

Innholdsfortegnelse

DEFINISJONER OG FORKORTELSER.....	2
SAMMENDRAG OG KONKLUSJON.....	3
1. POSTMARKEDET I EUROPA.....	6
1.1 REGULERING OG LIBERALISERING I EUROPA	6
1.2 STRATEGISKE UTVIKLINGSTREKK I EUROPA	6
2. POSTENS STRATEGI	8
2.1 BAKGRUNN.....	8
2.2 STRATEGI OG VERDISKAPNING	8
2.3 KONKURRANSESITUASJON OG FREMTIDSUTSIKTER	9
3. ORGANISASJON	11
3.1 ENDRING I SELSKAPSFORM	11
3.2 KONSERN- OG FORRETNINGSSTRUKTUR	11
4. VIRKSOMHETEN	12
4.1 POSTEN KOMMUNIKASJON	12
4.2 POSTEN LOGISTIKK	14
4.3 POSTEN KONSUMENT	15
4.4 ERGOGROUP.....	15
4.5 POSTEN DISTRIBUTJONSNETT	16
4.6 ØVRIGE VIRKSOMHETSOMRÅDER	16
5. VERDIVURDERING	17
5.1 POSTEN NORGE	17
5.2 ERGOGROUP.....	28
5.3 ØVRIGE KONSERNSELSKAPER	31
5.4 POSTEN NORGE – KONSERN.....	34
VEDLEGG: EUROPEISKE POST- OG LOGISTIKKSELSKAPER.....	35

DEFINISJONER OG FORKORTELSER

CityMail	CityMail Sweden AB
CoC	Cost of Capital - avkastningskrav
Consignment	Masseutsendelser og varepartier som skal til et annet land, fraktes over grensen som én sending og distribueres så til mottakerne etter fortolling. Sender må inngå avtale.
CRM	Customer Relationship Management
DCF	Neddiskontert kontantstrøm (Discounted Cash Flow)
DM	Direct Marketing (direktemarkedsføring)
DPWN	Deutsche Post World Net
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Driftsresultat)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation of goodwill (Driftsresultat før avskrivninger)
EV	Selskapsverdi (inkludert netto rentebærende gjeld)
EV/Sales	Selskapsverdi / Omsetning
EV/EBIT	Selskapsverdi / Driftsresultat
IKT	Informasjons- og Kommunikasjonsteknologi
Konsernet	Posten Norge konsernet
Kundepost	Et avtalebasert reklameprodukt beregnet på bedrifter som driver direktemarkedsføring gjennom Posten.
Mill	Millioner
Mrd	Milliarder
MV	Markedsverdi
NOK	Norske kroner
NPV	Net present value (nåverdi av estimerte kontantstrømmer)
NPV 03-11	Nåverdi av estimerte kontantstrømmer i perioden 2003-2011
P/E	Egenkapitalverdi / Resultat etter skatt
P/FCF	Egenkapitalverdi / fri kontantstrøm til totalkapitalen
PTP	Resultat før skatt
Posten	Posten Norge konsernet
Posten Norge	Posten Norge AS - morselskapet
Selskapet	Selskapet Posten Norge eller datterselskap, slik det må forstås fra sammenhengen.
Selskapsverdi	Se "EV"
Terminalverdi	Den del av selskapsverdien som beregnes ved slutten av prognoseperioden
TPG	TNT Post Group
WACC	Veiet gjennomsnittlig avkastningskrav

SAMMENDRAG OG KONKLUSJON

Verdivurdering mars 2003

Vi vurderer markedsverdien av Postens egenkapital til NOK 5,5 mrd. Ved verdivurdering av konsernet har vi vurdert morselskapet Posten Norge (inkluderer størstedelen av den tradisjonelle postvirksomheten) som en egen enhet basert på en kontantstrømvurdering. Videre har vi gjennomført en separat verdivurdering av datterselskapet ErgoGroup etter samme metode, samt forenklede vurderinger av øvrige datter-/konsernselskaper.

Selskap	Verdi (NOK mill)
Posten Norge (morselskapet)	2.939
ErgoGroup	1.997
Øvrige konsernselskaper	524
Konsernet Posten Norge	5.460

Siden januar 2002 har hovedindeksen ved Oslo Børs falt med ca 40%. Samtidig har verdien av de to børsnoterte postselskapene i Europa falt med noe over 40%. I tillegg til at inntjeningen for disse selskapene viser en negativ utvikling, preges aksjemarkedene av betydelig usikkerhet.

Utvikling

Volumfallet for adressert brevpost fortsatte i 2002. Posten Norge formidlet ca 1,02 milliarder adresserte brevsendinger i 2002. Dette representerer en volumnedgang på 4% fra 2001. Samtidig viste uadressert post en volumøkning på 9,7% som i hovedsak skyldes reklame. Samlet sett viste således brevpost en volumøkning på 3,8%¹. Imidlertid falt inntektene fra dette området med 6,2%. Posten Kommunikasjon gjennomfører ulike tiltak for å opprettholde inntjeningen. Vi har imidlertid lagt til grunn at den forventede volumnedgangen vil slå ut i form av lavere inntjening for Posten Kommunikasjon fremover.

Posten har fortsatt utviklingen av nye elektroniske tjenester innenfor kommunikasjonsområdet. Posten ser ut til å kunne lykkes i kommersialiseringen av flere av disse produktene, og inntjeningen fra dette området overgikk våre forventninger for 2002. Etter vår vurdering er det imidlertid for tidlig å stadfeste at dette i fremtiden vil kunne veie opp for inntektsbortfall fra tradisjonelle produkter, men vi har oppjustert forventet inntjening fra dette området i forhold til våre prognoser for et år siden.

Posten Logistikk opplevde en samlet volumøkning på 1,9% i 2002, mot en volumnedgang i 2001. Posten jobber videre for å posisjonere seg i lønnsomme nisjer i hele logistikksegmentet, og vi legger til grunn at Posten her vil oppleve en moderat vekst fremover.

Transaksjonsvolumet på banktjenester i postnettet fortsatte sitt fall med uforminsket styrke i 2002. Samtidig medførte den svake utviklingen i aksjemarkedet et betydelig fall i inntektene fra salg av spareprodukter. Vi legger til grunn at det vil gå noe tid før tilliten til denne type spareprodukter vender tilbake, og at andre (elektroniske) distribusjonskanaler vil øke sin betydning. Vi legger derfor til grunn at inntektene fra finansielle tjenester blir lavere enn våre tidligere prognoser.

Utvikling i lønnskostnader er en meget viktig kostnadsdriver i Posten. Effekten av nedbemanningen som følge av tilpassing av kapasitet til en situasjon med fallende volumer og øvrig effektivisering, kan bli utlignet og muligens overkompensert av effekten av lønnsøkninger og kostnader til pensjoner. Det er dermed kritisk for Postens fremtidige lønnsomhet at lønnsveksten som har funnet sted de senere år bremses. Lønnsoppgjøret for 2002 er således et skritt i riktig retning.

¹ Inkluderer A-post, B/C-post, uadressert C-post, aviser, blad og kunde-post

Konsekvensen av at brevvolumet nå viser en sterkt fallende tendens er en svakere resultatutvikling i Posten Norge. Med fallende volum vil marginene presses nedover dersom Posten Norge ikke får tatt ut stordriftsfordeler og redusert kostnadene tilsvarende. Selskapet har fokus på en rekke kostnadseffektiviseringstiltak, spesielt innenfor produksjon og distribusjon. Videre er utviklingen av nye produkter og tjenester fortsatt i en tidlig fase, hvor markedene for disse produktene må bearbeides.

ErgoGroup har en fin historikk å vise til hva gjelder organisk vekst og marginutvikling sammenlignet med en rekke selskaper eksponert mot tilsvarende markeder. IKT-bransjen er generelt preget av fallende etterspørsel, og mange selskaper sliter. ErgoGroup fremstår nesten som fullstendig uberørt av disse markedsforhold. Tre av de fire viktigste selskapene i gruppen hadde gode resultater gjennom 2002. Unntaket var ErgoSolutions som hadde et driftsunderskudd på NOK 40 mill av en omsetning på 529 mill.

Oppdatering fra forrige verdivurdering (februar 2002)

Sammenlignet med verdivurderingen 2002 er verdien av Posten Norge (morselskapet) isolert opp med NOK 130 mill, mens verdien av datterselskaper (eks. ErgoGroup) er ned med NOK 15 mill. Verdien av ErgoGroup er ned med nesten NOK 1 mrd (-32%). Totalt vurderer vi verdien av konsernet Posten Norge til NOK 5,5 mrd, mot NOK 6,3 mrd i 2002, en reduksjon på NOK 0,8 mrd (-13%).

I forbindelse med omdanning til aksjeselskap i 2002 ble Posten Norge tilført NOK 1,6 mrd i ny egenkapital. Samtidig ble et ansvarlig lån på NOK 0,4 mrd fra staten konvertert til egenkapital. Aktuarberegninger viser nå at Posten Norge har en underdekning på pensjonsmidlene på NOK 1.475 mill. Dette vil bli innbetalt i 2003, og vil belaste Posten Norges likviditet betydelig. Som kompensasjon for dette vil staten samtidig, gjennom en emisjon, øke egenkapitalen i Posten Norge med NOK 600 mill (inkludert i verdivurderingen). Det resterende beløpet vil bli finansiert gjennom gjeldsoptak. Underdekningen er en "off-balance sheet" forpliktelse som reduserer verdien av Posten Norge. Statens ventelønnsordning er med virkning fra 1. juli 2002 overført Posten Norge AS slik at Posten Norge AS selv betaler slike kostnader til de overtallige som blir oppsagt etter denne dato. I denne forbindelse ble det satt av NOK 121 mill til fremtidige ventelønnsforpliktelser. I sum bidrar disse postene positivt på verdien av Posten Norge (morselskapet) med i overkant av NOK 1 mrd. Underliggende verdiendring for Posten Norge er således en reduksjon på NOK 0,9 mrd (-33%).

Den underliggende verdireduksjonen kan i hovedsak tilskrives en reduksjon i forventede inntekter fra finansielle tjenester og økt avkastningskrav. Redusert investeringsnivå og økt bidrag fra nye produkter motvirker dette noe.

Verdien på datterselskapene (eks. ErgoGroup) er omtrent på samme nivå som i 2002. Det har imidlertid vært endringer i sammensetningen av døtre som gjør at dette bildet ikke reflekterer underliggende verdiutvikling. I løpet av 2002 er eierandelen i Netaxept AS solgt, og 1to1 Factory AS er besluttet nedlagt. Disse selskapene var ikke tillagt verdi i forrige verdivurdering. Posten har også kjøpt aksjer i 2002; 20% i Transport Systems International AB og 57% i CityMail Sweden AB. Underliggende verdier på selskapene som er videreført i porteføljen er, justert for ovennevnte, ned ca 35% sammenlignet med februar 2002. I denne perioden har vårt univers av europeiske logistikkelskaper (se vedlegg) tilsvarende falt med 54%. Dette skyldes fall i inntjening, men også generell nedgang og økt usikkerhet i aksjemarkedet. Dette gjenspeiler seg bl.a. i P/E multiplene som for disse selskapene har falt med om lag 35% siden januar 2002. Denne utviklingen får direkte effekt ved verdibetraktningene for flere av Postens datterselskaper.

Som bakteppe for vurderingen av ErgoGroup bør nevnes at nedgangen innen IKT markedet fra de foregående 2 år har fortsatt gjennom 2002. I vår forrige verdivurdering konkluderte vi med en verdi på NOK 2.948 mill. Siden den gang har det brede norske aksjemarkedet falt med 40%. Verdens ledende indeks for teknologiaksjer, Nasdaq Composite, har i samme periode falt med 25%.

ErgoGroup har ikke utviklet seg slik vi la til grunn i forrige verdivurdering. Vi estimerte da at 2002 skulle gi driftsinntekter på NOK 3.149 mill og et driftsresultat på 229 mill. Fasiten ble henholdsvis NOK 2.908 mill og NOK 120 mill. Lavere omsetning skyldes delvis mangel på antatte oppkjøp og delvis svakere marked enn forutsatt. Svakere driftsresultat kan generelt tilskrives utfordrende markedsforhold, særlig har ErgoSolutions

hatt problemer. Relativt til de fleste andre markedsaktører er det imidlertid vår vurdering at ErgoGroup har levert et meget respektabelt resultat i et særdeles tøft IT marked. Vår nåverdi av fri kontantstrøm konkluderer med en verdi av ErgoGroup på NOK 1.997 mill, 32% lavere enn vår forrige vurdering. Basert på prising av sammenlignbare børsnoterte selskaper fremkommer betydelig lavere verdier.

Vi er fortsatt av den oppfatning at Postens ledelse har et riktig fokus og følger en riktig strategisk kurs. Etter vårt skjønn ville Posten befunnet seg i en vesentlig dårligere posisjon om ikke ledelsen hadde iverksatt omfattende endringstiltak. Endringsprosessene i Posten er på ingen måte avsluttet, og vi forventer at det vil ta flere år før Posten befinner seg i en situasjon som kan betraktes som normalisert. Postens ledelse har imidlertid vist evne til å gjennomføre omfattende endringsprosesser de siste årene. Denne evnen er i seg selv et verdifullt aktivum for Posten og dens eier.

1. POSTMARKEDET I EUROPA

1.1 Regulering og liberalisering i Europa

Det gjeldende postdirektivet (97/67/EF) ble vedtatt i 1997. Direktivet gir medlemslandene adgang til å gi den universelle tjenestetilbyderen en eksklusiv rett til å tilby all innsamling og distribusjon av innenlands post, DM og grenseoverskridende post som veier inntil 350g innenfor en øvre prisgrense. Postdirektivet er innlemmet i EØS-avtalen og implementert i norsk lovgivning.

Noen medlemsland har valgt en mer progressiv vei for liberalisering av dets postale sektor, eksempelvis Tyskland (200g), Nederland (100g) Storbritannia (150g) samt Sverige og Finland (0g).

EU vedtok den 10. juni 2002 et endringsdirektiv til postdirektivet. Det nye direktivet fastlegger en plan for ytterligere gradvis liberalisering av postsektoren. Pris- og vektgrensen for det nasjonale enerettsområdet vil i 2003 senkes til 100 gram med en pris inntil 3 ganger grunntaksten for prioritert brev i første vektklasse, en grense som vil ytterligere senkes til 50 gram med en pris inntil 2 1/2 ganger grunntaksten i 2006. Direktivet tar sikte på at postmarkedet åpnes fullt ut fra 2009, men dette skal utredes og vurderes av Kommissjonen før utløpet av 2006.

I følge studier fra den europeiske Kommissjonen vil enerettsområdet fortsatt omfatte 90% av volumene etter en reduksjon i vektgrensen for tradisjonell brevpost innen enerettsområdet fra 350g til 50g. Likeledes vil en reduksjon av vektgrensene for DM til 50g beholde omtrent 70% av DM-volumer under 350g.

Den mest attraktive brevflyten for konkurrenter i et fullt liberalisert marked vil være business-to-business (B2B) og urban-til-urban. Denne flyten karakteriseres av lav innsamlingskostnad p.g.a. mange postsendinger innsamlet pr. adresse, og/eller lav distribusjonskostnad pga. høy konsentrasjon ved levering. Nye aktører som kommer inn vil forsøke å unngå volumer med høy nettverkskostnad, slik som landdistrikt-til-landdistrikt, slik at denne postflyten ventes å forbli hos den respektive universelle tjenestetilbyderen. Dersom det europeiske postmarkedet blir fullt liberalisert, kan følgende forventes:

- Land med høy befolkningstetthet og høye priser vil være meget attraktivt for konkurrenter (inntrengere), som f.eks. Tyskland
- Hovedstadsområder vil også være meget attraktive for konkurrenter
- Landdistriktområder, slik som det meste av Norden, deler av Irland og den iberiske halvøy, vil være mindre attraktive for konkurrenter

1.2 Strategiske utviklingstrekk i Europa

Markedet for posttjenester i Europa har utviklet seg i forhold til endringer i geografiske og politiske reguleringsfaktorer. Vi anser at følgende faktorer vil ha sterk innflytelse fremover:

- *Fremvekst av elektroniske alternativer*
Enklere kommunikasjonsformer, spesielt elektroniske, gir forventning om en betydelig økning av det totale kommunikasjonsmarkedet. Antall fysiske sendinger forventes dog å avta på sikt. Et flertall av aktørene posisjonerer seg derfor i øyeblikket innen elektroniske kommunikasjonskanaler. Det forventes en økning i logistikkmarkedet gjennom økt netthandel. Det er ulik tilbøyelighet i ulike land til å benytte nye elektroniske alternativer. Generelt er Norge og de øvrige nordiske land tidlig ute med å ta i bruk ny teknologi.
- *Globalisering*
Varehandelen over landegrensene er i sterk vekst og stadig flere nasjonalt skjermede sektorer blir konkurransutsatt. Integreerte nettverk for produksjon og informasjonsutveksling etableres uten hensyn til landegrensener.

- *Bransjeskiller blir mindre tydelige*
Grunnet den teknologiske utvikling ser vi at bransjeskillene blir mindre markert, også mellom postsektoren og andre bransjer. I tillegg går postselskapene fra å være leverandører av distribusjonstjenester til å bli totalleverandør av integrerte tjenester innen logistikk og kommunikasjon.
- *Få og mektige aktører*
De store postselskapene i Europa ekspanderer på tvers av landegrensene og inngår allianser for på den måten å styrke sin posisjon i forhold til den kommende liberaliseringen (spesielt de ”fire store”; Deutsche Post, TPG, Royal Mail og La Poste). Dette stiller de mindre postselskapene overfor store strategiske utfordringer.
- *Fristilling og delprivatisering*
TPG og Deutsche Post er allerede delprivatisert, mens det i andre land jobbes med fristilling av statlige postvirksomheter. Omstillingene er en del av modernisering og effektivisering av offentlige tjenester.
- *Ytterligere liberalisering og økt konkurranse i brevmarkedet*
Liberalisering vil åpne ”lukkede” markeder for nye aktører. Dette vil bety økt konkurranse og sterkere prispress, spesielt gjennom nyetableringer i de befolkningstette områdene.
- *Endrede kundekrav*
Økende globalt fokus og sterkere konkurranse endrer kundenes adferd. Kundene vil kreve spesialtilpassede og helhetlige løsninger i større grad enn enkeltprodukter og tjenester. Deres behov for en samarbeidspartner som leverer alle logistiktjenester blir mer fremtredende.

Disse trendene gjør at markedet blir stadig mer konkurransepreget samt at følgende suksessfaktorer er blitt viktigere enn tidligere:

- Pris, kvalitet og pålitelighet
- Hurtighet og image
- Nettets dekning og tetthet
- Produktinnovasjon

Med basis i enerett innenfor postområdet, har flere av operatørene ekspandert geografisk og inn i nye produkt- og tjenesteområder. De tjenesteområder som har hatt fokus fra flere av operatørene er logistikk/transport og finansielle tjenester.

I lys av utviklingen i markedet har universelle tjenestetilbydere innenfor EU forsøkt forskjellige strategier. Muligheten har vært begrenset for enkelte aktører. Mindre operatører som Posten Danmark og An Post (Irland), har ikke hatt annet valg enn å fokusere på nisjepregede kjerneområder, med vekt på lave enhetskostnader, kvalitet og pålitelighet. Større operatører har valgt pan-europeiske løsninger, og til og med global ekspansjon i nye markeder. De som har utmerket seg er først og fremst DPWN og TPG. I mellomsegmentet har mindre operatører ikke tilstrekkelig med ressurser for å bli pan-europeiske, men de er store nok til å opparbeide en sterk posisjon innen deres geografiske region.

Noen aktører (og/eller myndigheter) har vært trege til å reagere, mens andre allerede har adressert strategiske trusler og muligheter. Den første kategorien inkluderer Poste Italiane (Italia) og Correos y Telegrafos (Spania), som begge restrukturerer for å bedre lønnsomheten, men som fortsatt har mye igjen før de får tilgang til de private kapitalmarkedene. I den andre kategorien finner man TPG og DPWN som er uavhengige børsnoterte selskaper.

2. POSTENS STRATEGI

2.1 Bakgrunn

Posten har fortsatt sitt fokus på konsernets produkt- og tjenesteutvikling, service og effektivisering, markedsposisjonering, samt på arbeidsstyrken i konsernet. I takt med de betydelige endringer som finner sted i de eksterne rammebetingelser for Posten, både innenlands og internasjonalt, har selskapet stadig fokus på omstillingstiltak for å rasjonalisere driften. Postens ledelse og ansatte har innsett at omstilling ikke er en "engangssak", men at dette vil prege bedriften i flere år fremover. Det er derfor lagt betydelig vekt på at de enkelte divisjonslederne skal ha ansvaret for, og eierskap til omstillingsprosjektene.

Postens strategi har gjennom de siste årene vært konsistent, og vi oppfatter at Posten er i stand til å levere i tråd med fastsatte mål. Gjennomføringsevne relatert til de betydelige utfordringene Posten står overfor, spesielt på intern organisering, men også i forhold til de markedsmessige utfordringene, er en verdifull ressurs for Posten.

Posten har videreført det vi tidligere har omtalt som en "*Fullintegrasjons strategi*", hvilket innebærer en styrking av alle ledd i nåværende forretningsmodell, med mål å demme opp for / forebygge konkurranse i et marked preget av konvergens, liberalisering og restrukturering, samtidig som Posten tar sikte på økt verdiskapning gjennom å tilby helhetlige tjenester som dekker større deler av kundenes verdikjeder. Posten har tidligere fokusert på å dekke de tre strømmene; varestrøm, informasjonsstrøm og verdistrøm (betalingsløsninger) gjennom integrerte fysiske og elektroniske kanaler. Posten er fremdeles av den oppfatning at å tilby sømløse og integrerte løsninger som omfatter de tre strømmene er av stor betydning for å bygge en unik og sterk posisjon. Posten har imidlertid konkludert med at det ikke er hensiktsmessig for Posten selv å eie de løsningene som er knyttet til betalingsløsninger. Posten vil derfor ikke gå i konkurranse med bankene knyttet til disse produktene og løsningene.

Postens organisering i forhold til markedet bygger på en logikk i forhold til markedsbehov (for eksempel innlevering, transport, lagring, leveranse, kommunikasjon, sikkerhet osv.) og som markedsaktør og totalleverandør. For å ivareta disse markedsbehovene er Posten organisert med forretningsområdene Logistikk, Kommunikasjon, Konsument, Distribusjonsnett og ErgoGroup. Distribusjonsnett er i sin helhet en intern tjenesteleverandør i Posten (transport, sortering og omdeling), mens Konsument i tillegg til interne tjenesteleveranser har utvalgte produkter rettet direkte mot sluttkunde. De øvrige enhetene har et klart definert ansvar for å utvikle og levere konkurransedyktige løsninger for å møte eksisterende og nye kundebehov hver for seg og samlet. Posten har etablert en koordinering på tvers av forretningsområdene som skal sikre at Posten opptrer integrert mot markedet. På denne måten vil det være markedet som forholder seg til Posten etter markedets behov, og Posten legger til rette for at markedet og kunden får full synergi av Postens totaltilbud.

2.2 Strategi og verdiskapning

Postens visjon er å bli "Verdens mest fremtidsrettede postbedrift". Visjonen uttrykker ikke ambisjoner om størrelse, men skal inspirere til en offensiv kultur som sikrer langsiktig lønnsomhet gjennom effektive og nyskapende løsninger.

Med basis i konsernets komparative fortrinn, og for å forsvare og styrke markedsposisjonen, har Posten gjort følgende konkurransestrategiske valg:

- Posten skal være den mest kostnadseffektive aktøren i sine markeder, og skal effektivisere driften og øke service samtidig.
- Posten skal levere tjenester lengre opp i kundens verdikjede.
- Posten skal være ledende i Norge innen sine kjerneområder ved å bidra med et godt tilbud av tjenester, og skal fremstå som en attraktiv distributør og samarbeidspartner i Norge.

- Posten skal være ledende i Norden innen utvalgte nisjer, for på den måten bruke sin kompetanse til å skape ny inntekter og for å videreutvikle bedriften.
- Posten skal inngå allianser med andre aktører internasjonalt, for å sikre nærhet til internasjonale kunder, adgang til fremtidige nettverk, og mulighet til å levere tjenester i større deler av internasjonale kunders verdikjeder.

Strategien vil operasjonaliseres gjennom effektivisering av driften, forretningsutvikling, selektive oppkjøp og alliansebygging. Posten anser tilgang til IKT-kompetansen og –løsningene i ErgoGroup som viktige i integreringen av elektroniske løsninger i konsernets tjenester, og dermed for omstilling av Posten til en moderne kommunikasjons- og logistikkbudrift med konkurransedyktig verdiskapning.

I forhold til Postens strategier, er det flere aspekter ved Posten som er verdiskapende for eieren. Posten er en allerede etablert aktør, noe som medfører diverse fordeler i forhold til dagens markedsutvikling; Posten har stor kapasitet, besitter et omfattende fysisk nettverk, samt kunde- og markeds kunnskap som følge av lang fartstid i Norge.

Etter vår vurdering er det en verdi for eierne i det at Posten allerede er etablert i et voksende marked der kundene etterspør løsninger hvor fysisk transport, informasjonsutveksling og betalingsløsninger er nødvendige elementer i totalleveransen. Denne verdien er etablert og kan videreutvikles både på basis av differensieringsgrunnlag og stordriftsfordeler.

2.3 Konkurransesituasjon og fremtidsutsikter

Generelt

Det er eksempelvis slik at Posten Norge på noen områder har dårligere rammebetingelser enn andre postselskaper. Eksempelvis er det Norge er merverdiavgift på produkter innenfor eneretten. I EU har flere postselskaper en lavere merverdiavgiftssats for disse produktene enn øvrige produkter. I England er det i tillegg fullt fradrag for merverdiavgift på disse produktene, kombinert med en lav merverdiavgiftssats.

I tillegg er Posten underlagt det offentlige anskaffelsesregelverket, til tross for at det for 2003 er anslått at ca 20% av Postens inntekter vil komme fra enerettsområdet, mens konkurrenter i Norge er unntatt dette regelverket. I Sverige og Nederland er postselskapene unntatt slike regler. Etter hvert som markedet i økende grad åpnes for fri konkurranse er det viktig for Posten å ha konkurransedyktige rammebetingelser.

Postens konkurranseposisjon og fremtidsutsikter er så vidt forskjellig innen de ulike forretningsområdene at det vil være hensiktsmessig å foreta en vurdering av situasjonen i hvert enkelt forretningsområde. Vurderingen av konkurranseposisjon og fremtidsutsikter er utført på et overordnet nivå.

Kommunikasjon

Posten Kommunikasjon har i dag begrenset konkurranse innen kjerneområdet på grunn av eneretten. Dette markedet er under stadig liberalisering, hvilket betyr at det vil bli åpnet for mer konkurranse i fremtiden. Det er nå vedtatt at enerettsområdet innskrenkes til å gjelde adressert brevpost på inntil 100g og med en pris på inntil tre ganger grunntakst. Imidlertid vil det kreves store investeringer for en konkurrent eller nykommer å etablere seg i dette markedet, i form av behov for bygging av postal infrastruktur som sorteringssentre og distribusjonsnettverk. For øvrig er markedet i Norge utenfor de mest attraktive europeiske markedene med høy befolkningstetthet. Mens Posten er sterk i markedet for fysisk kommunikasjon, er Posten foreløpig en liten aktør i det elektroniske kommunikasjonsmarkedet, som er preget av mange konkurrenter. Det jobbes for å posisjonere seg ved å videreutvikle og kommersialisere tjenester og produkter for elektronisk fakturering etc. Overgangen til elektroniske medier vil etter hvert redusere etterspørselen i store markedssegmenter. For eksempel forventes overgang til elektronisk faktura og elektronisk offentlig saksbehandling å gi rask og stor nedgang i det fysiske brevvolumet. Det elektroniske markedet er i sterk utvikling og Posten har et godt utgangspunkt for å posisjonere seg. Konklusjonen er at Posten har, og forventes i fremtiden å fortsatt ha, en sterk posisjon innenfor kommunikasjonsmarkedet.

Logistikk

Posten Logistikk opererer i et marked preget av sterk nasjonal og internasjonal konkurranse, som igjen legger press på marginene i bransjen. Posten har kjøpt seg volumer i dette segmentet via oppkjøp i store deler av verdikjeden (fokus på logistikk/transport). Begrunnelsen for disse oppkjøpene er å kunne levere helhetlige og sømløse løsninger til nåværende og potensielle kunder. Posten er godt posisjonert i det nasjonale logistikkmarkedet, bl.a. gjennom et godt utbygget innsamlings- og distribusjonsnett. Imidlertid står Posten uten en kraftfull allianse eller tilknytning til et internasjonalt nettverk, som vil tilfredsstillende en stadig mer global kundebase. Pan Nordic Logistics, et nordisk samarbeid innen pakkemarkedet, er svekket etter at Posten Sverige har trukket seg fra dette samarbeidet, som følge av inngått allianse med franske La Poste. Imidlertid har Posten Sverige blitt en betydelig kunde på sin intra-skandinaviske pakkepost. Dette har medført at volumtapet etter Posten Sveriges utreden har blitt minimalt. I tillegg forventes vekst i netthandel å bidra positivt til pakkemengden. Konklusjonen er at Posten har en solid posisjon i det nasjonale logistikkmarkedet, men trenger å styrke det internasjonale tilbudet utenfor Skandinavia.

Konsument

Det er i hovedsak tradisjonelle postale og finansielle tjenester som tilbys gjennom Postens fysiske salgsnett. Takket være kundenærheten dette impliserer, har Posten gode forutsetninger for å utvikle nye verdiøkende produkter og tjenester tilpasset denne kanalen.

ErgoGroup

ErgoGroup er leverandør av IKT-tjenester til Posten, og konkurrerer samtidig med andre aktører i IKT-markedet på drifting av datasystemer og nettverkløsninger (ErgoIntegration). IKT-markedet er meget dynamisk og i kontinuerlig utvikling, og er gjenstand for sterk konkurranse som skjerper kravene til effektivisering og lønnsomhet. ErgoGroup merker også økende konkurranse fra statlig forvaltning som tar opp igjen driftsoppgaver staten skilte ut gjennom salget av selskapet (tidligere SDS) til Posten.

Vi anser ErgoGroup som sterke på utvikling og levering av elektroniske tjenester og postale løsninger. En utfordring er at selskapet blir en liten aktør sett i forhold til konkurrentene. Når det gjelder ErgoIntegration vil fremtidig lønnsomhet være avhengig av evnen til å vinne kontrakter, for å senke enhetskostnaden ytterligere.

3. ORGANISASJON

3.1 Endring i selskapsform

Posten Norge har siden 1. desember 1996 vært organisert som såkalt særlovselskap. Siden dette har organiseringen og ansvarsformen vært nær opp til det som gjelder for statsaksjeselskapene. Etter lovendringer i juli 2000 og 2001 har det vært samsvar mellom særloven og aksjelovgivningen, med unntak av særreglene om de tilsattes fortrinnsrett og krav på ventelønn og at særloven ikke åpner for fusjon. Særlovselskapsformen har dermed i realiteten tilsvart det som har vært gjeldende for statsaksjeselskaper.

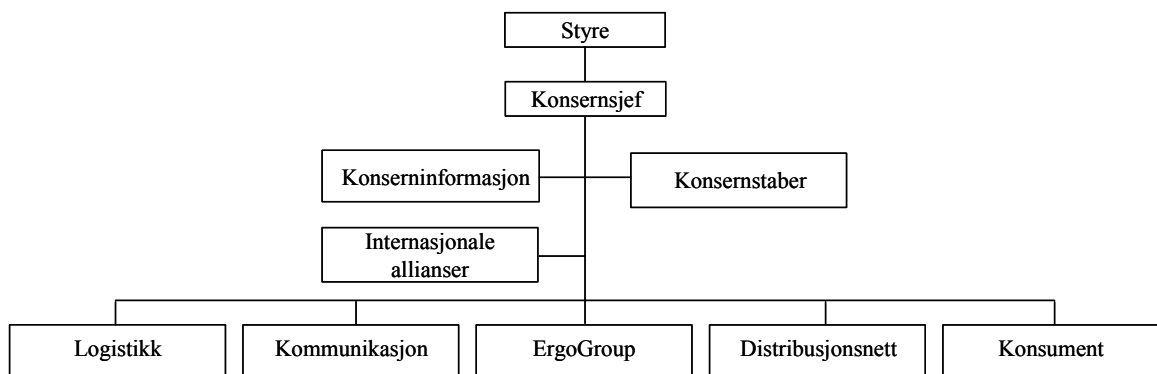
I forbindelse med behandlingen av Samferdselsdepartementets budsjett for 2002 vedtok Stortinget den 13. desember 2001 en anmodning til Regjeringen om å sette i gang arbeidet med å omgjøre Posten Norge BA til aksjeselskap. Forslag om omdanning til aksjeselskap ble fremmet i St.prp. nr. 62 (2001-2002) og Ot.prp. nr. 82 (2001-2002).

Posten Norge ble omdannet til aksjeselskap med virkning fra 1. juli 2002. Selskapet er 100 prosent eiet av staten og underlagt den generelle aksjelovgivningen, herunder særreglene for statsaksjeselskaper. Omdanningen ble gjennomført ved at Posten Norge BAs eiendeler, rettigheter og forpliktelser ble overført som en helhet til Posten Norge AS i forbindelse med stiftelsen av selskapet. I tillegg til at igangværende virksomhet ble lagt inn i aksjeselskapet ble et ansvarlig lån på NOK 400 mill konvertert til egenkapital samt at selskapet ble tilført ny egenkapital på NOK 1.660 mill. Selskapets aksjekapital pr. 31 desember 2002 var NOK 3.060 mill bestående av 3.060.000 aksjer pålydende NOK 1.000.

Ved omdanning av Posten Norge BA til aksjeselskap er det lagt til grunn at gjeldende lovregler om ventelønn og fortrinnsrett for ansatte i selskapet videreføres frem til 1. januar 2005.

3.2 Konsern- og forretningsstruktur

Figuren under viser Postens konsern- og forretningsstruktur pr 1. januar 2003.



De ulike konserndivisjonene har et klart definert ansvar for å utvikle og levere konkurransedyktige løsninger som skal møte eksisterende og nye kundebehov hver for seg og samlet. Posten har etablert en koordinering på tvers av forretningsområdene som skal understøtte integrert opptreden mot markedet og kunder med sammensatte behov. Lederne for divisjonene og stabene inngår i konsernledelsen som er konsernets øverste ledergruppe. Flere av konserndivisjonene og konsernstabene har i 2001-2002 fått ny ledelse. Ledelsen er hovedsakelig hentet fra større norske industriselskaper. Vi oppfatter dette som positivt i forhold til at det øker forretningsorienteringen i Posten.

4. VIRKSOMHETEN

Tabellen nedenfor viser konsernets omsetning de tre siste årene fordelt på virksomhetsområde:

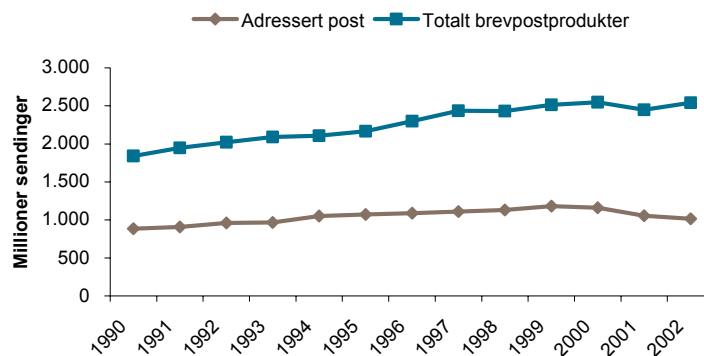
<i>NOK mill</i>	2000	2001	2002
Kommunikasjon	8.184	8.520	8.239
Logistikk	2.821	2.854	2.323
Konsument	3.224	2.697	2.596
ErgoGroup	1.678	2.457	2.901
Distribusjonsnett	6.326	6.538	6,425
Øvrig virksomhet/elimineringer	-8.574	-8.059	-7.323
Sum	13.659	15.007	15.161
<i>Endring</i>		10%	1,0%

4.1 Posten Kommunikasjon

Posten Kommunikasjon tilbyr helhetlige kommunikasjonsløsninger gjennom kanaluavhengig distribusjon kombinert med verdiøkende tjenester. Forretningsområdet er det største omsetningsmessig innenfor Posten Norge og legger beslag på store deler av selskapets produksjons- og distribusjonskapasitet. Innenfor selve forretningsområdet var det ca 420 ansatte ved utgangen av 2002.

I 2001 snudde utviklingen for totalvolum av fysisk brevpost, og viste for første gang en fallende tendens. For adressert brevpost kom omslaget allerede i 1999, og fallende volumer i adressert post har frem til 2000 blitt kompensert ved vekst i uadressert post. En slik utvikling hadde vært forutsett i mange år, men at fallet var såpass markert var overraskende. Posten Norge formidlet ca 2,45 milliarder brevsendinger i 2001, sammenlignet med 2,55 milliarder brevsendinger i 2000. Nedgangen skyldes i hovedsak fallet i adressert brevpost, som er en av Postens hovedutfordringen i tiden fremover.

Utvikling i brevpostvolumer (millioner stk)



(Kilde: Posten Norge)

Gjennom 2002 har fallet i adressert brevpost vedvart, men Posten har opplevd en volumvekst innenfor uadressert post, og da særlig postreklame og kundepost, som har overkompensert for volumnedgangen i adressert brevpost. Volumoppgangen kan forklares blant annet med vekst innenfor selektiv "one-to-one" markedsføring. Samtidig har nok sammenslåingen av B- og C-post medført noe glidning av volum fra C-post til postreklame/kundepost. I tillegg kan det nok i lavkonjunkturperioder påregnes noe drahjelp i form av substitusjon vekk fra andre og dyrere reklamekanaler. Totalt sett opplevde Posten en positiv volumutvikling på 3,8%² totalt sett for fysisk brevpost i 2002.

² Inkluderer A-post, B/C-post, uadressert C-post, aviser, blad og kundepost

Det er forventet at overgangen til elektroniske kommunikasjonsprodukter vil fortsette å redusere etterspørselen etter fysisk distribusjon i flere av markedene som er av kritisk betydning for Posten. Generell substitusjon til elektronisk post, spesielt fra bank og forsikring, er en viktig driver for volumnedgangen i adressert post. Denne substitusjonen forventes å ville gjøre seg gjeldende også fremover. I tillegg ventes overgangen til elektronisk faktura og elektronisk offentlig saksbehandling å representere en betydelig nedgang i det fysiske brevvolumet over tid.

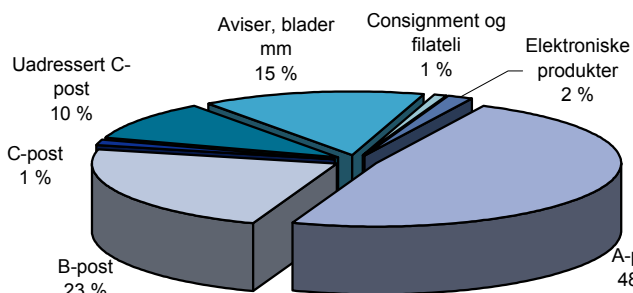
Nye produkter

Såkalte Nye Produkter omfatter fremtidsrettede produkter som eBrev, eFaktura, Kommunikasjonslogistikk, og ePosten, i tillegg til at Oadressering, og Postboks inngår i kategorien, som representerer nye produkter og satsinger som i fremtiden er ment å kompensere for volumnedgang innenfor tradisjonelle produkter.

CityMail Sweden

Gjennom kjøpet av 57% av aksjene i det svenske selskapet CityMail Sweden i mars 2002, tok Posten et viktig steg ut av Norge og inn i det nordiske postmarkedet. CityMail har som forretningsidé å distribuere store, forsorterte postmengder til lav pris og med høy presisjon i tett befolkede områder. Selskapet håndterer nærmere 200 millioner forsendelser hvert år, og dekker ca 40% av Sveriges befolkning gjennom utdeling i Stockholm-, Göteborg-, og Malmøområdet samt på Gotland. For Posten er investeringen viktig sett i lys av strategien om å utvikle nye distribusjonsformer og vokse i det nordiske markedet. Sammen med CityMail har Posten doblet sin rekkevidde og dekker nå totalt 3,6 millioner husstander i Norge og Sverige. Investeringen i CityMail gir Posten økt internasjonal tilstedeværelse, og setter Posten i stand til å følge sine store kunder ut av Norge samtidig som man når nye kundegrupper med hovedsete utenfor Norge. Gjennom CityMail vil Posten høste verdifull erfaring av å konkurrere i et liberalisert marked.

Fordeling av inntektene for Posten Kommunikasjon 2002



(Kilde: Posten Norge)

Posten ForbrukerKontakt AS

Posten Kommunikasjon fikk i 2002 overført datterselskapet Posten ForbrukerKontakt AS fra Distribusjonsnett. Posten ForbrukerKontakt AS ble revitalisert og restrukturert som et rent distribusjonsselskap, og danner nå basis for Postens alternative distribusjonsnett for fleksibel formidling av uadressert post. Nettet omfatter storbyområdene, store deler av Østlandsområdet samt deler av Sørlandet, og har som strategi å formidle uadressert post, dvs. direkte reklame (DM) og gratisaviser, til lavere priser i særlig konkurranseutsatte deler av landet. Lønnsomheten til ForbrukerKontakt her ikke vært tilfredsstillende, og Posten vurderer ulike tiltak for å bedre dette.

4.2 Posten Logistikk

Posten Logistikk tilbyr varelogistikk med tilhørende oppgjørs- og informasjonsstrømmer til nasjonale og internasjonale kunder. I dag omfatter Posten Logistikk, i tillegg til den tradisjonelle pakkevirksomheten i Posten, virksomhet innenfor ekspresstjenester, e-handelslogistikk, tunggods og varehotell.

Logistikkmarkedet preges av strukturelle endringer, og informasjonsteknologien skjerper kravene til kundeorientering. Kundene forventer i økende grad at tilbydere av transport- og logistiktjenester må kunne dekke hele eller store deler av deres totale logistikk- og transportbehov. Pris- og marginsituasjonen varierer sterkt avhengig av produktområde og strukturen på leverandørsiden.

Posten Logistikk opplevde en volumoppgang på 1,9% i 2002 etter flere år med fallende volumer, i all hovedsak som følge av vekst innenfor satsningsområdet Stykkgods/flerkolli. Fra 1. januar 2003 innførte Posten Logistikk et nytt prissystem for pakker for å forbedre forholdet mellom priser og kostnader relatert til frakt av pakker. Postens fraktkapasitet er i stor grad avhengig av pakkens volum, og på bakgrunn av dette vil prisen for pakketransport heretter baseres på en volumvekt, en målenhet som hensyntar både vekt og fysisk volum, og ikke bare på vekt slik det har vært tidligere. Posten forventer at omleggingen av prissystemet og bedre måletiltak vil gi økte enhetspriser for de viktigste produktene.

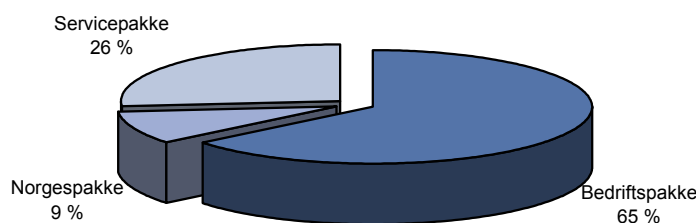
Posten ser det som viktig at virksomheten blir en del av en internasjonal allianse for å sikre Postens kunder konkurransedyktige logistikk-løsninger også utenfor Norge. I tillegg vurderes det å styrke TSI gjennom organisk vekst, oppkjøp og produktutvikling.

For å styrke sin posisjon i markedet vil Posten Logistikk fokusere på følgende tiltak:

- Videreføre satsningen på å utvikle og selge løsninger for stykkgods og tyngre gods
- Utvikle tilbudet for helhetlige løsninger for levering på døren.
- Sikre generell lønnsomhet for alle produkter, særlig ved implementering og videreutvikling av nytt prissystem.
- Integrasjon og videreutvikling av synergier mellom enheter og selskaper innenfor Posten Logistikk
- Større fleksibilitet mht. framsendingstid, produkttilbud, leveringstidspunkt og -sted
- Fokus på verdiøkende tjenester som kan knyttes til den fysiske leveransen.

Posten Logistikk har som ambisjon om å bli den foretrukne partner for logistikk og distribusjon av varer for netthandels- og postordreselskapene. Sentralt i dette arbeidet står utvikling av konkurransedyktige tilleggstjenester innenfor bl.a. rådgivning, prosjektledelse. I tillegg arbeider Posten Logistikk for å etablere konkurransefortrinn innenfor kombinasjonen av avanserte IT-løsninger, effektiv distribusjon og høy kvalitet, blant annet med avanserte løsninger som cross-docking (logistikk uten varelager) og butikk- og betalingsløsninger for e-handelsselskaper.

Fordeling av inntektene for Posten Logistikk 2002



(Kilde: Posten Norge)

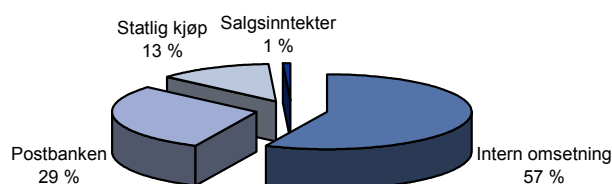
4.3 Posten Konsument

Posten Konsument er forhandler- og distribusjonskanal for interne (øvrige konserndivisjoner) og eksterne vare- og tjenesteleverandører. Sammen med disse leverandørene utvikler og leverer Posten Konsument kundetilpassede, verdiøkende løsninger til privat- og bedriftsmarkedet i Norge.

I regi av Posten Konsument har Posten vært gjennom en betydelig omlegging av salgsnett. Hovedmålsettingen med omleggingen var å bedre tilgjengeligheten til Postens tjenester samt å bedre kundeservicen. Omleggingen medfører en dreining fra egendrift til drift på kontraktsbasis og i nært samarbeid med landsdekkende detaljhandelskjeder og/eller andre aktører. Posten Konsument har som strategi å drive serviceutvikling gjennom egne kjeder basert på de fortrinn som disse kjedene gir, herunder unik tilgjengelighet. For å styrke lønnsomheten skal derfor nærheten til kundene utnyttes bedre kommersielt. Det vil bli satset på nye produkt- og tjenestetilbud tilpasset de ulike kanalene.

Konsument hadde totalt 101 flere salgssteder ved utgangen av 2002 enn på tilsvarende tidspunkt i 2001, og er etter omleggingen inndelt i 4 hovedkjeder: Post i Butikk, Post bedriftsenter, Posthandel og Kontaktsenter. Post i Butikk var ved utgangen av 2002 etablert på 1.146 steder, og driver salg og formidling av postale og finansielle produkter og tjenester i samarbeid med landsdekkende detaljhandelskjeder. Videre hadde Konsument 24 Bedriftsentra, som har som hovedoppgave å være en attraktiv og kundetilpasset kanal for salg og levering av postale basistjenester og verdiøkende tjenester mot bedriftsmarkedet. Posten hadde ved årsskifte 305 salgssteder i Posthandelskjeden, hvorav 105 er omlagt til å håndtere nytt varehandelskonsept, også har posthandel. Konsument driver også 5 Kontaktsentre rundt om i landet med oppgaver knyttet til kundefølgning, salgsprogrammer og som støtte for salgs- og distribusjonsnett i øvrige deler av konsernet. Kontaktsentre fungerer i tillegg som felles sentralbord for Posten.

Fordeling av inntektene for Posten Konsument 2002*



(Kilde: Posten Norge)

* Inkludert samlet statlig kjøp av Posten Norge AS

4.4 ErgoGroup

ErgoGroup leverer integrerte IKT-løsninger til store kunder innenfor offentlig og privat sektor. Kundene er fordelt med om lag en tredel i offentlig sektor, en tredel i privat virksomhet og en tredel i konsernet Posten. Tjenestene omfatter infrastrukturtenester, elektroniske tjenester og administrative støttefunksjoner.

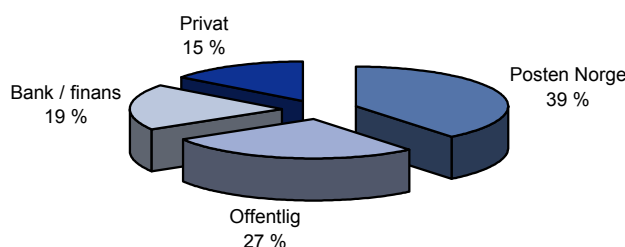
ErgoGroups kompetanse og løsninger har en integrert rolle i Postens forretningsutvikling, spesielt ved å:

- Utvikle elektroniske tjenester som skaper nye inntekter til Posten ved å supplere den tradisjonelle virksomheten innen fysisk kommunikasjon og logistikk.
- Leverer kostnadseffektive service- og støttetjenester til øvrige deler av konsernet, være en pådriver i omstillingsprosessene og bidra til kompetanseutvikling.

For å opprettholde og utvikle kompetanse er det viktig at ErgoGroup har en vesentlig del av sin virksomhet knyttet til kunder utenfor Posten. Dette er også viktig for å kunne kommersialisere tjenester som er utviklet for Posten, og således øke inntjeningsgrunnlaget. Omsetningen mot Posten falt fra 41% i 2001 til 39% i 2002.

IKT-bransjen er generelt preget av fallende etterspørsel, og mange selskaper sliter. ErgoGroup fremstår nesten som fullstendig uberørt av disse markedsforhold. Tre av de fire viktigste selskapene i gruppen hadde gode resultater i 2002. Unntaket var ErgoSolutions som fikk et driftsunderskudd på NOK 40 mill av en omsetning på 529 mill. ErgoGroup er etter vårt syn godt posisjonert for bygge langsiktige verdier for sine eiere. Det ventes over de kommende år en sterk konsolidering innen IT bransjen. ErgoIntegration vil etter vår oppfatning være i posisjon til å bidra til dette, både gjennom organisk vekst og gjennom oppkjøp.

Fordeling av inntektene for ErgoGroup 2002



(Kilde: Posten Norge)

4.5 Posten Distribusjonsnett

Posten Distribusjonsnett utvikler og leverer omdelings-, sorterings- og transporttjenester til de øvrige forretningsområdene i Posten. Divisjonen sysselsetter klart flest personer i Posten og i 2002 ble ca 70% av årsverkene utført i Posten Norge gjennomført innenfor Distribusjonsnett. I tillegg er det en betydelig kostnadsbase knyttet til driften av en omfattende infrastruktur, bl.a. bestående av 33 sorteringsterminaler landet rundt.

Posten har de senere år hatt sterkt fokus på å optimalisere struktur og effektivisere alle deler av verdikjeden gjennom bedre utnyttelse av stordriftsfordeler i den hensikt å bedre kvaliteten (andel prioritert post levert over natt) og oppnå bedre lønnsomhet. Fokus for dette arbeidet har bl.a. vært antall sorteringsenheter, grad av maskinell behandling, produktenskaper, adressekvalitet, transportkvalitet og regularitet, kompetanse hos ledere og medarbeidere etc. Man vurderer nå andre løsninger for omlegging av infrastrukturen.

Posten er nå i en fase hvor det utredes ulike alternativer for ytterligere kvalitetsforbedring og effektivisering. Dette arbeidet innbefatter blant annet:

- Optimalisere terminalstrukturen og effektivisere interne prosesser
- Slå sammen omdeling og lokal transport og redusere enhetskostnader
- Optimalisere og effektivisere hovedpostgangen og sikre kontroll over prosessene for å redusere antall fysiske håndtering i postgangen
- Utvikle belønningssystemer og arbeidstidsordninger som honorerer fleksibilitet og resultatoppnåelse
- Analysere, evaluere og dokumentere årsaker og tiltak i forhold til sykefravær

4.6 Øvrige virksomhetsområder

Ansvaret for Postens eiendomsforvaltning er nå overført til den enkelte divisjon. I tillegg er de fleste stabene, regnskap og finans, juridisk, innkjøp, it mv, nå integrert i området Konsernstaber. Øvrige stabsområder i konsernet omfatter Konserninformasjon og Internasjonale allianser.

5. VERDIVURDERING

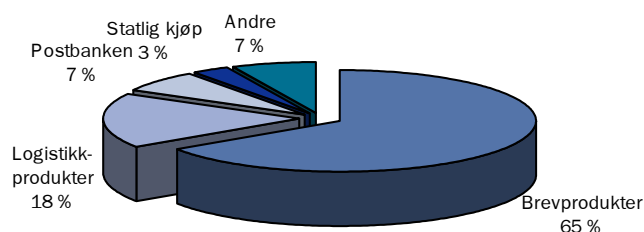
For morselskapet og for datterselskapet ErgoGroup AS er det utarbeidet selvstendige verdivurderinger basert på kontantstrømsmetoden, mens det for øvrige konsernselskaper er gjort forenklede vurderinger av verdien. Verdien av konsernets egenkapital er følgelig verdi av morselskap tillagt verdien av de enkelte datter-/konsernselskapene.

5.1 Posten Norge

5.1.1 Inntekter

Som følgende diagram viser utgjorde brev- og logistikkprodukter ca 83% av Posten Norges totale inntekter i 2002 (morselskapet). Brevprodukter omfatter både adressert og uadressert brevpost mens logistikkprodukter omfatter pakkevirksomheten i Posten Norge. Hovedtyngden av inntektene fra brev- og logistikkprodukter stammer fra innenlands forsendelser.

Fordeling av Posten Norges totale driftsinntekter 2002



(Kilde: Posten Norge)

Adressert post

A-post er det største enkeltproduktet målt i omsetning for Posten Norge, med en inntekt på ca NOK 3,7 mrd i 2002, er reduksjon på over NOK 400 mill fra 2001. Med tillegg av B-post og adressert C-post, som i løpet av 2002 ble slått sammen til ett produkt, hadde Posten Norge totale inntekter på adressert post på NOK 5,6 mrd i 2001. Inntektene fra adressert brevpost var ca NOK 570 mill lavere enn i 2001, mens det totale volumet falt med 4%. Således preges inntektene både av fallende volumer og av fallende enhetspriser for adressert brevpost.

Det har lenge vært ventet en markert nedgang i brevvolumet, primært som følge av konkurranse/substitusjon fra elektroniske medier, og sekundært som følge av konkurrenter i forbindelse med dereguleringen av monopolet. Adressert brevpost har opplevd volumnedgang hvert år siden helt siden 1999, og selv om innføring av merverdiavgift på posttjenester kombinert med et generelt fallende aktivitetsnivå i norsk økonomi kan forklare deler av volumnedgangen, så synes den underliggende trenden å være klart fallende. Ikke minst begynner substitusjonseffekten fra økt bruk av elektroniske alternativer å gjøre seg gjeldende, og denne utviklingen forventes å fortsette i årene som kommer. Som følge av elektronisk substitusjon og en generell lavere frekvens av utsendelser, forventes en betydelig reduksjon av brevvolum innen bank og finans (betalingsmeldinger). Denne korrespondansen har de siste årene stått for over en tredjedel av det totale A- og B-postvolumet.

Vi har også lagt til grunn at den nedadgående trenden innen adressert markedskommunikasjon vil fortsette. Mye av volumene innen adressert markedskommunikasjon faller inn under A- og B-post, som igjen forventes å bli utsatt for elektronisk substitusjon. Sammenslåingen av B-post og adressert C-post i 2002 forventes også å ha medført noe glidning av volumer fra tidligere C-post til Kundepost og Postreklame (Uadressert C-post).

Vi har i perioden 2003 til 2008 lagt til grunn at volumene innen adressert brevpost vil fortsette den sterkt fallende trenden. Dette vil særlig gjøre seg gjeldene innenfor A- og B-postvolumene, først og fremst som følge av at banker og øvrige finansinstitusjoner er i ferd med å legge om til stadig mer elektronisk kommunikasjon med sine kunder. Etter 2008 forventer vi at volumene vil fortsette å falle, men i en mer moderat takt. Den samlede nedgang for adresserte brevolumer er vurdert til 31% over 10 år. Til sammenligning har dagens volumer falt til ca. 14% under nivået tre år tilbake.

Vi forventer at økt konkurranse kombinert med underliggende etterspørselsnedgang (volumfall) vil gjøre det vanskelig for Posten Norge å opprettholde realprisene for adressert brevpost. Vi har således lagt prisveksten de nærmeste 10 årene under forventet inflasjon, hvilket innebærer en realnedgang i prisenivå.

Uadressert post, aviser og blad

Markedet for uadressert post er i fri konkurranse, og blant konkurrentene er avisene særlig fremtredende. Konkurransen forventes å intensiveres noe etter deregulering ettersom nye aktører utvider distribusjonsnettene sine, samtidig som man i økende grad vil bruke elektroniske medier i markedsføringen. Det er også grunn til å tro at det blir en vridning mot mer målrettet og selektiv kommunikasjon og dialogmarkedsføring i reklamemarkedet. Posten Norge forventer selv en økning i Kundepost og Postreklame, og satser tungt på å ta markedsandel innen det dette segmentet.

Uadressert C-post og Postreklame er likevel en billig og populær reklamekanal, og den er noe mindre utsatt for generelle konjunktursvingninger enn andre reklamekanaler. Effektiviteten av å bruke denne kanalen vil nok reduseres som følge av økt grad av reservasjon mot reklame og ”junk mail” blant konsumentene. Markedet for Postreklame viser imidlertid en underliggende vekst, og vi forutsetter at dette vil fortsette. I tillegg har Kundepost så langt vist seg å være mer robust mot trusselen om elektronisk substitusjon enn adressert brevpost. Vi forventer at uadressert C-post og Kundepost vil ha en økning i volum de nærmeste ti årene, hovedsaklig som følge av Postens bevisste og fokuserte satsning innenfor området, i tillegg til forventninger om en generell markedsvekst innen distribusjon av reklame. Vi antar at prisutviklingen følge den generelle prisveksten.

Volumene for Blad og Aviser viste i 2002 en svak nedgang i forhold til 2001. Avis- og bladmarkedet er preget av økende konkurranse og sviktende annonseinntekter. Innefor blader går utviklingen i retning av sterkere nisjepreg. Total sett har det norske bladmarkedet omtrent flat volumutvikling, mens floraen av spesialiserte blader og magasiner vokser. Vi tror totalt sett det blir utfordrende for Posten Norge å opprettholde volumet fremover, og forventer en svak volumnedgang for Aviser og Blad fra dagens nivåer. Vi forventer imidlertid ikke at fallende volumer vil medføre økt prispress, og forventer prisutvikling i takt med forventet inflasjon.

Logistikkprodukter

Volumet for de viktigste pakkeproduktene til Posten Logistikk har siden 1998 hatt en tilnærmet flat utvikling. Samtidig har endringer i Posten Norges tilbud bidratt til en vridning mellom produktene. Utviklingen avspeiler at volumene i det totale pakkemarkedet er stabile, mens Posten Norge har styrket sin markedsandel i bedriftsmarkedet. Posten Norge forventer en nedgang i pakkevolumene for de tradisjonelle pakkevolumene i 2003, men at satsningen på nye produkter som Hjem På Døren og Stykkgoods vil medføre en volumvekst.

Logistikkprodukter er et av Posten Norges viktigste satsingsområder, og det var lenge forventet en økning av pakkevolumene som følge av økt e-handel. Netthandelen har imidlertid vist en klart tregere utvikling enn tidligere forventet. Dagens handel over internett omfatter produkter som ikke har innvirkning på postforsendelser og pakkevolumer i særlig grad. Eksempler på slike produkter er reiser, aksjer og banktjenester og programvare.

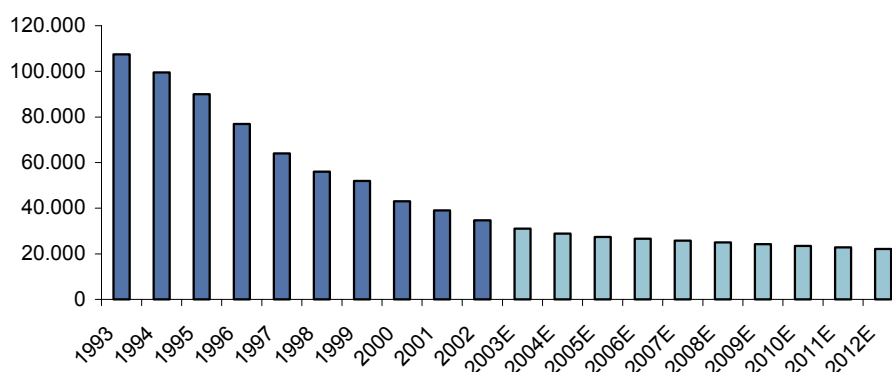
Vi legger til grunn at den observerte volumnedgangen innen det totale pakkemarkedet er konjunkturbetinget og forbigående, og at dette markedet vil oppleve en moderat vekst fremover.

Postbankavtalen

Vi forventer at det transaksjonsavhengige vederlaget Posten Norge mottar for manuelle banktransaksjoner vil fortsette å falle i fremtiden. Transaksjonsvolumet faller for hvert år, og vi forventer at denne trenden vil fortsette. Grunnet fortsatt økt penetrasjon for nettbank og økt bruk av betalingskort og minibank og mener vi at bunnen ikke er nådd for manuelle bank og betalingstjenester, og at det vil ta noen år før vi vil se en utflating volumfallet. Imidlertid vil Posten være en relativt attraktiv distribusjonskanal for tilbydere av bank- og betalingstjenester i de nærmeste årene, og vi har således lagt til grunn at stykkprisene for vil øke moderat til tross for at transaksjonsvolumet faller.

Historisk og forventet transaksjonsvolum gjennom Posten Norge er vist i figuren under:

Bank og betalingstjenester; transaksjonsvolum (1000)



(Kilde: Posten Norge og estimat DnB Markets)

Utviklingen på verdens børser den siste tiden har medført at vanlige aksjefond verden over har falt betraktelig i verdi. Etter flere år med rekordstor nettotegning i aksjefond har 2002 vært preget av til dels store tap for konsumentene. Aksjerelaterte spareprodukter lider nå under sviktende tillit blant konsumentene, og Postens inntjening for dette området bar preg av dette i 2002. Fornyet tillit blant konsumentene vil være avhengig av positiv utvikling i aksjemarkedet fremover, men vi forventer at det uansett vil ta noe tid før at tilliten blir gjenopprettet. Postens inntekter knyttet til salg av spareprodukter falt markert i 2002, og vi forventer ikke at disse inntektene vil vokse betydelig i årene fremover.

Totalt sett er det liten tvil om at volumfallet er den viktigste driveren for Postens inntekter fra bank og betalingstransaksjoner. Nettoeffekten av ovennevnte forhold vil medføre reduserte inntekter fra postbankavtalen i fremtiden.

Statlig kjøp

I 2002 utgjorde statlig kjøp ca NOK 370 mill, sammenlignet med ca. 600 mill i 2001. Fortsatt effektivisering av Posten forventes å redusere behovet for statlig kjøp av posttjenester, men med lavere reduksjon enn i 2002. Behovet for statlig kjøp av posttjenester vil i tillegg avhenge av utviklingen i andre forhold, bl.a. pris og volum på brevproduktene.

Andre inntekter

Øvrige driftsinntekter beløp seg til ca NOK 690 mill i 2002. Av dette utgjør tilleggstjenester i DM, budbiltjenester og salgsartikler størstedelen. For terminalinntekter, filateli og consignment legges det til grunn en flat utvikling i prognoseperioden. Vi legger til grunn en moderat økning i budbiltjenester og DM-tjenester som følge av noe økte pakkevolumer og økning i dialogmarkedsføring. Vi forventer en flat utvikling i inntekter fra salgsartikler, ettersom det knytter seg noe usikkerhet til hvilket vareutvalg man skal satse på i Posthandel. I sum forventer vi en moderat økning i øvrige driftsinntekter over hele prognoseperioden.

Ny virksomhet

Selv om fysiske sendinger forventes å bli redusert i tiden fremover, forventes markedet for markedskommunikasjon totalt sett å øke. Posten Norge har ambisjoner om å innta en ledende rolle i det nye fremvoksende kommunikasjonsmarkedet. For å oppnå dette er Posten Norge i ferd med å tilby helhetlige kommunikasjonsløsninger som gir merverdi for sine kunder. Det vil si at Posten Norge vil tilby kommunikasjonsløsninger basert på unik kunnskap om kommunikasjonsmottakers behov og preferanser samt tilby nye kommunikasjonsløsninger egnet for distribusjon gjennom alternative kanaler og nettverk.

Med utgangspunkt i Postens kunnskap om mottakernes behov har Posten Norge ambisjon om å bevege seg både bakover og fremover i verdikjeden og tilby tjenester som gir merverdi for avsender og mottaker i nye kanaler (elektroniske). Foruten å livsforlenge fysiske brev vil selskapet utvikle sitt tjenestespekter innen elektronisk kommunikasjon (ePosten, eFaktura, eBrev), sette selskapets unike markeds- og kundekunnskap i system ved effektiv bruk av databaser (DM/ CRM/ Adresseregister) samt bygge opp kompetanse (slik som markeds- og kommunikasjonskompetanse, analyse- og rådgivningskompetanse og kompetanse om kommunikasjonskanaler) lenger bak i verdikjeden for å kunne påvirke kanalvalg.

De elektroniske produktene er foreløpig i en tidlig fase eller under utvikling, og det knytter det seg usikkerhet til både til kostnadene og inntektene fra Nye Produkter. For de fleste av de nye produktene og tjenestene må Posten i tillegg til å drive kontinuerlig produktutvikling, også drive markedsutvikling for å få penetrasjon i markeder som i dag enten ikke eksisterer eller som er begrenset. Generelt sett er markedsutvikling en lang og kostnadskrevende prosess.

Posten satser tungt på helhetlige kommunikasjonsløsninger i grensesnittet mellom fysisk og elektronisk kommunikasjon, og det er naturlig å forvente at betydningen for kundene av hvert enkeltprodukt isolert sett vil falle til fordel for verdien av totalproduktet. For å lykkes med dette vil Posten være avhengig av å tilby gode totalløsninger for å knytte til seg og kanskje særlig for å beholde kunder som har behov for hele Postens spekter av fysiske og elektroniske tjenester. Fra et lønnsomhetsperspektiv ser vi det som hensiktsmessig å vurdere å prise tjenestene på integrert produktnivå i større grad enn på stykkprisinivå, og følgelig måle lønnsomhet for det enkelte kundeforholdet og ikke bare for enkeltproduktene isolert sett.

Inntekten som henføres til nye produkter var på NOK 136 mill 2002, og Posten forventer at disse inntektene skal mer enn fordobles i 2003. Etter vår oppfatning er Posten kommet langt med å utvikle nye produkter og løsninger. Vi legger til grunn at Posten vil lykkes i utviklingen og kommersialiseringen av flere av de elektroniske produktene i integrerte løsninger. Vi legger til grunn jevnt økende penetrasjon og inntektsvekst fra nye produkter i årene som kommer.

5.1.2 Kostnader

Kvantesprang

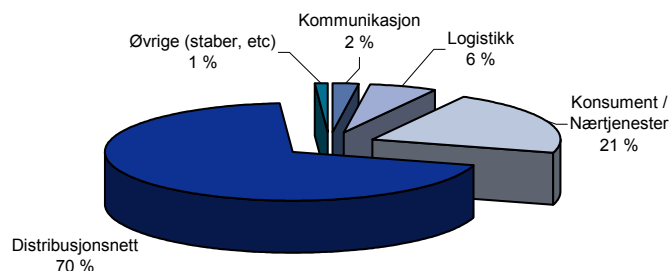
Posten står overfor store utfordringer på kostnadssiden. Prosjekt "Kvantesprang" er etablert som et ledd i den stadige jakten på kostnadsreduksjoner. Kvantesprang er et konsernovergripende effektiviseringsprogram der de enkelte effektiviseringsprosjektene gjennomføres i de enkelte divisjoner. Konsernovergripende prosjekter ledes på konsernstabsnivå. Kvantesprang er således ikke et enkeltstående tidsbegrenset effektiviseringsprogram, men en overordnet plan som tar sikte på å etablere en "omstillingskultur" i alle deler av Posten, hvor man skal søke å innarbeide arbeidsmåter som sikrer langsiktig og kontinuerlig forbedringsarbeide. Allerede etablerte prosjekter integreres rapporterings- og oppfølgingsmessig i forbedringsprogrammet, og Kvantesprang er således en fortsettelse av de effektiviseringsprosesser som Posten har gjennomført. Programmet gjennomføres i nært samarbeid med fagforeningene.

Målsettingen er å etablere Posten som den mest kostnadseffektive aktør innen sine markeder. Det tas sikte på å gjennomføre forbedringer i Posten som samlet gir en netto reduksjon av kostnadsnivået for videreført virksomhet på NOK 1 milliard i 2004, målt mot 2002. Det betyr at total kostnadsreduksjon i tillegg skal hensynta den underliggende kostnadsveksten. Kvantesprang vil også fokusere på å gjøre den samlede kostnadsmassen mer variabel.

Personal

Personalkostnadene har tradisjonelt vært den største enkeltkostnaden for Posten Norge. For å møte en fremtid med fallende brevvolumer og reduserte inntekter, har personalkostnadene og personalsiden forøvrig i lengre tid vært et av ledelsens viktigste fokusområder. I 2002 utgjorde personalkostnadene 57% av de totale driftskostnadene i morselskapet, som er noe lavere enn i 2001 blant annet som følge av en reduksjon på mer enn 1.500 årsverk. Det vil også i fremtiden være nødvendig med ytterligere omstilling og effektivisering, særlig innenfor Distribusjonsnett hvor Posten har flest ansatte:

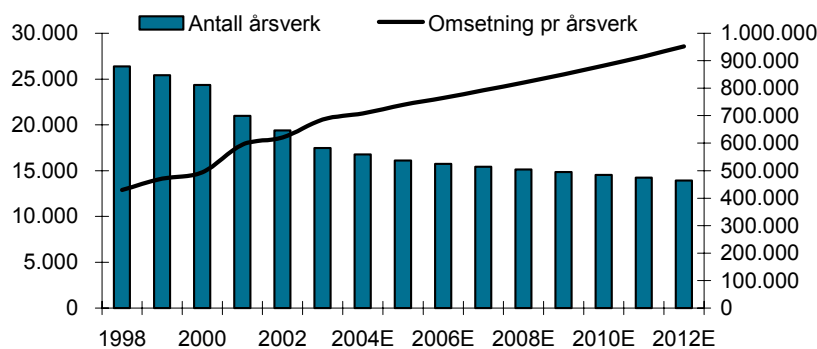
Fordeling av årsverk i Posten Norge 2002



(Kilde: Posten Norge)

Vi har lagt til grunn en reduksjon i antall årsverk på i overkant av 3.000 i løpet av de kommende to til tre årene. Vi forventer fortsatt fokus på personalkostnader gitt fallende brevvolum, og forutsetter videre reduksjon i antall årsverk etter 2005 i et jevnere og mer beskjedent omfang enn tidligere.

Årsverk



(Kilde: Posten Norge og estimat DnB Markets)

Lønnskostnadene pr. årsverk forutsettes å vise en beskjeden realvekst på kort sikt, fordi et flertall postansatte tilhører lavtlønnsgruppen som må forventes prioritert ved fremtidige lønnsoppgjør. Dessuten ligger det største rasjonaliseringspotensialet på områder med et stort antall ansatte innen lavtlønnsgrupper. Dette vil bidra til at gjennomsnittlige lønnskostnader vil stige noe i de nærmeste årene. Personalkostnader vil dermed fortsatt være et betydelig kostnadselement. Vi forutsetter imidlertid at personalkostnadenes andel av totale kostnader vil kunne reduseres noe i forhold til situasjonen ved inngangen til år 2003. Det er ekstremt viktig for Posten å holde lønnsveksten under kontroll. En betydelig reallønnsvekst for alle lønnsgrupper i Posten vil raskt kunne oppveie de besparelser som oppnås gjennom bemanningsreduksjon.

Lokaler

Posten er fortsatt en betydelig eiendomsbesitter og leietaker. Drift og leie av eiendommer utgjør en vesentlig kostnad for Posten, i tillegg til at egne eiendommer representerer er ikke ubetydelig kapitalbinding. Overgangen til Post-i-Butikk har frigjort lokaler og redusert Postens arealbruk de senere år. Effektivisering innen stabsfunksjoner har også gitt gevinst. Posten har de siste årene solgt en rekke eiendommer i de større byene, blant annet med den hensikt å samle miljøene i mer moderne og effektive lokaler. I Oslo vil Posten samle de administrative miljøer, på ett sted i løpet av 2003. På denne bakgrunn forventes det vesentlig reduserte kostnader for lokaler.

Pensjonsforpliktelser

Posten Norge har pensjonsordninger som gir de fleste ansatte rett til bestemte fremtidige pensjonsytelser (ytelsesplan). Posten Norge har sine pensjonsordninger i Statens Pensjonskasse (SPK). Pensjonsordningene i SPK innebærer en betydelig risiko for Posten Norge ved manglende påvirkning av avkastningen på fondet, reinvesteringsrisiko og regelverksendringer. Posten arbeider nå aktivt med å vurdere alternative løsninger til SPK. I vurderingene legges det vekt på å sikre konkurransedyktige avkastningsforhold, samt betingelser for medlemmene i ordningen på dagens nivå. Valg av eventuell ny løsning vil skje i samarbeid med personalorganisasjonene.

Aktuarberegninger viser nå at Posten Norge har en underdekning på pensjonsmidlene på NOK 1.475 mill. Dette vil bli innbetalt i 2003, og belaster Posten Norges likviditet betydelig. Som kompensasjon for dette vil staten, gjennom en emisjon, øke egenkapitalen i Posten Norge med NOK 600 mill. Det resterende vil bli finansiert gjennom gjeldsopptak. Underdekningen er en "off-balance sheet" forpliktelse som reduserer verdien av Posten Norge.

I tidligere verdivurderinger har vi ikke justert for beregnet underdekning. Dette har sammenheng med at beløpende den gang var svært variable fra år til år, samt at underdekningen i hovedsak lå innenfor akseptabel korridor. Underdekningen som nå er beregnet er konkretisert ved at Posten Norge må innbetale dette, og er av en slik størrelse at det påvirker verdien vesentlig.

Ventelønn

Ventelønn utgjør inntil 66% av lønn ved fratredelse, og utbetales til de som sies opp p.g.a. stillingen er inndratt eller arbeidet faller bort. Oppsigelse grunnet arbeidstagers forhold gir ikke rett til ventelønn.

Statens ventelønnsordning er med virkning fra 1. juli 2002 overført Posten Norge AS slik at Posten Norge AS selv betaler slike kostnader til de overtallige i bedriften som blir oppsagt etter denne dato. Personer som ble varslet om overtallighet før denne datoen, men formelt sagt opp etter 1. juli 2002 er statens ansvar.

Det er et vilkår for å motta ventelønn at det ikke er funnet passende arbeid internt eller eksternt, til den oppsagte. For å få full ventelønn forutsettes at ventelønnsuttaker ville ha nådd 30 års tjenestetid i staten ved stillingens aldersgrense. Ved lavere tjenestetid avkortes ventelønn tilsvarende. For å ha rett til ventelønn kreves minst 2 års fast ansettelse i bedriften (staten). Maksimal ventelønnsperiode fastsettes ut fra alder på fratredelsestidspunktet. Etter overgangsregler som er fastsatt for ordningen vil de som fratrer før 1. januar 2005 og er 50 år eller eldre på fratredelsestidspunktet kunne beholde ventelønn inntil 67 år.

For å motta ventelønn er det et krav om at ventelønnsuttaker er reelt arbeidssøkende. Retten til ventelønn faller bort i en begrenset periode i hovedsak etter de samme kriterier som gjelder for arbeidsledighetstrygd. Det er også regler for avkortning dersom ventelønnsuttaker får ny fast stilling med lavere lønn enn tidligere stillings faste lønn. Ved midlertidig ansettelse stanses ventelønn midlertidig, men utbetalingen starter igjen når ansettelsesforholdet opphører.

Posten har iverksatt en rekke tiltak for å begrense ventelønnskostnader ved nedbemanning i overgangsperioden. Valg av virkemiddel og gjennomføring planlegges slik at kostnadene ved nedbemanning holdes lavest mulig, og det legges opp til en sentralisert styring av prosessen.

Konkrete virkemidler for å minimere ventelønnskostnadene innebærer blant annet:

- Vikarer og midlertidig fast ansatte erstattes med overtallige berettiget ventelønn
- Sterkt fokus på å unngå oppsigelser i situasjoner hvor den ansatte kan tilbys arbeid andre steder i organisasjonen
- Streng praktisering av tjenestetidsprinsippet

I forbindelse med omdanningen av Posten Norge til aksjeselskap i 2002 ble det satt av NOK 121 mill til fremtidige ventelønnsforpliktelser (ført direkte mot egenkapitalen). For at denne avsetningen skal være tilstrekkelig må Posten lykkes med gjennomføringen av ovennevnte tiltak.

Øvrige kostnader

Postens resterende kostnader forutsetter vi samlet sett vil vise moderat utvikling fremover, med realnedgang på lengre sikt. Imidlertid vil besparelsene på personalsiden til dels gjenspeiles i eksterne vare- og tjenestekostnader grunnet outsourcing av tjenester.

5.1.3 Arbeidskapital, investeringer og avkastningskrav

Arbeidskapital

Grunnet Postbankavtalen har Posten Norge vært forpliktet til å inneha en betydelig kontantbeholdning fordelt på postnettet for å betjene bankkundene. Fordi kontantbeholdningen er en forutsetning for å innfri Postbankavtalen er det argumenter som kan tale for å betrakte en vesentlig del av de likvide midlene som et nødvendig omløpsmiddel, og således en del av arbeidskapitalen. Dette ville i så fall reise spørsmål om rentekompensasjonen for kassehold burde betraktes som en driftsinntekt og ikke en finansinntekt. Vi har imidlertid valgt å vurdere arbeidskapitalen eksklusiv alle likvide midler og finansplasseringer, og i stedet legge disse til selskapsverdien.

Postens tradisjonelle virksomhet tilsier at det ikke burde være behov for arbeidskapital av vesentlig størrelse. Det kan nevnes at normale kapitalbindingsposter som varelager og kreditt til kunder er av moderat omfang. Dette har medført at Posten har operert med negativ arbeidskapital i årene 1997 til 2002. Arbeidskapitalen har vært på et stabilt nivå i forhold til driftsinntekter i denne perioden. I vår vurdering forutsetter vi at Posten Norge vil kunne operere med negativ arbeidskapital fremover, om lag på samme nivå som i 2002.

Investeringer

Posten Norge har de siste årene investert betydelige beløp. Dette har særlig vært knyttet til overgangen til Post-i-Butikk, løpende effektivisering av terminalstrukturen, etablering av Posthandelskonseptet, samt produktutvikling av nye elektroniske tjenester. Post-i-Butikk er i hovedsak ferdig etablert. Videre er Posten nå i større grad enn tidligere konsentrert på færre eiendommer. Grunninvesteringene knyttet til utvikling av nye elektroniske tjenester er også i hovedsak gjennomført. Det fremtidige investeringsnivået relatert til disse områdene vil således være lavere enn det vi har sett de senere år.

Posten har de senere år hatt sterkt fokus på å optimalisere struktur og effektivisere alle deler av verdikjeden gjennom bedre utnyttelse av stordriftsfordeler i den hensikt å bedre kvaliteten og oppnå bedre lønnsomhet. Fokus for dette arbeidet har bl.a. vært antall sorteringsenheter, grad av maskinell behandling, produktegenskaper, adressekvalitet, transportkvalitet og regularitet, kompetanse hos ledere og medarbeidere etc. Posten er nå i en fase hvor man gjennomgår hele strukturen på nytt, og tar sikte på å etablere en ny effektiviseringsplan innen sommeren 2003. Det er usikkert hvilke løsninger Posten Norge vil gå for, og tilknyttet investeringsbehov er således vanskelig å predikere. Tilhørende kostnadsutvikling vil henge sammen med valgt løsning. Vi legger således til grunn vedlikehold av eksisterende struktur i fremtidige investeringsprognoser.

Fra 2005 forutsetter vi at det ikke skal gjennomføres enkeltinvesteringer av vesentlig størrelse, og at Posten Norges løpende investeringsbehov etter hvert normaliseres på et nivå i underkant av NOK 400 mill.

Avkastningskrav (tall fra verdivurderingen 2002 i parentes)

Ved beregning av avkastningskrav for Posten Norge har vi lagt til grunn en risikofri rente på 5,2% (6,4%) og en risikopremie på 6,0% (4,5%). Risikopremien er justert opp for å reflektere den usikkerheten som råder i dagens aksjemarkeder. Redusert risikofri rente reduserer avkastningskravet mens økt risikopremie øker avkastningskravet.

Basert på ovenstående har vi beregnet et veiet avkastningskrav til totalkapitalen etter skatt (WACC) på 9,2% (8,8%).

5.1.4 DCF- verdivurdering

Verdi - NOKm	2.939						
NOKm	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E	2006E
Inntekter	12.024	12.486	12.036	11.988	11.870	11.915	12.038
Driftsresultat	-906	680	-53	-43	90	104	119
Resultat før skatt	-937	639	-59	-42	10	27	50
Fortjeneste	-680	461	-43	-31	7	20	36
Kontantinntjening	-156	1.072	438	425	456	456	462
Pris/fortjeneste	NA	4	NA	NA	428	150	81
Pris/kontantinntjening	NA	2	4	7	6	6	6
Selskapsverdi/driftsresultat	NA	4	NA	NA	18	15	12
Markedsverdi	2.939m						
Selskapsverdi	1.519m						

Vi estimerer verdien av Posten Norges egenkapital til ca NOK 2,9 mrd. For inneværende år forventer vi et driftsresultat i størrelsesorden NOK -42 mill. Den svake forventede resultatutviklingen er en funksjon av fortsatt fallende brevolumer samt forventninger om fortsatt fallende inntekter fra postbankavtalen. Utviklingen av nye produkter og tjenester er i en tidlig fase, og det knytter seg usikkerhet til veksttakten og lønnsomheten for disse produktene. Det vil derfor ta noe tid før inntjeningen fra nye produkter og tjenester vil bidra tilstrekkelig til kompensere for bortfall av inntekter fra tradisjonelle produkter. Vi har lagt til grunn ytterligere nedbemanning og fortsatt en løpende effektivisering av organisasjonen. På bakgrunn av dette forventer vi driftsunderskudd også i 2003 og positivt driftsresultat fra 2004 og utover.

Det er i statsbudsjettet for 2003 lagt til grunn utbetaling av utbytte fra Posten på NOK 54 mill for 2002. På bakgrunn av at Postens faktiske resultat for 2002 var negativt har vi ikke lagt til grunn utbetaling av utbytte. Da vi forventer negativt resultat også i 2003 har vi heller ikke lagt til grunn utbytte for 2003.

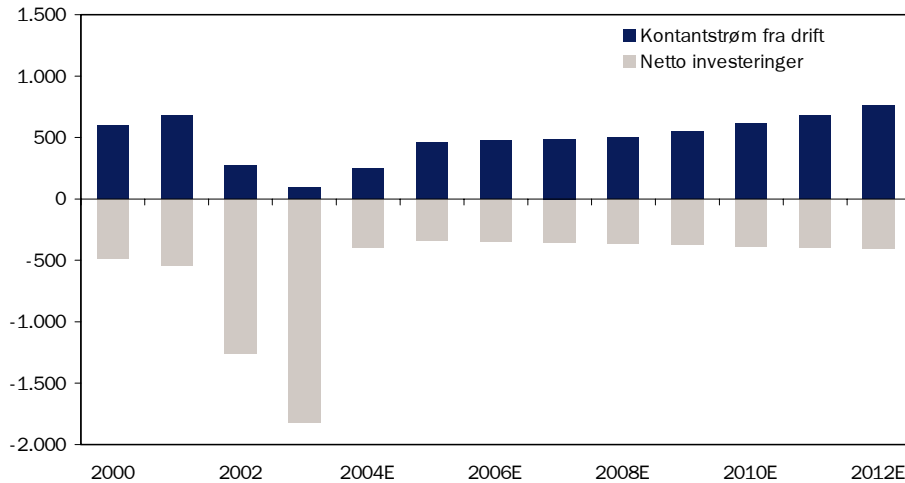
Som det fremgår av tabellen på neste side regner vi med at Posten Norge vil ha negativ kontantstrøm i 2003 og 2004. Kontantstrømmen preges av at underdekning i pensjonsmidler må dekkes opp med NOK 1.475 mill i løpet av 2003. Vi forventer positiv fri kontantstrøm til totalkapitalen fra 2005, når den fulle effekten av den pågående bemanningsreduksjonen begynner å inntreffe.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen				
NOK mill	2003E	2004E	2005E	2006E
Kontantstrøm fra drift	206	342	540	545
Endring arbeidskapital	-124	-11	4	11
Investeringer	-1.822	-395	-342	-350
Fri kontantstrøm før skatt	-1.741	-64	202	207

(Estimater DnB Markets)

Vi legger til grunn at Posten Norge lykkes med deler av sin satsing på nye elektroniske produkter, men at inntektsveksten nok tar noe lenger tid enn det Posten Norge selv forventer. Som følge av fallende brevvolumer vil inntektsbortfall legge press på kontantstrømmen fra drift de første årene, imidlertid lettes presset noe av redusert investeringsnivå. Etter hvert forventer vi at nye produkter vil generere positiv kontantstrøm slik at Posten Norge i det lange bildet vil ha en positiv netto kontantstrøm.

Posten Norge; kontantstrøm fra drift og investeringer (NOKm)



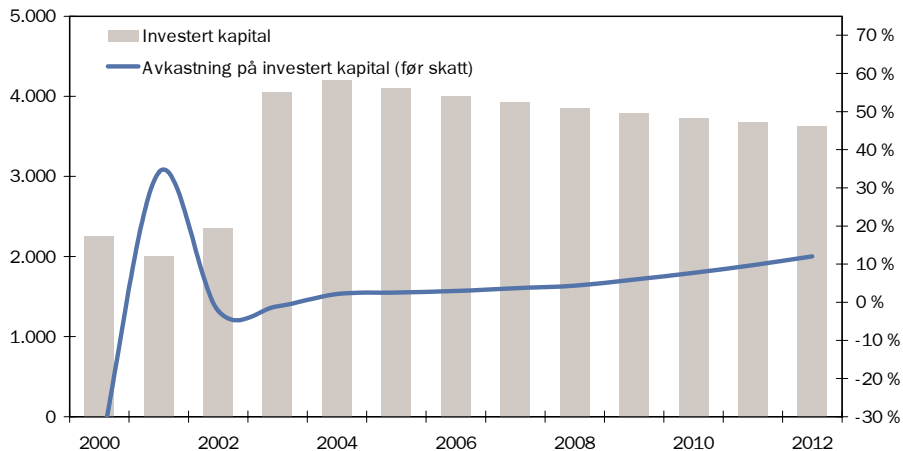
(Kilde: DnB Markets)

Avkastning på investert kapital

Negativ driftsresultat i 2002 medførte at Posten Norge oppnådde avkastning på investert kapital før skatt på -2% sammenlignet med 34% i 2001. Forventninger til fortsatt svakt driftsresultat på kort sikt medfører at Posten ikke vil oppnå tilfredsstillende avkastning i forhold til avkastningskravet på flere år.

Avhengig av inntektsutviklingen for nye produkter, og under forutsetning av at investeringsnivået holdes lavt og at personalkostnadene holdes under kontroll, forventer vi at Posten Norge vil kunne oppnå tilfredsstillende avkastning på investert kapital på lengre sikt.

Posten Norge; avkastning på investert kapital



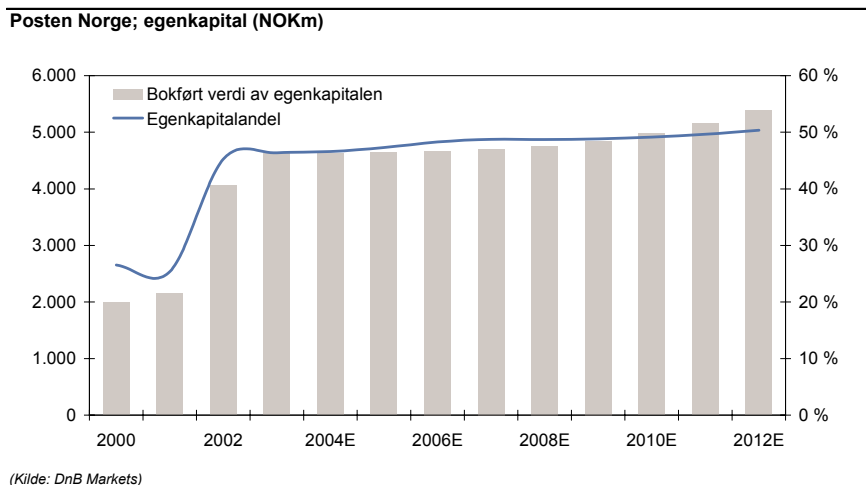
(Kilde: DnB Markets)

Egenkapital

Posten Norges egenkapitalsituasjon ble betydelig styrket gjennom år 2002, og egenkapitalandelen var ved utgangen av året på ca 45% sammenlignet med ca 25% ved utgangen av 2001. I forbindelse med omdanning til aksjeselskap i 2002 ble Posten Norge tilført NOK 1,6 mrd i ny egenkapital. Samtidig ble et ansvarlig lån på NOK 0,4 mrd fra staten konvertert til egenkapital. I tillegg vil staten øke egenkapitalen i Posten Norge med NOK 600 mill i 2003 for kompensere for underdekning på pensjonsmidlene. Det planlegges også gjeldsoptak på NOK 800 mill i 2003 for å finansiere resten av underdekningen, som er på total NOK 1,475 mill.

I forhold til tidligere analyser forventer vi lavere kontantstrøm fra drift, men samtidig er investeringsnivået redusert. Vi forventer imidlertid lønnsom drift fra og med 2005, og at egenkapitalandelen over til vil øke til i overkant av 50%. Underdekningen på pensjonsforpliktelsene er en "off-balance sheet" forpliktelse og inngår ikke i beregningene.

Figuren under illustrerer utviklingen i Postens egenkapitalandel som beskrevet ovenfor. Utviklingen forutsetter at likviditetsbehovet de kommende år finansieres ved låneopptak, samt at 30% av overskuddet utbetales som dividende hvert år fra og med 2004.



Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsen av Posten Norge bygger på en rekke viktige forutsetninger for utvikling i blant annet inntekter, kostnader og investeringer, hvorav noen forutsetninger er mer kritiske og utslagsgivende enn andre. For å belyse hvilke forutsetninger som er de viktigste verdidriverne for Posten Norge og hvordan disse påvirker verdien, har vi foretatt en sensitivitetsanalyse av de mest kritiske forutsetningene i prognosene. Sensitivitetsanalysen er vurderinger av isolerte endringer, dvs. at enkelte forutsetninger er endret uten at man har vurdert virkningene på de øvrige elementene i analysen eller virkningen av ulike kombinasjoner av endrede forutsetninger. Alle forandringer i verdi som er tallfestet er gjengitt i forhold til beregnet verdi av Posten Norge på NOK 2.939 mill.

Analysen viser at verdsettelsen av Posten Norge er svært følsom for endringer i noen av forutsetningene, hvorav de viktigste synes å være:

- Utviklingen i brevvolumene
- Utviklingen i personalkostnadene
- Inntekter fra nye produkter
- Inntekter fra finansielle tjenester
- Fremtidig investeringsnivå

Vi har lagt til grunn at brevvolumene vil fortsette å falle i årene fremover. Totalt fall for adresserte brevvolumer er vurdert til 31% over de neste ti år 10 år. Konkret har vi antatt et årlig fall i A-post på ca 8% i 2003 og 2004, og deretter at volumfallet flater ut. Dersom volumnedgangen skulle fortsette i samme takt frem til 2007, vil verdien av Posten Norge være tilnærmet null. Tilsvarende fall for adresserte brevvolumer de neste ti år 10 år vil da være 39% sammenlignet med de 31% som ligger til grunn for verdivurderingen. Skulle derimot volumfallet vise seg å ha bremsset opp og at fallet de neste årene blir på 4% for så å flate ut, vil dette øke verdien av Posten med ca. NOK 3,2 mrd. Dette illustrerer hvor sensitiv verdien er overfor endringer i fallet i brevvolumer.

Lønnskostnadene er en vesentlig kostnadsdriver i Posten Norge. Spesielt kan man fremheve betydningen av reallønnsveksten. Eksempelvis vil en reallønnsøkning på 0,5% i hele prognoseperioden gi en samlet verdinedgang i størrelsesorden NOK 1.750 mill. Samtidig er det forutsatt bemanningsreduksjoner i relativt betydelig omfang de neste to til tre årene. Det er klart at hvis bemanningsreduksjonen viser seg å være for ambisiøs, og Posten Norge samtidig pådrar seg kostbare lønnsoppgjør de nærmeste årene, så vil det slå kraftig ut på verdiutviklingen for selskapet. Det er således svært viktig å ha kontroll på kostnadsutviklingen på personalsiden for verdien av Posten Norge.

Posten utvikler nye produkter og tjenester for å kompensere inntektsbortfall som følge av fallende brevvolumer. Inntektene fra nye elektroniske produkter har stor betydning for verdiutviklingen av Posten Norge. Vi har lagt til grunn at Posten Norge vil lykkes med denne utviklingen på enkelte områder, men at utviklingen vil ta tid og at selskapet inntekter fra nye produkter vil få en jevn vekst. Dersom Posten Norge lykkes med en raskere og mer lønnsom utvikling vil dette få store positive utslag på verdien. På samme måte vil en forsinket utvikling, eller en mislykket satsning på utvikling av nye produkter få store negative effekter på verdien av Posten Norge.

Posten Norge opplevde et relativt betydelig fall i inntektene fra Postbankavtalen i 2002. Volumfallet er den viktigste driveren for Postens inntekter fra bank og betalingstransaksjoner, og vi forventer at transaksjonsvolumene vil fortsette å falle i årene fremover. I våre prognoser har vi lagt til grunn at transaksjonsvolumet vil fortsett å falle markert de nærmeste årene for så å flate ut. Skulle volumfallet vise seg å fortsette på dagens nivå i ytterligere 3 år, for deretter å flate ut som forutsatt, vil dette redusere verdien av Posten Norge med ca NOK 550 mill.

Posten Norge har foretatt betydelige investeringer de siste årene, særlig knyttet til overgangen til Post-i-Butikk, løpende effektivisering av terminalstrukturen, modernisering av bygningsmassen samt produktutvikling av nye elektroniske tjenester. Posten Norge er fortsatt i en omstillingsprosess og det knytter seg noe usikkerhet til investeringsnivået fremover. Vi har forutsatt et lavere investeringsbehov de nærmeste årene sammenlignet med tidligere prognoser, på nivå i underkant av NOK 400 mill i hele prognoseperioden. Skulle løpende investeringer beløpe øke med NOK 100 mill i prognoseperioden, vil dette redusere verdien med ca NOK 1 mrd.

I tillegg er de fleste kontantstrømberegninger sensitive for endringer i avkastningskrav, og Posten er ikke noe unntak. Risikopremien for generelle markedsrisiko er justert opp for å reflektere den økte usikkerheten som råder i dagens aksjemarkeder, og bidrar til å trekke avkastningskravet opp. Samtidig har risikofri rente falt siden 2002. Totalt sett er avkastningskravet økt fra 8,8% til 9,2% sammenlignet med verdivurderingen fra 2002. Skulle avkastningskravet øke med ytterligere 0,5% vil det medføre en reduksjon av verdien på om lag NOK 200 mill, mens verdien øker omtrent tilsvarende skulle avkastningskravet reduseres med 0,5%.

5.2 ErgoGroup

Vår verdivurdering av ErgoGroup er basert på to metoder; en nåverdiberegning av fremtidige forventede kontantstrømmer, samt en sum av verdier basert på sammenlignbare selskaper til de ulike datterselskaper som ligger i ErgoGroup.

Som bakteppe for vurderingen bør nevnes at nedgangen innen IKT markedet fra de foregående 2 år har fortsatt gjennom 2002. DnB Markets gjennomførte en verdivurdering februar 2002 som, basert på nåverdi av kontantstrøm, konkluderte med en verdi på NOK 2.948 mill. Siden den gang har det brede norske aksjemarkedet falt med 40%. Verdens ledende indeks for teknologiaksjer, Nasdaq Composite, har i samme periode falt med 25%.

ErgoGroup har ikke utviklet seg slik vi la til grunn i vår verdivurdering i februar 2002. Vi estimerte da at 2002 skulle gi driftsinntekter på NOK 3.149 mill og et driftsresultat på 229 mill. Fasiten ble henholdsvis NOK 2.908 mill og NOK 120 mill. Lavere omsetning skyldes delvis mangel på antatte oppkjøp og delvis svakere marked enn forutsatt. Svakere driftsresultat kan generelt tilskrives utfordrende markedsforhold, særlig har ErgoSolutions hatt problemer. Relativt til de fleste andre markedsaktører er det imidlertid vår vurdering at ErgoGroup har levert et meget respektabelt resultat i et særdeles tøft IT marked.

Basert på prising av sammenlignbare børsnoterte selskaper fremkommer en selskapsverdi (inkludert netto rentebærende gjeld) på NOK 2.174 mill. Vår nåverdi av fri kontantstrøm konkluderer med en verdi av ErgoGroup på NOK 3.093 mill. Estimater på omsetning, resultat og kontantstrøm er gjengitt i tabellen under. Vi har lagt til grunn dagens selskapsstruktur. Estimatenes er i stor grad basert på DnB Markets vurderinger, samt til dels på ledelsens forventninger. Årlige investeringer i 2001 og 2002 består av store poster relatert til immaterielle eiendeler og goodwill. Fra 2003 og utover har vi lagt til grunn det investeringsbehov som oppfattes som nødvendig for å drive selskapet med dagens struktur.

Hovedtall, ErgoGroup, NOK mill.	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inntekter	2537	2908	3092	3278	3473	3610	3782	3931	4117
Driftsresultat	188	120	259	274	324	322	365	359	401
Årlige investeringer	679	500	125	133	140	149	158	167	177
Betaling av skatt	13	17	59	65	81	81	96	95	109
Fri kontantstrøm	-335	-41	413	375	409	379	413	383	417
Driftsresultat, %	7.4 %	4.1 %	8.4 %	8.4 %	9.3 %	8.9 %	9.7 %	9.1 %	9.8 %
Fri kontantstrøm, %	-13.2 %	-1.4 %	13.4 %	11.4 %	11.8 %	10.5 %	10.9 %	9.7 %	10.1 %
Total omsetningsvekst	51.2 %	14.6 %	6.3 %	6.0 %	5.9 %	3.9 %	4.8 %	3.9 %	4.7 %

Estimater på omsetning og driftsresultat pr datterselskap er angitt i nedenstående tabell.

Datterselskap, NOK mill.	Omsetning				Driftsresultat			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Ergo Integration	1,323	1,630	1,793	1,972	60	130	150	171
Ergo Solutions	528	529	513	513	21	-40	13	18
TransWareAB	17	18	22	27	6	5	6	6
ZebSign	60	46	35	29	1	5	2	3
Ephorma AS	361	592	636	632	14	48	68	52
ErgoIDP	4	29	30	32	1	0	1	1
ErgoBluegarden	309	352	370	397	18	35	33	38
Total	2,537	2,908	3,092	3,278	188	120	259	274

Basert på våre forutsetninger er nåverdien av egenkapitalen i ErgoGroup NOK 1.997 mill, som tilsvarer en selskapsverdi (egenkapitalverdi + netto rentebærende gjeld) på NOK 3.093 mill. Selskapsverdien er 8% lavere enn de verdier vi kom frem til i februar 2002, mens aksjonærverdiene er ned 32%. Til sammenligning har EDB ASA i samme periode fått redusert sin børsverdi med 65%.

Verdivurdering basert på fri kontantstrøm, NOK mill.			
Risikofri rente	5.2 %	NPV 03-11 strøm	2,241
Beta	1.4	Terminalverdi (TV)	2,113
Risikopremie	6.0 %	Nåverdi av TV	852
CoC	13.6 %	Total selskapsverdi	3,093
Wacc	10.6 %	Netto gjeld	(1,096)
Gjeldsgrad, MV	35.4 %	Aksjonærverdier	1,997

I netto rentebærende gjeld er det hensyntatt anslått merverdi av eiendeler samt en justering av arbeidskapital. De siste to poster er basert på DnB Markets' skjønn, og disse gir en positiv korrigerende av netto finans på totalt NOK 48 mill.

Sensitivitetsanalyse

Verdivurderingen avhenger i stor grad av forutsetningene avkastningskrav, marginutvikling og vekstforventninger. Kontantstrømanalysen er gjort for hele konsernet, men i stor grad vil verdien på denne avhenge av utviklingen i ErgoIntegration. Vi har derfor valgt å fokusere sensitivitetsanalysen med hensyn på marginbilde og vekstforutsetninger i ErgoIntegration.

Dersom vi reduserer driftsmarginen i ErgoIntegration med 1%-poeng, vil egenkapitalverdien av neddiskonterte kontantstrømmer falle med 5% til NOK 1.907 mill. Dersom vi legger til grunn 5% høyere omsetning enn vi har estimert i utgangspunktet (alt annet likt), vil verdien øke med NOK 335 mill, tilsvarende 17%. En 5% reduksjon ville tilsvarende redusere verdien med 12% til NOK 1.754 mill.

Vi har også gjort en enkel sensitivitetsberegning i forholdet til avkastningskravet. Dersom dette kravet hadde vært satt 1%-poeng lavere for kontantstrømmen fra samtlige selskaper, ville aksjonærverdien økt med NOK 141 mill, tilsvarende 7%. Økes kravet med 1%-poeng, faller verdien med 7% til 1.864 mill.

Sammenligning av nøkkeltall for lignende selskaper

Vi har også foretatt en såkalt peer group-verdsettelse av hvert enkelt datterselskap. Basert på markedsverdi av selskaper som er sammenlignbare med datterselskapene i ErgoGroup, samt skjønnsmessig vurdering av enkelte av datterselskapene, har vi kommet frem til verdier pr. selskap som er gjengitt i nedenstående tabell. Prising i forhold til salg og driftsresultat er også gjengitt.

Verdivurdering per datterselskap, NOK mill. ex. gjeld. Verdmultipler ifht. salg og driftsresultat									
Datterselskap	Totalverdi	EV/omsetning				EV/driftsresultat			
		2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Ergo Integration	1,015	0.8	0.6	0.6	0.5	16.9	7.8	6.8	6.0
Ergo Solutions	128	0.2	0.2	0.3	0.3	6.1	neg.	10.0	7.1
TransWareAB	54	3.2	3.0	2.5	2.0	9.0	10.0	9.8	9.0
ZebSign	30	0.5	0.7	0.9	1.0	60.0	5.8	15.0	10.2
BuyPass	50	2.8	7.1	5.0	3.3	neg.	neg.	neg.	neg.
Ephorma AS	521	1.4	0.9	0.8	0.8	37.2	10.9	7.7	10.0
ErgoIDP	30	7.5	1.1	1.0	1.0	30.1	neg.	30.1	27.3
ErgoBluegarden	345	1.1	1.0	0.9	0.9	19.2	9.9	10.4	9.2
EV, ErgoGroup	2,174	0.86	0.75	0.70	0.66	11.6	18.1	8.4	7.9

Tabellen over viser hvilken verdi vi finner pr. selskap i gruppen, før gjeldsposter er fratrukket. I tillegg har vi vist selskapsverdien i forhold til omsetning (såkalt EV/Sales-multippel) og driftsresultat (såkalt EV/EBIT-multippel). Delprisingen gir 30% lavere verdi enn vår kontantstrømsmodell. Vi har lagt til grunn vesentlig lavere investeringsbehov enn avskrivninger, mens prising av driften i sammenliknbare selskaper typisk gjenspeiler at forholdet mellom disse to størrelser er noenlunde like.

5.2.1 Vår verdsettelse i forhold til prising av relevante børsnoterte selskaper

Det kan være interessant å sammenligne vår kontantstrøm baserte verdsettelse av ErgoGroup med prisingen av relevante børsnoterte selskaper. Vi mener at EDB ASA, TietoEnator, WM Data og CSC kan være passende kandidater i så måte. Tallene for disse er basert på median estimater hentet inn av Jacques Chaine Finance (JCF), som leverer slike databaser for en rekke aksjemarkeder.

Tabellen under viser hvordan de ovennevnte selskaper er verdsatt i forhold til driftsresultat og omsetning, basert på totalkapitalen. Tabellen viser også tilsvarende multipler for ErgoGroup, basert på vår kontantstrøm verdsettelse.

Prising av ErgoGroup sammenliknet med store sammenliknbare børsnoterte

EV/EBIT:	<u>2002</u>	<u>2003</u>	EV/oms.:	<u>2002</u>	<u>2003</u>
CSC	9.5	8.7	CSC	0.6	0.6
TietoEnator	11.3	10.4	TietoEnator	0.9	0.8
WM Data	neg.	8.3	WM Data	0.3	0.3
EDB	neg.	11.6	EDB	0.4	0.4
Gjennomsnitt	10.4	9.8	Gjennomsnitt	0.6	0.5
ErgoGroup, NPV	25.7	11.9	ErgoGroup, NPV	1.1	1.0

Vår beregning av nåverdi gir en premie i verdsettelse sammenliknet med referansegruppen. De fleste børsnoterte selskaper handles i dag til en stor rabatt i forhold til verdien av estimerte underliggende kontantstrømmer.

Det er fortsatt vår oppfatning at ErgoGroup har en fin historikk å vise til hva gjelder organisk vekst og marginutvikling sammenliknet med en rekke selskaper eksponert mot tilsvarende markeder. All den tid ErgoGroup ikke er børsnotert mener vi en rabatt i størrelsesorden 15-20% er passende. Dette peker mot en egenkapitalverdi størrelsesorden NOK 1,6-1,7 mrd.

5.3 Øvrige konsernselskaper

Utover ErgoGroup har Posten Norge direkte eierinteresser i selskapene listet under, med en samlet bokført egenkapital pr. 31. desember 2002 på NOK 171 mill. Postens eierandeler i Netaxept AS og Postens servicepartner AS er solgt i 2002. Videre er det besluttet å avvikle 1to1 Factory AS.

Selskap	Eierandel pr. 31. desember 2002
Posten Forbrukerkontakt AS	100%
Oslo Container Stevedor AS	100%
Wajens AS	100%
Nettlast AS	100%
Nettlast Hadeland AS	100%
Transport Systems International AS	100%
CityMail Sweden AB	57%
Kort Prosess AS	51%
Pan Nordic Logistics AB	50%

Selskapene er av varierende størrelse. Samlede driftsinntekter for disse 9 selskapene beløp seg til i overkant av NOK 2 mrd i 2002, med et samlet underskudd på ca NOK 84 mill. Postens andel av bokført egenkapital i selskapene er på ca NOK 132 mill. På bakgrunn av størrelse og betydning relatert til hovedvirksomheten legger vi til grunn forenklete vurderinger av disse selskapene.

5.3.1 Posten Forbrukerkontakt AS

Posten Forbrukerkontakt AS driver med husstandsdistribusjon av reklame i Norge. Selskapet har distribusjonsnett i Norges største handelsdistrikter med vekt på de fire største byene. For å beregne verdien av Postens andel har vi tatt utgangspunkt i bokført egenkapital pr. 31. desember 2002 på NOK 1,5 mill.

NOK mill	2001	2002
Omsetning	55,1	47,7
Driftsresultat	3,0	-6,2
Resultat etter skatt	2,2	-4,9
Totalbalanse	25,2	16,3
Egenkapital	6,4	1,5
Egenkapitalandel	25,4%	9,2%

5.3.2 Oslo Container Stevedor AS (OCS)

Posten tilbyr gjennom sitt datterselskap Oslo Container Stevedor AS utvidede lagertjenester og terminaltjenester. OCS disponerer i dag 42.000 kvm lager og har ca 90 fast ansatte. Dette gjør dem til en av de største leverandørene av varehoteltjenester i Norge. Sammen med Wajens tilbyr selskapet logistikkjenester basert på lager og distribusjon i Oslo-området. OCS håndterer både B2B og B2C. Grunnet selskapets virksomhet har vi tatt utgangspunkt i den gjennomsnittlige P/E-multiplen til logistikk-selskapene på 10,4 i peer group. Med basis i et resultat etter skatt i 2002 på NOK 10,4 mill gir dette en implisert verdi på NOK 108 mill for Oslo Container Stevedor AS.

NOK mill	2001	2002
Omsetning	91,6	103,5
Driftsresultat	14,7	14,2
Resultat etter skatt	10,3	10,4
Totalbalanse	53,8	61,0
Egenkapital	23,1	21,7
Egenkapitalandel	42,9%	35,6%

5.2.1 Wajens AS

Selskapet er inndelt i tre forretningsområder; trekketjenester (trailer- og containertransport), ekspressdistribusjon, rutenettdistribusjon (bud-, vare- og lastebiler), verksted for containere, trucker, gaffeltrucker og trailere. I løpet av et år utfører selskapet mer enn 100.000 transportoppdrag og er et av de ledende, mindre selskaper innenfor transportbransjen. De har knyttet til seg til sammen ca 55 biler, hvorav 25 trekkvogner og 30 store og små biler. Grunnet selskapets virksomhet har vi tatt utgangspunkt i P/E-multiplen til logistikk-selskapene på 10,4 i peer group. Med basis i et resultat etter skatt i 2002 på NOK 3,7 mill gir dette en implisert verdi på NOK 38 mill for Wajens AS.

<i>NOK mill</i>	2001	2002
Omsetning	69,7	81,0
Driftsresultat	4,8	4,9
Resultat etter skatt	3,8	3,7
Totalbalanse	22,2	24,8
Egenkapital	9,9	9,9
Egenkapitalandel	44,6%	39,9%

5.3.3 Nettlast AS, Nettlast Hadeland AS og Nettlast Helgeland AS

Nettlast AS, Nettlast Hadeland AS og Nettlast Helgeland AS er spesialisert på transport av containere og semihengere. De er representert med egne kontorer i Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim, Haugesund, Kristiansand, Grenland, Møre og Romsdal. I 2002 ble innmaten i Nettlast Helgeland AS solgt, og eneste gjenværende eiendel i selskapet pr 31. desember 2002 er aksjer i Transportinvest AS, som igjen eier aksjer i Linjegods AS. I tillegg har Nettlast AS og Nettlast Hadeland AS eierandeler i Transportinvest AS. Til sammen eier Nettlast-selskapene indirekte 5,76% i Linjegods AS gjennom eierskapet i Transportinvest AS.

Pr. 31. desember 2002 var Nettlast-selskapene verdsatt til NOK 40 mill i Posten Norges regnskap. Det er lagt til grunn at selskapet har en verdi på NOK 30 mill grunnet selskapenes aksjer i Transportinvest AS, og basert på et grovt anslag på verdien av Linjegods AS.

Oppstillingen under er en sammenslåing av Nettlast AS og Nettlast Hadeland AS, og reflekterer således ikke virksomheten i Nettlast Helgeland AS.

<i>NOK mill</i>	2001	2002
Omsetning	237,5	280,4
Driftsresultat	-10,4	-12,1
Resultat etter skatt	-9,6	-11,2
Totalbalanse	110,0	96,5
Egenkapital	5,9	-2,2
Egenkapitalandel	5,4%	Negativ

5.3.4 Transport Systems International AS (TSI)

Transport Systems International AS er Skandinavias ledende leverandør av lokale budservice- og ekspress-tjenester med varemerker som for eksempel IL-X, Sam's Budbil og Tiny. I Norge er selskapet representert med kontorer i Oslo, Drammen, Porsgrunn, Kristiansand, Stavanger, Bergen og Trondheim. Utover dette eier TSI også BOX Delivery AB, som er representert i Stockholm, Uppsala, Ørebro, Göteborg, Malmø og København, samt De Grønne Bude som er lokalisert i København, Århus og Odense. Konsernet har over 800 tilknyttede biler og sykler som i gjennomsnitt utfører ca 20.000 leveringer pr. dag. I januar 2002 kjøpte Posten seg opp fra 80% til 100% eierandel. Transaksjonsprisen var imidlertid basert på en tidligere inngått avtale. TSI har utviklet seg svakere enn forventet og vi legger til grunn at inntjeningen i Transport Systems International AS p.t. ikke kan forsvare implisitt verdi basert på det siste oppkjøpet (NOK 210 mill). Postens andel pr. 31. desember 2002 er vurdert til NOK 150 mill.

<i>NOK mill</i>	2001	2002
Omsetning	375,7	418,9
Driftsresultat	23,9	7,6
Resultat etter skatt	17,8	4,1
Totalbalanse	309,5	248,1
Egenkapital	49,1	53,2
Egenkapitalandel	16,8%	21,4%

5.3.5 CityMail Sweden AB

Posten Norge kjøpte aksjer i CityMail Sweden i mars 2002, og tilførte samtidig selskapet NOK 50 mill gjennom en emisjon. Avtalen innebærer også at Posten skal overtar de resterende 43% i første kvartal 2006. CityMail har som forretningsidé å distribuere store, forsorterte postmengder til lav pris og med høy presisjon. Selskapet håndterer nærmere 200 millioner forsendelser hvert år, og dekker cirka 40 prosent av Sveriges befolkning gjennom utdeling i Stockholm-, Göteborg-, og Malmö-området samt på Gotland.

Etter transaksjonen eies CityMail Sweden av Posten med 57%, CityMails administrerende direktør med 29%, og det børsnoterte Optimail med 14%. Selskapet har i dag drøyt 1.100 ansatte og håndterer ca 200 millioner forsendelser hvert år. CityMail og Posten dekker totalt 3,6 millioner husstander i Norge og Sverige.

CityMail har operert med underskudd de siste årene. Selskapet opplever imidlertid god omsetningsvekst samtidig som fokus på optimal drift nå ser ut til å gi resultater. Høsten 2002 overgikk inntektene for første gang de direkte kostnadene (12 mnd. rullerende). Totalt sett gir driften fortsatt negativt resultat. Vi legger til grunn at CityMail vil fortsette den gode utviklingen, og at selskapet vil vise positivt driftsresultat i 2005. Posten betalte til sammen NOK 138 mill for 57% av selskapet. Etter vår vurdering forsvarer fremtidig forventet inntjening denne verdien. Posten vil overta de resterende 43% av selskapet i første kvartal 2006, og prisen er avhengig av inntjeningen i 2005. Basert på våre estimater vil Posten da kunne erverve disse aksjene til en gunstig pris. Dette kvalifiserer til en strategisk premie på Postens eierskap i CityMail. Verdien av Postens eierskap i CityMail anslås til NOK 160 mill.

<i>NOK mill*</i>	2001	2002
Omsetning	323,0	341,2
Driftsresultat	-145,7	-59,2
Resultat etter skatt	-146,2	-57,9
Totalbalanse	195,2	142,5
Egenkapital	94,9	69,5
Egenkapitalandel	49 %	49 %

* Konvertert fra SEK til kurs 0,85 for 2001 og 0,80 for 2002

5.3.6 Kort Prosess AS

Kort Prosess er et selskap hvor Posten i dag eier 51%, og som tilbyr konsulenttjenester innen logistikk, IT og ledelse. Selskapet har kompetanse innen de ovennevnte områdene, men med hovedfokus på logistikk. For å beregne verdien av Postens andel har vi tatt utgangspunkt i bokført egenkapital pr. 31. desember 2002 på NOK 3,1 mill. Med en eierandel på 51% blir verdien NOK 1,6 mill for Posten.

<i>NOK mill</i>	2001	2002
Omsetning	5,9	6,3
Driftsresultat	0,3	0,8
Resultat etter skatt	0,3	0,7
Totalbalanse	4,5	4,9
Egenkapital	2,9	3,1
Egenkapitalandel	64,4%	63,3%

5.3.7 Pan Nordic Logistics AB (PNL)

I PNL ligger det et stort potensial for samarbeid og integrasjon mellom Posten Norge og Posten Danmark. Posten Sverige var i utgangspunktet med i samarbeidet, men trakk seg fra samarbeidet høsten 2001. Det vurderes å bringe inn nye parter i samarbeidet. Posten Norge eier 50% av selskapet. For å beregne verdien av Postens andel har vi tatt utgangspunkt i fastsatt verdi i fjor på NOK 150 mill, og redusert denne i takt med verdifallet for europeiske logistikkelskaper på i overkant av 50%. Resultatutviklingen i PNL forsvarer ikke en bedre verdiutvikling enn dette. Med en eierandel på 50% anslås verdien til NOK 35 mill for Posten.

<i>NOK mill*</i>	2001	2002
Omsetning	946,2	767,2
Driftsresultat	7,5	-41,6
Resultat etter skatt	9,1	-28,6
Totalbalanse	349,5	231,0
Egenkapital	45,1	14,3
Egenkapitalandel	12,9%	6,2%

* Konvertert fra SEK til kurs 0,85 for 2001 og basert på Postens regnskap for 2002

5.4 Posten Norge – konsern

5.4.1 Aggregert verdi for konsernet

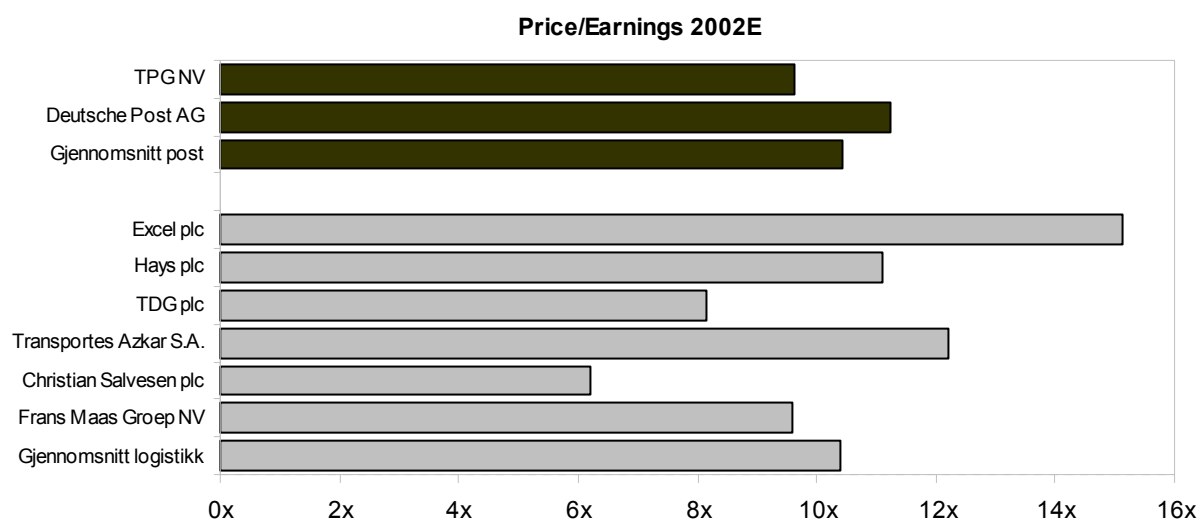
Forutgående verdivurderinger av Posten Norge, ErgoGroup og øvrige konsernselskaper danner grunnlag for en samlet verdi for Posten Norge konsernet. Verdiene er oppsummert i tabellen under.

Selskap	Verdi (NOK mill)
Posten Norge (morselskapet)	2.939
ErgoGroup	1.997
Øvrige konsernselskaper	524
Konsernet Posten Norge	5.460

Som gjennomgangen av de enkelte selskaper i konsernet viser, står morselskapet for hovedtyngden av omsetningen, mens ErgoGroup forventes å være en betydelig bidragsyter til resultatet. Utover ErgoGroup har de øvrige konsernselskapene beskjeden økonomisk aktivitet sammenlignet med morselskapet, og det foreligger forøvrig tildels betydelig intern handel innen konsernet.

VEDLEGG: EUROPEISKE POST- OG LOGISTIKKSELSKAPER

Det finnes ingen børsnoterte selskaper som er direkte sammenlignbare med Posten-konsernet. På verdensbasis er det kun to tradisjonelle postselskaper som er børsnotert; DPWN og TPG. Disse selskapene er imidlertid betydelig større enn Posten, samtidig som de opererer i et globalt marked med en aggressiv oppkjøpsstrategi internasjonalt. Vi finner det derfor ikke hensiktsmessig å prise Posten direkte ved hjelp av multipler for disse selskapene. Imidlertid er kursutviklingen for disse selskapene av stor interesse når Posten skal verdsettes. Vi har derfor sett på post- og logistikkselskaper i Europa, og hvordan disse har utviklet seg det siste året. Postselskapene TPG og Deutsche Post har siden januar 2002 falt med i gjennomsnitt 42%. europeiske logistikkselskaper har tilsvarende falt med 54%. Dette skyldes fall i inntjening (-8,2% for postselskapene), men også økt usikkerhet i aksjemarkedet. Dette gjenspeiler seg bl.a. i P/E multiplene som for disse gruppene av selskaper har falt med 35-40% siden januar 2002. Denne utviklingen får direkte effekt ved verdibetraktningene for av flere av Postens datterselskaper.



Kilde: JCFQuant

