

# Verdivurdering av



Enskilda Securities Corporate Finance  
Juni 2005

ENSKILDA SECURITIES

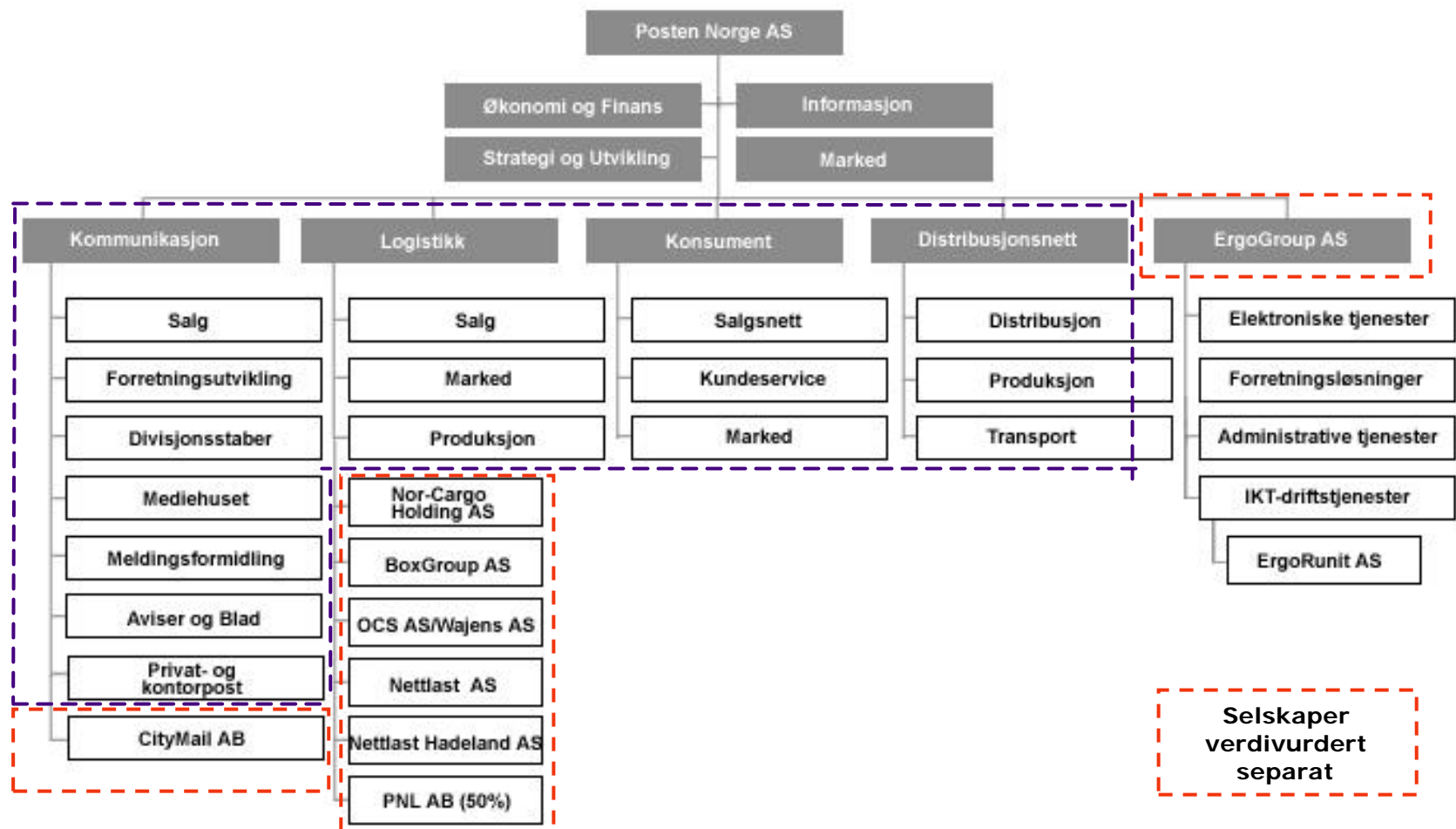
# Sammendrag

---

- Enskilda Securities ASA ("Enskilda") har på vegne av Posten Norge AS ("Posten Norge") oppdatert verdivurderingen av Posten Norge fra 2004 samt vurdert momenter dersom selskapet var børsnotert
  - Enskilda konkluderer med at Posten har en underliggende selskapsverdi (EV) på NOK 11,9 – 13,5 mrd (egenkapitalverdi på NOK 11,0 – 12,6 mrd), men at;
    - Markedet vil sjelden prise et selskap til summen av de underliggende verdier – typisk markedsprising ligger 15-30% under de underliggende verdier; og
    - Som et børsnotert selskap vil Posten bli vurdert opp mot andre sammenlignbare selskaper, i praksis Deutsche Post og TPG
- Justert for dette er antatt markedsverdi NOK 11,5 – 12,0 mrd (EV/selskapsverdi) og egenkapitalverdi NOK 10,6 – 11,1 mrd
- Enskilda har også sett på Posten Norges "equity story" og konkluderer med at Posten Norges ledende markedsposisjon, sterke varemerke, selektive vekststrategi og potensiale for forbedret lønnsomhet ville gjøre Posten Norge til et attraktivt investeringsobjekt på Oslo Børs

# Posten Norge Konsern

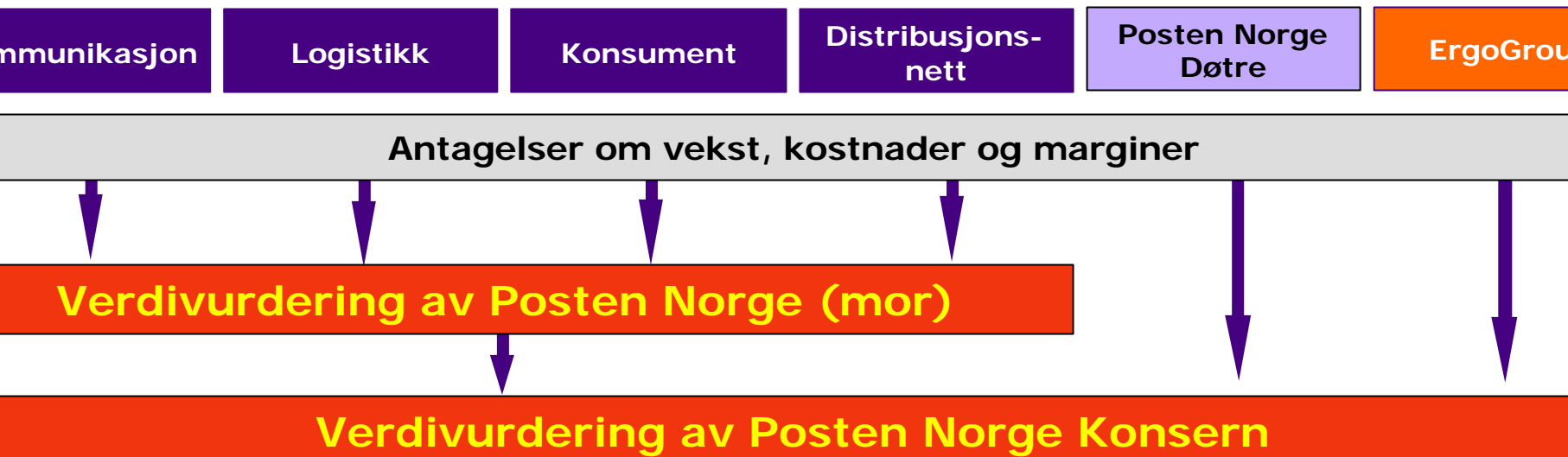
## Konsernstruktur



# Metodikk verdivurdering

## - Forutsetninger

- Enskilda Securities har hatt i oppdrag å oppdatere verdivurderingen av Posten Norge som ble gjennomført i 2004
- Prognoser for perioden 2005P-2007P er basert på materiale mottatt fra Posten Norge
- Prognoser for perioden 2008E-2009E er basert på Enskilda Securities sine vurderinger



### Verdivurderingsmetoder

#### 1) DCF verdivurdering

Veiet kapitalavkastningskrav  
Vekst

- Neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer med et veiet kapitalavkastningskrav

#### 2) Børsmultipler

EV/Iinntekt  
EV/EBITDA  
EV/EBIT

- Applisere multipler og andre relevante forholdstall for børsnoterte selskaper innen samme eller tilsvarende industrier og markeder
- Prising sammenlignet med internasjonale børsnoterte selskaper

V = Enterprise Value, dvs. verdi av egenkapital og netto rentebærende gjeld

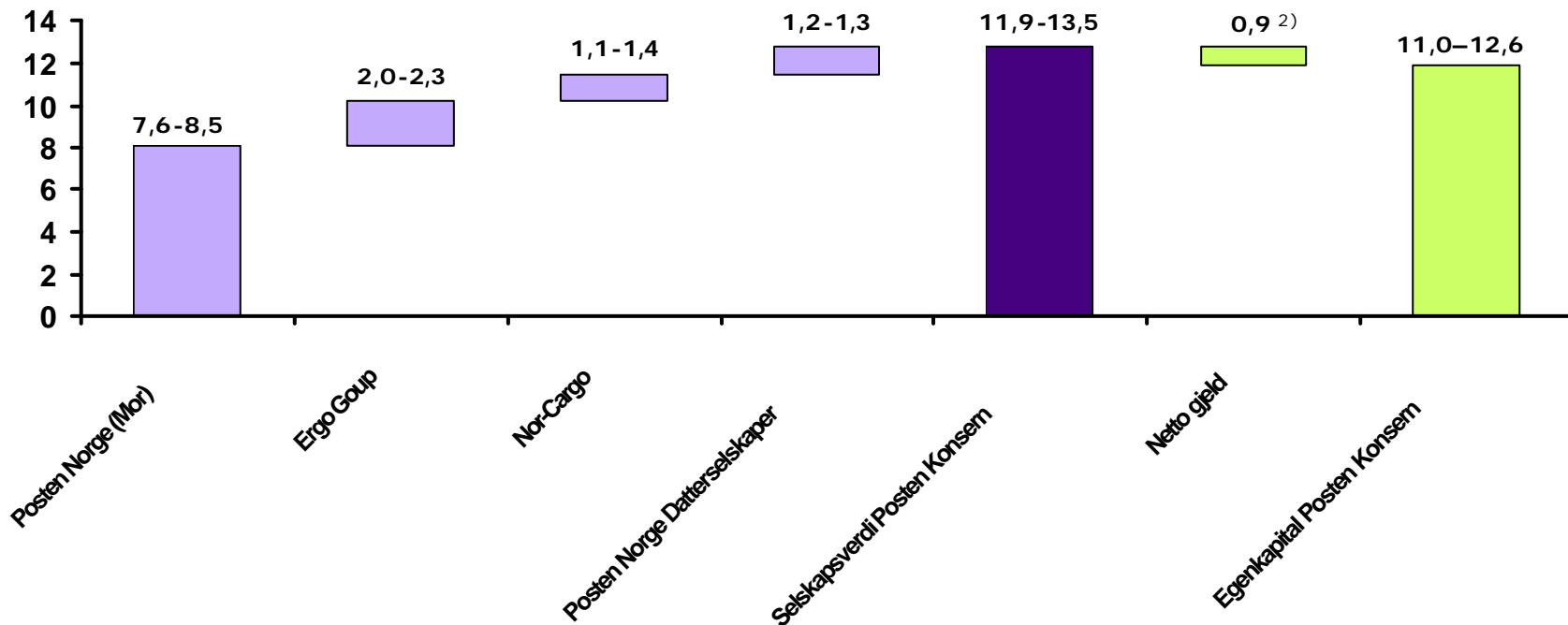
CF = Discounted Cash Flows, dvs. neddiskonterte kontantstrømmer

- Verdivurderingen er basert på både konfidensiell og offisiell informasjon, inklusive samtaler med konsernsjefen, ledelsen for de enkelte divisjoner og ErgoGroup
- For sammenlignbare selskaper er informasjon og estimater hentet fra offisielle kilder og ulike databaser
- Verdivurderingen er oppdatert per 1 Januar 2005

# Posten Norge Konsern

- Oppdatert verdivurdering

## Sammendrag av underliggende verdier<sup>1)</sup> (NOK mrd)



Separat verdivurdering av enkeltkomponentene  
Netto gjeld inkluderer ikke pensjonsforpliktelser

# Posten Norge Konsern

## - Forventet markedsverdi

### Multipelvurdering Posten Konsern

Selskap	EV/Inntekt			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2004	2005E	2006E	2004	2005E	2006E	2004	2005E	2006E
Posten Norge	0,5x	0,4x	0,4x	4,3x	3,9x	3,7x	6,9x	5,5x	5,1x
Deutsche Post	0,8x	0,8x	0,7x	6,5x	6,4x	6,1x	8,6x	8,5x	8,0x
Gjennomsnitt	0,7x	0,6x	0,6x	5,4x	5,1x	4,9x	7,7x	7,0x	6,5x

### Kommentar

#### Faktorer som kan trekke i positiv retning

Fremtidsrettet

Høyt innslag av elektroniske tjenester

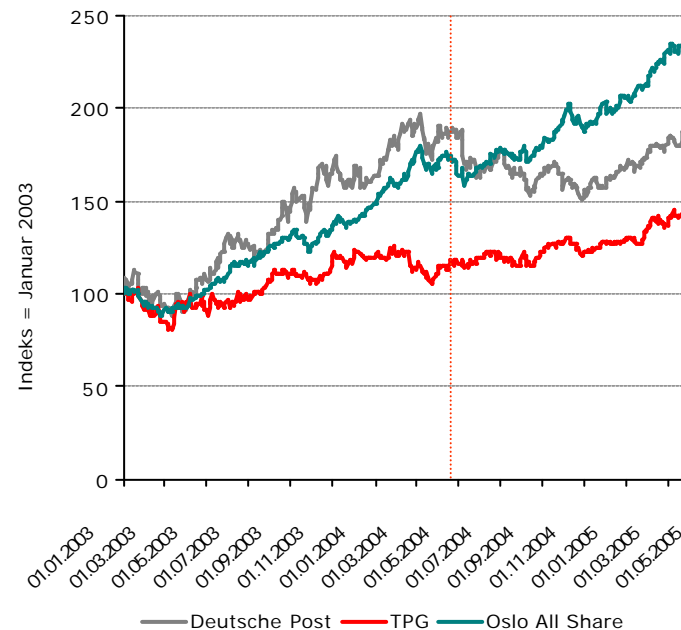
Forventet vekst og resultatforbedring

#### Faktorer som kan trekke i negativ retning

- Størrelse
- Internasjonal posisjon
- Relativt liten eksponering mot internasjonal ekspress

Basert på EV/EBITDA multipler i tråd med sammenlignbare selskaper vil EV verdi Posten Norge være i størrelsesorden NOK 11,5 – 12,0 mrd som tilsvarer en verdi av egenkapitalen på NOK 10,6-11,1 mrd

### Utvikling på børs siden mars 2003



# Industritrender

## Globalisering / internasjonalisering

- Store aktører følger global strategi innenfor tradisjonelle områder
- Nisjestrategi innenfor selektive områder (logistikk / ekspress)
- Regional selektiv vekst innenfor definerte nisjer

## Deregulering / privatisering

- EU direktiv (2007)
- Privatisering av tradisjonelle postselskaper
- Endring i konkurransebildet - nye aktører inn i områder tidligere regulert

## Utvidet produkttilbud fra logistikk - og postselskaper (one-stop-shopping)

- Vekst innenfor logistikk / kommunikasjon
- Stagnasjon / fallende volum tradisjonelle tjenester

## Fokus på effektiviseringsprogrammer

- Fallende volum tradisjonelle tjenester
- Skalafordeler
- Større krav til finansiell avkastning fra eier

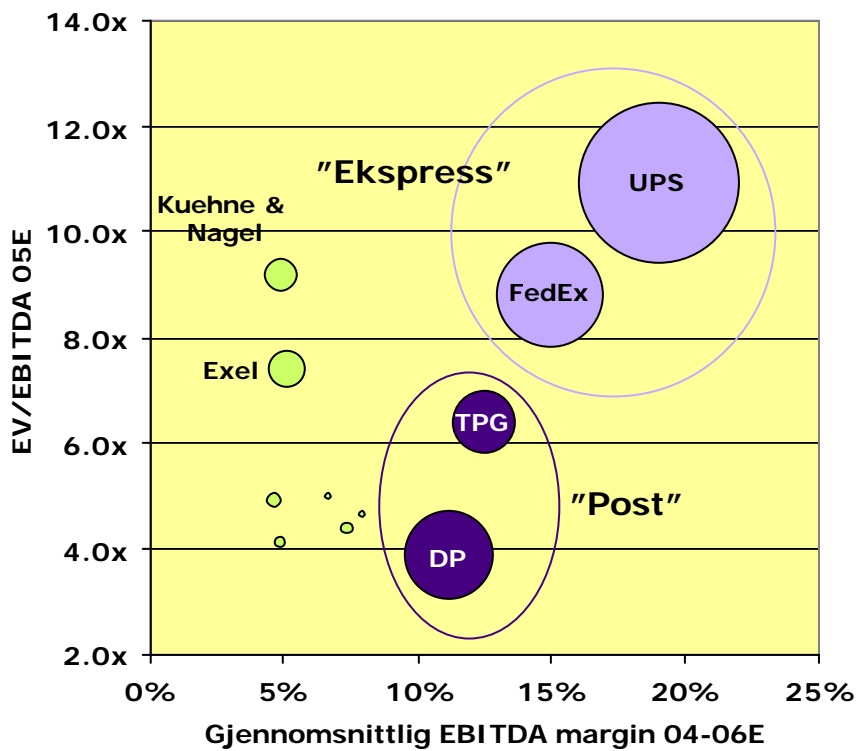
## Nordiske postselskaper relativt små i europeisk målestokk

- Ledende innenfor elektroniske tjenester

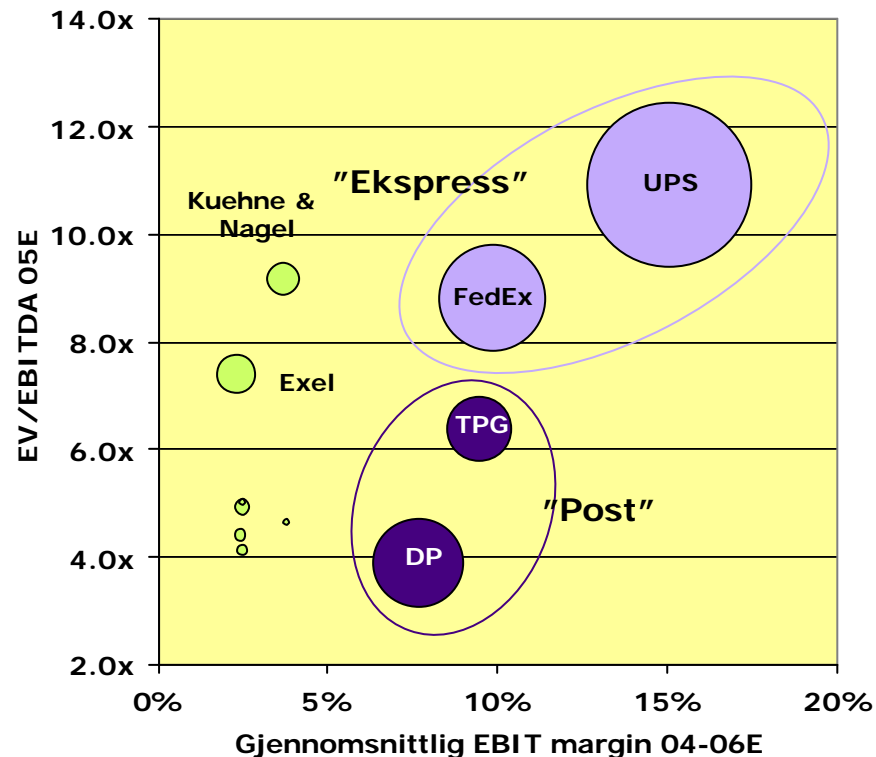
# Posisjonering mot børsnoterte selskaper

- Indikerer postselskap
- Indikerer ekspresselsk
- Indikerer logistikksels

**EV/EBITDA 05E vs. EBITDA marginer**



**EV/EBITDA 05E vs. EBIT marginer**



- Lav korrelasjon mellom EV/EBITDA og operative marginer
- Postselskapenes posisjon indikerer at de er relativt lavere vurdert i forhold til ekspress- og logistikkselskaper

# Strategisk posisjon Posten Norge konsern

## Sammendrag

### Ledende posisjon

- Ledende kommunikasjons – og logistikkelskap med nordiske ambisjoner
- Ledende posisjon og infrastruktur i Norge
- Bredt servicetilbud og sterk kompetanse på hjemmemarkedet

### Vekst-ambisjoner

- Fokus på nordisk vekst innenfor definerte nisjeområder med basis i kjernevirksomheten (logistikk, ErgoGroup, m.fl.)
- Sterk plattform for å styrke ytterligere vertikal integrasjon, spesielt innenfor logistikk
- Godt posisjonert til ytterligere å forsterke nordisk posisjon i den pågående restrukturering av bransjen gitt komparative fortrinn innenfor logistikk ("one-stop-shopping") og egen IT kompetanse

### Attraktivt avkastningspotensiale

- Har vist solid evne til å gjennomføre kostnadsreducerende tiltak – blant verdens mest effektive postselskaper
- Marginforbedringspotensiale med sterk kontantstrømseffekt pga lav kapitalintensitet – potensiale for å bli utbytteaksje

**Ledende markedsposisjon, sterkt varemerke og potensiale for forbedret lønnsomhet samt selektiv vekststrategi forsterker Posten Norge som et ledende kommunikasjons- og logistikkelskap**

# Disclaimer

---

Denne presentasjonen er utarbeidet av Enskilda Securities ASA ("Enskilda") på oppdrag fra Posten Norge AS ("Posten Norge") i forbindelse med oppdrag for å verdivurdere konsernet

Vurderinger og tilrådinger som er presentert er gitt etter beste faglige skjønn, men Enskilda påtar seg ikke noe juridisk eller økonomisk ansvar for at vurderingene og tilrådingene, eller informasjonen i presentasjonen forøvrig, er korrekte eller korrekt gjengitt

I arbeidet med verdivurdering av Posten Norge har Enskilda innhentet informasjon fra Posten Norge med datterselskaper samt andre interne og eksterne kilder

Enskilda har lagt til grunn at den informasjon som er gjort tilgjengelig er korrekt og fullstendig, og vurderingene er gjort på bakgrunn av dette