DHL Group: szczegółowy model DCF

Globalna sieć logistyczna: jakość przepływów kontra cykliczność handlu

DHL | Xetra | DE0005552004 | EUR
23 października 2026 r. | World Market Atlas

Kurs odniesienia	Wartość bazowa DCF	Zakres scenariuszy
57,12 EUR	66,50 EUR/akcję	38,93–105,11 EUR

Wniosek warunkowy: model bazowy daje wartość wynikającą ze scenariusza DCF o 16,4% wyższą od kursu. To rezultat zestawu założeń, nie rating ani rekomendacja. Model ma status screen-grade: pełny raport Q3 ukaże się 5 listopada 2026 r., a dziś dostępne są jedynie dane wstępne.

Horyzont	WACC / g / ROIC	Konwencja
FY2027E–FY2036E; mid-year	7,5% / 2,0% / 12,0%	FCFF; leasing operacyjny; EUR nominalne

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] · [S05] · [S06] · [S07] · [S13]

1. Podsumowanie dla inwestora

Obszar	Baza autora	Warunek niepowodzenia
Express	2027 +6,0% przychodu; marża normalizuje się z wysokiego 2026	spadek TDI weight i wygaśnięcie premii capacity bez redukcji kosztów
Global Forwarding	marża przez cykl ok. 4,7%	presja na gross profit / shipment oraz wojna cenowa
Supply Chain	wzrost 6% w 2027 i terminalna marża 6,6%	kontrakty nie przechodzą w rentowny backlog
eCommerce	dekoncentracja M&A; marża do 5,7%	wzrost paczek nie pokrywa kosztów sieci
P&P Germany	stabilizacja dzięki parcel i cenom	mail spada szybciej niż automatyzacja i ceny kompensują
WACC	7,5%, powyżej mechanicznego 6,33%	rynek może wymagać długotrwale wyższej premii

Cena rynkowa implikuje około 8,24% WACC przy niezmienionej ścieżce operacyjnej. Alternatywnie kurs domyka się po obniżeniu wzrostu segmentów o 1,74 pp rocznie lub marż o 0,91 pp.

Najważniejsze ograniczenia

• Model ma status screen-grade: pełny raport Q3 2026 ukaże się 5 listopada 2026 r.; model korzysta z wstępnych danych Q3 z 16 października i pełnego sprawozdania H1.

• Kurs 57,12 EUR jest zamknięciem z 22 października według wtórnej historii opóźnionej; identyfikację instrumentu zweryfikowano w Deutsche Boerse, lecz nie korzystano z instytucjonalnego feedu cenowego.

• 1 126,325 mln akcji to rozwodniony proxy z H1 2026, a nie bieżąca liczba raportowana na 23 października; odkupy akcji po 30 czerwca zmieniają mianownik i gotówkę równocześnie.

Źródła: [S02] · [S03] · [S07] | wyniki modelu i interpretacja: autor

2. Papier wartościowy, rynek i data wyceny

Element	Ustalenie
Emitent	DHL Group (DHL AG), Niemcy
Akcja	registered share; ISIN DE0005552004
Rynek / ticker	Xetra / DHL
Waluta	EUR; spójna z raportowaniem i DCF
Kurs	57,12 EUR — zamknięcie 22.10.2026, wtórna historia opóźniona
Mianownik	1 126,325 mln rozwodnionych akcji z H1 jako proxy
Developed market	Niemcy w rodzinie indeksów MSCI Developed Markets
Bilans	30.06.2026; cena o 114 dni późniejsza

Spółka wykazywała 1,150 mld akcji wyemitowanych; na 30 września 2026 r. 3,53% stanowiły akcje własne. Model celowo nie wykorzystuje prostego spot outstanding jako mianownika, lecz konserwatywny proxy rozwodniony. Przyszłych buybacków nie kapitalizuje bez równoczesnego odpływu gotówki.

Źródła: [S02] · [S05] · [S06] · [S07] · [S08] · [S13]

3. Model biznesowy i źródła przewagi

Dywizja	Ekonomika	Przewaga / ograniczenie
Express	czasowo określone przesyłki międzynarodowe; wysoki koszt stały sieci	globalne huby i 220+ krajów; duża dźwignia wolumenu
Global Forwarding	pośrednictwo air/ocean/road; przychód częściowo pass-through	skala zakupowa; marże zależą od gross profit, nie nominalnego freight rate
Supply Chain	długie kontrakty magazynowe i transportowe	integracja z klientem i switching costs; kapitałochłonność wdrożeń
eCommerce	krajowe i cross-border parcel networks	gęstość trasy; presja ceny ostatniej mili
P&P Germany	regulowany mail i rosnące parcel	największa sieć krajowa; płace i spadek listów

DHL jest jednocześnie platformą sieciową i portfelem usług. Ta struktura dywersyfikuje popyt, ale nie usuwa cykliczności: Express i Forwarding reagują na handel światowy, Supply Chain na produkcję i outsourcing, a P&P; na regulację i rynek pracy.

Pozycje zarządu: nr 1 w globalnym time-definite international express, nr 3 w air/ocean freight, nr 1 w contract logistics i nr 1 w Parcel Germany. Te twierdzenia są przyjmowane jako dane spółki, a nie niezależne rankingi.

Źródła: [S01] · [S04]

4. Wstępny Q3 2026 i nowy guidance

Pozycja	Q3 2026 preliminary	Znaczenie
Przychody	ok. 22,6 mld EUR; >12% r/r	mocny nominalny kwartał, lecz wymagane pełne rozbicie
EBIT	ok. 1,71 mld EUR; +16% r/r	podnosi pełnoroczny run-rate
FCF ex M&A	ok. 0,9 mld EUR	mocna konwersja gotówki
Capex	ok. 0,9 mld; 9M ok. 2,2 mld	zgodne z całorocznym ok. 3,6 mld
FY2026 Group EBIT	>7,0 mld EUR	podniesione z >6,5 mld
FY2026 FCF ex M&A	>3,2 mld EUR	podniesione; nie tożsame z modelowym FCFF

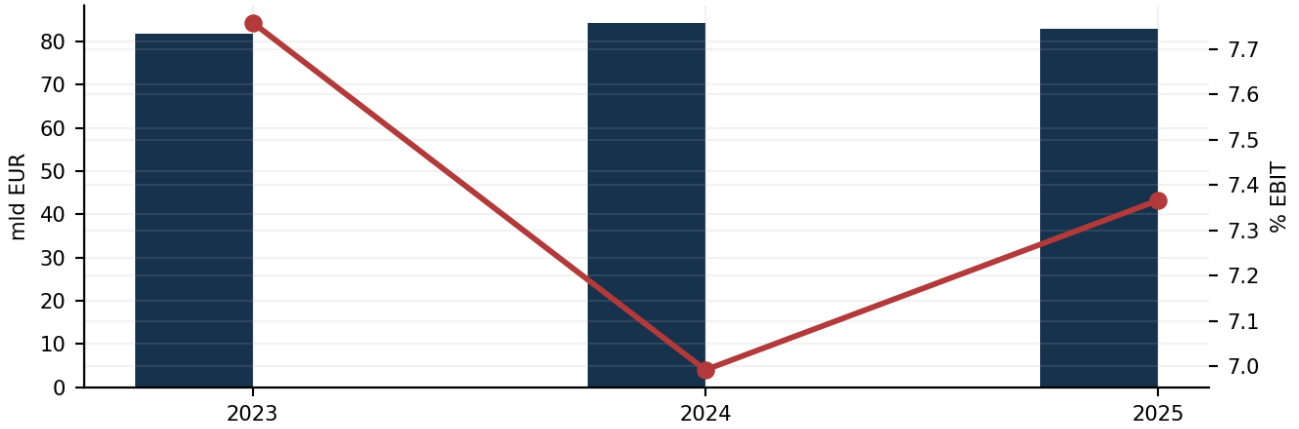
Model używa 7,14 mld EUR raportowanego EBIT 2026E, ale start 2027 normalizuje wysoką bazę Express. Około 250 mln EUR łącznego wsparcia w Q2–Q3 z ograniczonej dostępności capacity nie jest traktowane jako bezterminowe.

Pełny raport Q3/9M zostanie opublikowany 5 listopada. Dlatego segmentowe liczby Q3 mają charakter wstępny, a bieżący raport nie udaje pełnego kwartalnego modelu bilansowego.

Źródła: [S03] · [S09]

5. Historia finansowa: wzrost, marża i gotówka

mln EUR	2023	2024	2025	H1 2026
Przychody	81 758	84 186	82 855	42 787
EBIT	6 343	5 886	6 103	3 335
Marża EBIT	7,8%	7,0%	7,4%	7,8%
D&A + impairment	4 479	4 720	4 867	2 490
CFO	9 258	8 722	9 119	4 697
Capex aktywów własnych	3 370	3 066	2 950	1 336
FCF ex M&A	3 322	2 955	3 201	1 776
Net debt raportowany	17 739	18 998	21 516	22 724



Źródła: [S01] · [S02]

6. Segmenty: historia i baza 2026E

Przychody / EBIT, mln EUR	2023	2024	2025	2026E
Express	24 846 / 3 229	25 134 / 3 084	24 430 / 3 162	27 500 / 4 280
Global Forwarding	19 305 / 1 423	19 649 / 1 074	18 643 / 756	20 200 / 910
Supply Chain	16 958 / 961	17 693 / 1 068	17 778 / 1 161	19 200 / 1 190
eCommerce	6 315 / 290	6 962 / 281	6 884 / 379	6 400 / 230
P&P Germany	16 892 / 870	17 347 / 821	17 874 / 1 032	18 100 / 930
Group Functions / elim.	-2 558 / -430	-2 599 / -442	-2 754 / -387	-3 000 / -400
Grupa	81 758 / 6 343	84 186 / 5 886	82 855 / 6 103	88 400 / 7 140

2026E jest mostem autora, a nie pełnym guidance przychodowym. Segmentowe przychody są brutto wobec eliminacji międzysegmentowych; dlatego nie można interpretować ich sumy przed eliminacjami jako skonsolidowanej sprzedaży.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] | 2026E: estymacja autora

7. Express: największa dźwignia wyniku

Driver	Baza modelu	Ryzyko
TDI weight/day	wzrost wolumenu po mocnym H1; +6% revenue w 2027	globalny trade downturn
Yield i surcharge	normalizacja bez pełnej utraty pricing	spadek premii capacity
Koszt sieci	Fit for Growth i wykorzystanie hubów	paliwo, loty, płace
Marża	2026E 15,6%; do 14,5% w terminalu	ekstrapolacja szczytowej marży byłaby błędem

H1 2026 TDI weight/day wzrosło 3,7%, a Q2 o 9,4%. EBIT H1 1,999 mld EUR zawiera około 150 mln EUR korzyści z ograniczonej capacity; Q3 dołożył szacunkowo kolejne 100 mln EUR. Model odcina część tej renty i nie kapitalizuje pełnej marży 2026.

Najważniejsza obserwacja w Q3/2027: czy wolumen i yield utrzymają EBIT po normalizacji capacity. Negatywny dowód to jednoczesny spadek daily weight, słabszy yield/kg i marża poniżej 13% bez jednorazowych kosztów.

Źródła: [S02] · [S03] · [S04]

8. Global Forwarding, Freight: patrzeć na gross profit

Nominalny przychód Forwarding miesza wolumen z pass-through stawek frachtowych. Lepszy model ekonomiczny śledzi air tonnage i gross profit/tonne, ocean TEU i gross profit/TEU oraz konwersję gross profit do EBIT. Publiczne ujawnienia nie pozwalają odtworzyć całej macierzy miesięcznej, dlatego raport używa przychodu jako proxy i jawnie obniża rangę precyzji.

Miara	2025 / H1 2026	Założenie DCF
EBIT 2025	756 mln EUR; po kosztach restrukturyzacji	powrót do ok. 4,7% marży przez cykl
EBIT H1 2026	404 mln EUR	brak ekstrapolacji jednego półrocza
Przychód 2027	+3,5%	schodzi do 2,0% terminalnie
Cykliczność	air/ocean rates i disruptions	bear: marża niższa o 1 pp

W 2025 r. EBIT zawierał około 84 mln EUR restrukturyzacji. Normalizacja nie oznacza automatycznego powrotu do marż z 2023 r.; zakładamy bardziej konkurencyjne otoczenie i umiarkowaną rentę skali.

Źródła: [S01] · [S02] · [S04]

9. Supply Chain: jakość backlogu ważniejsza od samego wzrostu

Element	Fakt / baza	Kontrola
H1 revenue	+7,7% r/r	czy wzrost jest organiczny i rentowny
Nowe kontrakty	ok. 4,0 mld EUR wartości podpisanej w H1	tempo wdrożeń i koszty start-up
Marża H1	ok. 6,3%	bazowo do 6,6% terminalnie
Wzrost 2027	6,0%	konwergencja do 2,5%
Kapitał	automatyzacja, magazyny, ROU	wzrost musi pokrywać koszt kapitału

Supply Chain ma wyższą przewidywalność niż Forwarding, ale podpisany kontrakt nie jest jeszcze gotówką. Wdrożenia mogą początkowo obniżać marżę i zwiększać capex/working capital. Model nie osobno wycenia backlogu; wartość pojawia się tylko w przychodzie, marży i reinwestycji.

Warunek falsyfikacji: dwa kolejne okresy z wysokimi contract wins, lecz marżą poniżej 6% i słabą konwersją gotówki, bez wiarygodnego mostu kosztów start-up.

Źródła: [S02] · [S04]

10. eCommerce: wzrost organiczny pod maską zmian konsolidacji

Raportowany przychód H1 2026 spadł m.in. przez deconsolidation UK/Iberia; samo porównanie r/r zaniża dynamikę działającej sieci. Model zaczyna od 6,4 mld EUR 2026E, a następnie zakłada 7% wzrostu w 2027, schodzącego do 3%.

Czynnik	Ujęcie
Domestic parcel	wzrost gęstości trasy i skali
Cross-border	wyższy wzrost, lecz większa zmienność i koszty celne
M&A / deconsolidation	oddzielane od organicznego trendu; 2026 baza przeskalowana
Marża	4,0% w 2027 do 5,7% w terminalu
Capex	300–400 mln EUR wskazywane przez zarząd jako średnioterminowy poziom segmentu

Q2 zawierał około 24 mln EUR dodatniego efektu M&A;/deconsolidation, skompensowanego innymi pozycjami. Wycena nie kapitalizuje tego jako powtarzalnej marży.

Źródła: [S02] · [S04]

11. Post & Parcel Germany: dwa przeciwne biznesy

Driver	Baza	Bear signal
Mail Communication	spadek wolumenu mid-single digit	spadek >7% bez kompensacji ceny
Dialogue Marketing	strukturalnie słabszy	brak elastyczności kosztowej
Parcel Germany	wzrost mid-single digit	presja konkurencyjna i gorszy miks
Wynagrodzenia	kompensowane automatyką i ceną	wage inflation > productivity
EBIT	2026E 0,93 mld; stabilizacja ok. 1 mld do 2030	EBIT <0,8 mld przy braku jednorazowych kosztów

Model łączy te przepływy na poziomie ujawnianego segmentu, ale nie zakłada, że wzrost paczek całkowicie eliminuje spadek listów. Przychód rośnie tylko 1% w 2027 i 1,5% terminalnie; marża stopniowo wraca do 5,5%.

Źródła: [S01] · [S02] · [S04]

12. Pozycja konkurencyjna i struktura branży

Siła	Mechanizm	Trwałość
Globalna sieć	hubs, loty, sortownie i customs capabilities	wysoka; wymaga ciągłego capex
Gęstość	więcej przesyłek na trasę obniża unit cost	wysoka lokalnie, lecz cykliczna
Skala zakupowa	capacity i stawki w forwarding	średnia; konkurenci także mają skalę
Relacje kontraktowe	integracja procesów Supply Chain	wysoka przy jakości wykonania
Marka i compliance	zaufanie klientów, handel transgraniczny	wysoka, ale podatna na cyber/incydenty

Konkurencja obejmuje globalne sieci express, spedytorów asset-light, operatorów contract logistics oraz pocztowych incumbents. Wysokie bariery wejścia nie gwarantują wysokiej marży: nadmiar capacity szybko obniża yield, a regulacja ogranicza swobodę cenową P&P.;

Strategiczne wektory do 2030

• handel elektroniczny i cross-border

• healthcare logistics i łańcuch chłodniczy

• new energy i logistyka baterii

• geografie o wzroście powyżej PKB

• AI, automatyzacja i cyfryzacja operacji

Źródła: [S04]

13. Zarządzanie kapitałem i buyback

Priorytet	Ocena
Capex owned assets	ok. 3,6 mld EUR guidance 2026; sieć wymaga dyscypliny zwrotu
Leasing	ekonomicznie część reinwestycji; pokazany w FCFF
Dywidenda	nie wpływa na EV, lecz ogranicza bufor płynności
Buyback	program do 6,5 mld EUR; ok. 5,2 mld zrealizowane do 12.10.2026
M&A	FCF guidance podawany ex M&A; model nie zakłada tworzenia wartości z przyszłych przejęć

Odkup akcji tworzy wartość tylko, gdy cena jest niższa od wartości fundamentalnej i bilans zachowuje elastyczność. Model nie zmniejsza mianownika przyszłymi buybackami bez równoległego odjęcia gotówki. To unika mechanicznego zawyżania wartości na akcję.

KfW posiadało 17,73% kapitału na 30 września. Udział państwowego akcjonariusza może wspierać stabilność, lecz nie jest osobno wyceniany ani traktowany jako gwarancja.

Źródła: [S08] · [S14] · [S01]

14. Jakość zysku i normalizacja 2026

Pozycja	Korekta analityczna
Express capacity Q2/Q3	ok. +250 mln EUR łącznie; nie kapitalizowane w pełni
Supply Chain Q2 2025	ok. +54 mln EUR one-off; usunięte z trendu
eCommerce Q3 2025	ok. +123 mln EUR non-recurring
DGF 2025	ok. -84 mln EUR restrukturyzacji; marża normalizowana stopniowo
P&P 2025	ok. -60 mln EUR restrukturyzacji
H1 cash flow	+416 mln EUR czasowego zwrotu taryfowego IEEPA do przekazania klientom

Raportowany EBIT 2026E 7,14 mld EUR nie jest tym samym co recurring run-rate. Start 2027 uwzględnia spadek części premii Express, ale jednocześnie organiczny wzrost wolumenu i program Fit for Growth. Unikamy zarówno pełnej kapitalizacji szczytu, jak i arbitralnego wyzerowania korzyści skali.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

15. Cash flow i kapitał obrotowy

mln EUR	2023	2024	2025	H1 2026
CFO	9 258	8 722	9 119	4 697
Wpływ working capital	536	-205	-368	-323
Cash PPE/intangibles	3 381	2 936	2 795	1 299
Lease principal	2 445	2 550	2 715	1 287
Raportowany FCF	2 942	2 944	2 295	1 658
FCF ex M&A	3 322	2 955	3 201	1 776

Modelowy FCFF różni się od raportowanego FCF ex M&A;, bo zaczyna od EBIT/NOPAT i stosuje jednolitą konwencję leasingową oraz terminalną reinwestycję. H1 working capital nie jest annualizowany: zawiera sezonowość i przejściowy zwrot 416 mln EUR.

W prognozie przyrost working capital wynosi 8% przyrostu przychodów. Jest to uproszczenie o umiarkowanym znaczeniu wobec leasingu i capex; w kolejnych pełnych wynikach powinno zostać zastąpione component build AR/inventory/AP.

Źródła: [S01] · [S02]

16. Leasing: konwencja i kontrola podwójnego liczenia

DHL ma istotne zobowiązania leasingowe, głównie samoloty, nieruchomości i pojazdy. Wybrano konwencję operacyjną: EBIT zawiera koszt amortyzacji ROU, FCFF dodaje tę amortyzację i odejmuje rzeczywistą spłatę kapitału leasingu. W moście EV–equity nie odejmuje się ponownie lease liabilities.

Pozycja	2025 / H1 2026	Ujęcie DCF
Lease liabilities	14 789 / 15 201 mln EUR	wyłączone z bridge, bo cash leases są w FCFF
Lease principal	2 715 / 1 287 mln EUR	odjęte w FCFF
Lease interest	719 / 396 mln EUR	poza EBIT; operacyjny koszt finansowania odzwierciedla WACC
ROU additions	3 545 / 1 426 mln EUR	nie są gotówkowym capex 1:1
ROU depreciation	część D&A	dodana z powrotem, potem kompensowana lease principal

Kontrola: leasing jest ujęty dokładnie raz. Alternatywna metoda finansowa wymagałaby usunięcia leasingu z FCFF i odjęcia pełnego długu leasingowego w bridge; mieszanie metod zawyżyłoby lub zaniżyło wartość.

Źródła: [S01] · [S02]

17. Bilans, zadłużenie i zobowiązania podobne do długu

30.06.2026, mln EUR	Kwota	Most
Cash and cash equivalents	3 776	w net debt
Current financial assets uwzgl. w net debt	494	w net debt
Bonds	9 949	dług finansowy
Bank borrowings	906	dług finansowy
Lease liabilities	15 201	nie odejmować drugi raz
Inne fin. liabilities + derivatives	974	net debt
Net debt raportowany	22 724	kontrola
Net debt ex leases	7 523	odjęty
Pension deficit	1 560	odjęty
NCI	528	odjęty
Associates	1 067	bez osobnego add-back

Associates nie są dodawane osobno, ponieważ udział w ich wynikach pozostaje w EBIT. Jest to konserwatywne uproszczenie; poprawna wycena SOTP wymagałaby usunięcia udziału w wyniku z EBIT i niezależnej wartości Evri/CTT.

Źródła: [S02]

18. Architektura prognozy 2027–2036

Element	Metoda
Przychody	pięć dywizji + eliminacje; wzrost konwerguje segmentowo
EBIT	marża osobno dla dywizji; Group Functions rośnie 1% rocznie
Podatek	31% w 2027 do 30% w 2036
D&A owned	2,7% do 2,5% przychodu
Capex owned	4,1% do 3,5% przychodu
ROU depreciation	3,1% do 2,8% przychodu
Lease principal	3,1% do 2,8% przychodu
Working capital	8% przyrostu przychodów
Terminal	reinvestment=N O P A T × g / ROIC; blend 2034–2036
Dyskontowanie	mid-year convention od 23.10.2026

FCFF = EBIT × (1−tax) + D&A; owned + D&A; ROU − capex owned − lease principal − ΔNWC. W latach 2034–2036 surowa reinwestycja jest stopniowo łączona z reinwestycją terminalną, aby uniknąć skoku na granicy horyzontu.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] | prognozy: autor

19. Prognoza segmentowa 2027E–2031E

mln EUR	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Express rev	29 150	30 779	32 373	33 916	35 393
Express EBIT	4 537	4 754	4 962	5 158	5 341
Global Forwarding, Freight rev	20 907	21 604	22 288	22 957	23 607
Global Forwarding, Freight EBIT	942	978	1 014	1 049	1 084
Supply Chain rev	20 352	21 494	22 616	23 710	24 763
Supply Chain EBIT	1 261	1 342	1 422	1 501	1 579
eCommerce rev	6 848	7 297	7 743	8 182	8 609
eCommerce EBIT	246	279	314	351	390
Post & Parcel Germany rev	18 281	18 474	18 679	18 897	19 128
Post & Parcel Germany EBIT	939	957	975	994	1 014
Group Functions i eliminacje rev	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000
Group Functions i eliminacje EBIT	-404	-408	-412	-416	-420
Grupa revenue	92 538	96 648	100 699	104 661	108 501
Grupa EBIT	7 521	7 902	8 275	8 638	8 987
Marża EBIT	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%

Największa część przyrostu EBIT pochodzi z Express i Supply Chain; eCommerce dokłada wzrost, lecz z mniejszej bazy. P&P; jest traktowany jako stabilizator, nie silnik ekspansji.

20. Prognoza segmentowa 2032E–2036E

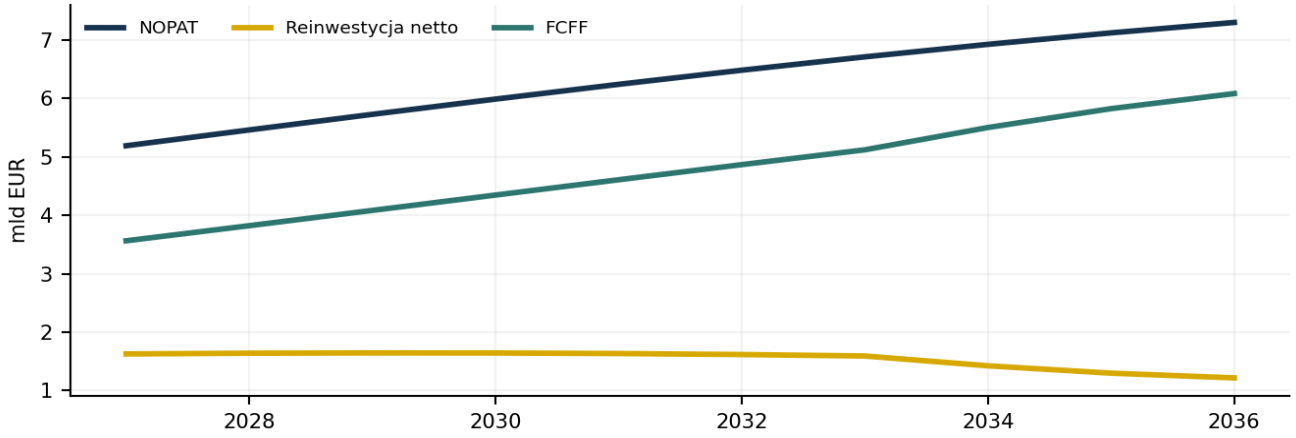
mln EUR	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Express rev	36 789	38 089	39 278	40 343	41 271
Express EBIT	5 508	5 658	5 788	5 897	5 984
Global Forwarding, Freight rev	24 237	24 843	25 422	25 973	26 492
Global Forwarding, Freight EBIT	1 118	1 151	1 184	1 215	1 245
Supply Chain rev	25 768	26 712	27 588	28 385	29 095
Supply Chain EBIT	1 655	1 727	1 796	1 861	1 920
eCommerce rev	9 020	9 411	9 777	10 114	10 417
eCommerce EBIT	430	470	512	553	594
Post & Parcel Germany rev	19 373	19 631	19 903	20 191	20 494
Post & Parcel Germany EBIT	1 034	1 056	1 079	1 102	1 127
Group Functions i eliminacje rev	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000
Group Functions i eliminacje EBIT	-425	-429	-433	-437	-442
Grupa revenue	112 186	115 686	118 969	122 006	124 769
Grupa EBIT	9 321	9 634	9 925	10 191	10 429
Marża EBIT	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%

Do 2036 r. wzrost grupy schodzi do 2,3%, a marża EBIT do 8,36%. Nie zakładamy nieograniczonej ekspansji marży mimo skali; terminalny ROIC 12% wymaga stałej reinwestycji.

21. FCFF: pełny harmonogram i uzgodnienie

mln EUR	27E	28E	29E	30E	31E
EBIT	7 521	7 902	8 275	8 638	8 987
NOPAT	5 190	5 461	5 728	5 989	6 241
D&A razem	5 367	5 552	5 729	5 896	6 052
Capex+lease principal	6 663	6 862	7 049	7 222	7 378
ΔNWC	331	329	324	317	307
Reinwestycja netto	1 627	1 639	1 644	1 643	1 633
FCFF	3 563	3 822	4 084	4 346	4 608
PV FCFF	3 391	3 383	3 363	3 329	3 284

mln EUR	32E	33E	34E	35E	36E
NOPAT	6 483	6 712	6 926	7 122	7 300
Reinwestycja netto	1 616	1 591	1 423	1 297	1 217
FCFF	4 867	5 121	5 502	5 825	6 083
PV FCFF	3 226	3 157	3 156	3 108	3 019



22. WACC: źródła, mechanika i bufor

Komponent	Wartość	Źródło / ocena
Risk-free EUR	3,3%	10Y Bund, 22.10.2026
Implied ERP	3,9%	Damodaran, 01.10.2026
Beta	0,86	Transportation sector; nie własna regresja
Company risk premium	0,2%	jawny bufor autora
Cost of equity	6,9%	CAPM + bufor
Pre-tax cost of debt	4,5%	estymacja krańcowa
Mechaniczny WACC	6,3%	rynkowe wagi z proxy długu
WACC modelu	7,5%	konserwatywny bufor ponad mechanikę

Mechaniczny WACC 6,33% nie jest traktowany jako punktowy fakt. Brak własnej regresji beta, pełnej krzywej długu i instytucjonalnego feedu cenowego uzasadnia 117 pb bufora w bazie. Scenariusze używają 6,7%, 7,5% i 8,5%.

Źródła: [S10] · [S11] · [S12] · [S07]

23. Wartość terminalna i ekonomiczna spójność

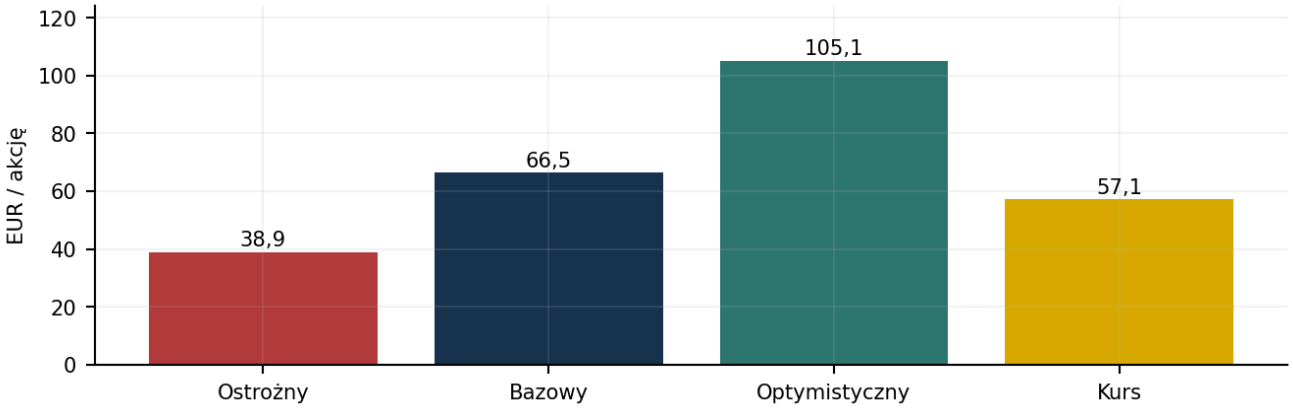
Parametr	Baza	Kontrola
Terminal growth	2,0%	poniżej WACC i zbliżone do nominalnego dojrzałego wzrostu
Terminal ROIC	12,0%	poniżej bieżącego ROIC; zakłada konwergencję
Terminal NOPAT	7 446 mln EUR	2037, po wzroście
Terminal reinvestment	1 241 mln EUR	NOPAT × g / ROIC
Terminal FCFF	6 205 mln EUR	NOPAT − reinwestycja
PV terminal value	52 091 mln EUR	61,6% EV
PV explicit FCFF	32 417 mln EUR	38,4% EV

Udział terminalu 61,6% nie przekracza wewnętrznego progu 70%, ale nadal jest materialny. Dlatego raport pokazuje macierz WACC/g i scenariusze operacyjne, a nie jedną pozornie precyzyjną wartość.

24. Most EV–equity i scenariusze

Most bazowy, mln EUR	Kwota
PV explicit FCFF	32 417
PV terminal value	52 091
Enterprise value	84 508
− net financial debt ex leases	7 523
− pension deficit	1 560
− NCI	528
Equity value	74 897
Diluted shares, mln	1 126,325
Wartość bazowa / akcję	66,50 EUR

Scenariusz	WACC	g	ROIC	Wartość / akcję	vs kurs
Ostrożny	8,5%	1,5%	9,0%	38,93 EUR	-31,8%
Bazowy	7,5%	2,0%	12,0%	66,50 EUR	16,4%
Optymistyczny	6,7%	2,5%	15,0%	105,11 EUR	84,0%



25. Wrażliwość WACC / g i reverse DCF

WACC \ g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
6,5%	77,93	80,70	84,12	88,44	94,04
7,0%	70,05	72,02	74,41	77,37	81,11
7,5%	63,43	64,82	66,50	68,54	71,07
8,0%	57,78	58,76	59,92	61,33	63,05
8,5%	52,91	53,58	54,38	55,34	56,50
9,0%	48,67	49,12	49,65	50,29	51,05
9,5%	44,95	45,23	45,56	45,97	46,45

Reverse DCF	Wynik	Interpretacja
Implied WACC	8,24%	kurs przy bazowej operacji
Jednolity growth delta	-1,74 pp	zmiana rocznego wzrostu segmentów
Jednolity margin delta	-0,91 pp	zmiana marż segmentów
Tolerancja solvera	<0,01 EUR	bisection 100 iteracji

Reverse DCF nie mówi, który scenariusz jest prawdziwy. Pokazuje zestaw parametrów zgodnych z ceną 57,12 EUR: około 8,24% WACC albo trwałe obniżenie wzrostu/marż wobec bazy. Dla P&P; nie interpretujemy growth delta jako dosłownego wzrostu mail; to algebraiczny stress test całej grupy.

26. Katalizatory, ryzyka i testy falsyfikacji

Data / obszar	Potwierdzone wydarzenie	Co obserwować
05.11.2026	Q3/9M 2026	pełne segmenty, cash flow, working capital, guidance
05.03.2027	FY2026	wynik, nowy mid-term review, kapitał i buyback
Express	brak jednej daty	TDI weight/day, yield/kg, marża po capacity effect
Supply Chain	kwartalnie	contract wins, start-up costs, marża
P&P	kwartalnie/regulacyjnie	mail volume, parcel yield, wage/productivity
Bilans	każdy raport	net debt ex leases, pensje, cash conversion

Ryzyka przekrojowe

• globalna recesja handlowa i nadmiar capacity

• szybka normalizacja freight rates i yield

• regulacja, płace i strajki w Niemczech

• cyberatak lub awaria hubu

• sankcje i zakłócenia geopolityczne

• nietrafione M&A lub za szybki buyback

• WACC wyższy od bazy i presja walutowa

Teza bazowa jest falsyfikowana, jeśli po pełnych wynikach 2026/2027 spółka nie potwierdzi organicznego wzrostu sieci, marża Express spadnie poniżej 13% bez przejściowych kosztów, Supply Chain utrzyma marżę <6%, a FCF ex M&A; nie pokryje dywidendy i reinwestycji bez wzrostu zadłużenia.

Źródła: [S03] · [S09] · [S14]

27. Źródła, metoda i ślad audytowy

S01 — DHL Group Annual Report 2025 | stan: 2026-03-05 | FY2023-FY2025: rachunek wynikow, bilans, cash flow, segmenty, leasing, akcje i ryzyka

S02 — DHL Group Half-year Report 2026 | stan: 2026-08-05 | H1 2026: wyniki, segmenty, bilans, cash flow, net debt i rozwodnienie

S03 — DHL raises FY2026 guidance; preliminary Q3 | stan: 2026-10-16 | EBIT >7,0 mld EUR, FCF ex M&A >3,2 mld EUR, capex ok. 3,6 mld EUR; Q3 preliminary

S04 — DHL Group August 2026 Roadshow Presentation | stan: 2026-08-31 | pozycje rynkowe, Strategy 2030, segment drivers, target margins

S05 — DHL Group share information | stan: 2026-10-23 | ticker, ISIN, liczba akcji i rynek

S06 — Deutsche Boerse issuer page — DHL | stan: 2026-10-23 | identyfikacja instrumentu i notowanie Xetra

S07 — DHL delayed price history | stan: 2026-10-23 | zamkniecie 22.10.2026: 57,12 EUR; dostawca wtorny

S08 — DHL shareholder structure | stan: 2026-09-30 | 1,15 mld akcji; 3,53% treasury shares; KfW 17,73%

S09 — DHL financial calendar | stan: 2026-10-23 | Q3/9M 2026: 05.11.2026; FY2026: 05.03.2027

S10 — Deutsche Bundesbank daily yield curve | stan: 2026-10-22 | 10Y Bund 3,34% jako nominalny EUR risk-free proxy

S11 — Damodaran implied ERP update | stan: 2026-10-01 | default-adjusted implied ERP 3,92%

S12 — Damodaran sector betas | stan: 2026-01-05 | Transportation sector beta; model uses 0,86

S13 — MSCI Germany Index | stan: 2026-09-30 | Germany in developed-markets index family

S14 — DHL share buyback programme | stan: 2026-10-12 | programme up to 6,5 mld EUR; 5,2 mld EUR completed

Ślad modelu

Repozytorium raportu zawiera inputs.json, plan.json, model.py, model-results.json, run-log.json, formułowy banker workbook z manifestem, PDF, metadata.json, manifest.json i audit-results.json. Model deterministyczny wykonał 36 kontroli; oddzielny audyt ponownie oblicza PV, terminal i bridge oraz sprawdza każdy render strony.

Skoroszyt formułowy jest materiałem pomocniczym i ma ograniczenia: szablon pokazuje sześć lat prognozy oraz mapuje łączny NWC do pojedynczego bucketu. Nadrzędnym źródłem liczb publikowanego PDF jest dziesięcioletni model segmentowy model.py.