

North Media ("NM") – stærk start på 2021 fortsætter i Q2

To overraskelser i 1. kvartal 2021

North Media overraskede på to områder i 1. kvartal 2021. For det **første** viste marginen i FK Distribution utrolig styrke og nåede helt op på en EBIT-margin på 29,5% i Q1. Bruttomarginen var også meget stærk og nåede op på 56,8%. Begge er vist rekorder for FK. Toplinien blev til gengæld – som forventet – ramt af Covid-19, men selskabet oplyste på det efterfølgende investor-møde, at hele den "tabte" omsætning blot er en udskydelse af omsætning fra især de mellemstore butikskæder. Derfor forventer vi nu et stærk Q2 og Q3, da denne omsætning skubbes fremad. Det er her vigtigt at huske, at FKs kunder har indgået en ramme-aftale for hele året med FK, hvor en parameter er, at kunden er påkrævet at nå sin minimums-omsætning for at opnå sin rabat. Dermed mister FK meget sjældent sin forventede omsætning, da kunden ikke ønsker denne "straf".

Den **anden** overraskelse i Q1 var, at vi allerede i første kvartal har fået en opjustering af guidance for året. Bunden af EBIT-intervallet blev altså løftet med 5M DKK. Det er positivt at ledelsen allerede nu ser positivt på året.

Som forventet fik vi høj vækst fra Ofir.dk på 65% samt lidt lavere vækst i Boligportal (6%), som følge af omlægning af forretningen til abonnements-model – se nedenfor.

Resultat før skat i 2021 på over 300M DKK er ikke inddiskonteret i markedet

Vi forventer, at North Media laver et EBT (overskud før skat) på pænt over 300M DKK i 2021 (EBIT + afkast på porteføljen = EBT). Prisen på selskabet, målt på Enterprise Value er ca. 1,1 mia. DKK. Overskuddet er dermed ikke indpriset i aktiekursen. Alle forretningsområder har leveret bedre, end vi havde forventet ved starten af året. Nedenfor gennemgår vi casen.

North Media er et tech-selskab, der ejer syv værdiskabende aktiviteter, der hver især bidrager til omsætning, overskud og valuation af Selskabet:

1. **FK Distribution** udvikler og sælger en teknologi (software og hardware) til individual advertising packaging & distribution. Teknologien er førende i verden indenfor grøn miljøvenlig pakning, idet der ikke benyttes plastic (Deutsche Post er kunde). FK distribuerer derudover magasiner, tryksager, aviser og direct mail samt driver den digitale portal og app Minetilbud.dk (44% af valuation).
2. **Boligportal** er en online-portal, der forbinder lejere med udlejere af boliger samt en SaaS data platform og en udlejer-services-platform med fx online huslejekontrakter, indflytningsrapporter, flytte-service samt bigdata platform (18% af valuation).
3. **Ofir**, der er en jobportal, der forbinder jobsøgende med arbejdsgivere, der søger nye medarbejdere. (3% af valuation).
4. **Bekey**, der er en teknologisk platform (hardware/software) til automatisk døråbning. Selskabet investerer markant i fremtidig vækst = underskud. (2% af valuation)
5. **Lead Supply**, der er en online låneportal, der hjælper forbrugere med at finde det bedste lån hos udbydere som Bank Norwegian, Lendo, Saverium, Leasy m.v. Lead Supply er 50% ejet – de resterende 50% ejes af de oprindelige stiftere af virksomheden. (1% af valuation)

6. **Aktieportefølje og kontanter** (29% af valuation).
7. **Friværdi af ejendomme**, bogført værdi af ejendomme minus udestående gæld. (4% af valuation).

Nedenfor en oversigt over værdifastsættelsen af hver af de syv aktiviteter i North Media:

Valuation af North Media A/S	i mio. DKK				% af
Selskab	EBIT 2020A	EBIT 2021E	Multiple	Valuation	valuation
FK Distribution inkl. Deutsche Post aftale	233,7	236	6	1.416	44%
Boligportal	27,2	34	17	578	18%
Ofir	-1,9	4,2	20	84	3%
Bekey	-6,8	-1		50	2%
Lead Supply - 50% ejerskab	-2	4	15	30	1%
Likvider (aktieportefølje i dag + kontanter per 31/12-2021)				931	29%
Friværdi i ejendomme (bogført værdi minus gæld)				125	4%
Total valuation				3.214	100%
Antal udestående aktier (ekskl. egne aktier)				18,1	
Fair value per aktie		277		177	

Værdifastsættelsen baseres på forretningsopdelt forventet EBIT for 2021 gange med en vurderet rimelig multiple for det pågældende forretningsområde. Herefter divideres den samlede værdi med antallet af udestående aktier, jf. beregningen senere i analysen.

Som det fremgår, har vi beregnet en fair pris på aktien til 177, hvilket svarer til en upside på 56% fra den nuværende aktiekurs på 114,- i skrivende stund.

Værdifastsættelsen er fremkommet som en kombination af en forsigtig værdifastsættelse af FK samt en lidt mere progressiv vurdering af de digitale platforme. Vi vurderer, at der fortsat er stort potentiale til en opjustering af værdien af fx Boligportal efterhånden som de nye produkter og resultater realiseres, jf. afsnittet nedenfor.

Boligportal – det digitale guldæg

Boligportal har investeret markant i sin teknologiske platform – og har i den forbindelse udvidet forretning til 4 forretningsområder, alle som SaaS (Software as a Service):

1. Abonnement til lejere, der betaler for at få adgang til de bedste lejemål på portalen. Koster 298,- per måned i abonnement.
2. Administration af ejendomme og Services til udbydere af lejemål / udlejere, fx flytterapporter, lejekontrakter, afregning af depositum osv..
3. Services til lejere, fx valg af EL-selskab, forsikring, finansiering, internet-adgang – disse udbydere sælger deres services, og BoligPortal får et lead-fee.
4. Data - big data om boligudlejningsmarkedet, der sælges til banker, realkreditinstitutter, ejendomsinvestorer og udlejere og andre. Info om udbud / efterspørgsel på boligmarkedet og om prisdannelse. Fordelt på segment og geografi m.v. Find afkastkrav for en specifik by eller gade. Lav oversigter over udviklingen i lejeprisen per kvadratmeter. Benchmarking af leje pr m2 mod andre områder osv. Nationalbanken er referencekunde.

Boligportal må leve med lidt mindre omsætning i Q1 og Q2 for at omlægge omsætningen til SaaS-model bestående af de ovenstående fire revenue-streams.

Kontanter og værdier i NM

Selskabet har med en aktiekurs omkring kr. 114,- en market cap på 2,0 mia. DKK, hvilket fremgår af tabellen nedenfor. Selskabet ejer i dag ca. 9,68% egne aktier. Det samlede antal aktier i selskabet er ca. 20 mio. styks, heraf ejer selskabet således selv ca. 1,9 mio. styks aktier, som man fratrækker i beregningen af market cap:

Antal aktier i North Media	20.055.000
Egne aktier	1.941.324
Antal aktier minus egne aktier	18.113.676
Aktiekurs	114
Market cap af North Media (antal aktier x aktiekurs)	2.064.959.064
Enterprise Value af North Media (Mark cap + nettogæld)	1.133.457.321

Cash-flow genereringen fra driften har været enorm i North Media, så derfor har der været behov for at investere og placere disse kontanter i børsnoterede aktier. North Media ejer derfor en stor portefølje af meget likvide aktier – de fremgår nedenfor:

Værdipapir	Aktiekurs	Antal aktier	Valuta	Værdi dags dato	% af port	31-12-2020
AMAZON.COM, INC. (XNAS:AMZN)	\$ 3.241,93	4.000	USD	79.134.215	13%	78.500.000
Genmab A/S (XCSE:GMAB)	2.380,00 kr.	25.000	DKK	59.500.000	10%	61.575.000
Simcorp A/S (XCSE:SIM)	811,00 kr.	60.000	DKK	48.660.000	8%	54.330.000
Orsted A/S (XCSE:ORSTED)	924,40 kr.	50.000	DKK	46.220.000	8%	62.175.000
MASTERCARD INCORPORATED. (XNYS: \$	371,66	20.000	USD	45.359.749	7%	40.800.000
DSV Panalpina A/S (XCSE:DSV)	1.455,00 kr.	50.000	DKK	72.750.000	12%	51.000.000
MICROSOFT CORPORATION (XNAS:MS)	\$ 247,64	24.348	USD	36.794.657	6%	33.700.000
VISA INC. (XNYS:V)					0%	33.100.000
MERCADOLIBRE, INC. (XNAS:MELI)	\$ 1.379,99	3.000	USD	25.263.753	4%	30.400.000
Novo Nordisk A/S (XCSE:NOVO B)	495,35 kr.	60.000	DKK	29.721.000	5%	25.599.000
TERADYNE, INC. (XNAS:TER)	\$ 126,31	60.000	USD	46.247.649	8%	43.824.351
NVIDIA CORPORATION (XNAS:NVDA)	\$ 604,88	3.000	USD	11.073.659	2%	9.544.197
SEA LIMITED (XNYS:SE)	\$ 248,39	30.000	USD	45.473.236	7%	36.380.169
Fundamental Invest Stock Pick	336,92 kr.	40.000	DKK	13.476.800	2%	12.351.200
Fundamental Invest Stock Pick II Akk	341,91 kr.	40.000	DKK	13.676.400	2%	12.303.200
PAYPAL HOLDINGS, INC. (XNAS:PYPL)	\$ 254,89	20.000	USD	31.108.815	5%	0
Copenhagen Infrastructure Partners - (15 mio i alt)				2.500.000	0%	0
Samlet værdi				606.959.932	100%	585.582.117

Den samlede aktie-portefølje er på 607M DKK¹ – hvilket er pænt op fra årsskiftet 2020/2021, hvor porteføljens værdi var på 585M. Derudover havde North Media kontanter i banken svarende til 95M DKK per 31. marts 2021. Dette er vel og mærke efter, at der er blevet udbetalt 90,7M DKK i udbytte den 31. marts.

¹ Du kan læse mere om North Medias investeringsfilosofi og porteføljemanagement på <http://www.northstarinvestor.com/north-media/>

Vi ser det som en unik mulighed at kunne købe og blive medejer af et selskab, med så stor en likvid og kontant styrke.

Værdierne udgør 52% af den samlede markedsværdi

Hvis man går skridtet videre og antager, at man laver en sale-and-lease-back af selskabets ejendom i Søborg bliver værdierne endnu mere markante. Hvis man medtager værdien af selskabets ejendom (til bogført værdi) samt modregner det realkreditlån, der er optaget i ejendommen, vil man frigøre yderligere 125M DKK i kontanter. Dermed kan man beregne, at 52% af selskabets samlede market cap er likvider. Beregning fremgår i nedenstående tabel:

Samlet likvide beredskab 31/12-2021	931.501.743
Afsat til opkøb	200.000.000
Overskuds-likviditet til opkøb af egne aktier	731.501.743
Værdier af ejendomme fratrullet gæld	125.000.000
Værdier ultimo 2021	1.056.501.743
Værdier i procent af nuværende market cap	52%

*) Ejendommene vil kunne vurderes højere, hvis man bruger markedsværdi og ikke bogført værdi.

Den justerede market cap (market cap minus værdier) er et udtryk for Enterprise Value (EV) - eller den pris man reelt betaler for North Media². Og den justerede market cap er således 1,1 mia. DKK. Det er en lav pris for et selskab, der forventes at tjene over 300M DKK i overskud før skat i 2021. Det er vores vurdering, at markedet undervurderer værdien af de syv værdiskabende elementer, jf. side 1 i denne analyse.

Udbytte, aktietilbagekøb og tilkøb af aktiviteter

NM forventes på basis af årsrapport 2021 at udbetale et udbytte på 5 kr. per aktie samt gennemføre tilbagekøb af egne aktier for i niveauet 50-100M DKK³. Vi forventer udbytte og aktietilbagekøb i samme niveau i årene fremover. Som det fremgår af tabellen ovenfor, har NM en overskuds-likviditet til aktieopkøb på 731 DKK – denne er beregnet som: Likvider minus beløb reserveret til opkøb på 200M. Vi forventer, at overskudslikviditeten bruges til aktietilbagekøb. Free float i selskabet er på 44%, så der kan fortsat købes ca. 20% af hele kapitalen, førend man skal til at tænke på NASDAQs free flow krav⁴ (25%-krav).

Selskabet har udmeldt, at man max må tilkøbe virksomheder og aktiviteter for 200M. På investor-præsentationerne har ledelsen tilføjet følgende:

- Det er vigtigt, at man køber på en fornuftig valuation. NM bør kun opkøbe et selskab/aktivitet, hvis Return on Investment for opkøbet er højere end Return on Investment ved køb af egne aktier.
- Man har ikke noget konkret på bordet lige nu.
- Det kan lige så godt være et mindre opkøb til 50M DKK.

² <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevalue.asp>

³ På investor-præsentationerne fremgår det, at ledelsen opererer med lejlighedsvis aktietilbagekøb. Skal North Media have "top-point" for kapitalallokeringen, så skal selskabet løbende leve op til dette.

⁴ <https://gorrissenfederspiel.com/viden/nyheder/nasdaq-harmoniserer-udstederreglerne-for-de-nordiske-markeder>

- Det man køber, skal have overskud og en god synergi til de eksisterende Digital Services forretninger.

Aktiekurs drivere – hvad skal hive kursen op herfra?

Mange har spurgt ind til hvilke elementer, der skal drive aktiekursen yderligere herfra, idet der jo allerede har været en pæn performance i aktiekursen. Helt overordnet er svaret, at så længe den underliggende drift udvikler sig lige så godt eller bedre end aktiekursen, så er potentialet ikke blevet mindre – det er snarere blevet forbedret:

- Fantastisk cash-flow generering i de kommende år
- Udvidet samarbejde med Deutsche Post ang. grøn og miljøvenlig logistik og pakning af omdelingssæt i papirbanderole. Potentiale for 20 mio. omdelingssæt hver uge.
- Salg af FKs teknologi-plattform - individual packaging tech.
- FK tager markedsandele på markedet for magasin-post og direct mail.
- Tilbagekøb af egne aktier, man har rigelig likviditet i selskabet.
- Høj vækst i niveauet 25% i Boligportal i 2021-23 tegner mod strukturel vækst.
- Introduktion af i alt fire forretningsben i Boligportal kan blive et guldæg.
- Turn-around i Ofir er gået væsentligt bedre og hurtigere end markedet forventede (markedet har nul eller negativ værdi på denne forretning). At Ofir voksede 65% på omsætning i Q1 er udtryk for at man tager markedsandele. Vi tror det fortsætter i resten af 2021. Markedet er under alle omstændigheder rødglødende – og arbejdsgiverne skriger efter arbejdskraft. Det øger markedet.
- Lead Supply skal ud af Covid-19 problemerne og begynde at bidrage reelt til værdifastsættelsen. Vi tror det sker i løbet af 2021.
- Ny udmelding i Q3 2020 - "det lader til, at den faldende volumen trend indenfor brochurer er ved at flade ud"- Dermed er den faldende trend indenfor fysiske brochurer og omdelte reklamer brudt. Mængden er halveret på 10 år. Det stopper nu. Det er fantastisk positivt.
- Yderligere prisstigninger i FK-distribution vil føre til, at North Media både vil kunne levere vækst samt være en value-aktie. Dette er et "goldie-lock-scenarie".
- Ja-tak ordningen er blevet stemt ned af både Socialdemokratiet samt af det Radikale Venstre. Dermed bliver ordningen ikke til noget.
- Den nye bestyrelsesformand (Ole Borch) har købt aktier NM. Positivt signal.

Risici

- Hvis NM laver et dyrt opkøb (fx en internet-portal) vil det udvande værdifastsættelsen af NM, da NM handler på meget lav og attraktiv valuation. Det er vigtigt, at NM kun opkøber et selskab/aktivitet, hvis RoI for opkøbet er højere end ROI ved køb af egne aktier. RoI ved køb af egne aktier er over 20% - det er meget usandsynligt, at man kan finde noget opkøb til så lav en pris.
- Hvis NM laver dårlige investeringer i egne virksomheder og accepterer negativ cash-flow for at bygge nye forretningsben, vil det reducere potentialet. Samme betragtning omkring krav til RoI og alternativet aktietilbagekøb.

- Hvis NM beslutter for ikke at fortsætte aktietilkøbsprogrammet vil det være negativt for aktionærerne, da mange ønsker overskudslikviditeten skal ligge i aktionærernes lommer og ikke i direktørens "lomme".
- Regeringspartiet SF har fremlagt ønske om en ja-tak-ordning, for at begrænse mængden af papir-reklamer. EU har dog afvist⁵, at man kan vedtage national lovgivning vedr. en ja-tak-ordning, da det krænker EU-retten, bl.a. Direktivet om urimelig handelspraksis. Derudover leverer FK jo fortsat 1) Ad Tech 2) lokalaviser, 3) direct mails, 4) Deutsche Post samt 5) magasin-post – så det er ikke en binær risiko. I øvrigt vil FK kunne migrere slutbrugerne til nej-tak+ ordningen, hvis ja-tak skulle komme tættere på. Som det fremgår ovenfor, er denne model nu nedstemt i FT af bl.a. Socialdemokratiet og Det Radikale Venstre⁶.

Forbedret corporate governance i NM

North Media har over de sidste år skabt en forbedret corporate governance og har gjort op med tidligere tiders manglende handlekraft:

- Man er begyndt at tænke langsigtet og strategisk – har fremlagt ambitioner, der rækker frem til 2023. Man vil være en vækst-virksomhed. Se bilag.
- Man har solgt "hovedforretningen" North Media Aviser⁷, der var "hjerterblod". Dette må vurderes som et signal om, at "intet er helligt" – Selskabet vil have overskudsgivende forretninger. Meget positivt.
- Omkostningsreduktioner, effektiviseringer og skarpt fokus på salg er blevet hverdag.
- Man har skiftet direktør i Bekey. Selskabet skal levere vækst og overskud.
- Aktietilbagekøb – dette er et vigtigt signal til markedet. Overskudslikviditet skal udbetales til aktionærerne og ikke bruges på at dække underskud i divisioner, som ledelsen ikke har styr på. Vi forventer, at der kommer et nyt aktietilbagekøbs-program.
- Afviklet eller solgt ud af aktiviteter, der ikke leverer varen – fx lukning af Daily og salg af håndværker.dk. Dette er et stærkt tegn. Alle forretninger, der ikke er core, skal sælges ud. Fokus på det vigtige - og på det, som man er god til.
- Restrukturering og effektivisering i Ofir.dk samt hårdt arbejde med at skabe overskud i Ofir. Det lykkedes i 2020. Dette er en potentiell upside til en endnu større EBIT-margin i 2021 og dermed større overskud efter skat.
- Indfører kvartalsrapportering – godt at selskabet øger informationen til markedet.
- Kæmpe indsats indenfor investor relation fra Kåre, Henrik og Lasse.
- Afklaring omkring Richard Buncks aktiebeholdning, der nu lægges i en fond⁸. Denne afklaring fjerner en usikkerhed i markedet.

⁵ <https://www.danskerhverv.dk/siteassets/mediafolder/dokumenter/04-politik/notat---juridiske-overvejelser-om-eventuel-ja-tak-ordning---12.02.2020.pdf>

⁶ <https://mediawatch.dk/Medienyt/politik/article12996920.ece>

⁷ <https://www.berlingske.dk/business/jysk-fynske-medier-opkoeber-nordsjaellandske-aviser>

⁸ <https://www.northmedia.dk/meddelse/?storyID=14964096>

Valuation – værdifastsættelsen stiger, når driften forbedres!

Som det fremgår af tabellen på side 2 i denne analyse, ser vi en fair value på **177 kr.** per aktie. Dette svarer til, at der er en upside på 56% fra den nuværende aktiekurs.

Som det fremgår af analysen, baserer prisfastsættelse af North Media sig på en række temmelig konservative forudsætninger. Vi forbeholder os derfor retten til at opjustere disse forudsætninger, efterhånden som den underliggende drift i selskab fortsat forbedres hvert eneste kvartal.

Disclaimer: forfatteren ejer aktier i North Media.

Bilag – Ambitioner for 2021-2023

Koncernen

- Omsætning: Niveauet 3% årlig organisk vækst.
- Overskudsgrad: Niveauet 24% i 2023.
- Investeringer/opkøb: Op til 200 mio. kr. i perioden. Der investeres fortrinsvis i virksomheder, hvor der er positive synergier og skaleringspotentiale, som matcher koncernens aktiviteter og kompetencer.
- Ved opnåelse af ovenstående ambitioner og under forudsætning af, at der ikke er andre forhold som i væsentlig grad påvirker koncernens aktiviteter og finansielle stilling, er det ambitionen at udbetale et udbytte på 5 kr. pr. aktie for hvert regnskabsår 2021-2023.

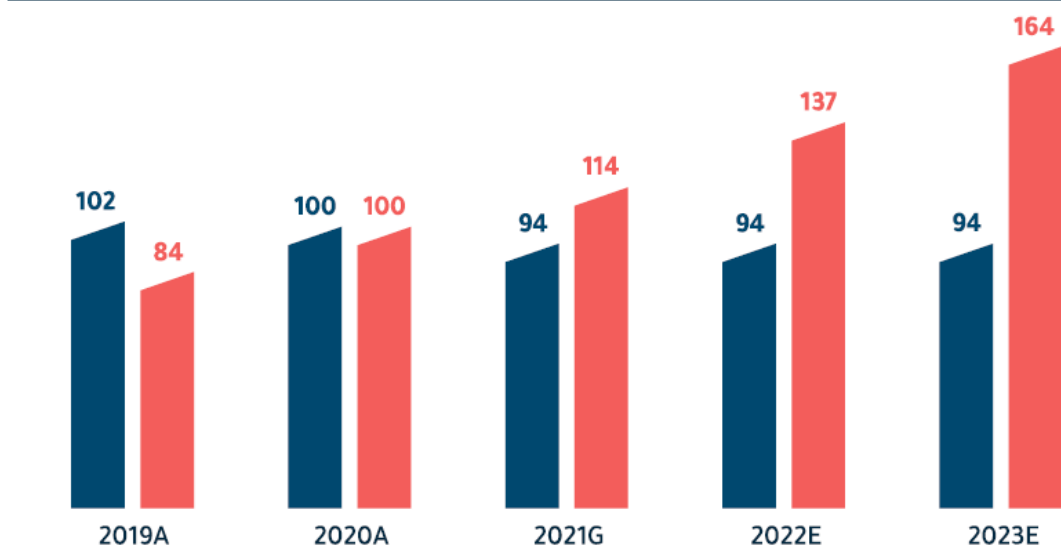
Last Mile

- Omsætning: Som i 2021.
- Overskudsgrad: Niveauet 24% og stabil.
- Muligheder for ekspansion til udlandet undersøges i form af pakning fra eksisterende terminaler i Taastrup/Tilst. Større investeringer er ikke påkrævede.

Digital Services

- Omsætning: Niveauet 20% årlig vækst (ekskl. opkøb).
- Overskudsgrad: Stigende til niveauet 25% i 2023 (ekskl. opkøb).

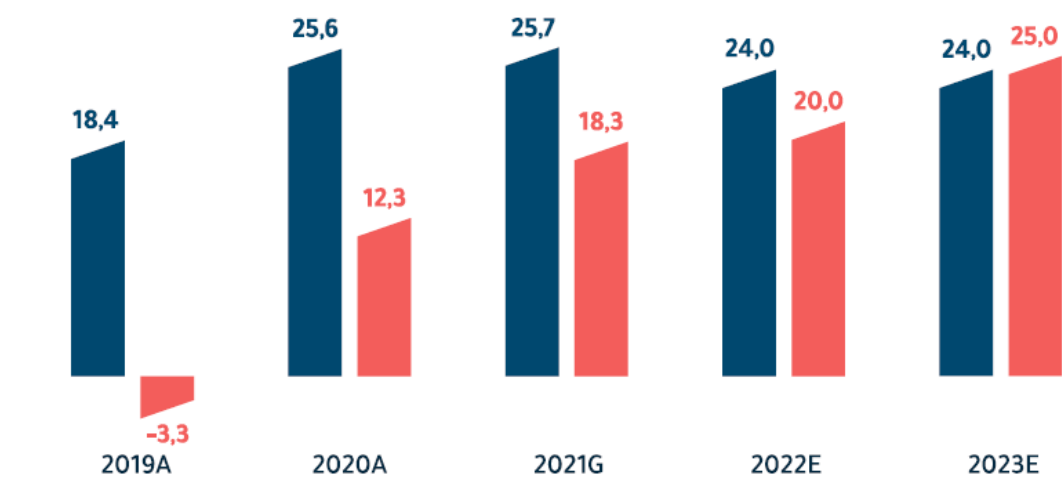
Indekseret omsætningsudvikling*



● Last Mile ● Digital Services

* Index (2020 = 100)

Overskudsgrad (%)



● Last Mile ● Digital Services