

# WIE BIEDT OP TNT EXPRESS?

Het ziet er niet naar uit dat TNT Express zich het komend anderhalf jaar aan de eigen haren uit het dal kan trekken. Beleggers kunnen slechts hopen op een overname.

TEKST: JACQUES POTUIJT (FINANCIËEL CONSULTANT)



**H**et is nog maar vijf maanden geleden dat TNT werd opgesplitst in een post- en een expressbedrijf, maar nu al moet deze operatie als een van de grootste fiasco's in de Nederlandse beursgeschiedenis worden beschouwd. Op 26 mei, de eerste dag van verhandeling, sloot het kersverse aandeel TNT Express op 9,45 euro. Die koers lag toen nog ruim 10 procent boven de 8,60 euro die analisten als theoretische waarde hadden berekend. De volgende beursdag schoot het aandeel zelfs nog even door de 10 euro. Daarna ging het hard onderuit. Begin oktober was de koers ruim gehalveerd. Post NL, dat na de afsplitsing volgens het boekje zo'n 7,90 euro had moeten kosten, sukkelde nog meer achteruit en kan nu aangeschaft worden voor 3,62 euro. Alles bijeen verspeelden beleggers in beide fondsen gezamenlijk 4,3 miljard euro.

Achteraf gezien had de opsplitsing niet op een ongelukkiger moment kunnen plaatsvinden. Beide bedrijven werden immers direct geconfronteerd met een nieuwe fase in de eurocrisis. Maar de daling van het consumentenvertrouwen die daarop volgde kan hooguit de helft van de kapitaalvernietiging verklaren. De andere helft moet worden toegeschreven aan het falen van het bestuur van TNT om met een meer tot de verbeelding sprekende oplossing te komen.

Wat nu? Dooft het licht langzaam uit bij beide bedrijven of mogen beleggers hopen nog iets van het koersverlies goed te maken? Hoewel fysieke post steeds sneller terrein verliest aan digitaal berichtenverkeer, lijkt Post NL wel wat al te zwaar te zijn afgewaardeerd op de beurs. De beurswaarde bedraagt nog slechts 1,4 miljard euro en dat is inclusief de 900 miljoen euro aan waarde van het 29,9%-pakket dat PostNL nog in TNT Express bezit. Het postbedrijf is sec-

dus slechts 0,5 miljard euro waard. Niet veel voor een bedrijf dat over het eerste halfjaar een operationeel resultaat van 218 miljoen euro behaalde.

Voor TNT Express liggen de kaarten anders. Na een nettoverlies van 11 miljoen euro in 2009 was het bedrijf in 2010 slechts marginaal winstgevend. Het magere herstel van 2010 wordt dit jaar alweer deels tenietgedaan. De vooruitzichten voor 2012 zijn bij een reële kans op een nieuwe recessie allesbehalve florissant. Willen beleggers nog iets van de koersval goedgemaakt zien, dan kunnen ze slechts hun hoop vestigen op een overname. De architecten van de opsplitsing moeten dat in gedachten hebben gehad toen ze TNT Express voorzagen van een royaal eigen vermogen van 3 miljard euro, exact gelijk aan de huidige beurswaarde, op een balanstotaal van krap 5 miljard euro.

## AANTREKKELIJKE PROBLEEMREGIO'S

Vorig jaar boekte TNT Express met ruim 81.000 medewerkers een omzetting van 12 procent tot iets meer dan 7 miljard euro met een operationeel resultaat van 180 miljoen euro, goed voor een marge van 2,6 procent. Na rentelasten en belasting bleef hiervan onder aan de streep 66 miljoen euro over. Het rendement op het totaal geïnvesteerd vermogen bedroeg 3,4 procent, wat met een negatieve hefboomwerking resulteerde in een rendement op eigen vermogen van 2,3 procent. Het aandeel van de Europese activiteiten (incl. de 2% behaald in het Midden-Oosten en Afrika) in de omzet bedroeg 69 procent. De rest van de omzet had betrekking op Azië/Pacific (24%) en Amerika (7%, voor het grootste deel Zuid-Amerika, met name Brazilië).

In de eerste helft van 2011 bedroeg de omzetgroei nog 3,7 procent, maar deze kwam in het tweede kwartaal nagenoeg tot staan. De resultaten waren teleurstellend. Alleen in Europa werd winst behaald, waarbij de

operationele marge uitkwam op een alleszins redelijke 9,5 procent. In Azië echter sloeg de povere winst om in een verlies van 26 miljoen euro en in Amerika (lees: Brazilië) liep het negatieve operationele resultaat fors op van 27 tot 197 miljoen euro, waarvan 120 miljoen euro betrekking had op afboekingen.

In Brazilië loopt TNT Express op tegen de moeizame integratie van enkele acquisities die daar de afgelopen jaren zijn gedaan, waaronder de koeriersdienst Mercúrio (2007) en het expresbedrijf Araçatuba (2009). Door problemen met het samenvoegen van it-systemen en de hoofdkantoren liepen klanten weg en daalde de omzet met 13,4 procent. Een herstructurering moet ervoor zorgen dat de activiteiten in Brazilië, waar TNT Express een marktaandeel heeft van 20 procent, weer winstgevend zijn.

De activiteiten in China, waar TNT Express stevig op heeft ingezet en waar het inmiddels 20.000 werknemers heeft, beginnen af te zwakken nu westerse bedrijven minder productie outsourcen. De luchtvracht op de Azië-Europaroute daalt sinds juli dit jaar met gemiddeld 5 procent. Onderbezetting van de luchtvloot leidde in het tweede kwartaal tot de eerste verliezen. Maar in de penetratie van de Chinese markt ligt TNT Express drie tot vijf jaar voor op de concurrenten. Juist de probleemregio's van dit moment vormen, met het oog op het bovengemiddelde groeiperspectief op langere termijn, voor potentiële overnemers de aantrekkelijkste onderdelen.

## AMERIKAANSE GIGANTEN

Opggericht in 1907 is UPS uitgegroeid tot de grootste bezorger van pakketjes ter wereld. Het is de pionier die al vroeg inzag dat vervoer niet alleen de verplaatsing van A naar B inhoudt, maar dat ook de snelle, stipte en gegarandeerde bezorging van tijdkritische zendingen de kern van de dienstverlening