2017 betreffende de analyse van het tariefvoostel van Bpost voor de volle stuktarieven voor het jaar 2017.

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Beleid Omringende Landen (III)

Omringende Landen: Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

Oxera

- Onderzoeksbureau Oxera heeft in 2014¹ onderzoek gedaan naar het redelijk rendement dat een 'asset light' bedrijf zou moeten maken.
- Oxera beschrijft dat bedrijven met een relatief laag geïnvesteerd vermogen o.b.v. de Directe Methodiek lage tot geen winst dienen te realiseren.
- Oxera geeft aan dat dit niet redelijk is, omdat bijvoorbeeld immateriële activa niet in ogenschouw worden genomen.
- Oxera hanteert virtuele energieleveranciers als voorbeeld. Deze energieleveranciers verkopen voor een gegarandeerde prijs energie aan klanten voor een vaste periode. Zij kopen de energie in via energiemaatschappijen, echter is deze inkoopprijs niet vast maar variabel. Dit levert een risico op voor de energieleverancier die zij deels zullen proberen af te dekken via 'hedging', echter kan dit niet voor 100%, omdat de geleverde energie doorgaans geen vaste hoeveelheid betreft. Dit levert inherent een risico op voor vermogensverschaffers van deze onderneming waar een vergoeding voor zal worden gevraagd.
- De bovenstaande energieleverancier heeft in de basis nauwelijks kapitaal nodig (alleen een IT-systeem en kantoorinventaris) en zou volgens de Directe Methodiek nauwelijks winst dienen te realiseren. Echter, indien men rekening houdt met de waarde van de klantcontracten en het vereist kapitaal uit hoofde van de verplichtingen, is het geïnvesteerd vermogen significant hoger. Het redelijk rendement afgeleid van dit vermogen is dan ook significant hoger dan het rendement afgeleid van het 'zichtbare' geïnvesteerd vermogen.

1) Something for Nothing: Returns in low-asset industries, Oxera, 2014

Onderzoeksvraag 1: Redelijk Rendement

Beleid Omringende Landen (IV)

Omringende Landen: Welke methodieken worden in omringende landen voorgeschreven / gehanteerd om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen?

Conclusie

- Op basis van verschillen onderzoeken concluderen wij dat in omliggende landen de Indirecte Methodiek als de geprefereerde methodiek wordt beschouwd om een redelijk rendement te bepalen voor een postbedrijf.
- De volgende instanties hebben hiernaar onderzoek gedaan:
 - **De Europese Commissie** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de superieure methodiek is, gebaseerd op een WIK studie en een Deloitte studie. De Europese Commissie oordeelt dat de Directe Methodiek praktisch niet toepasbaar is, daar hiervoor de activa gewaardeerd moet worden. Tevens wordt de onderlinge consistentie beter geborgd door de Indirecte Methodiek.
 - **Ofcom** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de juiste methode is om een redelijk rendement voor een postbedrijf te bepalen, omdat het postnetwerk van Royal Mail vooral arbeidsintensief is en minder activa intensief.
 - **BIPT** heeft geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de juiste methode is voor de bepaling van een redelijk rendement voor de postsector. Zij beargumenteren eveneens dat het postbedrijf een arbeidsintensieve activiteit betreft en het wordt gekenmerkt door een lage kapitaalintensiteit (de totale inkomsten zijn gewoonlijk hoger dan de totale activa). Een rendement over geïnvesteerd vermogen leidt derhalve tot irrelevante inzichten
 - Daarnaast heeft **Oxera** beredeneerd en onderbouwd dat voor een arbeidsintensieve sector de Directe Methodiek van beperkte toegevoegde waarde is. De boekwaarden van geïnvesteerd vermogen van deze ondernemingen vormen namelijk geen goede basis voor de Directe Methodiek, omdat immateriële activa en contractuele verplichtingen doorgaans niet (volledig) zijn opgenomen op de balans, terwijl het vermogen geïnvesteerd in deze activa wel terugverdiend moet worden.
- Op basis van onderzoeken uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie en omringende landen, kan eveneens worden geconcludeerd dat de Indirecte Methodiek de voorkeur geniet ten opzichte van de Directe Methodiek voor het bepalen van een redelijk rendement voor een postbedrijf.

Instantie	Voorkeursmethodiek	Redenering
Europese Commissie (Rapport: Besluit van de commissie betreffende de door België ten uitvoer gelegde steunmaatregel)	Indirecte Methodiek	Waardering activa is complex en met de Indirecte Methodiek wordt consistentie beter geborgd → met name een praktische benadering
Ofcom (Rapport: Securing the Universal Postal Service – 2012)	Indirecte Methodiek	Het netwerk is arbeidsintensief
BIPT (Analyse van het Tariefbesluit van Bpost voor de volle stuktarieven – 2017)	Indirecte Methodiek	Het netwerk is arbeidsintensief,
Oxera (Something for Nothing? Returns in low-asset industries, 2014)	Indirecte Methode	Immateriële activa en contractuele verplichtingen worden niet beschouwd als geïnvesteerd vermogen, terwijl hier wel een rendement voor wordt geëist.

Appendix II

Mening Redelijk Rendement ACM



Mening Redelijk Rendement ACM

Mening Redelijk Rendement ACM

- In aanvulling op de hoofdvraag met betrekking tot het Redelijk Rendement voor Mail NL, hebben wij geverifieerd in hoeverre de conclusie van de ACM inzake het Redelijk Rendement als redelijk beschouwd kan worden.
- Oftewel, de volgende aanvullende vraag is behandeld:

“Kan de conclusie van de ACM inzake het Redelijk Rendement voor Mail NL als redelijk worden beschouwd?”

- Om een gestructureerd antwoord op deze aanvullende vraag te geven, zijn eveneens een aantal deelvragen gedefinieerd:
 - **ACM Conclusie:** Wat is de conclusie van de ACM inzake Redelijk Rendement voor Mail NL en hoe heeft de ACM haar conclusie onderbouwd?
 - **Definitie Redelijkheid:** Wanneer kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het Redelijk Rendement door ons als redelijk worden beschouwd?
 - **ACM Methodiek:** Welke methodiek is door de ACM gehanteerd en wat is de basisveronderstelling van deze methodiek?
 - **ACM Aannames:** Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?
 - **Consistentie ACM en D&P:** In hoeverre sluit het Redelijk Rendement ingeschat door de ACM aan op het Redelijk Rendement ingeschat door D&P als onderdeel van Hoofdvraag 1? In aanvulling; wat verklaart het verschil?
 - **Gevolgen ACM Redelijk Rendement:** Wat zijn mogelijke gevolgen voor Mail NL in het geval het door de ACM geconcludeerde Redelijk Rendement wordt toegepast?

Opmerkingen inzake de Aanvullende Vraag en Deelvragen

- Als onderdeel van deze aanvullende onderzoeksvraag, beschouwen we niet alleen de theoretische correctheid van het Redelijk Rendement ingeschat door de ACM.
- In aanvulling op het theoretische perspectief, nemen we namelijk ook praktische parameters in ogenschouw. Op deze manier wordt niet alleen geverifieerd of de mening van de ACM inzake het Verwacht Rendement theoretisch juist onderbouwd is, daar we ook verifiëren of het betreffende Verwacht Rendement praktisch haalbaar (oftewel praktisch toepasbaar) is.

Mening Redelijk Rendement ACM

Reactie Deelvragen (I)

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”

ACM Conclusie	Definitie Redelijkheid	ACM Methodiek	ACM Aannames	Consistentie	Gevolgen Concl. ACM
---------------	------------------------	---------------	--------------	--------------	---------------------

• **ACM Conclusie:** Wat is de conclusie van de ACM inzake het Redelijk Rendement voor Mail NL en hoe heeft de ACM haar conclusie onderbouwd?

- De ACM is van mening dat een EBIT-marge / RoS van **0.6%** (gem. 2021 - 2024) als een redelijk rendement voor Mail NL kan worden beschouwd.
- De ACM heeft haar mening bepaald op basis van de **Directe Methodiek** en heeft hiervoor de volgende aannames gehanteerd:
 1. **Pre-VPB WACC** aanname van 4.6%;
 2. **Geïnvesteed vermogen** aanname van EUR **XX** miljoen conform afgeleid van de balans toewijsbaar aan Mail NL;
 3. **Redelijke EBIT** van ongeveer EUR **XX** miljoen bepaald op basis van het product van de Pre-VPB WACC aanname en de aanname voor het geïnvesteed vermogen; en
 4. **Omzet** (Gemiddelde omzet 2021 - 2024) van ongeveer EUR **XX** miljoen.

Berekening Redelijk Rendement ACM

In EUR miljoenen

	ACM
Pre-Tax WACC	4.60%
Geïnvesteed vermogen	
EBIT	
Gem. Omzet (2021E - 2024E) SP19 All Letters + USO Parcels	
RoS (EBIT marge)	0.6%

Bron: Merger impact assessment on the sustainability of the postal USO in the Netherlands”, opgesteld door Frontier Economics (2019).

Opmerking: Het geïnvesteed vermogen is geïmpliceerd door de EBIT te delen door de Pre-VPB WACC

• **Definitie Redelijkheid:** Wanneer kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het Redelijk Rendement als redelijk worden beschouwd?

- De ACM conclusie met betrekking tot het Redelijk Rendement zou door ons als redelijk worden beschouwd in het geval het betreffende rendement zowel operationele als financiële continuïteit voor Mail NL verschaft.
- In Sectie 5 van deze rapportage bespreken wij dat het Redelijk Rendement ons inziens binnen een bandbreedte van **7.5% - 10.5%** valt. Deze bandbreedte is bepaald op basis van de Indirecte Methodiek en geïmpliceerd middels de Directe Methodiek. Wij zijn van mening dat rendementen bepaald op basis van de Indirecte Methodiek in principe aan het operationele en financiële continuïteitscriterium voldoen, tenzij er sprake is van unieke omstandigheden voor de referentie ondernemingen.
- Dit betekent dat wij de ACM conclusie (sowieso) redelijk achten als deze binnen de bandbreedte valt. Er kan eventueel worden afgeweken van deze bandbreedte, maar dan moeten de operationele en financiële continuïteitscriteria wel expliciet worden aangetoond.

Mening Redelijk Rendement ACM

Reactie Deelvragen (II)

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”

ACM
Conclusie

Definitie
Redelijkheid

ACM
Methodiek

ACM
Aannames

Consistentie

Gevolgen
Concl. ACM

- **ACM Methodiek:** Welke methodiek is door de ACM gehanteerd en wat is de basisveronderstelling van deze methodiek?

– Zoals aangegeven, de ACM hanteert de **Directe Methodiek**, waarbij het indicatieve redelijk rendement wordt inschat op basis van **drie parameters**:

1. Pre-VPB WACC;
2. Geïnvesteed vermogen;
3. Referentie omzet.

– De basisveronderstelling van de Directe Methodiek is dat kapitaalverschaffers hun **geïnvesteed vermogen** willen terugverdienen tegen een redelijk rendement. Dit betekent dat de contante waarde van de toekomstige kasstromen gelijk is aan het geïnvesteed vermogen in het geval de disconteringsvoet gelijk wordt gesteld aan de rendementsvergoeding.

– Indien alle parameters juist worden ingeschat en worden toegepast, dan is het redelijk om aan te nemen dat aan het operationele en financiële continuïteitscriterium wordt voldaan. Echter, het verdient wel de aanbeveling om deze aanname te verifiëren. Een verificatie kan o.b.v. twee methodieken worden uitgevoerd:

- » De Indirecte Methodiek; en / of
- » Verificatie in hoeverre continuïteit gerealiseerd kan worden geborgd met het indicatieve redelijk rendement.

– De aanname dat er aan het continuïteitscriterium wordt voldaan, is gebaseerd op de basisveronderstelling dat kapitaalverschaffers hun geïnvesteed vermogen tegen een redelijk rendement willen terugverdienen. Indien een dergelijke situatie voor kapitaalverschaffers wordt gecreëerd, dan is operationele en financiële continuïteit een resultante, tenzij er sprake is van een bepaalde uitzonderings situatie en/of de methodiek incorrect is toegepast. Het laatste kan refereren aan een incorrecte inschatting van i) het rendement (de WACC) en/of ii) het geïnvesteed vermogen.

Berekening Redelijk Rendement ACM

In EUR miljoenen

	ACM
Pre-Tax WACC	4.60%
Geïnvesteed vermogen	
EBIT	
Gem. Omzet (2021E - 2024E) SP19 All Letters + USO Parcels	
RoS (EBIT marge)	0.6%

Bron: Merger impact assessment on the sustainability of the postal USO in the Netherlands”, opgesteld door Frontier Economics (2019).

Opmerking: Het geïnvesteed vermogen is geïmpliceerd door de EBIT te delen door de Pre-VPB WACC

Mening Redelijk Rendement ACM

Reactie Deelvragen (III)

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”

ACM Conclusie	Definitie Redelijkheid	ACM Methodiek	ACM Aannames	Consistentie	Gevolgen Concl. ACM
---------------	------------------------	---------------	--------------	--------------	---------------------

- **ACM Aannames:** Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?

– Zoals besproken, de Directe Methodiek is door de ACM toegepast. Om deze methodiek toe te passen, moet de (Pre-VPB) WACC en het geïnvesteerd vermogen worden ingeschat. Wij zijn van mening dat de ACM de aannames voor deze twee cruciale parameters te laag heeft inschat:

» **WACC:** De WACC is ons inziens **te laag** ingeschat, omdat er niet volledig rekening wordt gehouden met het risicoprofiel van Mail NL. Daarnaast, de ACM leidt de WACC af van observaties met betrekking tot vergelijkbare ondernemingen die een hoger rendement (EBIT-marge) realiseren dan de ACM uiteindelijk concludeert. Indien het door de ACM geconcludeerde rendement voor Mail NL wordt gehanteerd, wordt een inconsistentie met de vergelijkbare ondernemingen gecreëerd. Immers, het risicoprofiel van Mail NL is significant hoger dan dat van de vergelijkbare ondernemingen en dit resulteert in een significant hogere WACC. Indien de WACC wordt aangepast, wijzigt ook de conclusie met betrekking tot het redelijk rendement. Er is dus sprake van een cirkelredenering. Deze cirkelredenering dient echter wel toegepast (en opgelost) te worden om de WACC van Mail NL correct in te schatten. Indien wij hier rekening mee houden, komen wij uit op een gecorrigeerde ACM WACC van 59% en een D&P WACC van 40%.

» **Geïnvesteerd Vermogen:** Het geïnvesteerd vermogen is **te laag** ingeschat, omdat er alleen rekening wordt gehouden met het balansvermogen. Het geïnvesteerde vermogen dient eveneens rekening te houden met het off-balance sheet geïnvesteerd vermogen. Conform besproken, het geïnvesteerd vermogen kan ons inziens niet betrouwbaar ingeschat worden. Deze methodiek kan, mits juist toegepast, alleen als verificatiemethodiek worden ingezet. Het volledig geïnvesteerde vermogen kan bijvoorbeeld ingeschat worden op basis van een multiple. Dit is verre van ideaal, maar in ieder geval beter dan geen aanpassing.

- Nadere onderbouwing met betrekking tot de WACC, geïnvesteerd vermogen en de besproken cirkelredenering wordt in **Appendix III** toegelicht.

Weighted Average Cost of Capital

Components	Abbrev.	Post-Tax Mail	Pre-Tax Mail	Post-Tax ACM	Pre-Tax ACM
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	
Market Risk Premium	MRP	6.00%		5.00%	
Small Stock Premium	SSP	1.58%		0.00%	
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Alpha	α	0.00%		0.00%	
Unlevered Beta	Bu	0.70		0.60	
Debt / Equity	D/E	17.6%		17.6%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Relevered Beta (1)	B	0.79		0.68	
Cost of Equity (2)	Ke	7.81%	10.41%	3.86%	5.14%
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	
Spread	Spr	1.31%			
Pre-tax Cost of Debt	i	2.79%		1.51%	
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Post-tax Cost of Debt (3)	Kd	2.09%	2.79%	1.13%	1.51%
Equity / Total Capital	e%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
Debt / Total Capital	d%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Unrounded WACC (4)		6.95%	9.27%	3.45%	4.60%
WACCs (5)	K	7.00%	9.50%	3.50%	4.50%
WACC with target Return of 0.6%		44.51%	59.35%	30.28%	40.37%

Notes

- (1) $B = Bu * (1 + (1 - t) * D/E)$
- (2) $Ke = Rf + B * MRP * RV + SSP + CRP + \alpha$
- (3) $Kd = (i + CRP) * (1 - t)$
- (4) $K = Ke * e\% + Kd * d\%$
- (5) Rounded to 50 basis points

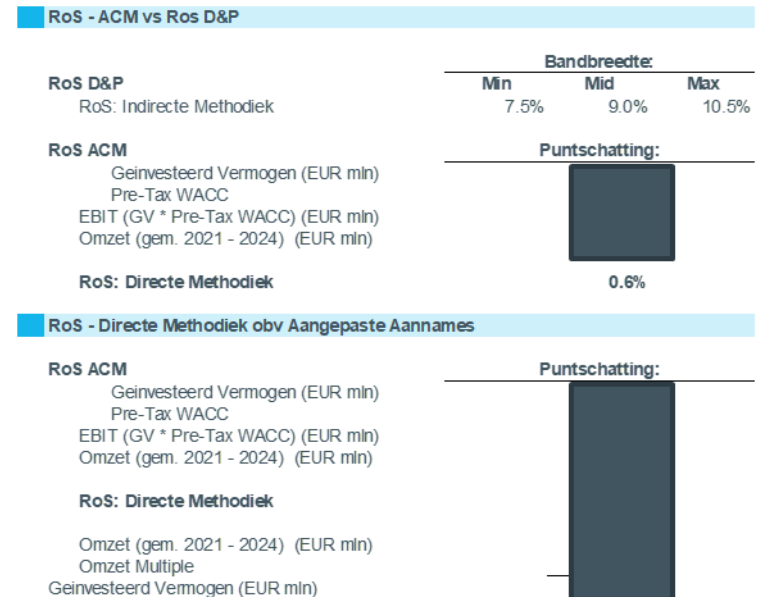
Mening Redelijk Rendement ACM

Reactie Deelvragen (IV)

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”



- **Consistentie:** In hoeverre sluit het Redelijk Rendement ingeschat door de ACM aan op het Redelijk Rendement ingeschat door ons als onderdeel van Hoofdvraag 1? In aanvulling; wat verklaart het verschil?
 - Er is sprake van een fors verschil tussen de RoS inschatting van de ACM en de RoS bandbreedte ingeschat door ons. Het forse verschil wordt verklaard door een incorrecte inschatting van de Pre-VPB WACC en het geïnvesteerd vermogen.
 - Conform reeds toegelicht, zijn wij van mening dat de Indirecte Methodiek het beste gehanteerd kan worden om het Redelijk Rendement voor Mail NL te bepalen. Echter, indien de Directe Methodiek wordt toegepast, dan hebben we de volgende observaties met betrekking tot de aannames van de ACM:
 - » De Pre-VPB WACC is te laag ingeschat; wij achten een Pre-VPB WACC van 9.5% als redelijk, terwijl de ACM een Pre-VPB WACC hanteert van 4.6%;
 - » Het geïnvesteerd vermogen is te laag ingeschat; de ACM neemt alleen de balans in ogenschouw, terwijl wij van mening zijn dat de volledige waarde van het geïnvesteerd vermogen moet worden gehanteerd. Conform besproken, het is tijdrovend en complex om tot een robuuste inschatting van het geïnvesteerd vermogen te komen. Om, voor verificatiedoeleinden, toch een enigszins redelijke inschatting te doen, kan bijvoorbeeld een marktconforme Omzet multiplier of Market-to-Book multiplier toegepast worden.
 - Indien de aannames van de ACM worden vervangen met de door ons redelijk geachte aannames, wordt een RoS van 8.6% afgeleid en deze valt binnen de door ons geconcludeerde bandbreedte. De berekening van deze RoS is rechts gepresenteerd [\[confidentiële informatie\]](#).
 - Zie [Appendix III](#) voor meer informatie met betrekking tot de WACC en geïnvesteerd vermogen verschillen.



Mening Redelijk Rendement ACM

Reactie Deelvragen (V)

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”



• **Gevolgen:** Wat zijn mogelijke gevolgen voor Mail NL in het geval het door de ACM geconcludeerde Redelijk Rendement wordt toegepast?

- In voorgaande secties hebben we toegelicht dat wij van mening zijn dat de inschatting van het Redelijk Rendement van de ACM (0.6%) wat ons betreft te laag is.
- Wij achten een bandbreedte van 7.5% - 10.5% als redelijk, waarbij het midden wat ons betreft het beste vergeleken kan worden met de puntschatting van de ACM (9.0% vs. 0.6%).
- Echter, het enkel concluderen dat de inschatting van de ACM niet binnen onze bandbreedte valt, is wat ons betreft niet voldoende om eenduidig te concluderen dat de conclusie van de ACM onredelijk is. Het kan immers wel zijn dat de conclusie van de ACM operationele en financiële continuïteit borgt.
- Wij zijn echter van mening dat de inschatting van de ACM geen borging van operationele en financiële continuïteit biedt. De RoS is wat ons betreft te laag en zal naar verwachting juist leiden tot operationele en financiële discontinuïteit.
- Uitgebreide analyses kunnen worden opgesteld om deze stelling te onderbouwen. Echter, als men kijkt naar de jaarlijkse UCOI mutatie voor de periode 2014 – 2018, dan observeert men dat de jaarlijkse schokken fors hoger kunnen zijn dan het door de ACM voorgesteld Redelijk Rendement. Economisch rationele partners, investeerders en financiers zullen op basis van deze observatie continuïteit als een attentiepunt adresseren.
- We merken op dat de ACM in haar besluit geen analyse presenteert met betrekking tot de gevolgen van haar Redelijk Rendement conclusie.

Verschillen	
	Puntschatting:
RoS D&P	9.0%
RoS ACM	0.6%
Omzet (gem. 2021 - 2024) (EUR mln)	[Redacted]
EBIT - RoS D&P (EUR mln)	
EBIT - RoS ACM (EUR mln)	
Verschil	

Jaarlijkse UCOI Mutaties		
	Verandering t.o.v. voorgaande jaar	
	EUR mln Mutatie	% Omzet
2014 -- 2015	(12)	-0.5%
2015 -- 2016	(40)	-1.8%
2016 -- 2017	(43)	-2.1%
2017 -- 2018	(55)	-3.1%
Minimum	(12)	-0.5%
Gemiddeld	(37)	-1.9%
Maximum	(55)	-3.1%

Mening Redelijk Rendement ACM

Samenvatting & Conclusie

“In hoeverre kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het redelijk rendement als redelijk worden beschouwd?”

Item	Deelvraag	Reactie
ACM Conclusie	Wat is de conclusie van de ACM inzake Redelijk Rendement voor Mail NL en hoe heeft de ACM haar conclusie onderbouwd?	De ACM is van mening dat een EBIT-marge / RoS van 0.6% (gem. 2021 - 2024) als Redelijk Rendement voor Mail NL kan worden beschouwd. Deze mening is op de volgende aannames gebaseerd: <ul style="list-style-type: none"> • Pre-VPB WACC van 4.6%; • Geïnvesteed vermogen EUR XX miljoen; • Omzet (Gemiddelde omzet 2021 - 2024) van ongeveer EUR XX XX.
Definitie Redelijkheid	Wanneer kan de conclusie van de ACM met betrekking tot het Redelijk Rendement als redelijk worden beschouwd?	De ACM conclusie met betrekking tot het Redelijk Rendement wordt door ons als redelijk beschouwd in het geval het betreffende rendement zowel operationele als financiële continuïteit voor Mail NL verschaft.
ACM Methodiek	Welke methodiek is door de ACM gehanteerd en wat is de theoretische basis voor deze methodiek?	Directe Methodiek – Gebaseerd op de basisveronderstelling dat kapitaalverschaffers haar geïnvesteed vermogen tegen een redelijk rendement willen terugverdienen. Indien een dergelijke situatie voor kapitaalverschaffers is gecreëerd, dan is operationele en financiële continuïteit een resultante, tenzij er sprake is van een bepaalde uitzonderingsituatie.
ACM Aannames	Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?	Aannames Directe Methodiek parameters: <ul style="list-style-type: none"> • ACM WACC – wij beschouwen deze te laag. Deze is in de basis te laag door een onderschatting van de aannames voor de WACC parameters en er wordt geen rekening gehouden met het verhoogd risicoprofiel door de aanpassing van het redelijk rendement. • ACM Geïnvesteed Vermogen – wij beschouwen deze eveneens te laag, daar ‘off-balance sheet’ items niet in ogenschouw zijn genomen.
Consistentie	In hoeverre sluit het Redelijk Rendement ingeschat door de ACM aan op het Redelijk Rendement ingeschat door ons als onderdeel van Hoofdvraag 1? In aanvulling; wat verklaart het verschil?	Er is sprake van een verschil van XX%, oftewel EUR XX miljoen in EBIT, verklaard door: <ul style="list-style-type: none"> • Pre-VPB WACC verschil van 4.9%; • Significant verschil in geïnvesteed vermogen – inschatting van ongeveer EUR XX miljoen.
Gevolgen Redelijk Rendement Conclusie ACM	Wat zijn mogelijke gevolgen voor Mail NL in het geval het door de ACM geconcludeerde Redelijk Rendement wordt toegepast?	De winstvolatiliteit van Mail NL laat duidelijk zien dat een marginale EBIT-marge van 0.6% niet voldoende is om operationele en financiële continuïteit te realiseren. Het zou daarmee dus discontinuïteit in de hand werken.

Antwoord: De conclusie van de ACM kan als niet redelijk worden beschouwd, daar het betreffende redelijk rendement geen basis voor operationele en financiële continuïteit biedt.

Appendix III

Achtergrond Informatie Evaluatie Redelijk Rendement ACM



Mening Redelijk Rendement ACM

WACC Analyse (I)

ACM Aannames: Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?

WACC Analyse

- Wij hebben de Mail NL WACC bepaald per 1 augustus 2019 (de datum van het Frontier Economics rapport).
- De WACC is als volgt bepaald:
 - De risico-vrije rente is bepaald op de gemiddelde rente op 15-jaars Duitse staatsobligaties vanaf April 2011, omdat de volatiliteit vanaf die periode erg hoog is.
 - De small stock premie is bepaald op basis van het *Duff & Phelps Valuation Handbook 2019*.
 - De unlevered beta is bepaald op basis van vergelijkbare bedrijven (dezelfde peer groep als door de ACM gehanteerd). Wij hebben een regressie analyse (t.b.v. de WACC) toegepast om de unlevered beta van post en pakketten te separeren.
 - De kosten van vreemd vermogen is bepaald op basis van de gemiddelde rente op 15-jaars BBB bedrijfsobligaties vanaf April 2011, omdat de volatiliteit vanaf die periode erg hoog is.
 - De verhouding schuld / totaal kapitaal is bepaald op basis van de mediaan van vergelijkbare bedrijven (de peer groep).

Weighted Average Cost of Capital

Components	Abbrev.	Post-Tax	Pre-Tax	Post-Tax	Pre-Tax
		Mail	Mail	ACM	ACM
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	
Market Risk Premium	MRP	6.00%		5.00%	
Small Stock Premium	SSP	1.58%		0.00%	
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Alpha	α	0.00%		0.00%	
Unlevered Beta	Bu	0.70		0.60	
Debt / Equity	D/E	17.6%		17.6%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Relevered Beta (1)	B	0.79		0.68	
Cost of Equity (2)	Ke	7.81%	10.41%	3.86%	5.14%
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	
Spread	Spr	1.31%			
Pre-tax Cost of Debt	i	2.79%		1.51%	
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Post-tax Cost of Debt (3)	Kd	2.09%	2.79%	1.13%	1.51%
Equity / Total Capital	e%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
Debt / Total Capital	d%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Unrounded WACC (4)		6.95%	9.27%	3.45%	4.60%
WACCs (5)	K	7.00%	9.50%	3.50%	4.50%

Notes

- (1) $B = Bu * (1 + (1 - t) * D/E)$
 (2) $Ke = Rf + B * MRP * RV + SSP + CRP + \alpha$
 (3) $Kd = (i + CRP) * (1 - t)$
 (4) $K = Ke * e\% + Kd * d\%$
 (5) Rounded to 50 basis points

Mening Redelijk Rendement ACM

WACC Analyse (II)

ACM Aannames: Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?

WACC Analyse

- Wij hebben de Mail NL WACC bepaald per 1 augustus 2019 (de datum van het Frontier Economics rapport).
- De Duff & Phelps WACC verschilt op de volgende punten met de WACC gehanteerd door de ACM:
 - Wij bepalen de risico-vrije rente op basis van een gemiddelde spot rate vanaf April 2011, omdat de risio-vrije rente erg volatiel is.
 - Wij hebben een small stock premie ("SSP") gebruikt, zoals gepubliceerd in het *Duff & Phelps Valuation Handbook 2019*. In dit handboek worden bepaalde premies, zoals de SSP, op transparante wijze gepresenteerd. De marktkapitalisatie per 1 augustus 2019 valt in deciel 7 van de SSP studie. Hierbij hoort een premie van 1.58%.
 - Normaliter wordt de beta voor een bedrijf bepaald door een gemiddelde te nemen van de betas van de geselecteerde vergelijkbare bedrijven. Echter, alle vergelijkbare bedrijven hebben naast post ook pakketactiviteiten. Om tot een 'pureplay' post beta te komen hebben wij een regressie analyse opgesteld. Deze methodologie wordt ook gehanteerd door Brattle (2017) "The WACC for Dutch Postal Services".
 - Wij hanteren de gemiddelde rente van de EUR BBB Corporate Bonds curve (een vergelijkbare credit rating als PostNL) sinds April 2011 vanwege de erg volatiele rente vanaf April 2011.
- Op basis van onze aannames, hebben wij een WACC van 7% voor Mail NL afgeleid. Deze WACC wordt ondersteund door WACC inschattingen van analisten die PostNL voor investeringsdoeleinden volgen.

Weighted Average Cost of Capital

Components	Abbrev.	Post-Tax	Pre-Tax	Post-Tax	Pre-Tax
		Mail	Mail	ACM	ACM
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	1
Market Risk Premium	MRP	6.00%		5.00%	
Small Stock Premium	SSP	1.58%		0.00%	2
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Alpha	α	0.00%		0.00%	
Unlevered Beta	Bu	0.70		0.60	3
Debt / Equity	D/E	17.6%		17.6%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Relevered Beta (1)	B	0.79		0.68	
Cost of Equity (2)	Ke	7.81%	10.41%	3.86%	5.14%
Risk-free Rate	Rf	1.47%		0.46%	
Spread	Spr	1.31%			4
Pre-tax Cost of Debt	i	2.79%		1.51%	
Country Risk Premium	CRP	0.00%		0.00%	
Corporate Tax Rate	t	25.00%		25.00%	
Post-tax Cost of Debt (3)	Kd	2.09%	2.79%	1.13%	1.51%
Equity / Total Capital	e%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
Debt / Total Capital	d%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Unrounded WACC (4)		6.95%	9.27%	3.45%	4.60%
WACCs (5)	K	7.00%	9.50%	3.50%	4.50%

Notes

- $B = Bu * (1 + (1 - t) * D/E)$
- $Ke = Rf + B * MRP * RV + SSP + CRP + \alpha$
- $Kd = (i + CRP) * (1 - t)$
- $K = Ke * e\% + Kd * d\%$
- Rounded to 50 basis points

Mening Redelijk Rendement ACM

Geïnvesteed Vermogen Analyse

ACM Aannames: Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?

Geïnvesteed Vermogen

- Wij hebben een inschatting van het geïnvesteed vermogen van Mail NL op basis van de volgende aannames gemaakt:

- 1 Omzet / Ondernemingswaarde multiples van vergelijkbare ondernemingen – gemiddeld 0.9x omzet;
- 2 Omzet ongeveer EUR XX XX in 2019;
- 3 Omzet maal multiple (0.9x) indiceert een reële waarde van het geïnvesteed vermogen van EUR XX XX.



Sales Multiple Referentiebedrijven

Bedrijf	Omzet	Operationele Waarde	Omzet Multiple
PostNL N.V.	2,992	889	0.3x
bpost SA/NV	3,825	2,640	0.7x
Österreichische Post AG	1,998	1,897	0.9x
Royal Mail plc	10,667	5,374	0.5x
CTT - Correios De Portugal, S.A.	732	588	0.8x
Singapore Post Limited	1,550	3,216	2.1x
Deutsche Post AG	64,256	50,975	0.8x
FedEx Corporation	70,020	53,537	0.8x
United Parcel Service, Inc.	74,396	113,932	1.5x
DX (Group) plc	324	79	0.2x
Gemiddelde			1 0.9x
Mediaan			0.8x

Revenue-Multiple - Geïnvesteed Vermogen

In EUR Miljoenen

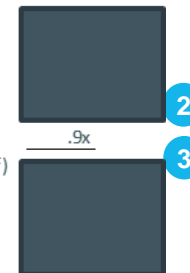
Geïnvesteed Vermogen (Balans Perspectief)

Omzet (2019) - SP19 PostNL

Revenue - Multiple

Geïnvesteed Vermogen (Reële Waarde Perspectief)

Vershil



Mening Redelijk Rendement ACM

Illustratie Cirkelredenering EBIT-Marge en WACC

ACM Aannames: Zijn de aannames voor de primaire parameters correct ingeschat?

Cirkelredenering ACM

- Rechts wordt een voorbeeld gepresenteerd met berekking tot de cirkelredenering die optreedt bij de toepassing van Directe Methodiek conform gehanteerd door de ACM. Deze cirkelredenering heeft per saldo betrekking op de (vereiste) consistentie tussen rendementseis op geïnvesteerd vermogen (volledige definitie) en het rendement als percentage van omzet.

Voorbeeld:

- Voor een bedrijf genaamd *Subject Company* dient een redelijk rendement te worden bepaald.

1 De WACC wordt bepaald aan de hand van 6 verschillende Referentie Bedrijven namelijk A – F. Deze bedrijven hebben allemaal een EBIT marge van 9.0%, verschillende equity beta's en leverage componenten.

2 De WACC wordt bepaald op basis van de gangbare elementen, echter, omdat de toezichthouder een bedrijf dwingt om Directe Methodiek toe te passen, dient de beta van dit bedrijf te worden aangepast. Het verschil tussen de uitkomst van de EBIT marge uit de 'WACC x geïnvesteerd vermogen' formule heeft namelijk invloed op het risicoprofiel van een onderneming, immers de volatiliteit van de EBIT (bijv. +/- 4%) is voor alle ondernemingen vergelijkbaar, de onderneming waarbij de WACC x geïnvesteerd vermogen lager wordt ingeschat dan de vergelijkbare ondernemingen heeft een hoger risicoprofiel (in het voorbeeld genoemd Underlying D/E). Immers, is de kans op negatieve winsten bij deze onderneming hoger. Dit creëert een cirkelredenering.

3 De WACC op basis van de iteratie is dan ook hoger dan bij de ACM methode omdat deze rekening houdt met het verhoogde risicoprofiel van de methode van de ACM.

4 De boekwaarde van het GV wordt verondersteld op EUR XX miljoen (gelijk aan die van PostNL). Aangezien deze niet rekening houdt met de immateriële activa, leidt deze methode niet tot de EBIT marge van 9.0%.

Assumptions						
Proxy Revenues	1,000					
Proxy RAB	145					
Benchmark EBIT Margin	9.0%	2				
Regulated EBIT Margin	3.0%					
Spread (subsumed in Equity)	6.0%					
Debt Leverage	15.0%					
Equity Leverage	85.0%					
Debt and Spread Leverage	67%					
Tax Rate	25%					

Peer Companies Leverage and Beta Analysis						
	EBIT Margin	Equity Beta	D/ TV	D/E Leverage	Tax Rate	Asset Beta
A	9.0%	1.2	20.0%	25.0%	25.0%	1.0
B	9.0%	1.3	25.0%	33.3%	25.0%	1.0
C	9.0%	1.1	20.0%	25.0%	25.0%	0.9
D	9.0%	1.4	40.0%	66.7%	25.0%	0.9
E	9.0%	1.0	15.0%	17.6%	25.0%	0.9
F	9.0%	1.2	25.0%	33.3%	25.0%	1.0
Average	9.0%		24.2%			1.0
Median	9.0%		22.5%			0.9
	Target EBIT Margin	Equity Beta	D/ TV	D/E Leverage	Tax Rate	Asset Beta
Subject Company	9.0%	0.8	15%	17.6%	25%	0.7

WACC Dynamic			ACM Methode		
Parameters	Assumptions		Assumptions		
Risk Free Rate	1.5%		1.5%		
MRP	6.0%		6.0%		
Asset Beta	0.7		0.7		
Reported D/E	17.6%	2	17.6%		
Underlying D/E	207.6%		0.0%		
Equity Beta	2.4		0.8		
SSP	1.6%		1.6%		
Cost of Equity		17.7%			7.8%
Risk Free Rate	1.5%		1.5%		
Spread	1.3%		1.3%		
Tax Rate	25.0%		25.0%		
Cost of Debt		2.1%			2.1%
Equity Leverage	85%		85%		
Debt Leverage	15%		15%		
WACC (Post Tax)		15.3%			7.0%
Taxes	25.0%		25.0%		
WACC (Pre Tax)		20.5%			9.3%

WACC EBIT Margin - Dynamic			ACM Methode		
Parameters	Assumptions		Assumptions		
RAB	145		145		
WACC	20.5%	4	9.3%		
EBIT		30			13
Revenues	1,000		1,000		
EBIT	30	4	13		
EBIT-Margin		3.0%			1.3%

Appendix IV

Conclusie Continuïteitsrisico ACM



Conclusie Continuïteitsrisico ACM (I)

Conclusie Continuïteitsrisico ACM

- In aanvulling op de hoofdvraag met betrekking tot het continuïteitsrisico voor Mail NL, hebben wij geverifieerd in hoeverre de ACM haar conclusie, dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL zonder Sandd concentratie, heeft onderbouwd.
- Oftewel, de volgende aanvullende vraag is behandeld:

“Heeft de ACM voldoende diepgaand aangetoond dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico in het geval er geen Mail NL – Sandd concentratie zal plaatsvinden?”

- Om een gestructureerd antwoord op deze aanvullende vraag te geven, zijn wederom deelvragen gedefinieerd:
 - **Conclusie:** Wat is de conclusie van de ACM inzake het continuïteitsrisico voor Mail NL?
 - **Basis Conclusie:** Waar baseert de ACM haar conclusie op?
 - **Methodieken:** Welke algemeen geaccepteerde methodieken kunnen worden toegepast om continuïteitsrisico te testen?
- De analyse van de ACM inzake het Mail NL continuïteitsrisico is summier. Onze observaties en conclusie kunnen daarom kort op deze pagina worden beschreven. De behandeling van de aanvullende vraag en deelvragen verschilt daarom qua presentatie van de andere behandelingen beschreven in dit document.

Conclusie Continuïteitsrisico ACM (II)

Ad Conclusie en Basis Conclusie

- De ACM concludeert dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico tot en met 2024.
- Deze conclusie is primair gebaseerd op:
 - Strategisch Plan 2019 – *voldoende rendement* volgens de ACM, oftewel hoger dan het redelijk rendement dat zij heeft ingeschat voor Mail NL (zie Appendix II en Appendix III voor de details);
 - Frontier Economics – externe adviseur bevestigt de visie van de ACM dat de Mail NL rendementen voldoende zijn om te concluderen dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL.
 - In aanvulling; ACM stelt dat Frontier Economics eveneens van mening is dat de Directe Methodiek (het afleiden van het redelijk rendement op basis van het zichtbare geïnvesteerd vermogen) de voorkeursbenadering is om het redelijk rendement voor Mail NL te schatten.

Ad Methodieken

- Conform reeds beschreven, de gangbare methodiek om een risico te testen is ‘stresstesting’, om vervolgens een inschatting te maken van de redelijkheid dat neerwaartse scenario’s optreden.
- Op basis van deze twee componenten, kunnen risico’s qua omvang en waarschijnlijkheid gekwantificeerd worden, en kan de materialiteit van continuïteitsrisico ingeschat worden. De laatste stap bepaalt in hoeverre acties nodig zijn om het risico beheersbaar te maken
- In aanvulling op deze stresstest analyses, verdient het de aanbeveling om een externe partij naar de analyses laten te kijken, zodat objectiviteit wordt geborgd.

Conclusie Aanvullende Vraag

- Wij merken op dat de ACM geen stresstest scenario’s heeft opgesteld. De ACM heeft enkel het Strategisch Plan 2019 als referentiepunt gehanteerd.
- Deze basis is wat ons betreft niet voldoende om een conclusie te kunnen trekken inzake het continuïteitsrisico.
- Daarnaast merken wij op dat Frontier Economics niet expliciet opmerkt dat het Strategisch Plan 2019 voldoende rendement biedt. Frontier Economics doet eveneens geen uitspraak over de voorkeursbenadering. Zij presenteert enkel de twee methodieken als mogelijke methodieken om het redelijk rendement te schatten, maar zij doet geen uitspraak over de door haar geprefereerde methodiek voor het schatten van het redelijk rendement voor Mail NL.
- Wij zijn van mening dat de ACM niet voldoende diepgaand heeft aangetoond dat er geen sprake is van een continuïteitsrisico voor Mail NL in het geval er geen concentratie tussen Mail NL en Sandd zou hebben plaatsgevonden. Immers, de robuustheid van haar observaties met betrekking tot het Strategisch Plan 2019 zijn niet onderzocht middels een stresstest analyse. Daarnaast, de basis voor haar conclusies met betrekking tot het redelijk rendement worden niet bevestigd door haar adviseur.

Appendix V

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico Mail NL



Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico

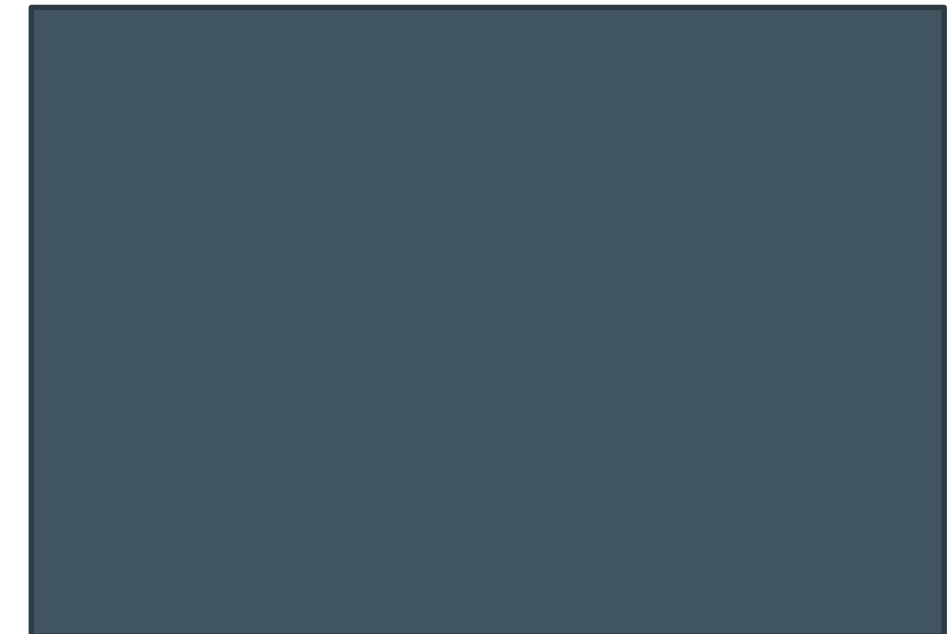
Rapportages van PostNL (I)

Introductie

- PostNL heeft het [confidentiële informatie] op basis van inzichten per eind 2018 opgesteld. [confidentiële informatie].
- De belangrijkste parameters van het [confidentiële informatie] betreffen:
 - Volume;
 - Gemiddelde omzet per volume eenheid;
 - Kostenontwikkeling.
- In aanvulling op het [confidentiële informatie], zijn een aantal stresstest scenario's opgesteld. Het [confidentiële informatie] en de scenario's tonen aan dat de continuïteit van Mail NL 'at risk' is, omdat de referentiewinstmarge marginaal is en voor alle scenario's er sprake is van een verlieslatende situatie. Op basis van deze observatie, heeft PostNL de concentratie met Sandd verkend en geconcludeerd dat de voordelen het continuïteitsprofiel van Mail NL materieel bevorderen.
- PostNL heeft ten behoeve van de Mail NL – Sandd concentratie drie analyses door PwC laten uitvoeren.
- Deze analyses betreffen:
 - I. 'Volume- en omzetontwikkeling in het [confidentiële informatie]', PwC, (2019);
 - II. 'Kwantitatieve schatting van de schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL', PwC, (2019);
 - III. 'Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparingen van de overname van Sandd door PostNL', PostNL, (2019).
- Hiernaast en op de volgende pagina's van deze sectie geven wij een korte samenvatting van de analyses die zijn uitgevoerd door PwC en PostNL, met een focus op de belangrijkste parameters ter bepaling van het [confidentiële informatie].
- De titel van de sectie geeft de bron van het rapport weer.

Ad I: Volume- en omzetontwikkeling in het [confidentiële informatie] (i)

- PwC heeft een analyse opgesteld om de redelijkheid van enkele aannames in het [confidentiële informatie] op basis van historische trends te toetsen.
- PwC heeft geanalyseerd wat de aannames zijn van het [confidentiële informatie] voor de gemiddelde omzet ("GO") en de volumedaling.
- PwC observeert dat historisch de GO steeg met een CAGR van XX% (XX jr.) of XX% (XX jr.), terwijl het [confidentiële informatie] uitgaat van een stijging van XX%. Dit is XX% tot XX% per jaar hoger dan de XX- en XX-jarige historische trend. De GO-stijging voor het downside scenario is XX%, hetgeen iets lager is dan de XX-jarige trend, maar aanzienlijk hoger dan de XX-jarige historische trend (XX%).



Zie vervolg volgende pagina

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico

Rapportages van PostNL (intern en extern uitgevoerd) (i)

Ad I: Volume- en omzetontwikkeling in het [confidentiële informatie] (ii)

- Daarnaast heeft PwC berekend dat het historisch volume met een CAGR van XX% (XX jr.) of XX% (XX jr.) daalde, terwijl het [confidentiële informatie] uitgaat van een daling van XX%. Dit is XX% tot XX% per jaar hoger dan de XX- en XX-jarige historische trend. De volumedaling voor het downside scenario is XX% lager (XX%) waarbij PostNL bijvoorbeeld een snellere digitalisering verondersteld. *PwC schrijft: 'Deze aangenomen volumedaling in deze downside is meer in lijn met historische volumedalingen'.*
- PwC geeft aan dat de omzetvoorspelling uit het [confidentiële informatie] aanzienlijk positiever is dan de historische trend. De geprojecteerde omzet uit het [confidentiële informatie] daalt minder hard vanaf 2022, terwijl historische ontwikkelingen van de omzet geen afvlakking van de omzetzdaling heeft laten zien. Tussen 2013 – 2018 daalde de omzet structureel op jaarlijkse basis, terwijl de daling over de tijd juist toenam in plaats van afzwakte. Indien de historische trends worden toegepast is de verwachte omzet aanzienlijk lager. De 2026 omzet wordt hierdoor ruim EUR XX – XX miljoen lager ingeschat.
- PwC concludeert op basis van haar observaties het volgende; er is een neerwaartse trend in het rendement. Als er geen trendbeuk wordt gerealiseerd, wordt het rendement de komende jaren steeds negatiever.
- Zoals besproken, er zijn drie scenario's doorgerekend:
 - [confidentiële informatie]
 - [confidentiële informatie]
 - [confidentiële informatie]
- Als één of meerdere geschetste risico's zich voordoen, dan is er op de zeer korte termijn (vanaf [confidentiële informatie]) sprake van een negatief rendement.
- Deze observatie en de observaties van PwC met betrekking tot het [confidentiële informatie], bevestigen de conclusie dat de continuïteit van Mail NL 'at risk' is.

Bron: Volume- en omzetontwikkeling in het [confidentiële informatie], PwC, p.6

Onderzoeksvraag 2: Continuïteitsrisico

Rapportages van PostNL (intern en extern uitgevoerd) (ii)

Ad II: Lange termijn schaalvoordelen in postvervoer en de verwachte kostenbesparingen van de Mail NL – Sandd concentratie

- PostNL heeft een bottom-up model ontwikkeld waarbij de lange termijn schaalvoordelen van het bezorgnetwerk worden geanalyseerd.
- De bottom-up analyse geeft aan waar en hoeveel schaalvoordelen er binnen het bezorgnetwerk mogelijk zijn. De schaalvoordelen worden bepaald op basis van de aanname dat alle kosten op de lange termijn 'variabel' zijn.
- De kostenstijging per 10% volumestijging wordt bepaald aan de hand van de kerntaken van het postnetwerk:
 - Collectie;
 - Sorteren;
 - Voorbereiden;
 - Bezorgen;
 - Transport;
 - Huisvesting.
- De analyse van PostNL toont aan dat schaalvoordelen voornamelijk mogelijk zijn bij het bezorgen en de *transport*. Een postbode loopt namelijk hetzelfde rondje waarbij hij met een beperkte extra inspanning meer volume kan verwerken. Een vrachtwagen heeft een hogere capaciteit dan nu wordt gebruikt en kan dus vrijwel zonder extra kosten meer post tussen locaties vervoeren.
- PostNL concludeert dat totale kosten **XX%** stijgen in het geval van een 10% volumestijging¹ (p.12).
- Let op; dit betreft een lange termijn verandering van de kostenstructuur. De korte termijn verandering kent een ander patroon, maar deze is niet door PostNL onderzocht.

Ad III: Kwantitatieve schatting van de schaalvoordelen in het bezorgnetwerk van PostNL

- PwC heeft een econometrische analyse met betrekking tot potentiële schaalvoordelen van het bezorgnetwerk van PostNL opgesteld.
- Deze analyse heeft als doel het kwantificeren van de lange termijn schaalvoordelen binnen het bezorgnetwerk van Mail NL.
- De regressie analyse heeft als onafhankelijke variabele het bezorgvolume per postregio en als afhankelijke variabele de totale bezorgkosten per bezorgregio:
 - Onafhankelijke variabele: volume;
 - Afhankelijke variabele: kosten.
- Deze regressie analyse bevat daarnaast enkele correctievariabelen die onafhankelijk zijn van het volume per bezorgregio, maar wel een deel van de kosten per regio verklaren.
- De regressie analyse indiceert dat er sprake is van een negatieve relatie tussen het volume per km² en de kosten per poststuk. Dit toont aan dat er schaalvoordelen zijn binnen het bezorgnetwerk van PostNL.
- Deze regressie analyse concludeert dat er significante dichtheidsvoordelen zijn.
- PwC concludeert dat de conclusie van PostNL met betrekking tot verandering van de kostenstructuur (**XX%** stijging volume resulteert in een stijging van de kosten van ongeveer **XX%**) als redelijk kan worden beschouwd.

1) Kostenefficiënties in het postnetwerk: Samenvatting van de analyses van PwC en PostNL, PwC, (2019)

Appendix VI

Onderdelen Rapport Herijking Toestaan Normrendement UPD



Managementsamenvatting

Introductie & Procedures

Deelvraag: Welk indicatief Redelijk Rendement kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?

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.

Externe en Interne Perspectief

Interne Perspectief

Deelvraag: Welk indicatief Redelijk Rendement kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?

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-VPB '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)**.
 - 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):

7,5%

--

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) (4)	61.4	61.4	61.4	61.4	61.4
% of Revenue	7.0%	6.8%	7.2%	7.5%	7.8%
Scaled Return on RAB (Max) (4)	81.8	81.8	81.8	81.8	81.8
% of Revenue	9.3%	9.1%	9.6%	10.0%	10.4%

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
- $RoS = \text{USO Revenue} / (\text{Pre-Tax Real WACC} * \text{Allocated Carrying Amount} * \text{Relevant Ratio})$

(1) Opmerking; de allocatie op basis van omzet als verdeelsleutel is discutabel, daar men kan beargumenteren 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

Samenvatting en Conclusies

Normatief Rendement

Deelvraag: Welk indicatief Redelijk Rendement kan op basis van de superieure methodiek worden afgeleid?

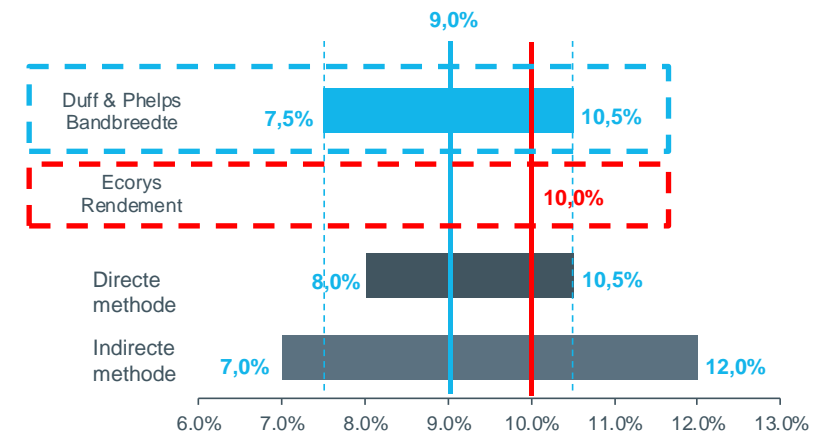
Samenvatting

- Externe Perspectief:** actualisatie van de primaire analyses van Ecorys, opgedeeld naar de volgende sub-stappen:
 - 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.

Herijking Normrendement UPD – D&P 2019:



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) ten opzichte van de puntschatting van Ecorys.

Appendix VII

Informatie Jaarverslag PostNL inzake Mail in the NL



Conform gehanteerd in deze rapportage:

Pagina 212 – Annual Report 2018:

Financiële Informatie Mail in the Netherlands

	2014	2015	2016	2017	2018
Omzet	2,044	1,961	1,877	1,783	1,678
UCOI	230	204	160	125	93
% Omzet	11.3%	10.4%	8.5%	7.0%	5.5%

Appendix 6: Summary of key figures

All numbers presented in this appendix are the reported numbers in the respective Annual Reports of 2014 till 2018, unless restated in a later year. Revenues and underlying cash operating income have been represented for all earlier years for adjusted segment reporting, the impact of the discontinued operations in Italy and Germany and the management buy-out of Whistl in 2015.

PostNL

Key figures

2014-2018, in € millions, unless indicated otherwise

	2014	2015	2016	2017	2018
Financial performance					
Revenue					
Parcels	1,057	1,173	1,283	1,382	1,555
Mail in the Netherlands	2,044	1,961	1,877	1,783	1,678
PostNL	2,765	2,751	2,723	2,725	2,772
Underlying cash operating income					
Parcels	109	123	131	140	137
Mail in the Netherlands	230	204	160	125	93
PostNL Other	(45)	(22)	(37)	(24)	(22)
PostNL	294	305	254	241	188
Underlying cash operating income margin					
Parcels	10.3%	10.5%	10.2%	10.1%	7.5%
Mail in the Netherlands	11.3%	10.4%	8.5%	7.0%	5.5%
PostNL	10.6%	11.1%	9.3%	8.8%	6.8%
Net cash from operating & investing activities (excluding TNT Express)					
	141	135	10	11	(19)
Net cash / (net debt)					
	(683)	(552)	86	27	(149)
Consolidated equity attributable to the equity holders of the parent					
	(597)	(213)	(79)	34	46
Corporate equity					
	1,983	2,204	2,742	2,730	2,593
Month-end coverage ratio main pension fund					
	108.9%	106.0%	108.3%	115.8%	112.1%
12-months average coverage ratio main pension fund					
	111.8%	106.8%	103.6%	113.4%	116.0%
Cash out from pensions					
	168	179	164	151	148
Profit for the year (excluding TNT Express)					
	220	147	135	148	33
Earnings per share (excluding TNT Express in € cents)					
	49.9	33.3	30.5	33.0	7.1