

BESTIMMUNG DES KORREKTURFAKTORS NACH § 44 ABS. 2 POSTG

17. AUGUST 2026

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	4
1.1	Hintergrund und Zielsetzung	4
1.2	Ausgangslage	5
1.3	Struktur des Gutachtens	6
2	Methodischer Analyseansatz	7
2.1	Grundlogik	7
2.2	Auswahl repräsentativer Aktienindizes	8
2.2.1	Europäischer repräsentativer Aktienindex	8
2.2.2	Definition der Indexstichproben für repräsentativen Aktienindex	9
2.3	Ermittlung der Markttrendite	10
2.4	Methodische Ansätze zur Herleitung des Korrekturfaktors	11
2.4.1	Direkter Ansatz	11
2.4.2	Indirekter Ansatz	12
2.4.3	Methodische Einordnung	13
3	Analyse des Gesamtmarktes – Repräsentativer europäischer Aktienindex	14
3.1	Stabilität der EBIT-Margen	14
3.2	Sektorale Repräsentativität der Indizes	17
3.3	Auswahl des Referenzindex	18
4	Ableitung des Korrekturfaktors	20
4.1	Charakterisierung des regulierten Postbereichs	20
4.2	Festlegung von Auswahlkriterien für Vergleichssektoren/-unternehmen	21
4.2.1	Kriterien im direkten Ansatz	22
4.2.2	Kriterien im indirekten Ansatz	23
4.3	Anpassung für Ausreißer	23
4.4	Auswahl vergleichbarer Sektoren und Industriegruppen	23
4.5	Herleitung des Korrekturfaktors	29
4.5.1	Direkter Ansatz	29
4.5.2	Indirekter Ansatz	32

4.5.3	Ableitung der Bandbreite für den Gewinnaufschlag	34
5	Bewertung und Fazit	36
5.1	Einordnung des bisherigen Korrekturfaktors	36
5.2	Methodische Bewertung	36
	Anhang A Ergänzende Auswertungen zur EBIT-Marge	38
	Anhang B Unternehmen und Ausschlüsse	40

1 Einführung

1.1 Hintergrund und Zielsetzung

Im Rahmen des Maßgrößenverfahrens ist gemäß § 44 Abs. 2 des Postgesetzes (PostG) ein Korrekturfaktor zu bestimmen, mit dem die aus einem repräsentativen europäischen Aktienindex abgeleitete Umsatzrendite an das spezifische Risikoprofil des regulierten Postbereichs¹ angepasst wird. Im letzten Maßgrößenverfahren (BK5-24/003) wurde mit Verweis auf die Gesetzesbegründung dieser Korrekturfaktor pauschal mit 50 % angesetzt.²

Mit Blick auf das Maßgrößenverfahren 2026 besteht die Aufgabe darin, den Korrekturfaktor methodisch fundiert, empirisch nachvollziehbar und reproduzierbar herzuleiten. Im Mittelpunkt steht die Frage, in welchem Umfang sich das Risiko der regulierten Posttätigkeit vom Risiko der im Referenzindex enthaltenen Unternehmen unterscheidet und wie dieser Unterschied quantitativ in einen Korrekturfaktor überführt werden kann.

Frontier Economics (im weiteren „Frontier“) wurde von der Bundesnetzagentur mit der Ableitung eines Korrekturfaktors beauftragt. Ziel dieses Gutachtens ist die Entwicklung eines konsistenten Verfahrens zur Bestimmung des Korrekturfaktors, wobei insbesondere folgende Fragen untersucht werden sollen:

- Welche europäischen Aktienindizes als repräsentative Vergleichsgrundlage geeignet sind;
- Welche strukturellen und regulatorischen Merkmale den regulierten Postbereich prägen;
- Welche Risikounterschiede zwischen regulierter Posttätigkeit und Gesamtmarkt bestehen;
- Wie diese Risikounterschiede empirisch gemessen und in einen Korrekturfaktor überführt werden können; und
- Welche Bandbreite für den Korrekturfaktor auf Grundlage der betrachteten Ansätze sachgerecht erscheint.

Das Gutachten soll ein transparentes und wiederholbares Verfahren bereitstellen, das sowohl für das laufende Maßgrößenverfahren als auch für zukünftige Verfahren anwendbar ist.

¹ Mit reguliertem Postbereich werden im vorliegenden Gutachten die dem Maßgrößenverfahren unterliegenden Postdienstleistungen bezeichnet, die wirtschaftlich durch den Unternehmensbereich Post & Paket Deutschland der Deutsche Post AG abgebildet werden. Siehe DHL Group (2025). *Geschäftsbericht 2025*. S.29 ff. Verfügbar unter: <https://group.dhl.com/content/dam/deutschepostdhl/de/media-center/investors/documents/geschaeftsberichte/DHL-Group-Geschaeftsbericht-2025.pdf> [abgerufen am 10.06.2026].

² Vgl. Bundesnetzagentur (2024). *Beschluss BK5-24/003 vom 11.11.2024, öffentliche Fassung*, Ziff. 7.3.2.2.3, S. 77. Verfügbar unter: https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1_GZ/BK5-GZ/2024/BK5-24-0003/BK5-24-0003_Beschluss_DL_BF.pdf?blob=publicationFile&v=4 [abgerufen am 10.07.2026].

1.2 Ausgangslage

Die Bundesnetzagentur hat im Beschluss BK5-24/003 den angemessenen Gewinnzuschlag der Deutschen Post AG³ im Rahmen der Price-Cap-Regulierung⁴ ab dem 1. Januar 2025 bis zum 31.12.2026 auf 6,56 % festgelegt. Grundlage dieser Entscheidung war die durchschnittliche Umsatzrendite der im EURO STOXX 50 enthaltenen Unternehmen über einen Zeitraum der letzten zehn abgeschlossenen Geschäftsjahre. Finanzdienstleister wurden entsprechend § 44 Abs. 2 PostG⁵ nicht berücksichtigt.

Als Umsatzrendite wird im Folgenden entsprechend der letzten Maßgrößenentscheidung die EBIT-Marge verwendet. Diese ergibt sich aus dem Verhältnis des Ergebnisses der betrieblichen Tätigkeit vor Zinsen und Steuern, englisch *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT), zum Umsatz. In der letzten Maßgrößenentscheidung wurde für die Unternehmen des EURO STOXX 50 ohne Finanzdienstleister über den Zeitraum 2014 bis 2023 eine durchschnittliche Umsatzrendite von 13,11 % zugrunde gelegt. Aus dem dort angesetzten Korrekturfaktor von 50 % ergab sich ein Gewinnzuschlag von 6,56 %.

Für das Maßgrößenverfahren 2026 soll der Korrekturfaktor nicht fortgeschrieben, sondern methodisch hergeleitet werden. Aus dem gesetzlichen Maßstab des § 44 Abs. 2 PostG sowie dem Ziel einer transparenten und belastbaren Bestimmung des Gewinnzuschlags leiten wir hierfür drei zentrale Anforderungen ab:

1. Die Wahl des Referenzindex muss nachvollziehbar begründet werden.
2. Die Risikounterschiede zwischen regulierter Posttätigkeit und Gesamtmarkt müssen systematisch identifiziert und empirisch geprüft werden.
3. Die quantitative Ableitung des Korrekturfaktors muss transparent, reproduzierbar und robust gegenüber methodischen Einzeleffekten sein.

³ Die Bezeichnungen Deutsche Post AG, DHL AG und DHL Group sind zu unterscheiden. Zum Zeitpunkt des Beschlusses BK5-24/003 war die Deutsche Post AG die vom Maßgrößenverfahren betroffene rechtliche Einheit. Der Konzern tritt nach außen als DHL Group auf. Im Rahmen der geplanten Modernisierung der Konzernstruktur soll die börsennotierte Muttergesellschaft künftig unter DHL AG firmieren. Die Division Post & Paket Deutschland soll auf eine nicht börsennotierte Tochtergesellschaft übertragen werden, die im Zielzustand unter dem Namen Deutsche Post AG geführt werden soll. Im vorliegenden Gutachten wird die Bezeichnung Deutsche Post AG verwendet, soweit auf die vom Maßgrößenverfahren betroffene Einheit bzw. den regulierten Postbereich abgestellt wird. Konzern- und Geschäftsberichtsangaben beziehen sich demgegenüber auf die DHL Group. Vgl. DHL Group (2026). *Modernisierung der Konzernstruktur*. Verfügbar unter: <https://group.dhl.com/de/ueber-uns/der-konzern/strategie/modernisierung-konzernstruktur.html> [abgerufen am 10.06.2026].

⁴ Im Price-Cap-Verfahren wird für einen definierten Korb regulierter Leistungen ein zulässiger Preisänderungsspielraum festgelegt; erwartete Mengenentwicklungen können in die Maßgrößenbestimmung einfließen. Vgl. Bundesnetzagentur (2024). Beschluss BK5-24/003 vom 11. November 2024 zur Zusammenfassung von Dienstleistungen und Vorgabe von Maßgrößen für die Price-Cap-Regulierung ab 1. Januar 2025. Verfügbar unter: https://www.bundesnetzagentur.de/DE/Beschlusskammern/1_GZ/BK5-GZ/2024/BK5-24-0003/BK5-24-0003_Beschluss.html [abgerufen am 10.06.2026].

⁵ Vgl. Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (2024). § 44 Abs. 2 PostG. Verfügbar unter: https://www.gesetze-im-internet.de/postg_2024/_44.html [abgerufen am 10.06.2026].

1.3 Struktur des Gutachtens

Das Gutachten ist wie folgt aufgebaut:

- In **Kapitel 2** erläutern wir die methodische Grundlogik und die betrachteten Ansätze zur Herleitung des Korrekturfaktors.
- In **Kapitel 3** untersuchen wir die Eignung verschiedener europäischer Aktienindizes und begründen die Auswahl eines Referenzindex.
- In **Kapitel 4** leiten wir aus den Merkmalen des regulierten Postbereichs Auswahlkriterien für vergleichbare Unternehmen bzw. Sektoren ab und bestimmen auf dieser Grundlage eine Bandbreite für den Korrekturfaktor.
- In **Kapitel 5** ordnen wir diese Bandbreite ein und fassen die wesentlichen Schlussfolgerungen zusammen.

2 Methodischer Analyseansatz

2.1 Grundlogik

Mit dem Korrekturfaktor wird die marktübliche Umsatzrendite aus einem repräsentativen europäischen Aktienindex an das geringere Risiko der regulierten Posttätigkeit angepasst. Methodisch beantworten wir daher zwei Fragen getrennt:

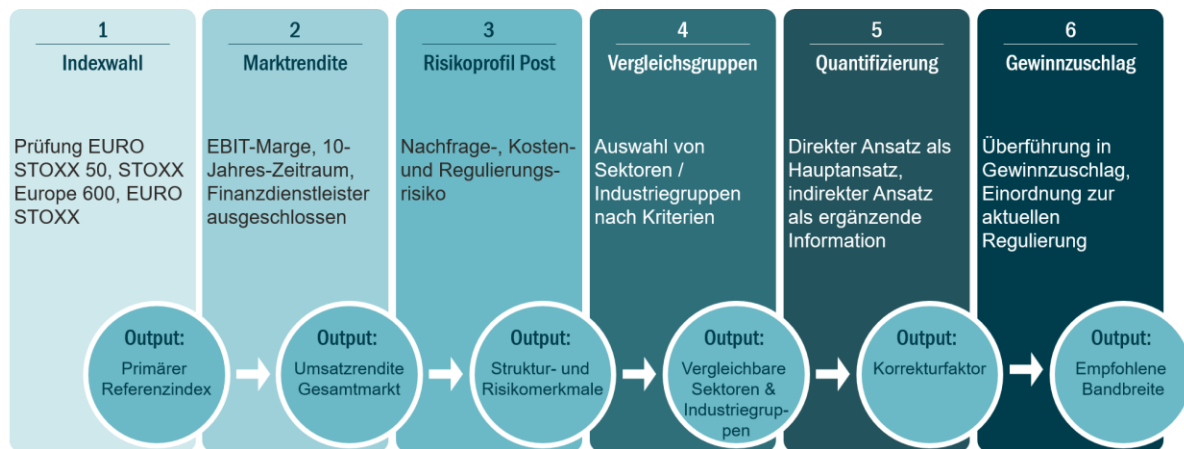
- Welche Umsatzrendite bildet den Gesamtmarkt angemessen ab?
- In welchem Verhältnis steht das Risiko der regulierten Posttätigkeit zum Risiko dieses Gesamtmarkts?

Unsere Analyse folgt dabei einer transparenten Methodik:

1. **Referenzindex bestimmen:** Zunächst prüfen wir, welcher europäische Aktienindex die marktübliche Umsatzrendite am robustesten und repräsentativsten abbildet;
2. **Markttrendite ermitteln:** Für den gewählten Index bestimmen wir die durchschnittliche Umsatzrendite auf Basis der EBIT-Marge;
3. **Risikoprofil des regulierten Postbereichs bestimmen:** Anschließend identifizieren wir die strukturellen und regulatorischen Merkmale, die das Risiko des regulierten Postbereichs gegenüber dem Gesamtmarkt reduzieren oder erhöhen;
4. **Vergleichsgruppen ableiten:** Auf dieser Grundlage identifizieren wir Unternehmen bzw. Sektoren, die dem regulierten Postbereich in Struktur und Risikoprofil möglichst nahekommen;
5. **Risikounterschied quantifizieren:** Den Unterschied zwischen Gesamtmarkt, Vergleichsgruppen und reguliertem Postbereich quantifizieren wir über direkte Renditevergleiche und indirekte Risikomaße;
6. **Korrekturfaktor ableiten:** Die Ergebnisse verdichten wir zu einer sachgerechten Bandbreite.

Die Methodik für unseren Analyseansatz ist in Abbildung 1 dargestellt. Die zentrale Herausforderung besteht darin, dass die betrachteten Aktienindizes keine Unternehmen enthalten, die ausschließlich regulierte Postdienstleistungen erbringen. Der Risikounterschied muss daher über empirisch beobachtbare Vergleichsgruppen und nachvollziehbare Risikomaße approximiert werden.

Abbildung 1 Methodik für Analyseansatz



Quelle: Frontier.

2.2 Auswahl repräsentativer Aktienindizes

2.2.1 Europäischer repräsentativer Aktienindex

Für die Bestimmung der marktüblichen Umsatzrendite und des Korrekturfaktors bestimmen wir zunächst einen repräsentativen europäischen Aktienindex. Ein geeigneter Index sollte drei Anforderungen erfüllen:

- **Robustheit gegenüber Einzeleffekten:** Der Index sollte eine hinreichend große Anzahl an Unternehmen enthalten, damit einzelne Ausreißer oder unternehmensspezifische Sondereffekte das Ergebnis nicht unverhältnismäßig beeinflussen.
- **Breite wirtschaftliche Abdeckung:** Der Index sollte die allgemeine Wirtschaftsentwicklung möglichst umfassend widerspiegeln.
- **Sektorale Repräsentativität:** Der Index sollte relevante Wirtschaftssektoren abdecken und innerhalb der Sektoren ausreichend viele Unternehmen enthalten.

Neben dem bislang verwendeten EURO STOXX 50 betrachten wir daher den STOXX Europe 600 sowie den EURO STOXX als breitere europäische Indizes. Beide Indizes bieten gegenüber dem EURO STOXX 50 eine größere Unternehmensbasis und reduzieren dadurch die Sensitivität gegenüber einzelnen Unternehmen.

Die Verwendung eines breiteren Index ist auch deshalb sachgerecht, weil der Korrekturfaktor nicht nur das Risiko einzelner besonders profitabler oder besonders schwankungsanfälliger Unternehmen abbilden soll. Vielmehr soll er die Differenz zwischen dem regulierten Postbereich und einem repräsentativen europäischen Gesamtmarkt erfassen. Je breiter und sektoral ausgewogener der Referenzindex ist, desto geringer ist das Risiko, dass der ermittelte Korrekturfaktor durch einzelne Branchen oder Unternehmen verzerrt wird.

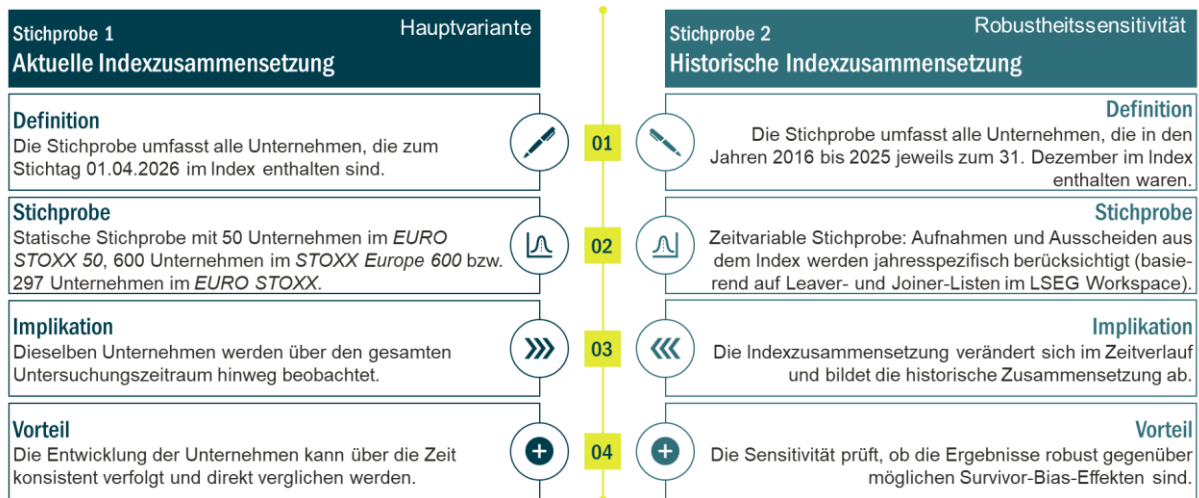
2.2.2 Definition der Indexstichproben für repräsentativen Aktienindex

Die Zusammensetzung der betrachteten Aktienindizes ist vorgegeben. Für die empirische Berechnung ist jedoch festzulegen, ob die Analyse auf der aktuellen Indexzusammensetzung oder auf der jeweiligen historischen Indexzusammensetzung im Betrachtungszeitraum basiert. Daher betrachten wir zwei Stichprobenabgrenzungen: eine statische Stichprobe und eine historische Stichprobe.

Für die weitere Ableitung verwenden wir die statische Stichprobe auf Basis der aktuellen Indexzusammensetzung als Hauptvariante. Sie bildet den zum Analysezeitpunkt relevanten europäischen Aktienindex ab und ermöglicht einen konsistenten Vergleich derselben Unternehmen über den gesamten Betrachtungszeitraum. Dies steht zudem im Einklang mit § 44 Abs. 2 PostG, wonach die Unternehmensauswahl stichtagsbezogen anhand der in einem repräsentativen europäischen Aktienindex geführten Unternehmen erfolgt und der Betrachtungszeitraum zur Verfestigung des Gewinnzuschlags die vergangenen zehn Jahre umfasst. Die historische Stichprobe weisen wir ergänzend als Robustheitssensitivität aus. Damit prüfen wir, ob die Ergebnisse auch dann belastbar bleiben, wenn Veränderungen der Indexzusammensetzung im Zeitverlauf berücksichtigt werden.

- **Hauptvariante „statische Stichprobe auf Basis der aktuellen Indexzusammensetzung“:** Diese Abgrenzung umfasst alle Unternehmen, die zum Analysezeitpunkt im jeweiligen Index enthalten sind. Für diese Unternehmen werden die historischen Finanzkennzahlen über den gesamten Untersuchungszeitraum ausgewertet. Der Vorteil dieses Vorgehens liegt darin, dass die Markttrendite und die Vergleichsgruppen auf einer eindeutig definierten, aktuellen und reproduzierbaren Unternehmensbasis beruhen.
- **Robustheitssensitivität „zeitvariable Stichprobe auf Basis der historischen Indexzusammensetzung“:** Diese Abgrenzung umfasst jeweils die Unternehmen, die zum Ende eines Geschäftsjahres tatsächlich im jeweiligen Index enthalten waren. Sie bildet die historische Indexrealität genauer ab und dient als Sensitivität zur Prüfung, ob die Ergebnisse von der gewählten Stichprobenabgrenzung abhängen. Sie ersetzt jedoch nicht die Hauptvariante, weil die konkrete Vergleichsbasis über die Jahre wechselt und dadurch weniger leicht nachvollziehbar ist.

Abbildung 2 Definition der Indexstichproben



Quelle: Frontier.

Hinweis: Die historische Indexzusammensetzung wird anhand von Leaver- und Joiner-Listen rekonstruiert. Diese zeigen, welche Unternehmen im jeweiligen Jahr aus dem Index ausgeschieden sind (Leaver) bzw. neu in den Index aufgenommen wurden (Joiner).

Im Folgenden stellen wir die Ergebnisse für die aktuelle Indexzusammensetzung als Hauptvariante dar. Ergebnisse auf Basis der historischen Indexzusammensetzung ziehen wir ergänzend heran, um die Robustheit der Schlussfolgerungen zu prüfen. Für die Ableitung der empfohlenen Bandbreite ist daher relevant, ob die Hauptvariante durch die historische Sensitivität bestätigt und nicht grundlegend in Frage gestellt wird.

2.3 Ermittlung der Markttrendite

Für die Analyse verwenden wir Unternehmensdaten europäischer Aktienindizes für die letzten zehn abgeschlossenen Geschäftsjahre von 2016 bis 2025. Der Zehnjahreszeitraum knüpft an den § 44 Abs. 2 des Postgesetzes (PostG) und der darauf basierenden regulatorischen Anwendung an, nach der für die Bestimmung der durchschnittlichen Umsatzrendite der Zeitraum der jeweils letzten zehn Jahre zugrunde gelegt wird. Als zentrale Renditekennzahl verwenden wir die EBIT-Marge, definiert als:

$$\text{EBIT-Marge} = \text{EBIT} / \text{Umsatz}$$

Die EBIT-Marge ist für die vorliegende Fragestellung geeignet, weil sie die operative Profitabilität vor Finanzierungskosten und Steuern abbildet. Dadurch werden Unterschiede in Kapitalstruktur, Verschuldung, Zinssätzen und nationalen Steuersystemen weitgehend ausgeblendet. Dies ist für einen europäischen Unternehmensvergleich sachgerecht, da der Korrekturfaktor nicht Finanzierungsentscheidungen einzelner Unternehmen, sondern operative Risiko- und Renditeunterschiede erfassen soll.

Die Verwendung der EBIT-Marge bedeutet nicht, dass Finanzierungskosten regulatorisch irrelevant wären. Für die hier vorzunehmende risikobereinigte Umsatzrenditebetrachtung ist

jedoch eine operative Vergleichskennzahl vorzugswürdig, da der Korrekturfaktor operative Risiko- und Renditeunterschiede zwischen dem regulierten Postbereich und den Vergleichsunternehmen erfassen soll.

Finanzunternehmen schließen wir entsprechend der Vorgabe des § 44 Abs. 2 PostG aus der Analyse aus. Dies ist auch sachlich geboten, da deren Geschäftsmodelle, Bilanzstrukturen und Ergebniskennzahlen nicht mit operativen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen vergleichbar sind. Die Datengrundlage bildet LSEG Workspace, ehemals Refinitiv Workspace. Wir haben die Daten am 13.05.2026 aus LSEG Workspace heruntergeladen und die aktuelle Indexmitgliedschaft mit Stand vom 01.04.2026 abgegrenzt.

2.4 Methodische Ansätze zur Herleitung des Korrekturfaktors

Zur Quantifizierung des Risikounterschieds zwischen dem **regulierten Postbereich und den im Aktienindex enthaltenen Unternehmen** betrachten wir zwei Ansätze.

- Der **direkte** renditebasierte Ansatz ist der Hauptansatz unserer Analyse, weil er unmittelbar an die gesetzliche Logik der Umsatzrendite anknüpft.
- Den **indirekten** volatilitätsbasierten Ansatz verwenden wir ergänzend, um zu prüfen, ob die aus dem direkten Ansatz abgeleitete Risikoreduktion auch durch eine explizite Betrachtung der Ergebnisstabilität gestützt wird.

2.4.1 Direkter Ansatz

Im direkten Ansatz leiten wir den Korrekturfaktor unmittelbar aus dem Verhältnis der Umsatzrenditen des Gesamtmarkts und einer Vergleichsgruppe ab. Dazu identifizieren wir Sektoren und Industriegruppen, deren Nachfrage-, Kosten- und Risikostruktur dem regulierten Postbereich möglichst nahekommt. Anschließend stellen wir die EBIT-Marge dieser Vergleichsgruppe der EBIT-Marge des Gesamtmarkts gegenüber. Aufgrund dieser unmittelbaren Anknüpfung an die Umsatzrendite bildet der direkte Ansatz die zentrale Grundlage für die Ableitung des empfohlenen Gewinnzuschlags.

Der Korrekturfaktor ergibt sich als:

$$\text{Korrekturfaktor} = \text{EBIT-Marge Vergleichsgruppe} / \text{EBIT-Marge Gesamtmarkt}$$

Ein Wert unter 1 zeigt an, dass die Vergleichsgruppe eine niedrigere operative Umsatzrendite aufweist als der Gesamtmarkt. Wird diese Vergleichsgruppe als risikoärmer bzw. strukturell näher am regulierten Postbereich eingestuft, kann daraus ein niedrigerer angemessener Gewinnzuschlag abgeleitet werden.

Der direkte Ansatz ist transparent, reproduzierbar und besonders anschlussfähig an die Umsatzrenditebetrachtung des PostG. Die beobachtete EBIT-Marge bildet zwar nicht ausschließlich das Risiko ab, sondern kann auch durch Marktstruktur, Wettbewerb,

Geschäftsmodell oder Sondereffekte beeinflusst sein. Deshalb grenzen wir die Vergleichsgruppe vorab anhand struktureller und risikobezogener Kriterien ein.

2.4.2 Indirekter Ansatz

Der indirekte Ansatz setzt nicht am Renditeniveau an, sondern an der Schwankungsbreite der Ergebnisentwicklung. Wir untersuchen dabei, wie volatil die EBIT-Marge des regulierten Postbereichs im Verhältnis zu strukturell vergleichbaren Unternehmen ist. Die Volatilität messen wir anhand der Standardabweichung der jährlichen EBIT-Margen über den betrachteten Zehnjahreszeitraum. Eine geringere Ergebnisvolatilität interpretieren wir als Hinweis auf ein geringeres operatives Risiko.

Der Korrekturfaktor ergibt sich aus dem Verhältnis der Standardabweichung der EBIT-Marge des regulierten Postbereichs zur Standardabweichung der EBIT-Marge der Vergleichsgruppe:⁶

$$\text{Korrekturfaktor} = \frac{\text{Standardabweichung EBIT-Marge Post}}{\text{Standardabweichung EBIT-Marge Vergleichsgruppe}}$$

Ergänzend betrachten wir die Standardabweichung der EBITDA-Marge. Die EBITDA-Marge setzt das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (englisch *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation* (EBITDA)) ins Verhältnis zum Umsatz und blendet damit Unterschiede aus, die aus Abschreibungsniveaus, Abschreibungsverläufen oder unterschiedlicher Kapitalintensität entstehen können. Sie ist deshalb als ergänzendes Risikomaß geeignet, um zu prüfen, ob die im EBIT sichtbare Ergebnisstabilität auch auf Ebene des laufenden operativen Geschäfts besteht. Während die EBIT-Marge das für die regulatorische Gewinnzuschlagslogik zentrale Ergebnismaß bleibt, dient die EBITDA-Marge der Plausibilisierung, ob die Ergebnisse nicht wesentlich durch Abschreibungseffekte getrieben sind.

Wir verwenden die Ergebnisse des indirekten Ansatzes als zusätzliche Information zu den Ergebnissen des direkten Ansatzes. Der indirekte Ansatz erlaubt eine explizitere Messung des Risikos, weil er unmittelbar auf die Schwankung der Ergebniskennzahlen abstellt. Seine Interpretation hängt jedoch stärker vom gewählten Risikomaß ab: Die EBIT-Margen-Volatilität bildet Ergebnisrisiken einschließlich Abschreibungseffekten ab, während die EBITDA-Margen-Volatilität stärker auf die Stabilität des laufenden operativen Geschäfts vor Abschreibungen abstellt. Unterschiede zwischen beiden Maßen können daher darauf hinweisen, dass Abschreibungsniveaus, Abschreibungsverläufe oder Kapitalintensität die

⁶ Vgl. bspw. Li/Nissim/Penman (2021). *Profitability Decomposition and Operating Risk*. SSRN. Verfügbar unter: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3778720> [abgerufen am 17.06.2026], die zeigen, dass operative Profitabilitätskennzahlen, insbesondere die Operating Profit Margin, Informationen über die Volatilität zukünftiger operativer Gewinne liefern. Ergänzend Rutkowska-Ziarko (2020). *Profitability Ratios in Risk Analysis*. In: Jajuga/Locarek-Junge/Orlowski/Staehr (eds). *Contemporary Trends and Challenges in Finance*. Springer Proceedings in Business and Economics. Verfügbar unter: https://doi.org/10.1007/978-3-030-43078-8_7 [abgerufen am 17.06.2026], zur Verwendung von Profitabilitätskennzahlen und deren Volatilität in der Risikoanalyse.

gemessene Ergebnisvolatilität beeinflussen. Deshalb verwenden wir den indirekten Ansatz nicht als eigenständige Hauptmethode.

Um eine doppelte Verwendung von Risikomaßen zu vermeiden, wählen wir die Vergleichsgruppe im indirekten Ansatz ausschließlich anhand von Strukturkriterien aus. Maßgeblich sind hierfür die Personalintensität und die Kapitalintensität, weil diese zentrale Merkmale des Geschäftsmodells und der Kostenstruktur des regulierten Postbereichs abbilden. Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Margen wird hingegen nicht zur Auswahl der Vergleichsgruppe verwendet, sondern erst im zweiten Schritt zur Quantifizierung des relativen Risikos herangezogen. Damit bleibt die Auswahl der Vergleichsgruppe von der späteren Risikomessung getrennt: Die Strukturkriterien bestimmen, welche Unternehmen wirtschaftlich vergleichbar sind; die Volatilitätsmaße zeigen anschließend, ob der regulierte Postbereich innerhalb dieser strukturell vergleichbaren Gruppe ein niedrigeres Ergebnisrisiko aufweist.

2.4.3 Methodische Einordnung

Der direkte Ansatz ist der Hauptansatz, weil er unmittelbar aus der Umsatzrendite vergleichbarer Unternehmen abgeleitet wird und damit am engsten an § 44 Abs. 2 PostG anschließt. Der indirekte Ansatz dient als ergänzende Information: Er prüft, ob das geringere Risiko des regulierten Postbereichs auch in einer geringeren Ergebnisvolatilität sichtbar wird.

Für die Ableitung der empfohlenen Bandbreite fokussieren wir deshalb auf den direkten Ansatz. Ergebnisse aus der historischen Indexstichprobe sowie aus dem indirekten Ansatz ziehen wir als zusätzliche Information heran. Sie können die Bandbreite der zentralen Ableitung bestätigen, einordnen oder auf Unsicherheiten hinweisen.

3 Analyse des Gesamtmarktes – Repräsentativer europäischer Aktienindex

In diesem Kapitel diskutieren wir die Auswahl des repräsentativen europäischen Aktienindex. Dazu evaluieren wir drei Kandidaten eines europäischen Aktienindex. Den bislang verwendeten EURO STOXX 50, den STOXX Europe 600 sowie den EURO STOXX:

- **EURO STOXX 50:** Der EURO STOXX 50 umfasst 50 große, börsennotierte Unternehmen aus der Eurozone. Er bildet damit einen engen Index großer und etablierter Unternehmen ab und enthält ausschließlich Unternehmen aus Euro-Ländern, darunter insbesondere Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien und die Niederlande.⁷
- **STOXX Europe 600:** Der STOXX Europe 600 umfasst 600 Unternehmen aus 17 europäischen Ländern und deckt große, mittlere und kleinere börsennotierte Unternehmen ab. Neben Euro-Ländern enthält der Index auch Nicht-Euro-Länder, insbesondere das Vereinigte Königreich, die Schweiz, Schweden, Dänemark, Norwegen und Polen. Dadurch weist er eine breitere geografische und sektorale Abdeckung auf.⁸
- **EURO STOXX:** Der EURO STOXX ist ein breiter, aber liquider Teilindex des STOXX Europe 600. Er umfasst große, mittlere und kleinere börsennotierte Unternehmen aus 11 Ländern der Eurozone. Im Gegensatz zum STOXX Europe 600 sind Nicht-Euro-Länder wie das Vereinigte Königreich, die Schweiz, Schweden, Dänemark, Norwegen oder Polen nicht enthalten. Der Index stellt damit eine breitere Eurozonen-Abdeckung dar als der EURO STOXX 50, bleibt geografisch aber enger gefasst als der STOXX Europe 600.⁹

3.1 Stabilität der EBIT-Margen

In einem ersten Schritt analysieren wir anhand der Stabilität der EBIT-Margen die **Robustheit der drei Kandidaten für Aktienindizes gegenüber Einzeleffekten**.

Die Analyse zeigt, dass breitere Indizes das Marktniveau robuster abbilden als engere Indizes. Die Medianwerte der EBIT-Margen entwickeln sich über verschiedene Indizes und Betrachtungszeiträume hinweg vergleichsweise stabil. Der Median ist hierfür ein geeigneter Referenzwert, da er den mittleren Wert der sortierten Beobachtungen zeigt und weniger stark durch einzelne extreme Werte beeinflusst wird als der arithmetische Durchschnitt. Zudem wird er in Boxplots¹⁰ standardmäßig als Lagemaß ausgewiesen, so auch in Abbildung 3. Über die

⁷ STOXX, EURO STOXX 50, Indexbeschreibung. Verfügbar unter: <https://stox.com/index/sx5e/> [abgerufen am 01.06.2026].

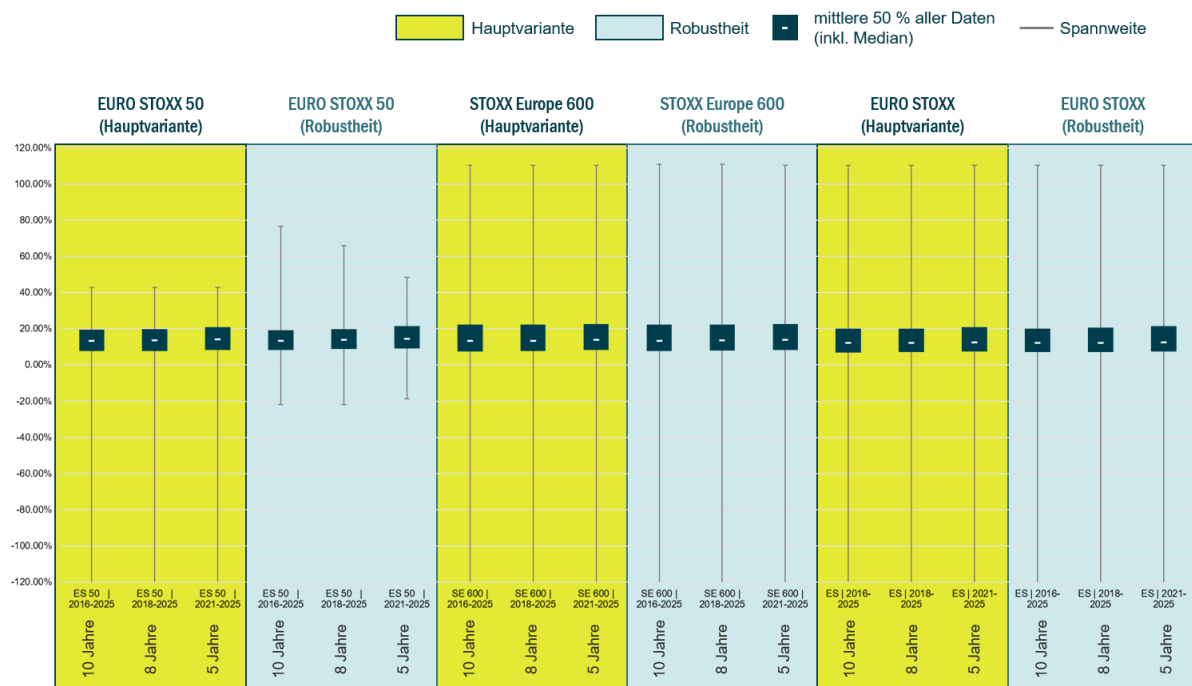
⁸ STOXX, STOXX Europe 600, Indexbeschreibung. Verfügbar unter: <https://stox.com/index/sxxp/> [abgerufen am 01.06.2026].

⁹ STOXX, EURO STOXX, Indexbeschreibung. Verfügbar unter: <https://stox.com/index/sxxgt/> [abgerufen am 01.06.2026].

¹⁰ Box Plots sind ein etabliertes Standardinstrument der deskriptiven Statistik, um die Verteilung von Daten kompakt und anschaulich darzustellen. Sie zeigen zentrale Kennzahlen wie Median, Quartile und Spannweite und ermöglichen zugleich eine schnelle Einordnung von Streuung, Schiefe und möglichen Ausreißern. Die Box reicht vom 1. Quartil bis zum 3. Quartil. Das 1. Quartil ist der Wert, unterhalb dessen 25 % der Beobachtungen liegen; das 3. Quartil ist der Wert,

in Abbildung 3 dargestellten Varianten hinweg liegt der Median bei rund 13 %. Auch bei Betrachtungszeiträumen von fünf, acht und zehn Jahren ergeben sich ähnliche Größenordnungen.

Abbildung 3 Verteilung der EBIT-Margen nach Index, Stichprobenzusammensetzung und Zeitraum



Quelle: Frontier auf Basis von Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Dargestellt sind Boxplots der EBIT-Margen auf Basis von Unternehmens-Jahresbeobachtungen nach Index, Betrachtungszeitraum und Berechnungsansatz. Die gelb hinterlegten Boxplots zeigen die Hauptvariante auf Basis der aktuellen Indexzusammensetzung; die hellblau hinterlegten Boxplots zeigen die Robustheitssensitivität auf Basis der historischen Indexzusammensetzung. Jede Unternehmens-Jahresbeobachtung geht dabei mit einem Datenpunkt ein. Finanzunternehmen wurden ausgeschlossen. Die Box zeigt das 1. bis 3. Quartil, die Linie innerhalb der Box den Median; die Linien ober- und unterhalb der Box zeigen die Spannweite vom minimalen bis zum maximalen beobachteten Wert.

Gleichzeitig zeigen die Boxplots, dass in einzelnen Jahren extreme EBIT-Margen auftreten. Diese können durch Sondereffekte, Berichtslogiken oder spezifische Geschäftsmodelle verursacht sein. Hohe positive Ausreißer ergeben sich insbesondere bei einzelnen Holding-Strukturen oder bei Unternehmen, deren Umsatz im Verhältnis zum ausgewiesenen Ergebnis außergewöhnlich niedrig ist.¹¹ Stark negative Werte entstehen rechnerisch, wenn das

unterhalb dessen 75 % der Beobachtungen liegen. Die Box umfasst damit die mittleren 50 % der Beobachtungen. Die Linie innerhalb der Box zeigt den Median, also den mittleren Wert der sortierten Beobachtungen. Die Antennen (Linien ober- und unterhalb der Box) zeigen in der Abbildung 3 die Spannweite vom kleinsten bis zum größten beobachteten Wert.

¹¹ Eine ergänzende Prüfung zeigt, dass Beobachtungen mit atypischer Umsatz- und Ergebnisstruktur nur einen geringen Anteil der Gesamtstichprobe ausmachen und die aggregierten Ergebnisse nicht wesentlich beeinflussen. Ein genereller Ausschluss entsprechender Unternehmen erfolgt daher nicht. Die Prüfung wurde auf Ebene einzelner Unternehmensjahre vorgenommen, da solche Konstellationen nicht zwingend über den gesamten Betrachtungszeitraum bestehen. Der Anteil betroffener Beobachtungen liegt im STOXX Europe 600 bei unter 1 % und im EURO STOXX bei rund 2 %.

ausgewiesene EBIT negativ ist und der Umsatz im Verhältnis dazu vergleichsweise gering ausfällt. Solche Konstellationen können unter anderem in operativen Verlustjahren, bei stark schwankenden Ergebnisverläufen, etwa in forschungsintensiven Branchen wie der Pharmaindustrie, oder durch einmalige Sondereffekte auftreten.

Der Einfluss solcher Ausreißer ist bei breiteren Indizes geringer, weil unternehmensspezifische Einzeleffekte durch eine größere Zahl an Beobachtungen stärker geglättet werden. Der EURO STOXX 50 ist aufgrund der geringeren Zahl enthaltener Unternehmen anfälliger für solche Effekte. Dies zeigt sich insbesondere in der Hauptvariante auf Basis der aktuellen Indexzusammensetzung: Dort liegt die durchschnittliche EBIT-Marge des EURO STOXX 50 mit rund 7,4 % deutlich unter dem in Abbildung 3 dargestellten Medianwert der EBIT-Marge des EURO STOXX 50 von rund 13,3 %. Dies deutet darauf hin, dass einzelne extreme Beobachtungen (hier: stark negative Werte) das Gesamtergebnis vergleichsweise stark beeinflussen können. Im Vergleich der arithmetischen Mittelwerte weisen insbesondere der STOXX Europe 600 sowie der EURO STOXX über die betrachteten Zeiträume von fünf, acht und zehn Jahren hinweg stabile EBIT-Margen von rund 16 % auf (siehe Tabelle 1). Insgesamt erscheinen breitere Indizes damit robuster gegenüber unternehmensspezifischen Sondereffekten.

Tabelle 1 Durchschnittliche EBIT-Margen (arithmetisches Mittel) nach Index, Stichprobenzusammensetzung und Betrachtungszeitraum

Index	Stichprobe	Einordnung	2016- 2025	2018- 2025	2021- 2025
EURO STOXX 50	Aktuelle Indexzusammensetzung	Hauptvariante	7,4 %	7,0 %	13,3%
EURO STOXX 50	Historische Indexzusammensetzung	Robustheit	14,9 %	15,1 %	15,8 %
STOXX Europe 600	Aktuelle Indexzusammensetzung	Hauptvariante	15,6 %	15,4 %	16,8 %
STOXX Europe 600	Historische Indexzusammensetzung	Robustheit	16,9 %	16,8 %	17,5 %
EURO STOXX	Aktuelle Indexzusammensetzung	Hauptvariante	15,5 %	15,4 %	16,8 %
EURO STOXX	Historische Indexzusammensetzung	Robustheit	15,7 %	15,7 %	17,1 %

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Währungsumrechnung in Euro auf Basis von Eurostat-Wechselkursen (jeweils zum Jahresende). Finanzdienstleister wurden gemäß TRBC-Klassifizierung ausgeschlossen.

Aus methodischer Sicht folgt daraus nicht, dass Ausreißer vollständig ignoriert werden sollten. Vielmehr wird zwischen zwei Ebenen unterschieden:

- **Indexwahl:** Breitere Indizes reduzieren die Bedeutung einzelner Ausreißer bereits dadurch, dass sie mehr Unternehmen enthalten.
- **Korrekturfaktorberechnung:** Für die Ableitung der Vergleichsgruppen und der Bandbreite berücksichtigen wir eine Anpassung für Ausreißer auf Ebene einzelner Unternehmensjahre. Die konkrete Umsetzung und Begründung erläutern wir in Abschnitt 4.3.

3.2 Sektorale Repräsentativität der Indizes

Abbildung 4 zeigt deutliche Unterschiede in der sektoralen Struktur¹² der betrachteten Indizes. Der STOXX Europe 600 weist die breiteste sektorale Abdeckung auf. Auch der EURO STOXX ist sektoral ausgewogener als der EURO STOXX 50 und enthält innerhalb der einzelnen Sektoren eine größere Anzahl an Unternehmen.

Demgegenüber zeigt Abbildung 4, dass der EURO STOXX 50 stärker auf einzelne Sektoren konzentriert ist. So entfällt auf den Sektor *Zyklische Konsumgüter* mehr als ein Viertel des Gesamtumsatzes. In den breiteren Indizes ist die sektorale Verteilung dagegen deutlich ausgeglichener. Hinzu kommt, dass *Finanzdienstleistung* im EURO STOXX 50 rund 20 % des Umsatzes und etwa 25 % der Unternehmen ausmachen. Da Finanzdienstleister im Rahmen der Analyse ausgeschlossen werden¹³, reduziert sich die Zahl der verbleibenden Unternehmen im EURO STOXX 50 zusätzlich deutlich, von 50 auf 37 Unternehmen.

Darüber hinaus weist der EURO STOXX 50 Lücken in der sektoralen Abdeckung auf. Beispielsweise enthält er keine Unternehmen aus dem *Immobilien*-Sektor, während dieser Sektor sowohl im STOXX Europe 600 als auch im EURO STOXX vertreten ist.¹⁴ Die breiteren Indizes bilden damit die sektorale Struktur der europäischen Wirtschaft vollständiger ab und erscheinen besser geeignet, gesamtwirtschaftliche Entwicklungen sowie marktübliche Umsatzrenditen repräsentativ zu erfassen.

¹² Hierzu verwenden wir die TRBC-Klassifikation, ein von Reuters entwickeltes globales Klassifikationssystem, das Unternehmen hierarchisch nach Sektoren, Industriegruppen und Geschäftsaktivitäten einordnet. Die Klassifikation ist vollständig im LSEG Workspace verfügbar und für die vorliegende Analyse konsistent auf die verwendeten Unternehmensdaten anwendbar. Sie ist mit anderen gängigen Klassifikationssystemen wie GICS oder ICB vergleichbar. Die betrachteten TRBC-Sektoren umfassen Grundstoffe, zyklische Konsumgüter, nicht-zyklische Konsumgüter, Energie, Finanzdienstleistungen, Gesundheitswesen, Industrie, Immobilien, Technologie und Versorger. Finanzunternehmen werden im Rahmen der Analyse ausgeschlossen.

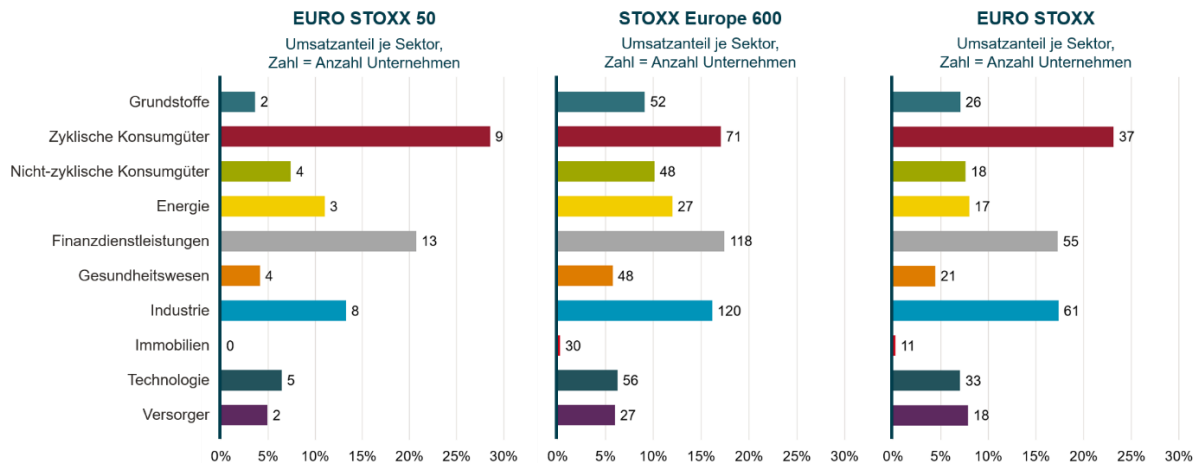
Quelle: LSEG (2026). *TRBC Sector Classification*. Verfügbar unter: <https://www.lseg.com/en/data-analytics/financial-data/indices/trbc-business-classification> [abgerufen am 17.06.2026].

¹³ Auch wenn Adyen in der TRBC-Klassifikation dem Technologiesektor zugeordnet ist, wird das Unternehmen entsprechend der Einordnung im Beschluss BK5-24/003 als Finanzdienstleister aus der Analyse ausgeschlossen. Insoweit weichen wir von der TRBC-Klassifikation ab.

¹⁴ Der *Immobilien*-Sektor weist typischerweise vergleichsweise geringe Umsätze im Verhältnis zur Marktkapitalisierung auf. Dadurch fällt sein Umsatzanteil in der Darstellung geringer aus, obwohl der Sektor wirtschaftlich relevant vertreten ist.

Zudem enthalten der STOXX Europe 600 und der EURO STOXX innerhalb der einzelnen Sektoren eine deutlich größere Zahl an Unternehmen. Dadurch sinkt die Abhängigkeit von einzelnen Unternehmen, und die sektorale Repräsentativität der Ergebnisse nimmt zu.

Abbildung 4 Sektorverteilung nach Gesamtumsatz und Anzahl Unternehmen



Quelle: Frontier auf Basis von Unternehmensdaten aus LSEG Workspace.

Hinweis: Balken zeigen Umsatzanteile in %. Zahlen geben Anzahl der Unternehmen je Sektor im Index an. Aktuelle Indexzusammensetzung als Hauptvariante zum 01.04.2026.

3.3 Auswahl des Referenzindex

Insgesamt sprechen die Ergebnisse für die Verwendung eines breiteren europäischen Index. Wir verwenden den STOXX Europe 600 als primären Referenzindex, weil er die breiteste Unternehmens- und Sektorabdeckung aufweist und daher besonders robust gegenüber Einzeleffekten ist. Die Ergebnisse für den EURO STOXX betrachten wir ergänzend als Sensitivität, um zu prüfen, ob die Schlussfolgerungen auch bei einer engeren Eurozonen-Abgrenzung Bestand haben.

Die Hauptvariante der weiteren Analyse beruht auf der aktuellen Zusammensetzung des STOXX Europe 600. Diese Abgrenzung bildet die zum Analysezeitpunkt relevante Marktbasis ab und erlaubt eine konsistente Beobachtung derselben Unternehmen über den gesamten Betrachtungszeitraum. Die historische Indexzusammensetzung weisen wir zusätzlich aus, interpretieren sie aber nur als Robustheitssensitivität.

Diese Indexwahl bedeutet keine methodische Abkehr von der gesetzlichen Grundlogik. Vielmehr wird die im Gesetz angelegte Orientierung an einem repräsentativen europäischen Aktienindex konkretisiert. Ein breiterer Index ist hierfür besser geeignet, wenn er die marktübliche Umsatzrendite stabiler und weniger abhängig von einzelnen Branchen oder Unternehmen abbildet. Für die Bestimmung des Gewinnzuschlags ist zudem wichtig, dass eine breitere Marktbasis das Risiko verringert, dass besonders profitable Einzelbranchen das Ergebnis prägen.

Die Bewertung der Indexeignung wird in Abbildung 5 zusammengefasst.

Abbildung 5 Bewertung der Repräsentativität der untersuchten Indizes

Bewertungs- kriterien	1 Robustheit gegenüber Einzelleffekten <i>Der Index sollte nicht durch einzelne Unternehmen oder Ausreißer geprägt sein.</i>	2 Abbildung der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung <i>Der Index sollte relevante Sektoren breit abdecken und gesamtwirtschaftliche Trends erfassen.</i>	3 Sektorale Repräsentativität <i>Der Index sollte innerhalb der Sektoren ausreichend viele Unternehmen enthalten.</i>
EURO STOXX 50 enger Index	 Einzelne Ausreißer mit starkem Einfluss	 Einzelne Sektoren überrepräsentiert; andere nicht enthalten	 Geringe Anzahl an Unternehmen je Sektor
STOXX Europe 600 primäre Referenz	 Keine dominierenden Ausreißer	 Breite und ausgewogene Sektorabdeckung	 Hohe Anzahl an Unternehmen je Sektor
EURO STOXX Sensitivität	 Keine dominierenden Ausreißer	 Breite Eurozonen-Abdeckung	 Hohe Anzahl an Unternehmen je Sektor

Quelle: Frontier.

4 Ableitung des Korrekturfaktors

4.1 Charakterisierung des regulierten Postbereichs

Ausgangspunkt der Korrekturfaktorberechnung ist die Charakterisierung des regulierten Postbereichs. Der regulierte Postbereich unterscheidet sich vom im repräsentativen europäischen Aktienindex abgebildeten Gesamtmarkt insbesondere durch seine regulatorische Behandlung, die flächendeckende Versorgungsverpflichtung, die hohe Personalintensität und die strukturell stabilere Nachfragebasis.

Für das Risikoprofil des regulierten Postbereichs sind drei Dimensionen wesentlich, die in Tabelle 2 zusammengefasst werden:

- **Nachfragerisiko:** Die Nachfrage nach Briefdienstleistungen ist langfristig rückläufig.¹⁵ Kurzfristig wird das Nachfragerisiko jedoch durch das Price-Cap-Verfahren teilweise begrenzt. Dadurch bleiben Nachfragerückgänge zwar wirtschaftlich relevant, ihre Ergebniswirkung wird jedoch regulatorisch abgefedert.
- **Kostenrisiko:** Der regulierte Postbereich ist arbeitsintensiv. Die hohe Personalintensität begrenzt kurzfristige Anpassungsmöglichkeiten, führt aber zugleich zu einer Kostenstruktur, die stärker durch planbare Lohn- und Tarifentwicklungen geprägt ist als durch volatile Beschaffungspreise oder kapitalintensive Investitionszyklen.
- **Regulatorisches Risiko:** Die Regulierung begrenzt unternehmerische Freiheitsgrade, wirkt aber zugleich stabilisierend, da sie eine planbare Erlösbasis und einen angemessenen Gewinnzuschlag gewährleistet. Dadurch wird die Volatilität der Ergebnisse limitiert.

Insgesamt weist der regulierte Postbereich damit – entlang der dargestellten Dimensionen Nachfrage-, Kosten- und regulatorisches Risiko – ein im Vergleich zum Gesamtmarkt geringeres und stabileres operatives Risikoprofil auf. Relevante Risikofaktoren verbleiben insbesondere aus der langfristig rückläufigen Nachfrage, der hohen Personalintensität sowie den regulatorischen Vorgaben. Die zugrunde liegenden risikodämpfenden und risikoe erhöhenden Faktoren sind in Tabelle 2 zusammengefasst.

¹⁵ Vgl. DHL Group (2025). *Geschäftsbericht 2025*. S. 137-138. Verfügbar unter: <https://group.dhl.com/content/dam/deutschepostdhl/de/media-center/investors/documents/geschaeftsberichte/DHL-Group-Geschaeftsbericht-2025.pdf> [abgerufen am 10.06.2026].

Tabelle 2 Risikoprofil des regulierten Postbereichs

Risikodimension	Risikodämpfende Faktoren	Risikoerhöhende Faktoren
1. Nachfragerisiko <i>(Mengen- und Umsatzentwicklung)</i>	- Price-Cap-Verfahren berücksichtigt Mengenprognosen für die nächsten zwei Jahre - Regulierung stabilisiert Erlösentwicklung teilweise - Universaldienst sichert eine Grundnachfrage	- Struktureller Rückgang im Briefbereich durch Digitalisierung - Begrenzte Preissetzungsfreiheit im regulierten Bereich - Mögliche Mengenrückgänge bei Preisanpassungen
2. Kostenrisiko <i>(Flexibilität der Kostenbasis)</i>	- Tarifbindung und langfristige Verpflichtungen stabilisieren die Kostenstruktur und Lastenbestandteile - Skalenvorteile durch flächendeckende Netzinfrastruktur	- Arbeitsintensives Geschäftsmodell mit hohem Personalanteil - Hohe Netzgebundenheit durch Sortierzentren und Zustellstruktur - Geringe Kapitalintensität begrenzt kurzfristige Automatisierungshebel
3. Regulatorisches Risiko <i>(Wirkung des Regulierungsrahmens)</i>	- Regulierung wirkt als Sicherheitsnetz für angemessene Erlöse - Wettbewerbsunübliche Kosten aus Universaldienst- und Versorgungslasten können berücksichtigt werden - Mehrjährige Maßgrößenperiode schafft Planungssicherheit	- Entgelte unterliegen Genehmigung und Price-Cap-Begrenzung - Regulatorische Vorgaben begrenzen unternehmerische Flexibilität - Änderungen im Regulierungsrahmen können Ergebniswirkung haben

4.2 Festlegung von Auswahlkriterien für Vergleichssektoren/-unternehmen

Aus den Struktur- und Risikomerkmale des regulierten Postbereichs leiten wir Auswahlkriterien für vergleichbare Unternehmen bzw. Sektoren ab und operationalisieren diese (Abbildung 6). Die Kriterien unterscheiden sich je nach Berechnungslogik. Der direkte

Ansatz verwendet Struktur- und Risikokriterien. Der indirekte Ansatz verwendet zur Auswahl der Vergleichsgruppe nur Strukturkriterien, weil die Risikomaße anschließend zur Quantifizierung des Korrekturfaktors eingesetzt werden.

Abbildung 6 Kriterien für die Auswahl vergleichbarer Sektoren und Industriegruppen

		Auswahlregel
Strukturkriterien	 Personalintensität Personalkosten / Umsatz (Personalaufwandsquote)	Ein Sektor wird berücksichtigt, wenn darin überdurchschnittlich viele Unternehmen zu den personalintensivsten Unternehmen am Markt zählen.
	 Kapitalintensität: Abschreibungen / OPEX	Ein Sektor wird berücksichtigt, wenn darin überdurchschnittlich viele Unternehmen am Markt eine geringe Kapitalintensität aufweisen.
Risikomaße	 Operatives Gesamtrisiko Standardabweichung der EBIT-Marge	Ein Sektor wird berücksichtigt, wenn die durchschnittliche EBIT-Margen-Volatilität des Sektors unterhalb des definierten Benchmarks liegt.
	 Kostenstabilität und Kostendurchreichung Standardabweichung der EBITDA-Marge	Ein Sektor wird berücksichtigt, wenn die durchschnittliche EBITDA-Margen-Volatilität des Sektors unterhalb des definierten Benchmarks liegt.

Quelle: Frontier.

Hinweis: Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Marge wird als Standardabweichung der jährlichen Marge über den Betrachtungszeitraum gemessen. Die Sektorwerte entsprechen einfachen Unternehmensdurchschnitten innerhalb des jeweiligen Sektors.

4.2.1 Kriterien im direkten Ansatz

Im direkten Ansatz verwenden wir das Renditeniveau einer relevanten Vergleichsgruppe unmittelbar zur Ableitung des Korrekturfaktors. Daher muss die Vergleichsgruppe möglichst genau Unternehmen bzw. Sektoren mit ähnlicher Struktur und ähnlichem Risiko zum regulierten Postbereich erfassen.

Dazu definieren wir jeweils zwei Struktur- und Risikokriterien:

- **Strukturkriterium „Personalintensität“:** gemessen als Personalaufwand im Verhältnis zum Umsatz. Eine hohe Personalintensität identifiziert Unternehmen mit arbeitsintensiver Leistungserbringung.
- **Strukturkriterium „Kapitalintensität“:** gemessen als Abschreibungen im Verhältnis zu operativen Kosten (OPEX). Eine geringe Kapitalintensität identifiziert Unternehmen mit vergleichsweise niedriger Kapitalbindung.
- **Risikokriterium „Volatilität der EBIT-Margen“:** gemessen als Standardabweichung der jährlichen EBIT-Margen über den Betrachtungszeitraum. Das Kriterium misst die Schwankung der operativen Ergebnisentwicklung und bildet Nachfrage- und Kostenrisiken gemeinsam ab.

- **Risikokriterium „Volatilität der EBITDA-Margen“:** gemessen als Standardabweichung der jährlichen EBITDA-Margen über den Betrachtungszeitraum. Das Kriterium dient ergänzend als Maß für Ergebnisstabilität vor Abschreibungen und hilft, Unterschiede in Kapitalintensität und Abschreibungslogik zu kontrollieren.

Die Kombination dieser Kriterien erlaubt eine Abgrenzung von Unternehmen, deren Struktur- und Risikoprofil dem regulierten Postbereich ähnelt.

4.2.2 Kriterien im indirekten Ansatz

Im indirekten Ansatz leiten wir den Korrekturfaktor über Risikomaße ab. Deshalb verwenden wir dieselben Risikomaße nicht bereits zur Auswahl der Vergleichsgruppe. Andernfalls bestünde die Gefahr einer zirkulären Selektion. Für die Auswahl der Vergleichsgruppe im indirekten Ansatz verwenden wir daher nur die Strukturkriterien:

- **Strukturkriterium „Personalintensität“;** und
- **Strukturkriterium „Kapitalintensität“.**

Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Margen wird erst anschließend zur Quantifizierung des relativen Risikos herangezogen.

4.3 Anpassung für Ausreißer

Wir berechnen den Korrekturfaktor auf Basis von Unternehmens-Jahresdaten. Damit geht jedes Unternehmen je Geschäftsjahr mit einer Beobachtung in die Analyse ein. Um zu vermeiden, dass einzelne extreme Unternehmensjahre die Ergebnisse unverhältnismäßig beeinflussen, nehmen wir bei diesem Analyseschritt eine Anpassung für Ausreißer vor.

Dazu identifizieren wir die oberen und unteren 1% der auf Ebene einzelner Unternehmensjahre beobachteten EBIT-Margen als Ausreißerjahre und schließen sie aus der Korrekturfaktorberechnung aus. Der Ausschluss erfolgt nur auf Ebene einzelner Unternehmensjahre und nicht pauschal auf Unternehmensebene. Dadurch bleiben Unternehmen in der Stichprobe grundsätzlich erhalten, sofern lediglich einzelne Jahre im kritischen Bereich liegen. Unternehmen mit identifizierten Ausreißerjahren sind im Anhang aufgeführt.¹⁶

4.4 Auswahl vergleichbarer Sektoren und Industriegruppen

Wir bilden die Vergleichsgruppen zunächst auf Ebene von Sektoren und ergänzend auf Ebene von Industriegruppen. Sektoren bezeichnen dabei die oberste Ebene der verwendeten

¹⁶ Eine Anpassung für Ausreißer ist sachgerecht, da einzelne extreme Unternehmensjahre die Berechnung des Korrekturfaktors unverhältnismäßig beeinflussen können. Das gewählte *symmetrische Trimming* der oberen und unteren 1 % stellt ein etabliertes statistisches Verfahren zur Begrenzung des Einflusses extremer Beobachtungen dar, ohne eine abweichende Ausgestaltung bei künftigen Aktualisierungen auszuschließen. Nach dem Ausschluss von Ausreißer liegen die berücksichtigten EBIT-Margen weiterhin in einer breiten Bandbreite von -33 % bis 84 %.

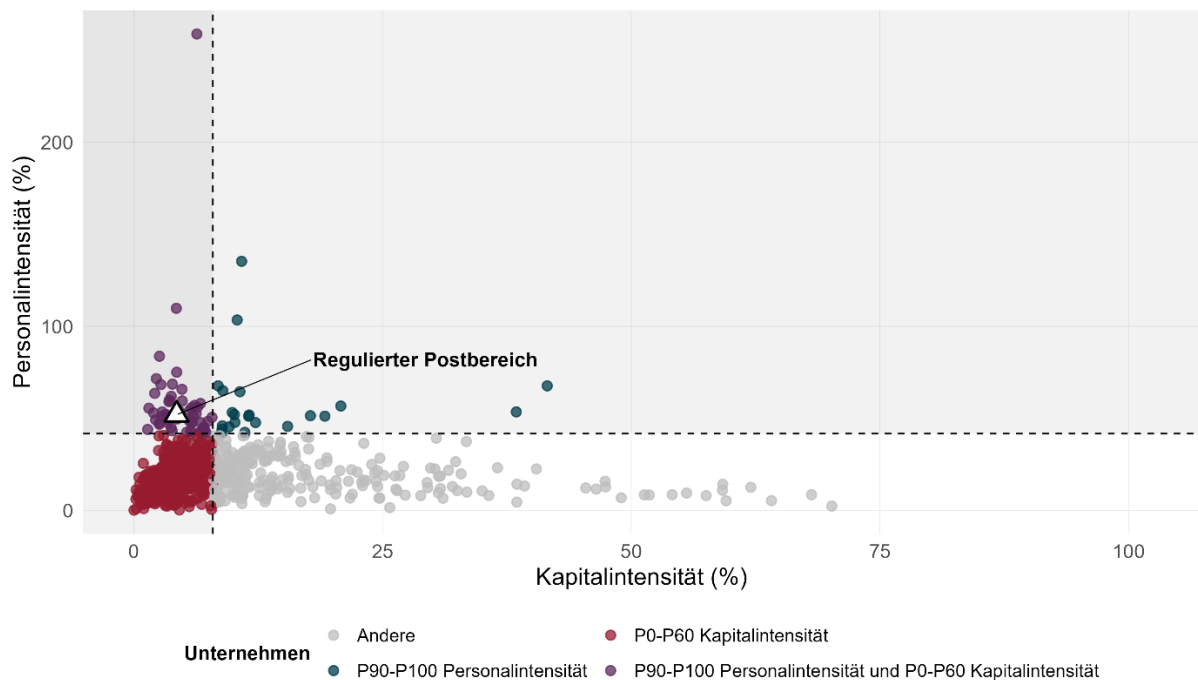
Branchenklassifikation und fassen Unternehmen mit ähnlicher grundlegender wirtschaftlicher Tätigkeit zusammen. Industriegruppen bilden eine darunterliegende, feinere Klassifikationsebene und grenzen innerhalb eines Sektors Unternehmen mit ähnlicheren Geschäftsmodellen und Wertschöpfungsstrukturen ab.

Wir verfolgen keinen engen Peer-Group-Ansatz, bei dem einzelne Unternehmen unabhängig von ihrer Sektor- bzw. Industriegruppenzugehörigkeit unmittelbar anhand ihrer Nähe zum Profil des regulierten Postbereichs ausgewählt werden. Ein solcher unternehmensbasierter Ansatz könnte zwar eine spezifischere Auswahl einzelner Vergleichsunternehmen ermöglichen. Er wäre jedoch stärker von einzelnen Unternehmensbeobachtungen, Datenverfügbarkeit¹⁷ und unternehmensspezifischen Sondereffekten abhängig. Der hier gewählte Ansatz auf Ebene von Sektoren und Industriegruppen stellt demgegenüber eine breitere und systematischere Vergleichsbasis bereit. Die ergänzende Betrachtung von Industriegruppen ermöglicht zusätzlich eine granularere Abgrenzung innerhalb der Sektoren.

Wir wählen vergleichbare Sektoren und Industriegruppen stufenweise aus. Zunächst verorten wir die Unternehmen entlang der beiden **Strukturkriterien Personal- und Kapitalintensität**. Der regulierte Postbereich selbst ist nicht Teil der Vergleichsstichprobe und fließt nicht in die Berechnung der Perzentile ein. Seine Werte werden lediglich als externer Referenzpunkt herangezogen, um das Strukturprofil des regulierten Postbereichs in Relation zur Verteilung der Vergleichsunternehmen einzuordnen. Wie Abbildung 7 zeigt, entspricht die Personalintensität des regulierten Postbereichs dem oberen Rand der Marktverteilung und liegt nahe dem 95. Perzentil. Die Kapitalintensität liegt demgegenüber im unteren bis mittleren Bereich der Marktverteilung, nahe dem 30. Perzentil. Anschließend prüfen wir, in welchen Sektoren und Industriegruppen überdurchschnittlich viele Unternehmen eine ähnlich hohe Personalintensität und/oder eine ähnlich geringe bis moderate Kapitalintensität aufweisen, und leiten daraus die Vergleichsgruppen ab.

¹⁷ Dies betrifft insbesondere die Personalintensität, da Personalaufwendungen nicht in allen Ländern und nach allen Berichtsstandards verpflichtend bzw. einheitlich ausgewiesen werden. Bei der aktuellen Indexzusammensetzung fehlen Angaben zur Personalquote bei rund 4 % der möglichen Unternehmens-Jahresbeobachtungen. Die zentralen Ergebnis- und Strukturkennzahlen EBIT, EBITDA, Umsatz, Abschreibungen und Amortisationen sowie operative Kosten weisen demgegenüber nur sehr geringe Datenlücken von jeweils unter 0,3 % auf. Verbleibende Datenlücken betreffen vor allem einzelne Unternehmensjahre mit abweichender Berichterstattung oder Strukturänderungen, etwa infolge von Fusionen, zusammengelegten Geschäftsjahren oder geschäftsjahrübergreifenden Berichtsperioden, die in LSEG Workspace nicht in allen Fällen vollständig verfügbar sind. Die Sektor- und Industriegruppenzuordnung ist hingegen vollständig verfügbar. Der sektor- bzw. industriegruppenbasierte Ansatz reduziert daher die Abhängigkeit von einzelnen fehlenden Unternehmensangaben, weil Unternehmen über ihre Branchenzuordnung weiterhin in der Vergleichsbasis berücksichtigt werden können.

Abbildung 7 Personalintensität versus Kapitalintensität



Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Dargestellt sind Durchschnittswerte auf Unternehmensebene über den zehnjährigen Betrachtungszeitraum. Die zugrunde liegenden Unternehmensdaten stammen aus den jeweils verfügbaren Geschäftsberichten bzw. aus LSEG Workspace. Finanzdienstleister wurden ausgeschlossen. Der regulierte Postbereich ist als externer Referenzpunkt eingezeichnet, aber nicht Teil der Vergleichsstichprobe und nicht in der Perzentilberechnung enthalten. Orron Energy AB wird aus illustrativen Gründen aufgrund einer extrem hohen Personalintensität in dieser Grafik nicht dargestellt.

Die Verwendung dieser Strukturkriterien ist ökonomisch relevant, weil Personal- und Kapitalintensität wesentliche Unterschiede in Geschäftsmodell und Kostenstruktur erfassen. Kapitalintensive Unternehmen weisen regelmäßig andere Kapitalanforderungen, Investitionszyklen und Geschäftsmodellrisiken auf als der regulierte Postbereich. Unternehmen mit hoher Personalintensität und zugleich geringer bis moderater Kapitalintensität ähneln dem regulierten Postbereich daher eher in ihrer operativen Kostenstruktur.

- Für die **Personalintensität** liegt der regulierte Postbereich nahe dem 95. Perzentil der Marktverteilung. Um Unternehmen mit ähnlich hoher Personalintensität zu erfassen, verwenden wir ein symmetrisches Suchfenster von 5 Prozentpunkten unterhalb und oberhalb dieser Perzentilposition. Da die Verteilung am oberen Rand endet, entspricht dies dem Bereich vom 90. bis zum 100. Perzentil bzw. einer Personalquote von mehr als 42 % (siehe Abbildung 8 zu den abgeleiteten absoluten Schwellenwerten). Ein Sektor bzw. eine Industriegruppe gilt entsprechend als überdurchschnittlich personalintensiv, wenn mehr als 10 % der darin enthaltenen Unternehmen in diesen Referenzbereich fallen.
- Für die **Kapitalintensität** liegt der regulierte Postbereich nahe dem 30. Perzentil der Marktverteilung. Um Unternehmen mit ähnlich geringer bis moderater Kapitalintensität zu erfassen, verwenden wir ein symmetrisches Suchfenster von 30 Prozentpunkten

unterhalb und oberhalb dieser Perzentilposition. Da die Verteilung am unteren Rand beginnt, entspricht dies dem Bereich vom 0. bis zum 60. Perzentil bzw. einer Kapitalintensität von weniger als 7,9 % (siehe Abbildung 8 zu den abgeleiteten absoluten Schwellenwerten). Ein Sektor bzw. eine Industriegruppe gilt entsprechend als überdurchschnittlich gering bis moderat kapitalintensiv, wenn mehr als 60 % der darin enthaltenen Unternehmen in diesen Referenzbereich fallen.

Für die weitere Analyse berücksichtigen wir Sektoren und Industriegruppen, in denen überdurchschnittlich viele Unternehmen eine hohe Personalintensität und/oder eine geringe bis moderate Kapitalintensität aufweisen. Die Verknüpfung mit „und/oder“ ist bewusst konservativ gewählt. Eine geringe ausgewiesene Personalintensität kann auch durch Berichtslogik, Leiharbeit oder Outsourcing beeinflusst sein. In solchen Fällen kann die Personalintensität die tatsächliche Arbeitsintensität des Geschäftsmodells unterschätzen. Umgekehrt kann eine geringe Kapitalintensität auch dann für Vergleichbarkeit sprechen, wenn die Personalintensität nicht in allen Unternehmen gleichermaßen ausgeprägt ist.

Im direkten Ansatz grenzen wir anschließend über die Volatilität der EBIT- und EBITDA-Margen weiter ein. Sektoren und Industriegruppen stufen wir als stärker vergleichbar ein, wenn ihre durchschnittliche Ergebnisvolatilität unterhalb des jeweiligen Medianwerts liegt. Damit berücksichtigen wir nur Sektoren bzw. Industriegruppen, deren Ergebnisvolatilität im Vergleich zu den betrachteten Sektoren bzw. Industriegruppen unterdurchschnittlich ausfällt. In der vorliegenden Datengrundlage entspricht dies einer EBIT-Margen-Volatilität von weniger als 3,8 % und einer EBITDA-Margen-Volatilität von weniger als 3,6 % (siehe Abbildung 8).

Die finale Auswahl der Sektoren und Industriegruppen nehmen wir auf Grundlage der in Abbildung 8 zusammengefassten empirischen Schwellenwerte vor. In der vorliegenden Datengrundlage sind dies eine Personalquote von mehr als 42 %, eine Kapitalintensität von weniger als 7,9 %, eine EBIT-Margen-Volatilität von weniger als 3,8 % und eine EBITDA-Margen-Volatilität von weniger als 3,6 %. Diese Werte sind nicht als dauerhaft unveränderliche Vorgaben zu verstehen, sondern als Anwendung des methodischen Vorgehens auf die vorliegende Datengrundlage.

Abbildung 8 **Schwellenwerte für die Auswahl vergleichbarer Sektoren und Industriegruppen**

		Schwellenwerte	Entscheidungslogik
Strukturkriterien	 Personalintensität Personalkosten / Umsatz (Personalaufwandsquote)	Top 10 % Personalquote > 42 %	Strukturkriterien erfüllt, wenn  oder  erfüllt.
	 Kapitalintensität: Abschreibungen / OPEX	Untere 60 % Kapitalintensität < 7,9 %	
Risikomaße	 Operatives Gesamtrisiko Standardabweichung der EBIT-Marge	EBIT-Margen-Volatilität des Sektors < 3,8 %	Zusätzlich müssen beide   erfüllt sein.
	 Kostenstabilität und Kostendurchreichung Standardabweichung der EBITDA-Marge	EBITDA-Margen-Volatilität des Sektors < 3,6 %	

Quelle: Frontier.

Hinweis: Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Marge beschreibt, wie stark die jeweilige Marge im Zeitverlauf schwankt. Sie wird als Standardabweichung der jährlichen Margen über den zehnjährigen Betrachtungszeitraum berechnet. Dafür wird zunächst für jedes Jahr die EBIT- bzw. EBITDA-Marge bestimmt; anschließend wird gemessen, wie stark diese jährlichen Werte über die zehn Jahre um ihren Durchschnitt schwanken. Eine niedrigere Volatilität bedeutet eine stabilere Ergebnisentwicklung.

Die für die diesjährige Analyse ausgewählten Sektoren und Industriegruppen stellen wir in Tabelle 3 und Tabelle 4 dar. Die Hauptvarianten sind jeweils hervorgehoben, während die ergänzend berücksichtigten Robustheitsvarianten grau dargestellt sind.

Tabelle 3 **Ausgewählte Vergleichs-Sektoren (im direkten Ansatz)**

Index	Aktuelle Indexzusammensetzung (Hauptvariante)	Historische Indexzusammensetzung (Robustheit)
STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	Nicht-zyklische Konsumgüter; Industrie	Nicht-zyklische Konsumgüter; Industrie
EURO STOXX (Robustheit)	Grundstoffe; Nicht-zyklische Konsumgüter; Industrie	Nicht-zyklische Konsumgüter

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Die Auswahl basiert auf der relativen Ähnlichkeit zum regulierten Postbereich in Bezug auf Personalintensität, Kapitalintensität sowie - im direkten Ansatz - Ergebnisvolatilität. Die Post ist nicht Bestandteil der Vergleichsstichprobe.

Tabelle 4 Ausgewählte Vergleichs-Industriegruppen (im direkten Ansatz)

Index	Aktuelle Indexzusammensetzung (Hauptvariante)	Historische Indexzusammensetzung (Robustheit)
STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	15 Industriegruppen Chemikalien; Hausbau und Baustoffe; Haushaltswaren; Getränke; Konsumgüterkonglomerate; Lebensmittel- und Drogerieeinzelhandel; Lebensmittel und Tabak; Körperpflege-, Haushaltsprodukte und Dienstleistungen; Gesundheitsdienstleister und -dienstleistungen; Luft- und Raumfahrt und Verteidigung; Bau und Ingenieurwesen; Diversifizierter Industriegütergroßhandel; Maschinen, Werkzeuge, schwere Fahrzeuge, Züge und Schiffe; Unternehmens- und gewerbliche Dienstleistungen; Kommunikation und Netzwerktechnik	14 Industriegruppen Behälter & Verpackungen; Hausbau und Baustoffe; Haushaltswaren; Getränke; Konsumgüterkonglomerate; Lebensmittel- und Drogerieeinzelhandel; Lebensmittel und Tabak; Körperpflege-, Haushaltsprodukte und Dienstleistungen; Bau und Ingenieurwesen; Diversifizierter Industriegütergroßhandel; Maschinen, Werkzeuge, schwere Fahrzeuge, Züge und Schiffe; Unternehmens- und gewerbliche Dienstleistungen; Kommunikation und Netzwerktechnik; Büroausstattung
EURO STOXX (Robustheit)	14 Industriegruppen Metalle und Bergbau; Papier- und Forstprodukte; Hausbau und Baustoffe; Haushaltswaren; Lebensmittel- und Drogerieeinzelhandel; Lebensmittel und Tabak; Körperpflege-, Haushaltsprodukte und Dienstleistungen; Medizinische Geräte und medizinischer Bedarf; Gesundheitsdienstleister und -dienstleistungen; Luft- und Raumfahrt und Verteidigung; Bau und Ingenieurwesen;	17 Industriegruppen Metalle und Bergbau; Papier- und Forstprodukte; Diversifizierter Einzelhandel; Hausbau und Baustoffe; Haushaltswaren; Freizeitprodukte; Spezialhandel; Lebensmittel- und Drogerieeinzelhandel; Lebensmittel und Tabak; Körperpflege-, Haushaltsprodukte und Dienstleistungen; Medizinische Geräte und medizinischer Bedarf; Luft- und Raumfahrt und Verteidigung; Bau und

Index	Aktuelle Indexzusammensetzung (Hauptvariante)	Historische Indexzusammensetzung (Robustheit)
	Maschinen, Werkzeuge, schwere Fahrzeuge, Züge und Schiffe; Unternehmens- und gewerbliche Dienstleistungen; Kommunikation und Netzwerktechnik	Ingenieurwesen; Diversifizierter Industriegütergroßhandel; Maschinen, Werkzeuge, schwere Fahrzeuge, Züge und Schiffe; Unternehmens- und gewerbliche Dienstleistungen; Kommunikation und Netzwerktechnik

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Die Auswahl basiert auf der relativen Ähnlichkeit zum regulierten Postbereich in Bezug auf Personalintensität und Kapitalintensität sowie - im direkten Ansatz - Ergebnisvolatilität. Die Post ist nicht Bestandteil der Vergleichsstichprobe.

4.5 Herleitung des Korrekturfaktors

Wir stellen die Vergleichsgruppen dem Gesamtmarkt gegenüber, um den Korrekturfaktor aus den beobachteten Rendite- und Risikounterschieden abzuleiten. Dabei betrachten wir zwei Ebenen:

1. Hauptvariante: direkter Ansatz auf Basis des STOXX Europe 600 in aktueller Indexzusammensetzung;
2. Ergänzende Robustheit: historische Indexzusammensetzung und EURO STOXX; und

Die Ergebnisse aus dem indirekten Ansatz auf Basis der EBIT- und EBITDA-Margen-Volatilität werden zusätzlich nachrichtlich angeführt.

4.5.1 Direkter Ansatz

Im direkten Ansatz leiten wir den Korrekturfaktor aus dem Verhältnis der EBIT-Marge der Vergleichsgruppe zur EBIT-Marge des Gesamtmarkts ab. Dieser Ansatz ist die zentrale Grundlage für die Empfehlung, weil er direkt auf dem Renditevergleich aufsetzt, den § 44 Abs. 2 PostG für die risikobereinigte Umsatzrendite nahelegt:

$$\text{Korrekturfaktor} = \text{EBIT-Marge vergleichbarer Unternehmen} / \text{EBIT-Marge Gesamtmarkt}$$

Wir interpretieren eine niedrigere EBIT-Marge der Vergleichsgruppe als Indiz für ein geringeres Risiko und damit für einen niedrigeren angemessenen Gewinnzuschlag. Da die EBIT-Marge nicht ausschließlich Risiko abbildet, grenzen wir die Vergleichsgruppe eng anhand von Struktur- und Risikokriterien ab.

Für den direkten Ansatz betrachten wir zwei Varianten:

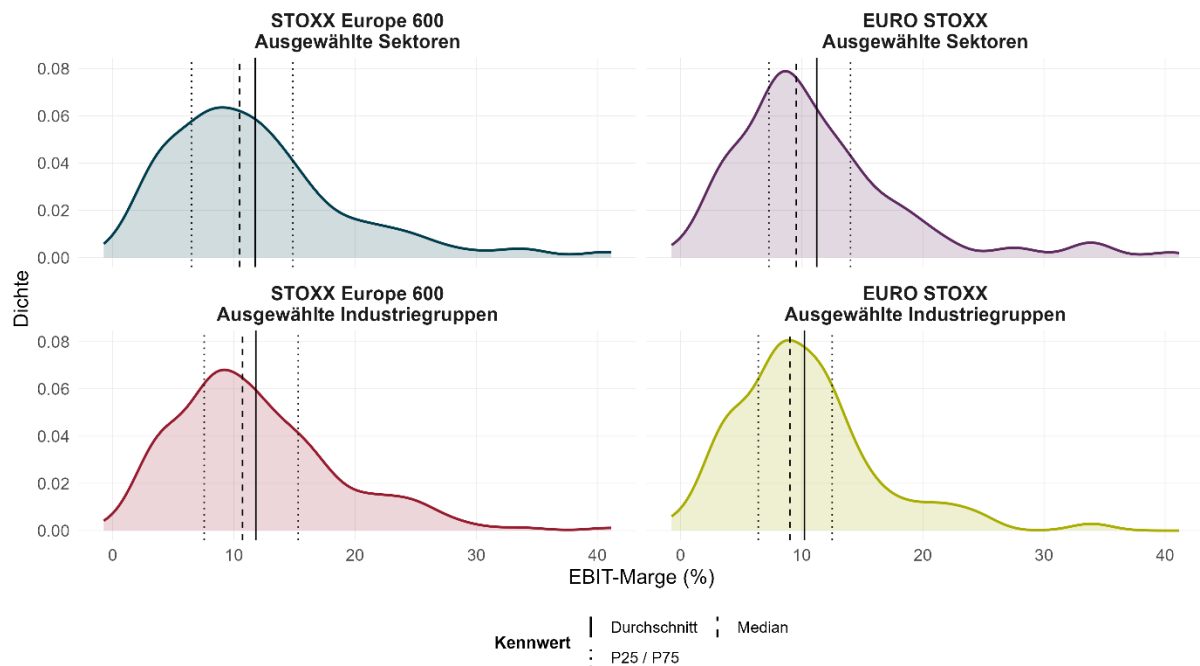
- Hauptauswertung: Erstes Quartil der EBIT-Margen der Vergleichsgruppe; und
- Ergänzende Information: gewichteter Durchschnitt der EBIT-Margen der Vergleichsgruppe.

Abbildung 9 zeigt die Verteilung der EBIT-Margen der ausgewählten Vergleichsgruppen. Dargestellt sind vier Varianten: ausgewählte Sektoren und ausgewählte Industriegruppen jeweils für den STOXX Europe 600 und den EURO STOXX. Die Abbildung zeigt, in welchem Bereich die EBIT-Margen der Unternehmen innerhalb der jeweiligen Vergleichsgruppe liegen und wo zentrale Kennwerte wie erstes Quartil, Median und Durchschnitt verortet sind.

Für die zentrale Ableitung stellen wir auf das erste Quartil ab. Das erste Quartil ist ein etabliertes statistisches Verteilungsmaß und bezeichnet den Wert, unterhalb dessen 25 % der Beobachtungen liegen. Es bildet damit einen unteren, aber weiterhin innerhalb der beobachteten Verteilung liegenden Referenzpunkt ab. Die Verwendung des ersten Quartils erscheint als Hauptauswertung sachgerecht. Zwar weisen die ausgewählten Sektoren und Industriegruppen bereits eine größere Nähe zum regulierten Postbereich auf als der Gesamtmarkt. Sie enthalten aber weiterhin Unternehmen mit deutlich unterschiedlichen Geschäftsmodellen, Wettbewerbsintensitäten, Marktpositionen und Ertragschancen. Der Durchschnitt dieser Gruppe bildet daher auch Unternehmen mit höherer Preissetzungsmacht, stärkeren Wachstumschancen oder besonders profitablen Teilmärkten ab. Der regulierte Postbereich entspricht nicht dem durchschnittlichen Risiko aller strukturell vergleichbaren Unternehmen. Innerhalb der Vergleichsgruppe ist er aufgrund der Regulierung, der flächendeckenden Versorgungsverpflichtung, der stabilisierenden Price-Cap-Mechanik und der begrenzteren unternehmerischen Freiheitsgrade eher im risikoärmeren und renditeschwächeren Teil zuzuordnen.

Zudem liegt der Durchschnitt in Abbildung 9 teilweise oberhalb des Medians. Dies deutet darauf hin, dass einzelne Unternehmen mit hohen EBIT-Margen den Durchschnitt nach oben beeinflussen. Ein Abstellen auf den Durchschnitt würde daher stärker besonders profitable Unternehmen innerhalb der Vergleichsgruppe berücksichtigen. Den umsatzgewichteten Durchschnitt betrachten wir ergänzend als Sensitivität, nicht aber als zentrale Grundlage der Ableitung.¹⁸

¹⁸ Der umsatzgewichtete Durchschnitt wird lediglich ergänzend in Tabelle 5 ausgewiesen. Er zeigt, welches Renditeniveau sich ergibt, wenn größere Unternehmen innerhalb der Vergleichsgruppe stärker berücksichtigt werden. Für die zentrale Ableitung ist er jedoch weniger geeignet, weil er das geringere Risikoprofil des regulierten Postbereichs nicht gezielt abbildet und durch größere, besonders profitable Unternehmen beeinflusst werden kann. Maßgeblich bleibt daher das erste Quartil.

Abbildung 9 Verteilung der EBIT-Margen nach Index und Vergleichsgruppe

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Aktuelle Indexzugehörigkeit und Auswahl der Sektoren bzw. Industriegruppen gemäß Analyse

Die Ergebnisse des direkten Ansatzes in Tabelle 5 zeigen, dass die ausgewählten Vergleichsgruppen niedrigere EBIT-Margen aufweisen als der Gesamtmarkt. Während die durchschnittliche Umsatzrendite des Gesamtmarkts bei rund 15,5 % bis 15,6 % liegt, ergeben sich in der Hauptvariante auf Basis des STOXX Europe 600 und unter Abstellen auf das erste Quartil deutlich niedrigere Werte: Für die vergleichbaren Sektoren liegt die EBIT-Marge bei 6,5 %, für die vergleichbaren Industriegruppen bei 7,6 %. Bezogen auf den Gesamtmarkt entspricht dies Korrekturfaktoren von rund 42 % bzw. 48 %. Damit zeigt Tabelle 5, dass ein Korrekturfaktor unterhalb von 50 % empirisch begründbar ist. Die ergänzenden Varianten zeigen zugleich auch Werte leicht oberhalb von 50 %.

Tabelle 5 EBIT-Margen Vergleichsgruppe vs. Gesamtmarkt (direkter Ansatz)

Kennzahl	STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	EURO STOXX (Robustheit)
Gesamtmarkt:		
Ø Umsatzrendite	15,6 %	15,5 %

Kennzahl	STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	EURO STOXX (Robustheit)
Vergleichbare Sektoren:	6,5 %	7,3 %
1. Quartil der Umsatzrendite	(42 %)	(47 %)
Vergleichbare Industriegruppen:	7,6 %	6,4 %
1. Quartil der Umsatzrendite	(48 %)	(41 %)
Vergleichbare Sektoren:	10,2 %	9,1 %
Gewichtete Ø Umsatzrendite	(65 %)	(59 %)
Vergleichbare Industriegruppen:	10,4 %	8,2 %
Gewichtete Ø Umsatzrendite	(67 %)	(53 %)

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Werte in Klammern zeigen den impliziten Korrekturfaktor gegenüber der durchschnittlichen Umsatzrendite des Gesamtmarkts. Die aktuelle Indexzusammensetzung bildet die Hauptvariante. Die zugrunde liegenden Vergleichssektoren und Industriegruppen unterscheiden sich je Index, da die Auswahl, wie in Abschnitt 4.4 dargestellt, indexspezifisch erfolgt.

4.5.2 Indirekter Ansatz

Beim indirekten Ansatz leiten wir den Korrekturfaktor aus dem Verhältnis der Ergebnisvolatilität des regulierten Postbereichs zur Ergebnisvolatilität strukturell vergleichbarer Unternehmen ab:

$$\text{Korrekturfaktor} = \frac{\text{EBIT-Marge-Standardabweichung regulierter Postbereich}}{\text{EBIT-Margen-Standardabweichung vergleichbarer Unternehmen}}$$

Ergänzend betrachten wir die Standardabweichung der EBITDA-Marge. Die EBITDA-Marge ist besonders nützlich, weil sie Unterschiede in Abschreibungen und Kapitalintensität reduziert und damit stärker auf die Stabilität des laufenden operativen Geschäfts abstellt.

Wir interpretieren eine geringere Ergebnisvolatilität des regulierten Postbereichs als Ausdruck eines geringeren operativen Risikos. Da wir die Vergleichsgruppe im indirekten Ansatz nur über Strukturkriterien auswählen, vermeiden wir eine zirkuläre Verwendung der Volatilitätsmaße.

Die Ergebnisse des indirekten Ansatzes in Tabelle 6 bestätigen, dass die Ergebnisvolatilität des regulierten Postbereichs niedriger ist als die der strukturell vergleichbaren Unternehmen. Die Standardabweichung der EBIT-Marge des regulierten Postbereichs beträgt über den betrachteten Zehnjahreszeitraum 2,2 %¹⁹ und liegt damit unterhalb der Standardabweichung der vergleichbaren Sektoren und Industriegruppen. Daraus ergeben sich über beide Vergleichsgruppen betrachtet implizite Korrekturfaktoren von rund 56 % bis 66 %. Auf Basis der EBIT-Margen liegt die Ergebnisvolatilität des regulierten Postbereichs damit bei etwas mehr als der Hälfte bis rund zwei Dritteln der Ergebnisvolatilität der Vergleichsgruppen.

Die ergänzende Betrachtung der EBITDA-Margen führt zu ähnlichen, tendenziell etwas niedrigeren Ergebnissen. Die Standardabweichung der EBITDA-Marge des regulierten Postbereichs beträgt über den betrachteten Zehnjahreszeitraum 1,8 %²⁰. Daraus ergeben sich über beide Vergleichsgruppen betrachtet implizite Korrekturfaktoren von rund 48 % bis 59 %. Die EBITDA-Ergebnisse stützen damit die Einordnung auf Basis der EBIT-Margen: Auch vor Abschreibungen weist der regulierte Postbereich eine geringere Ergebnisvolatilität auf als die strukturell vergleichbaren Unternehmen.

Tabelle 6 Risikovergleich Post vs. Vergleichsgruppe (indirekter Ansatz)

Kennzahl	STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	EURO STOXX (Robustheit)
Regulierter Postbereich:		
Standardabweichung der EBIT-Margen	2,2 %	
Regulierter Postbereich:		
Standardabweichung der EBITDA-Margen	1,8 %	
Vergleichbare Sektoren:		
Standardabweichung der EBIT-Margen	3,8 % (58 %)	3,9 % (56 %)

¹⁹ DHL Group (2026). *IR Download Center*. Verfügbar unter: <https://group.dhl.com/en/investors/ir-download-center.html> [abgerufen am 10.07.2026]. Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Marge wurde als Standardabweichung der jährlich ausgewiesenen Margen über den zehnjährigen Betrachtungszeitraum berechnet.

²⁰ DHL Group (2026). *IR Download Center*. Verfügbar unter: <https://group.dhl.com/en/investors/ir-download-center.html> [abgerufen am 10.07.2026]. Die Volatilität der EBIT- bzw. EBITDA-Marge wurde als Standardabweichung der jährlich ausgewiesenen Margen über den zehnjährigen Betrachtungszeitraum berechnet.

Kennzahl	STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	EURO STOXX (Robustheit)
Vergleichbare		
Industriegruppen:	3,3 %	3,3 %
Standardabweichung der EBIT-Margen	(66 %)	(66 %)
Vergleichbare Sektoren:		
Standardabweichung der EBITDA-Margen	3,7 % (50 %)	3,8 % (48 %)
Vergleichbare		
Industriegruppen:	3,2 %	3,1 %
Standardabweichung der EBITDA-Margen	(58 %)	(59 %)

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Werte in Klammern zeigen den impliziten Korrekturfaktor auf Basis des Risikoverhältnisses zwischen Post und Vergleichsgruppe. Die zugrunde liegenden Vergleichssektoren und Industriegruppen unterscheiden sich je Index, da die Auswahl, wie in Abschnitt 4.4 dargestellt, indexspezifisch erfolgt.

4.5.3 Ableitung der Bandbreite für den Gewinnaufschlag

Wir wenden die in Abschnitt 4.5.1 auf Basis des direkten Ansatzes abgeleiteten Korrekturfaktoren auf die durchschnittliche Umsatzrendite des repräsentativen Aktienindex an. Daraus ergibt sich der implizite Gewinnzuschlag für den regulierten Postbereich:

$$\text{Gewinnzuschlag regulierter Postbereich} = \text{Korrekturfaktor} \times \text{Umsatzrendite repräsentativer Aktienindex}$$

Der Korrekturfaktor ist damit keine eigenständige Renditekennzahl, sondern ein Anpassungsfaktor. Er reduziert die aus dem Referenzindex abgeleitete marktübliche Umsatzrendite auf ein Niveau, das dem geringeren Risikoprofil des regulierten Postbereichs entspricht.

Wir verdichten die Ergebnisse zu einer Bandbreite. Dabei behandeln wir nicht jedes Ergebnis als gleichermaßen auf den regulierten Postbereich übertragbar. Ausgangspunkt ist der direkte Ansatz auf Basis der aktuellen Zusammensetzung des STOXX Europe 600, weil dieser die gesetzliche Anknüpfung an einen repräsentativen europäischen Aktienindex am besten abbildet. Innerhalb dieses Ansatzes verwenden wir das erste Quartil als Hauptauswertung, weil es das unterdurchschnittliche Risiko- und Renditeprofil des regulierten Postbereichs besser abbildet als der Durchschnitt.

Für die Ableitung der Bandbreite sind daher folgende Elemente maßgeblich:

- Primär: direkter Ansatz auf Basis des ersten Quartils der Vergleichsgruppe in der aktuellen Zusammensetzung des STOXX Europe 600;
- Robustheit: historische Indexzusammensetzung und EURO STOXX;

Wir nutzen die „Robustheit“ nicht dazu, die empfohlene Bandbreite mechanisch auszuweiten, sondern zur Einordnung der Ergebnisse der primären Methode. Unterschiede zwischen den Varianten spiegeln insbesondere die gewählte Stichprobenzusammensetzung und die Abgrenzung der Vergleichsgruppe wider. Für die regulatorische Anwendung ist entscheidend, welche Bandbreite durch die Ergebnisse in ihrer Gesamtschau robust und nachvollziehbar gestützt wird.

Aus den betrachteten Ergebnissen erscheint eine Bandbreite des Korrekturfaktors von **42 % bis 48 %** plausibel. Diese Bandbreite ergibt sich aus der Hauptvariante des direkten Ansatzes auf Basis der ausgewählten Sektoren und Industriegruppen im STOXX Europe 600. Bei Anwendung dieser Bandbreite auf die marktübliche Umsatzrendite des Referenzindex ergibt sich ein angemessener Gewinnzuschlag von **6,5 % bis 7,6 %**. Die Ergebnisse des EURO STOXX und der historischen Stichprobe zeigen, dass die auf Basis der Hauptvariante abgeleitete Größenordnung auch bei alternativen Index- und Stichprobendefinitionen gestützt wird.

Tabelle 7 Zusammenfassung der Ansätze und Ergebnisbandbreite

Ansatz	Vergleichs- gruppe	STOXX Europe 600 (Hauptvariante)	EURO STOXX (Robustheit)
Direkter Ansatz: 1. Quartil EBIT-Marge	Sektoren	6,5 %	7,3 %
Direkter Ansatz: 1. Quartil EBIT-Marge	Industriegruppen	7,6 %	6,4 %
Robustheit: Historische Stichprobe	Robustheit	6,3 – 6,8 %	6,0 – 6,3 %
Mögliche Bandbreite			6,5 – 7,6 %

Quelle: Frontier auf Basis von Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Die empfohlene Bandbreite basiert primär auf dem direkten Ansatz anhand des 1. Quartils der EBIT-Marge. Auch die historische Stichprobe basiert auf dem 1. Quartil der EBIT-Marge.

5 Bewertung und Fazit

5.1 Einordnung des bisherigen Korrekturfaktors

Der bisher verwendete Korrekturfaktor von 50 % wurde in der vergangenen Maßgrößenentscheidung auf Grundlage des damals neu eingeführten PostG und seiner Begründung angewendet, ohne dass hierfür eine eigenständige empirische Herleitung erfolgte. Er führte bei einer durchschnittlichen Umsatzrendite der Unternehmen des Referenzindex von 13,11 % zu einem Gewinnzuschlag von 6,56 %.

Unsere Analyse zeigt, dass die marktübliche Umsatzrendite auf Basis der vorliegenden Daten und der betrachteten Indexvarianten im aktuellen Betrachtungszeitraum grundsätzlich höher ausfällt als in der vergangenen Maßgrößenentscheidung (siehe Tabelle 1). Bei unverändertem Korrekturfaktor würde dies für sich genommen zu einem höheren Gewinnzuschlag führen.

Aus den ermittelten Ergebnissen ergibt sich allerdings eine Bandbreite des Korrekturfaktors von 42 % bis 48 %. Bei Anwendung dieser Bandbreite auf die marktübliche Umsatzrendite des Referenzindex ergibt sich ein angemessener Gewinnzuschlag von 6,5 % bis 7,6 %. Der zuletzt von der Bundesnetzagentur angesetzte Gewinnzuschlag von 6,56 % liegt damit innerhalb der empirisch abgeleiteten Bandbreite.

5.2 Methodische Bewertung

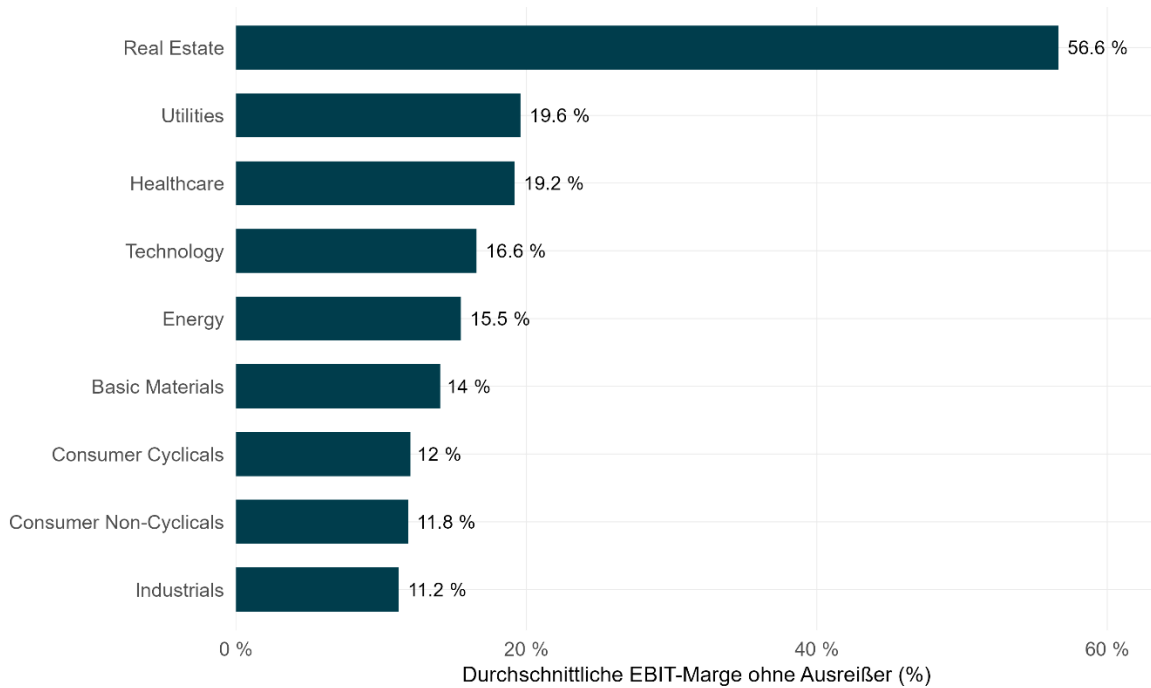
Unsere Analyse stützt sich auf drei zentrale methodische Entscheidungen:

1. **Breiterer Referenzindex mit aktueller Zusammensetzung als Hauptvariante:** Wir verwenden den STOXX Europe 600, weil er den europäischen Gesamtmarkt robuster abbildet als der EURO STOXX 50. Er umfasst mehr Unternehmen und weist eine breitere sektorale Abdeckung auf. Die aktuelle Indexzusammensetzung verwenden wir als Hauptvariante, weil sie die zum Analysezeitpunkt relevante Marktbasis klar und reproduzierbar abbildet. Die historische Indexzusammensetzung dient ergänzend als Robustheitssensitivität.
2. **Direkter Ansatz als Hauptansatz:** Wir stellen den direkten Ansatz in den Vordergrund, weil er unmittelbar an die Umsatzrenditebetrachtung des PostG anknüpft und daher die zentrale Grundlage der ermittelten Bandbreite bildet.
3. **Erstes Quartil als sachgerechter Referenzpunkt:** Wir verwenden das erste Quartil, weil es einen unteren, aber weiterhin marktlich beobachtbaren Referenzpunkt innerhalb der Vergleichsgruppe abbildet. Dies passt besser zum regulierten Postbereich als der Durchschnitt, weil der regulierte Postbereich aufgrund seines geringeren Risikoprofils eher dem renditeschwächeren Teil der Vergleichsgruppe zuzuordnen ist.

Mit dieser methodischen Kombination adressieren wir die zentralen Anforderungen an Transparenz, Reproduzierbarkeit und Robustheit. Die ergänzenden Sensitivitäten dienen der Prüfung der Hauptideutung, nicht der unmittelbaren Erweiterung der ermittelten Bandbreite.

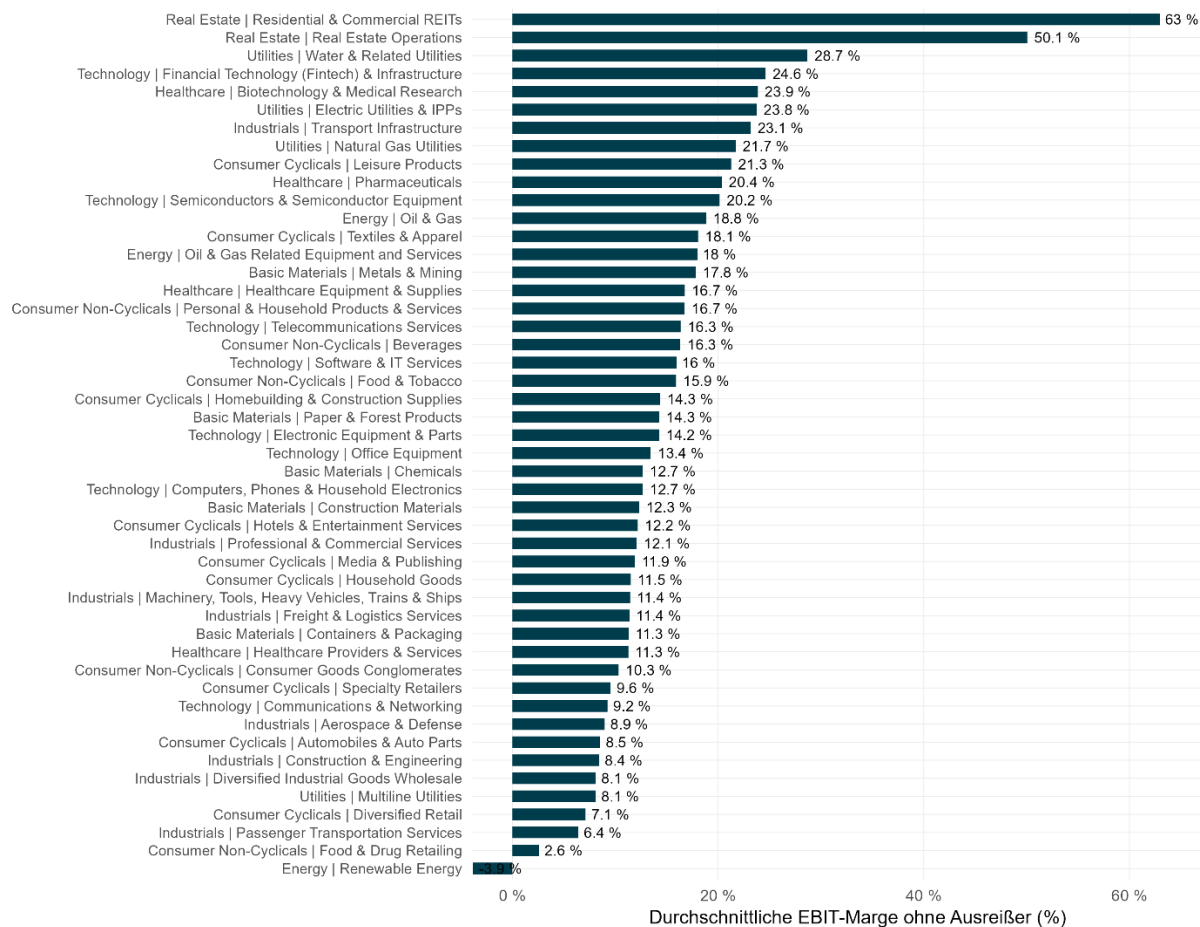
Anhang A Ergänzende Auswertungen zur EBIT-Marge

Abbildung 10 Durchschnittliche EBIT-Marge nach Sektor



Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Dargestellt ist die durchschnittliche EBIT-Marge je Sektor auf Basis unternehmensspezifischer Zehnjahresdurchschnitte. Die EBIT-Marge wird als EBIT im Verhältnis zum Umsatz berechnet. Einzelne Ausreißer auf Jahresdatenebene wurden vor der Berechnung der unternehmensspezifischen EBIT-Margen ausgeschlossen. Finanzdienstleister sind nicht Teil der Analyse.

Abbildung 11 Durchschnittliche EBIT-Marge nach Industriegruppe

Quelle: Frontier basierend auf Unternehmensdaten des LSEG Workspace.

Hinweis: Dargestellt ist die durchschnittliche EBIT-Marge je Industriegruppe auf Basis unternehmensspezifischer Zehnjahresdurchschnitte. Die EBIT-Marge wird als EBIT im Verhältnis zum Umsatz berechnet. Einzelne Ausreißer auf Jahresdatenebene wurden vor der Berechnung der unternehmensspezifischen EBIT-Margen ausgeschlossen. Finanzdienstleister sind nicht Teil der Analyse.

Anhang B Unternehmen und Ausschlüsse

Die nachfolgenden Tabellen geben einen Überblick über:

1. die für die Bestimmung des angemessenen Gewinnzuschlags berücksichtigten Unternehmen des STOXX Europe 600 sowie des EURO STOXX;
2. die von der Analyse ausgeschlossenen Finanzdienstleister; sowie
3. Unternehmen, für die einzelne Ausreißerjahre identifiziert wurden.

Tabelle 8 Herangezogene Unternehmen des Referenzindex (STOXX Europe 600)

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
Auf Basis der aktuellen Indexmitgliedschaft (Stand 01.04.2026)					
1	A2A SpA*	161	Experian PLC	321	Porsche Automobil Holding SE*
2	AAK AB (publ)	162	Fastighets AB Balder	322	Poste Italiane SpA*
3	Aalberts NV*	163	FDJ United*	323	Primary Health Properties PLC
4	Abb Ltd	164	Ferrari NV*	324	Prosus NV*
5	Abivax SA*	165	Ferrovial SE*	325	Prysmian SpA*
6	Accelleron Industries AG	166	Financiere de Tubize SA*	326	PSP Swiss Property AG
7	Acciona SA*	167	FLSmidth & Co A/S	327	Publicis Groupe SA*
8	Accor SA*	168	Flughafen Zuerich AG	328	Puig Brands SA*
9	Ackermans & Van Haaren NV*	169	Fortum Oyj*	329	Puma SE*
10	ACS Actividades de Construcción y Servicios SA*	170	Fraport Frankfurt Airport Services Worldwide AG*	330	Qiagen NV*
11	Addtech AB	171	freenet AG*	331	QinetiQ Group PLC
12	Adecco Group AG	172	Fresenius Medical Care AG*	332	Randstad NV*

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
13	Adidas AG*	173	Fresenius SE & Co KGaA*	333	Rational AG*
14	Aedifica NV*	174	Fresnillo PLC	334	Reckitt Benckiser Group PLC
15	Aena SME SA*	175	Frontline PLC	335	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA*
16	Aeroports de Paris SA*	176	Fuchs Se*	336	Redeia Corporacion SA*
17	Airbus SE*	177	Galderma Group Ltd	337	Relx PLC
18	Airtel Africa PLC	178	Galenica AG	338	Renault SA*
19	Aixtron SE*	179	Galp Energia SGPS SA*	339	RENK Group AG*
20	Aker BP ASA	180	Games Workshop Group PLC	340	Rentokil Initial PLC
21	Akzo Nobel NV*	181	Gaztransport et Technigaz SA*	341	Reply SpA*
22	Alcon Inc	182	GEA Group AG*	342	Repsol SA*
23	Alfa Laval AB	183	Geberit AG	343	Rexel SA*
24	ALK-Abello A/S	184	Gecina SA*	344	Rheinmetall AG*
25	Allegro.eu SA	185	Genmab A/S	345	Rightmove PLC
26	Allfunds Group PLC*	186	Georg Fischer AG	346	Rio Tinto PLC
27	Allreal Holding AG	187	Getinge AB	347	Roche Holding AG
28	Alstom SA*	188	Getlink SE*	348	Rockwool A/S
29	Amadeus IT Group SA*	189	Givaudan SA	349	Rolls-Royce Holdings PLC
30	Ambu A/S	190	Glanbia PLC*	350	Rotork PLC
31	Andritz AG*	191	Glencore PLC	351	Royal Unibrew A/S
32	Anglo American PLC	192	Grifols SA*	352	RS Group PLC
33	Anheuser-Busch Inbev SA*	193	GSK plc	353	Rubis SCA*

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
34	Antofagasta PLC	194	H & M Hennes & Mauritz AB	354	RWE AG*
35	AP Moeller - Maersk A/S	195	Haleon PLC	355	Ryanair Holdings PLC*
36	Arcadis NV*	196	Halma PLC	356	Saab AB
37	ArcelorMittal SA*	197	Heidelberg Materials AG*	357	Safran SA*
38	argenx SE*	198	Heineken Holding NV*	358	Sagax AB
39	Arkema SA*	199	Heineken NV*	359	Sage Group PLC
40	ASM International NV*	200	Henkel AG & Co KGaA*	360	Saipem SpA*
41	ASML Holding NV*	201	Hensoldt AG*	361	SalMar ASA
42	Assa Abloy AB	202	Hera SpA*	362	Sandoz Group AG
43	Asseco Poland SA	203	Hermes International SCA*	363	Sandvik AB
44	Associated British Foods PLC	204	Hexagon AB	364	Sanofi SA*
45	AstraZeneca PLC	205	Hiab Oyj*	365	SAP SE*
46	Atlas Copco AB	206	Hikma Pharmaceuticals PLC	366	Sartorius AG*
47	Aumovio Se*	207	Hochschild Mining PLC	367	Sartorius Stedim Biotech SA*
48	Aurubis AG*	208	Hochtief AG*	368	SBM Offshore NV*
49	AUTO1 Group SE*	209	Holcim AG	369	Schindler Holding AG
50	Autotrader Group PLC	210	Holmen AB	370	Schneider Electric SE*
51	Avolta AG	211	Howden Joinery Group PLC	371	Scout24 SE*
52	Axfood AB	212	Huber+Suhner AG	372	Sectra AB
53	Ayvens SA*	213	Huhtamaki Oyj*	373	Securitas AB

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
54	B&M European Value Retail SA	214	Iberdrola SA*	374	SEGRO PLC
55	Babcock International Group PLC	215	IMCD NV*	375	Serco Group PLC
56	BAE Systems PLC	216	IMI PLC	376	Severn Trent PLC
57	Balfour Beatty PLC	217	Imperial Brands PLC	377	SFS Group AG
58	Barratt Redrow PLC	218	Inchcape PLC	378	SGS SA
59	Barry Callebaut AG	219	Indra Sistemas SA*	379	Shaftesbury Capital PLC
60	BASF SE*	220	Industria de Diseno Textil SA*	380	Shell PLC
61	Bavarian Nordic A/S	221	Indutrade AB	381	Siegfried Holding AG
62	Bayer AG*	222	Infineon Technologies AG*	382	Siemens AG*
63	Bayerische Motoren Werke AG*	223	Informa PLC	383	Siemens Energy AG*
64	BE Semiconductor Industries NV*	224	Infrastrutture Wireless Italiane SpA*	384	Siemens Healthineers AG*
65	Bechtle AG*	225	InPost SA*	385	SIG Group AG
66	Beiersdorf AG*	226	InterContinental Hotels Group PLC	386	Signify NV*
67	Beijer Ref AB (publ)	227	International Consolidated Airlines Group SA	387	Sika AG
68	Belimo Holding AG	228	Interpump Group SpA*	388	Skanska AB
69	Bellway PLC	229	Intertek Group PLC	389	SKF AB
70	Benefit Systems SA	230	Ipsen SA*	390	Smith & Nephew PLC
71	Berkeley Group Holdings PLC	231	ISS A/S	391	Smiths Group PLC

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
72	Big Yellow Group PLC	232	Italgas SpA*	392	Snam SpA*
73	Bilfinger SE*	233	ITV PLC	393	Sodexo SA*
74	Biomerieux SA*	234	Iveco Group NV*	394	Sonova Holding AG
75	BKW AG	235	J Sainsbury PLC	395	Sopra Steria Group SA*
76	Boliden AB	236	JD Sports Fashion PLC	396	Spie SA*
77	Bolloré SE*	237	JDE Peets NV*	397	Spirax Group PLC
78	Bouygues SA*	238	Jeronimo Martins SGPS SA*	398	SSAB AB
79	BP PLC	239	Johnson Matthey PLC	399	SSE PLC
80	Brenntag SE*	240	K+S AG*	400	Stellantis NV*
81	British American Tobacco plc	241	Kemira Oyj*	401	STMicroelectronics NV*
82	British Land Company PLC	242	Kering SA*	402	Stora Enso Oyj*
83	Brunello Cucinelli SpA*	243	Kerry Group PLC*	403	Straumann Holding AG
84	BT Group PLC	244	Kesko Oyj*	404	Subsea 7 SA
85	Bucher Industries AG	245	KGHM Polska Miedz SA	405	Sulzer AG
86	Bunzl plc	246	Kingfisher PLC	406	Sunrise Communications Ltd
87	Burberry Group PLC	247	Kingspan Group PLC*	407	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA
88	Bureau Veritas SA*	248	Kion Group AG*	408	Swatch Group AG
89	Buzzi SpA*	249	Klepierre SA*	409	Sweco AB (publ)
90	Camurus AB	250	Knorr Bremse AG*	410	Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)
91	Capgemini SE*	251	Kone Oyj*	411	Swiss Prime Site AG

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
92	Carlsberg A/S	252	Konecranes Abp*	412	Swisscom AG
93	Carnival PLC	253	Kongsberg Gruppen ASA	413	Syensqo NV*
94	Carrefour SA*	254	Koninklijke Ahold Delhaize NV*	414	Symrise AG*
95	Castellum AB	255	Koninklijke KPN NV*	415	TAG Immobilien AG*
96	CD Projekt SA	256	Koninklijke Philips NV*	416	Tauron Polska Energia SA
97	Cellnex Telecom S.a*	257	Koninklijke Vopak NV*	417	Taylor Wimpey PLC
98	Centrica PLC	258	Kuehne und Nagel International AG	418	Technip Energies NV*
99	Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG	259	Lagercrantz Group AB	419	Technoprobe SpA*
100	Christian Dior SE*	260	L'Air Liquide Societe Anonyme pour l'Etude et l'Exploitation des Procedes Georges Claude SA*	420	Tele2 AB
101	Coca Cola HBC AG	261	Land Securities Group PLC	421	Telecom Italia SpA*
102	Cofinimmo SA*	262	LEG Immobilien SE*	422	Telefonaktiebolaget LM Ericsson
103	Coloplast A/S	263	Legrand SA*	423	Telefonica SA*
104	Compagnie de Saint Gobain SA*	264	Leonardo SpA*	424	Telenor ASA
105	Compagnie Financiere Richemont SA	265	Lifco AB (publ)	425	Teleperformance SE*
106	Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA*	266	Logitech International SA	426	Telia Company AB

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
107	Compass Group PLC	267	LondonMetric Property PLC	427	Temenos AG
108	Continental AG*	268	Lonza Group AG	428	Tenaris SA*
109	ConvaTec Group PLC	269	Loomis AB	429	Terna Rete Elettrica Nazionale SpA*
110	Covivio SA*	270	L'Oreal SA*	430	Tesco PLC
111	Cranswick PLC	271	Lottomatica Group SpA*	431	Thales SA*
112	Croda International PLC	272	Lotus Bakeries NV*	432	Thule Group AB
113	CSG NV*	273	LPP SA	433	thyssenkrupp AG*
114	CTS Eventim AG & Co KGaA*	274	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE*	434	Tomra Systems ASA
115	Daimler Truck Holding AG*	275	Magnum Ice Cream Company NV*	435	TotalEnergies SE*
116	Danone SA*	276	Marks and Spencer Group PLC	436	Trelleborg AB
117	Dassault Aviation SA*	277	Melrose Industries PLC	437	Tritax Big Box Reit PLC
118	Dassault Systemes SE*	278	Mercedes-Benz Group AG*	438	TUI AG*
119	Davide Campari Milano NV*	279	Merck KGaA*	439	Ucb SA*
120	DCC PLC	280	MERLIN Properties SOCIMI SA*	440	Umicore SA*
121	De' Longhi SpA*	281	Metso Oyj*	441	Unibail-Rodamco-Westfield SE*
122	Delivery Hero SE*	282	Mitie Group PLC	442	Unilever PLC
123	Demant A/S	283	Mobimo Holding AG	443	Unite Group PLC
124	Derwent London PLC	284	Moncler SpA*	444	United Utilities Group PLC

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
125	Deutsche Lufthansa AG*	285	Mondi PLC	445	Universal Music Group NV*
126	Deutsche Post AG*	286	Mowi ASA	446	UPM-Kymmene Oyj*
127	Deutsche Telekom AG*	287	MTU Aero Engines AG*	447	Valeo SE*
128	Diageo PLC	288	Mycronic AB (publ)	448	Vallourec SA*
129	D'leteren Group SA*	289	National Grid PLC	449	Valmet Corp*
130	Dino Polska SA	290	Naturgy Energy Group SA*	450	Var Energi ASA
131	Diploma PLC	291	Nemetschek SE*	451	VAT Group AG
132	DKSH Holding AG	292	Neste Oyj*	452	Vend Marketplaces ASA
133	Dr Ing hc F Porsche AG*	293	Nestle SA	453	Veolia Environnement SA*
134	Drax Group PLC	294	Nexans SA*	454	Verbund AG*
135	DSM-Firmenich AG*	295	Nexi SpA*	455	Verisure PLC
136	DSV A/S	296	Next PLC	456	Vestas Wind Systems A/S
137	E.ON SE*	297	Nibe Industrier AB	457	Vidrala SA*
138	Easyjet PLC	298	Nkt A/S	458	Vinci SA*
139	Edenred SE*	299	Nokia Oyj*	459	Viscofan SA*
140	EDP Renovaveis SA*	300	Nordex SE*	460	Vistry Group PLC
141	EDP SA*	301	Nordic Semiconductor ASA	461	Vodafone Group PLC
142	Eiffage SA*	302	Norsk Hydro ASA	462	voestalpine AG*
143	Elia Group SA*	303	Novartis AG	463	Volkswagen AG*
144	Elis SA*	304	Novo Nordisk A/S	464	Volvo AB
145	Elisa Oyj*	305	Novozymes A/S	465	Vonovia SE*
146	Ems Chemie Holding AG	306	Oersted A/S	466	Wallenstam AB

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
147	Enagas SA*	307	OMV AG*	467	Warehouses de Pauw NV*
148	Endesa SA*	308	Orange SA*	468	Wartsila Oyj Abp*
149	Enel SpA*	309	Orion Oyj*	469	Weir Group PLC
150	Engie SA*	310	Orkla ASA	470	Whitbread PLC
151	Eni SpA*	311	Orlen SA	471	Wienerberger AG*
152	Entain PLC	312	P/F Bakkafröst	472	Wihlborgs Fastigheter AB
153	Epiroc AB	313	Pan African Resources PLC	473	Wise PLC
154	Equinor ASA	314	Pandora A/S	474	Wolters Kluwer NV*
155	Essilorluxottica SA*	315	Pearson PLC	475	WPP PLC
156	Essity AB (publ)	316	Pennon Group PLC	476	Yara International ASA
157	Eurofins Scientific SE*	317	Pernod Ricard SA*	477	Zabka Group SA
158	Evolution AB (publ)	318	Persimmon PLC	478	Zalando SE*
159	Evonik Industries AG*	319	Pirelli and C. S.p.a*	479	Zealand Pharma A/S
160	Exor NV*	320	Plus500 Ltd	480	Zegona Communications PLC

Zusätzlich auf Basis der historischen Indexmitgliedschaft im Zehnjahreszeitraum (2016-2025)

1	1&1 AG*	95	Evotec SE*	189	Oxford Nanopore Technologies PLC
2	AA Ltd	96	EVRAZ plc	190	Paysafe Group Ltd (Douglas)
3	Abertis Infraestructuras SA*	97	Exor NV*	191	Petrofac Ltd
4	Actelion Ltd	98	Fabege AB	192	Peugeot SA*

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
5	AddLife AB	99	Ferguson Enterprises Inc	193	Playtech PLC
6	Adevinta AS	100	Fingerprint Cards AB	194	Polskie Gornictwo Naftowe i Gazownictwo SA
7	Adler Group SA*	101	FirstGroup PLC	195	PostNL NV*
8	Afry AB	102	Fluidra SA*	196	Prosiebensat 1 Media SE*
9	Aggreko Ltd	103	Flutter Entertainment PLC*	197	Proximus NV*
10	Air France KLM SA*	104	Fortnox AB	198	Qt Group Oyj*
11	Alfen NV*	105	Forvia SE*	199	Redcare Pharmacy NV*
12	alstria office AG*	106	Fugro NV*	200	Remy Cointreau SA*
13	Alten SA*	107	Future PLC	201	Rpc Group Ltd
14	Altice Europe NV*	108	G4S Ltd	202	RTL Group SA*
15	Altice France SAS*	109	Galapagos NV*	203	S4 Capital PLC
16	Altran Technologies SAS*	110	Gemalto BV*	204	Safestore Holdings PLC
17	Amec Foster Wheeler Ltd	111	Genus PLC	205	Samhallsbyggnadsbolaget I Norden AB
18	Amer Sports Corp*	112	Gerresheimer AG*	206	Scatec ASA
19	Amplifon SpA*	113	GKN Ltd	207	Schaeffler AG*
20	Amrize AG	114	GN Store Nord A/S	208	SEB SA*
21	ams-OSRAM AG	115	Grafton Group PLC	209	SES SA*
22	Aroundtown SA*	116	Grainger PLC	210	Shaftesbury Ltd
23	Aryzta AG	117	Grand City Properties SA*	211	Shire Ltd
24	Ashtead Group Ltd	118	Great Portland Estates PLC	212	Siemens Gamesa Renewable Energy SA*

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
25	Assura Ltd	119	Greggs PLC	213	Signature Aviation Ltd
26	Atkinsrealis (WS) Ltd	120	H Lundbeck A/S	214	Siltronic AG*
27	Atos SE*	121	Hammerson PLC	215	Simcorp A/S
28	AutoStore Holdings Ltd	122	Harbour Energy PLC	216	Sinch AB (publ)
29	Avast Ltd	123	Hays PLC	217	Sky Ltd
30	Aveva Group Ltd	124	HELLA GmbH & Co KGaA*	218	Smurfit WestRock PLC*
31	Axel Springer SE*	125	Hellofresh SE*	219	Societe BIC SA*
32	Azelis Group NV*	126	Hemnet Group AB (publ)	220	Softcat PLC
33	BACHEM HOLDING AG	127	Hexatronic Group AB	221	Software AG*
34	Barrick Gold (Holdings) Ltd	128	Hexpol AB	222	SoftwareOne Holding Ltd
35	BB Biotech AG	129	HomeServe Ltd	223	Soitec SA*
36	Berendsen Ltd	130	Hugo Boss AG*	224	Solidcore Resources plc PK
37	BHP Group (UK) Ltd	131	Husqvarna AB	225	Solvay SA*
38	Billerud AB (publ)	132	ICA Gruppen AB	226	Spectris PLC
39	Bpost SA*	133	Icade SA*	227	SSP Group PLC
40	Britvic Ltd	134	Idorsia Ltd	228	STADA Arzneimittel AG*
41	BTG Ltd	135	Iliad SA*	229	Stadler Rail AG
42	BUWOG Group GmbH*	136	Imerys SA*	230	Steinhoff International Holdings NV*
43	Canal+ SA	137	Indivior Pharmaceuticals, Inc	231	Storskogen Group AB (publ)
44	Capita PLC	138	Inficon Holding AG	232	Sunrise GmbH

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
45	Carl Zeiss Meditec AG*	139	Inmarsat Group Holdings Ltd	233	Swedish Match AB
46	Casino Guichard Perrachon SA*	140	International Distribution Services Ltd	234	Syngenta AG
47	CECONOMY AG*	141	International Workplace Group PLC	235	Tate & Lyle PLC
48	Centamin Ltd	142	Interroll Holding AG	236	TDC Holding A/S
49	CEZ as	143	Intu Properties PLC	237	TeamViewer SE*
50	Chocoladefabriken Lindt & Spruengli AG	144	JCDecaux SE*	238	Tecan Group AG
51	Chr Hansen Holding A/S	145	JM AB	239	Technip SA*
52	Cineworld Group PLC	146	John Wood Group PLC	240	TechnipFMC PLC*
53	Clariant AG	147	Just Eat Ltd	241	Telefonica Deutschland Holding AG*
54	CNH Industrial NV*	148	Just Eat Takeaway.com NV*	242	Telenet Group Holding NV*
55	Cobham Ltd	149	Kindred Group PLC	243	TGS ASA
56	Colonial SFL SOCIMI SA*	150	Koninklijke Boskalis BV*	244	THG PLC
57	Colruyt Group NV*	151	Ladbrokes Coral Group Ltd	245	Tietoevry Oyj*
58	Comet Holding AG	152	Lagardere SA*	246	Trainline PLC
59	Computacenter PLC	153	Lanxess AG*	247	Travis Perkins PLC
60	Corbion NV*	154	Linde AG (Pre-merger)*	248	TUI AG*
61	Corporacion Acciona Energias Renovables SA*	155	Linde PLC*	249	Tullow Oil PLC

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
62	Countryside Partnerships Ltd	156	Lumo Kodit Oyj*	250	Ubisoft Entertainment SA*
63	Covestro AG	157	Luxottica Group SpA*	251	UBM Ltd
64	CPI Europe AG*	158	LXI Ltd	252	UDG Healthcare Ltd
65	CRH PLC*	159	Man Se*	253	Ultra Electronics Holdings Ltd
66	Currys PLC	160	Mediaset Espana Comunicacion SA*	254	Unilever NV*
67	Daily Mail and General Trust P L C	161	Mediclinic Group Ltd	255	Uniper SE*
68	Dechra Pharmaceuticals Ltd	162	Meggitt Ltd	256	United Internet AG*
69	Deliveroo Ltd	163	Merlin Entertainments Ltd	257	Vantage Towers AG*
70	Deutsche EuroShop AG*	164	METRO AG*	258	Vantiva SA*
71	Deutsche Wohnen SE*	165	MFE-MEDIAFOREUROPE NV*	259	Varta AG*
72	Dialog Semiconductor Ltd*	166	Micro Focus International Ltd	260	Vend Marketplaces ASA
73	DiaSorin SpA*	167	Millicom International Cellular SA	261	Verallia SA*
74	Distribuidora Internacional de Alimentacion SA*	168	Mips AB	262	Viaplay Group AB (publ)
75	DocMorris AG	169	MONY Group PLC	263	Victrex PLC
76	Dometic Group AB (publ)	170	MorphoSys AG*	264	Vifor Pharma AG
77	Domino's Pizza Group PLC	171	Mundys SpA*	265	Vigie SA*

Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen	Lfd. Nr.	Herangezogene Unternehmen
78	Dormakaba Holding AG	172	Munters Group AB	266	Vitrolife AB
79	Dowlais Group PLC	173	Ncc AB	267	Vivendi SE*
80	Dr Martens PLC	174	Nel ASA	268	Volvo Car AB
81	DS Smith Ltd	175	Neles Oyj*	269	Wacker Chemie AG*
82	Dsm BV*	176	Neoen SAS*	270	Watches of Switzerland Group PLC
83	Duerr AG*	177	Netcompany Group A/S	271	Wereldhave NV*
84	Electricite De France SA*	178	Nets A/S	272	WH Smith PLC
85	Electrolux AB	179	NMC Health PLC	273	William Hill Ltd
86	Elektro AB (publ)	180	Nokian Renkaat Oyj*	274	Wirecard AG*
87	Elior Group SA*	181	OC Oerlikon Corporation AG Pfaeffikon	275	Wizz Air Holdings PLC
88	Embracer Group AB	182	Ocado Group PLC	276	WM Morrison Supermarkets Ltd
89	Emeis SA*	183	OCI NV*	277	Worldline Igsa SA*
90	Energean PLC	184	Ontex Group NV*	278	Worldline SA*
91	Entra ASA	185	Opmobility SE*	279	Worldpay Group Ltd
92	EON Verwaltungs GmbH*	186	Orron Energy AB	280	Zodiac Aerospace SA*
93	Essentra PLC	187	Osram Licht AG*		
94	Eutelsat Communications SA*	188	Outokumpu Oyj*		

Quelle: LSEG Workspace.

Hinweis: Die Tabelle umfasst die herangezogenen Unternehmen des STOXX Europe 600. Unternehmen, die zugleich Bestandteil des EURO STOXX sind, bilden eine Teilmenge dieser Grundgesamtheit und sind mit einem Sternchen (*) gekennzeichnet. Aktuelle Indexmitgliedschaft zum Stand 01.04.2026.

Tabelle 9 Ausgeschlossene Finanzdienstleister des Referenzindex (STOXX Europe 600)

Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister
Auf Basis der aktuellen Indexzusammensetzung (Stand 01.04.2026)					
1	3i Group PLC	41	Danske Bank A/S	81	NN Group NV*
2	Aberdeen Group PLC	42	Deutsche Bank AG*	82	Nordea Bank Abp*
3	ABN Amro Bank NV*	43	Deutsche Boerse AG*	83	Nordnet AB (publ)
4	Admiral Group PLC	44	DNB Bank ASA	84	Partners Group Holding AG
5	Adyen NV*	45	EQT AB	85	Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski SA
6	Aegon Ltd*	46	Erste Group Bank AG*	86	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA
7	Ageas SA*	47	Euronext NV*	87	Prudential PLC
8	AIB Group PLC*	48	FinecoBank Banca Fineco SpA*	88	Quilter PLC
9	AL Sydbank A/S	49	flatexDEGIRO SE*	89	Raiffeisen Bank International AG*
10	Allianz SE*	50	Gjensidige Forsikring ASA	90	Ringkjoebing Landbobank A/S
11	Amundi SA*	51	Groep Brussel Lambert NV*	91	Sampo Oyj*
12	ASR Nederland NV*	52	Hannover Rueck SE*	92	Santander Bank Polska SA
13	Assicurazioni Generali SpA*	53	Helvetia Baloise Holding AG	93	Schroders PLC
14	Avanza Bank Holding AB	54	Hiscox Ltd	94	Scor SE*
15	Aviva PLC	55	HSBC Holdings PLC	95	Skandinaviska Enskilda Banken AB

Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister
16	AXA SA*	56	ICG PLC	96	Societe Generale SA*
17	Azimut Holding SpA*	57	IG Group Holdings PLC	97	Sofina SA*
18	Banca Generali SpA*	58	Industrivarden AB	98	Sparebank 1 Sor-Norge ASA
19	Banca Mediolanum SpA*	59	ING Bank Slaski SA	99	St James's Place PLC
20	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA*	60	ING Groep NV*	100	Standard Chartered PLC
21	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*	61	Intesa Sanpaolo SpA*	101	Standard Life PLC
22	Banco BPM SpA*	62	Investec PLC	102	Storebrand ASA
23	Banco Comercial Portugues SA*	63	Investment AB Latour	103	Sunbelt Rentals Holdings Inc
24	Banco de Sabadell SA*	64	Investor AB	104	Svenska Handelsbanken AB
25	Banco Santander SA*	65	Julius Baer Gruppe AG	105	Swedbank AB
26	Bank of Ireland Group PLC*	66	Jyske Bank A/S	106	Swiss Life Holding AG
27	Bank Polska Kasa Opieki SA	67	Kbc Ancora NV*	107	Swiss Re AG
28	Bankinter SA*	68	Kbc Groep NV*	108	Swissquote Group Holding SA
29	Banque Cantonale Vaudoise	69	L E Lundbergforetagen AB (publ)	109	Talanx AG*
30	Barclays PLC	70	Legal & General Group PLC	110	TBC Bank Group PLC
31	BAWAG Group AG*	71	Lion Finance Group PLC	111	TP ICAP Group PLC

Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister
32	Beazley PLC	72	Lloyds Banking Group PLC	112	Tryg A/S
33	BNP Paribas SA*	73	London Stock Exchange Group PLC	113	UBS Group AG
34	BPER Banca SpA*	74	M&G PLC	114	Unicaja Banco SA*
35	Bridgepoint Group PLC	75	Man Group PLC	115	UniCredit SpA*
36	CaixaBank SA*	76	Mandatum Oyj*	116	Unipol Assicurazioni SpA*
37	Cembra Money Bank AG	77	Mapfre SA*	117	Valiant Holding AG
38	Commerzbank AG*	78	mBank SA	118	Vz Holding Ltd
39	Credit Agricole SA*	79	Muenchener Rueckversicherungs-Gesellschaft in Muenchen AG*	119	Wendel SE*
40	CVC Capital Partners PLC*	80	NatWest Group PLC	120	Zurich Insurance Group Ltd

Zusätzlich auf Basis der historischen Indexmitgliedschaft im Zehnjahreszeitraum (2016-2025)

1	Aareal Bank AG*	16	Direct Line Insurance Group Ltd	31	Natixis SA*
2	Abrdn Holdings Ltd	17	Elbe BidCo GmbH*	32	Network International Holdings Ltd
3	Ashmore Group PLC	18	Eurazeo SE*	33	NEX Group Ltd
4	Baloise Holding AG	19	Greene King Ltd	34	Old Mutual Ltd
5	Banca Popolare di Milano Scarl*	20	Grenke AG*	35	OSB Group PLC
6	Banca Popolare di Sondrio SpA*	21	Hargreaves Lansdown Ltd	36	Pargesa Holding SA
7	Banco Popular Espanol SA*	22	Industrivarden AB	37	Relx NV*

Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister	Lfd. Nr.	Ausgeschlossene Finanzdienstleister
8	Bankia SA*	23	Intrum AB	38	RSA Insurance Group Ltd
9	Bolsas y Mercados Espanoles SHMSF SA*	24	Janus Henderson Group PLC	39	Saga PLC
10	Booker Group Ltd	25	JLT Group Holdings Ltd	40	Topdanmark A/S
11	Close Brothers Group PLC	26	Jupiter Fund Management PLC	41	Unione di Banche Italiane SpA*
12	CNP Assurances SA*	27	Kinnevik AB	42	UnipolSai Assicurazioni SpA*
13	Credit Suisse Group AG	28	Komercni Banka as	43	Vanquis Banking Group PLC
14	Delta Lloyd NV*	29	Mediobanca Banca di Credito Finanziario SpA*	44	Virgin Money UK PLC
15	Deutsche Boerse AG*	30	Metro Bank Holdings PLC		

Quelle: LSEG Workspace.

Hinweis: Die Tabelle umfasst die ausgeschlossenen Finanzdienstleister des STOXX Europe 600. Die im EURO STOXX enthaltene Teilmenge ist mit einem Sternchen (*) gekennzeichnet. Adyen wird entsprechend der Einordnung im Beschluss BK5-24/003 ebenfalls als Finanzdienstleister ausgeschlossen, obwohl das Unternehmen in der TRBC-Klassifikation dem Technologiesektor zugeordnet ist. Aktuelle Indexmitgliedschaft zum Stand 01.04.2026.

Tabelle 10 Unternehmen mit mindestens einem Ausreißerjahr in der EBIT-Marge (STOXX Europe 600)

Lfd. Nr.	Unternehmen	Lfd. Nr.	Unternehmen	Lfd. Nr.	Unternehmen
Unternehmen mit einzelnen Ausreißerjahren					
1	Accor SA	15	Exor NV	29	Porsche Automobil Holding SE
2	Aedifica NV	16	Financiere de Tubize SA	30	Primary Health Properties PLC

Lfd. Nr.	Unternehmen	Lfd. Nr.	Unternehmen	Lfd. Nr.	Unternehmen
3	Aéroports de Paris SA	17	Galapagos NV	31	Prosus NV
4	argenx SE	18	Gecina SA	32	PSP Swiss Property AG
5	Avolta AG	19	Idorsia Ltd	33	Ryanair Holdings PLC
6	Bavarian Nordic A/S	20	International Consolidated Airlines Group SA	34	Sectra AB
7	BB Biotech AG	21	K+S AG	35	Tritax Big Box Reit PLC
8	BUWOG Group GmbH	22	Klepierre SA	36	TUI AG
9	Camurus AB	23	LondonMetric Property PLC	37	Var Energi ASA
10	Carnival PLC	24	LXI Ltd	38	Vivendi SE
11	Delivery Hero SE	25	MorphoSys AG	39	Warehouses de Pauw NV
12	Deutsche EuroShop AG	26	Nel ASA	40	Whitbread PLC
13	Deutsche Lufthansa AG	27	Oxford Nanopore Technologies PLC	41	Wizz Air Holdings PLC
14	Easyjet PLC	28	P/F Bakkafrøst	42	Zealand Pharma A/S

Quelle: LSEG Workspace.

Hinweis: Die Tabelle umfasst Unternehmen, die aktuell oder zu einem Zeitpunkt innerhalb des Zehnjahreszeitraums (2016-2025) Mitglied des STOXX Europe 600 waren und in mindestens einem Jahr eine als Ausreißer identifizierte EBIT-Marge aufweisen.

Frontier Economics Ltd ist Teil des Frontier Economics Netzwerks, welches aus zwei unabhängigen Firmen in Europa (Frontier Economics Ltd) und Australien (Frontier Economics Pty Ltd) besteht. Beide Firmen sind in unabhängigem Besitz und Management, und rechtliche Verpflichtungen einer Firma erlegen keine Verpflichtungen auf die andere Firma des Netzwerks. Alle im hier vorliegenden Dokument geäußerten Meinungen sind die Meinungen von Frontier Economics Ltd.