

Deutsche Post is nu

Deutsche Post DHL Group is een wereldspeler in logistiek. **Het bedrijf heeft meer dan 440.000 werknemers en een beurswaarde van 31,5 miljard euro.** Het aandeel heeft de laatste vijf jaar een bovengemiddeld koersherstel laten zien, het ging van 13 euro naar 26 euro. De hogere bedrijfsresultaten waren vooral te danken aan meer focus en beter management.

Post, E-commerce, Pakketten

- 15,7 miljard euro
- 1,3 miljard euro
- 8,3 procent

De operationele marge herstelde van een schamele 0,5 procent in 2009 naar 5,2 procent in 2014. Het management voorziet voor 2016 een verdere groei richting 6 procent. De omzet is goed gespreid over de vier divisies, de winstgevendheid echter niet.

In 2009 was het aandeel Deutsche Post een interessante *mean reversion*-kandidaat. Het aandeel oogde goedkoop op 1,1 keer de boekwaarde, was sterk achtergebleven bij de markt en niet geliefd bij grootbanken en beleggers. De koers weerspiegelde lage verwachtingen. Ik herinner me de scepsis bij Duitse beleggers aan wie ik in die tijd de investment case toelichtte.

WAT GING ER SINSDIEN GOED?

De in 2008 nieuw aangetreden CEO Dr. Frank Appel en de in 2009 van Fresenius Medical Care afkomstige CFO Lawrence Rosen hebben kortdaat afgerekend met de waardevernietigende acquisities uit de jaren ervoor. Zij verkochten onderdeel Deutsche Postbank aan Deutsche Bank en verbeterden de stabiliteit en winstgevendheid.

Post, E-commerce & Parcels en Express zijn de meest winstgevende divisies. Vooral bij Express was de verbetering groot: over 2014 werd een operationele marge van 10,1 procent bereikt terwijl in 2009 nog dieprode cijfers werden geschreven. De volumestijging bij E-Commerce & Parcels was de afgelopen jaren 7 à 8 procent en dit



OVER DE AUTEUR

Hans van de Weg is zelfstandig vermogensbeheerder. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring met het beheer van aandelenportefeuilles voor onder andere Aegon Asset Management en ING Investment Management. Hij behoorde over die 20-jarige periode tot de selecte groep beleggers die de markt gemiddeld wel wist te verslaan. De auteur bezit geen aandelen Deutsche Post DHL Group.

compenseerde de volumedaling bij de Duitse postbezorging. Daarnaast mogen de postzegelprijzen regelmatig worden verhoogd, zo ook per 1 januari 2016 en wel van 62 naar 70 eurocent voor standaardbrieven.

Bij de twee minst winstgevendste divisies, Freight Forwarding en Supply Chain Management, werd ten opzichte van 2009 ook verbetering gerealiseerd, maar is de winstgevendheid nog ruim onder het groeps gemiddelde.

HOE DUUR IS HET AANDEEL DEUTSCHE POST DHL GROUP?

Op basis van het eigen vermogen per 30 september 2015 betaalt een belegger nu ruim drie maal de boekwaarde. Het aandeel staat op ongeveer 13,5 keer de door analisten voor 2016 verwachte winst per aandeel en het dividendrendement bedraagt zo'n 3,3 procent, in lijn met het Europese gemiddelde.

Een *discounted cash flow* analyse waarin toekomstige vrije kasstromen worden vertaald naar een huidige intrinsieke bedrijfswaarde, geeft aan dat het aandeel een onderwaardering heeft van zo'n 10 procent. Hierbij is uitgegaan van een jaarlijkse organische omzetgroei tot 2020 van 2 procent, een stabiele operationele marge van 5,5 procent en een vermogenskostenvoet van 7,5 procent. Dat is een basisscenario van gematigde en stabiele groei waarbij geen rekening wordt gehouden met eventuele tegenslagen.

Freight Forwarding (Expeditie)

- 14,9 miljard euro
- 293 miljoen euro
- 2,0 procent

LEGENDA

- Omzet 2014
- Bedrijfsresultaat 2014
- Operationele marge 2014

WAT ZIJN MOGELIJKE KATALYSATOREN VOOR EEN MINDER WINSTGEVENDE TOEKOMST?

Een in het oog springend risico is een versnelling van de daling van de postvolumes. Zo gaat het bedrijf tot nu toe uit van een gemiddelde daling op jaarbasis van 2 tot 3 procent, terwijl PostNL in Nederland inmiddels gewend is aan dalingen boven de 10 procent. Tegelijkertijd gaan de loonkosten volgend jaar met 2 procent omhoog en in 2017 met 1,7 procent, terwijl de Duitse postzegelprijzen in 2017 en 2018 niet mogen worden verhoogd.

Een andere negatieve katalysator voor de bedrijfswaarde zouden