

North Media ("NM") – Status før 1. kvartal

North Media forventes at levere en høj vækst i både Ofir.dk og Boligportal.dk. Ifølge beretninger fra selskabets konkurrenter, har disse to selskaber taget markedsandele i et marked, der i øvrigt generelt har meget høj vækst (>20%). Derudover har vores opmåling af vægten på husholdningsaviser og lokalaviser vist en flot tilbagevenden til høj aktivitet hos FK Distribution efter Corona-nedlukning.

Vi forventer på denne basis et 1. kvartals-resultat, der ligger klart over (10-20%) af guidance – men dog ikke nok til at den forsigtige ledelse ønsker at opjustere – så opjustering ventes først ventes senere på året.

North Media har år-til-dato (22. april 2021) lavet et afkast på værdipapirer på 27,5M DKK.

Med det udgangspunkt forventer vi, jf. nedenstående tabel, at North Media slutter 2021 med en samlet likviditet på knap 1 mia. DKK. Dette beregnet efter udbetalingen af udbytte:

Samlet værdi af værdipapir-depot i North Media i dag	613.062.213
Likvider pr. 31. december 2020	153.500.000
Forventet likviditets-generering i 2021 (minus skat)	305.000.000
Fratrukket udbetaling af året udbytte	- 89.776.208
Samlet likvide beredskab 31/12-2021	981.786.006

Laver North Medias portefølje blot 10% afkast resten af året, så opnår selskabet et overskud før skat på ca. 380M DKK. I så fald når selskabet en EPS på 16,- (indtjening pr. aktie) og handler dermed på en P/E2021 på $(109 / 16) = 6,8x$. Givet den styrke som selskabet udviser p.t. er det fortsat en lav pris.

Nedenstående er udarbejdet i.f.m. afleveringen af årsrapport 2020:

Resultat før skat i 2020 på 388M DKK er ikke inddiskonteret i markedet

North Media har rapporteret et EBT (overskud før skat) på 388M DKK. Prisen på selskabet, målt på Enterprise Value er ca. 900M DKK. Overskuddet er dermed ikke indpriset i aktiekursen. Alle forretningsområder har leveret en bedre indtjening, end vi havde forventet ved starten af året. Nedenfor gennemgår vi casen.

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

1. **FK Distribution**, der distribuerer magasiner, tryksager, aviser og direct mail samt den digitale portal og markedsplads Minetilbud.dk (40% af valuation).
2. **Boligportal**, der er en online-portal, forbinder lejere med udlejere af boliger samt leverer online services i den forbindelse (fx online huslejekontrakter, indflytningsrapporter, flytte-service osv). (20% af valuation).
3. **Ofir**, der er en jobportal, der forbinder jobsøgende med arbejdsgivere, der søger ansatte. (2% af valuation).

4. **Bekey**, der er en teknologisk platform (hardware/software) til automatisk døråbning. Selskabet investerer markant i fremtidig vækst = underskud. (1% af valuation)
5. **Lead Supply**, der er en online låneportal, der er 50% ejet – de resterende 50% ejes af de oprindelige stiftere af virksomheden. (1% af valuation)
6. **Aktieportefølje og kontanter** (32% 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 valuation
	Selskab	EBIT 2020A	EBIT 2021E	Multipel	
FK Distribution inkl. Deutsche Post aftale	233,7	234	5	1.170	40%
Boligportal	27,2	34	17	578	20%
Ofir	-1,9	4,2	14	59	2%
Bekey	-6,8	-1		20	1%
Lead Supply - 50% ejerskab	-2	4	15	30	1%
Likvider (aktieportefølje i dag + kontanter per 31/12-2021)				933	32%
Friværdi i ejendomme (bogført værdi minus gæld)				125,4	4%
Total valuation				2.915	100%
Antal udestående aktier (ekskl. egne aktier)				18,0	
Fair value per aktie				162	
Upside fra nuværende aktiekurs				62%	

Som det fremgår, har vi lavet en forsigtig valuation af FK med en multipel på kun 5. Vi har tidligere benyttet multipel 4, men er nu blevet forsigtigt optimistiske efter ledelsens udmelding omkring en normalisering af volumen i FK samt ledelsens håndfaste udmelding omkring fremtiden og ambitionerne, se bilaget.

Forventninger til 2021

Som det fremgår af tabellen nedenfor, guider ledelsen konservativt for FK. Derimod ligger der et væsentligt vækst-potentiale i Digital Services. Vi forventer en mulighed for en opjustering af omsætningsguidance allerede omkring halvåret 2021:

Omsætning	2020A	2021E	Kommentar
Last Mile	913,6	900	Guidance er 840-870M
Digital services	131,8	167	
Boligportal	82,3	103	Guidance 93 - 97M
Ofir	20,9	28	Guidance 24-27M
Bekey	28,6	36	Guidance 28-31M
NM Koncern	1.045,4	1.067	Guidance 985-1.025M

Også på EBIT-niveau ser vi en pæn mulighed for en opjustering af specielt tallene for Digital Services.

EBIT	2020A	2021E Kommentar
Last Mile	233,7	234 Som guidance
Digital services	18,5	37
Boligportal	27,2	34
Ofir	-1,9	4,2
Bekey	-6,8	-1
NM Koncern	240,0	294 Guidance: 230-255M

EBIT-%	2020A	2021E Kommentar
Last Mile	26%	26% Man guider 24%
Digital services	14%	18% Man guider 25%
Boligportal	33,0%	33%
Ofir	-9,1%	15%
Bekey	-24% -	0
NM Koncern	23,0%	28% Guider 24%

For koncernen som helhed, ser vi en mulighed for et EBIT f.s. (før særlige poster) på 294M DKK mod guidance-topniveau på 255M DKK. Hertil kommer så det forventede afkast på selskabets store aktieportefølje (selskabets guidance er før aktieafkast).

Kontanter og værdier i NM

Selskabet har med en aktiekurs omkring kr. 100,- en market cap på 1,8 mia. DKK, hvilket fremgår af tabellen nedenfor. Selskabet ejer i dag ca. 10,47% egne aktier. Det samlede antal aktier i selskabet er ca. 20 mio. styks, heraf ejer selskabet således selv ca. 2,1 mio. aktier, som man fratrækker i beregningen af market cap:

Antal aktier i North Media	20.055.000
Egne aktier	2.099.759
Antal aktier minus egne aktier	17.955.242
Aktiekurs	100
Market cap af North Media (antal aktier x aktiekurs)	1.795.524.150
Enterprise Value af North Media (Mark cap + nettogæld)	862.022.407

Cash-flow genereringen fra driften har været enorm i North Media de sidste år. 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)	\$ 3.262,13	4.000	USD	80.258.837	14%	79.368.779
Genmab A/S (XCSE:GMAB)	2.513,00 kr.	25.000	DKK	62.825.000	11%	61.575.000
Simcorp A/S (XCSE:SIM)	801,00 kr.	60.000	DKK	48.060.000	8%	54.330.000
Orsted A/S (XCSE:ORSTED)	1.035,00 kr.	50.000	DKK	51.750.000	9%	62.175.000
MASTERCARD INCORPORATED. (XNYS: \$ 342,87	20.000	USD	42.178.496	7%	43.491.711	
DSV Panalpina A/S (XCSE:DSV)	1.110,00 kr.	50.000	DKK	55.500.000	10%	51.000.000
VISA INC. (XNYS:V)					0%	Solgt 01-21
MERCADOLIBRE, INC. (XNAS:MELI)	\$ 1.942,25	3.000	USD	35.839.174	6%	30.617.828
Novo Nordisk A/S (XCSE:NOVO B)	454,90 kr.	60.000	DKK	27.294.000	5%	25.599.000
TERADYNE, INC. (XNAS:TER)	\$ 135,04	60.000	USD	49.836.242	9%	43.824.351
NVIDIA CORPORATION (XNAS:NVDA)	\$ 610,03	3.000	USD	11.256.518	2%	9.544.197
SEA LIMITED (XNYS:SE)	\$ 274,63	30.000	USD	50.675.826	9%	36.380.169
Fundamental Invest Stock Pick	315,46 kr.	40.000	DKK	12.618.400	2%	12.351.200
Fundamental Invest Stock Pick II Akk	321,15 kr.	40.000	DKK	12.846.000	2%	12.303.200
PAYPAL HOLDINGS, INC. (XNAS:PYPL)	\$ 285,03	20.000	USD	35.063.250	6%	28.700.000
Copenhagen Infrastructure Partners - (15 mio i alt)				2.500.000	0%	2.500.000
Samlet værdi				578.501.743		553.760.436

Den samlede aktie-portefølje er på 578M DKK. Vi forventer derudover, at North Media genererer ca. 205M DKK i kontanter i løbet af 2021. Tilsammen udgør aktie-portefølje og kontanter altså ca. 32% af valuation (se side 1 i denne analyse).

Men 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 59% af selskabets samlede market cap er likvider. Beregning fremgår i nedenstående tabel:

Samlet likvide beredskab 31/12-2021	933.501.743
Krigskasse (tidl. defineret)	550.000.000
Overskuds-likviditet til opkøb af egne aktier	383.501.743
Værdier af ejendomme fratrukket gæld	125.000.000
Værdier ultimo 2021	1.058.501.743
Værdier i procent af nuværende market cap	59%

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

Den justerede market cap (market cap minus værdier) er således et udtryk for Enterprise Value (EV) - eller den pris man reelt betaler for NM. Og den justerede market cap er således 862M 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 NMs "skjulte værdier".

Udbytte, aktietilbagekøb og tilkøb af aktiviteter

NM forventes på basis af årsrapport 2020 samt 2021 at udbetale et udbytte på 5 kr. per aktie samt gennemføre tilbagekøb af egne aktier for i niveauet 50-100M DKK. 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 383M DKK – denne er beregnet

som: Likvider minus "krigskassen" på 550M. Ledelsen har tidligere defineret og brugt udtrykket krigskasse – og vi forventer fortsat, 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 krav (25%-krav).

Selskabet har defineret et nyt maksimum for, hvor meget man max må tilkøbe virksomheder og aktiviteter for. Beløbet er sat til 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.
- Det man køber, skal have overskud og en god synergi til de eksisterende Digital Services forretninger.

Aktiekurs drivere

- Fantastisk cash-flow generering i de kommende år
- Udvidet samarbejde med Deutsche Post ang. logistik og pakning af omdelingssæt i papirbanderole. Potentiale for 20 mio. omdelingssæt hver uge.
- 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.
- Turn-around i Ofir er gået væsentligt bedre og hurtigere end markedet forventede (markedet har nul eller negativ værdi på denne forretning).
- Lead Supply skal ud af Covid-19 problemerne og begynde at bidrage reelt til værdifastsættelsen.
- 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".
- Både den nye bestyrelsesformand (Ole Borch) og den gamle bestyrelsesformand (Mads Dahl Andersen) har købt aktier NM. Positivt signal.

Risici

- Regeringspartier (SF) har fremlagt ønske om en ja-tak-ordning, for at begrænse mængden af papir-reklamer. Det kan reducere FKs potentiale - EU har dog afvist, 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 lokalaviser, direct mails, Deutsche Post samt 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.

- 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 Rol for opkøbet er højere end ROI ved køb af egne aktier. Rol 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 negativt cash-flow for at bygge nye forretningsben, vil det reducere potentialet. Samme betragtning omkring krav til Rol og alternativet aktietilbagekøb.

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 Aviser, 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 aktionærene 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 Bunchs aktiebeholdning, der nu lægges i en fond. Denne afklaring fjerner en usikkerhed i markedet.

Valuation

Som det fremgår af tabellen på side 1 i denne analyse, ser vi en fair value på **162 kr.** per aktie. Dette svarer til, at der er en upside på 62% fra den nuværende aktiekurs.

Målt på P/E 2020 handler North Media på 5,8x. Dette er vel og mærke uden justering for selskabets høje likviditet. Vi forventer, at selskabet sagtens kan bære en P/E på 10x, hvilket indikerer en upside på 69%, og noget mere hvis man justerer for likvider.

De to måder at værdifastsætte aktien på stemmer således pænt overens.

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.

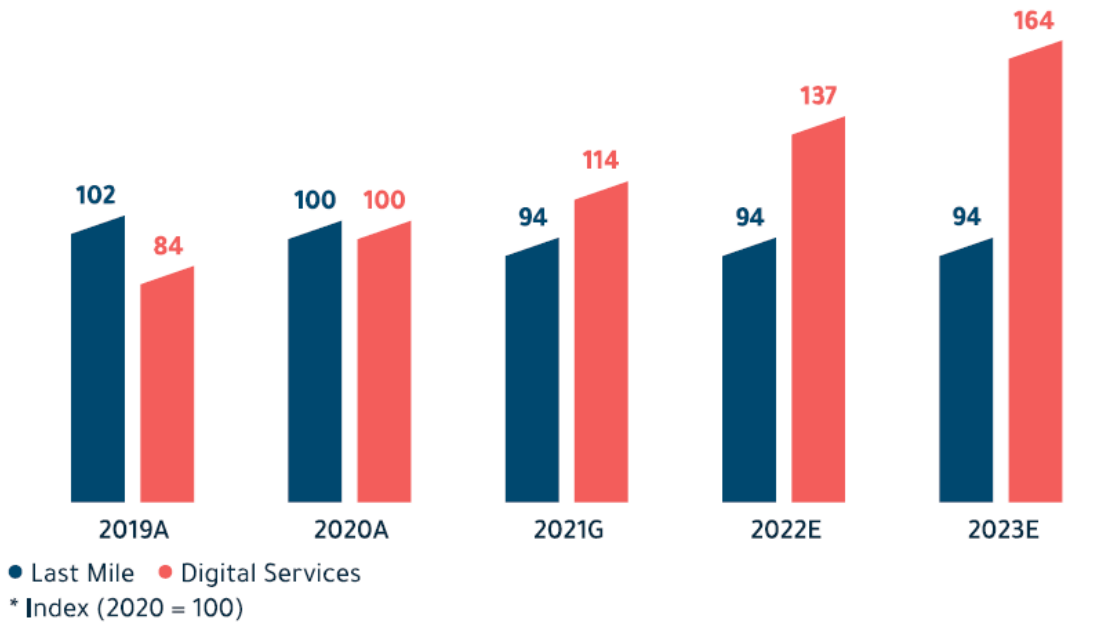
Last Mile

- 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*



Overskudsgrad (%)

