

## North Media ("NM") – Bekey den nye kurs-driver?

I juni måned indgik North Medias 100% ejede datterselskab Bekey en aftale med Nemlig.com omkring levering af Bekeys digitale nøgle-teknologi til borgere i aflåste etageejendomme. Dermed kan Nemlig.com levere dagligvarer direkte til dørmåtten, uden at forbrugeren behøver at være hjemme. Lille aftale – men stor strategisk betydning, idet North Media nu for alvor kan starte monetariseringen af Bekeys ene forretningsben: "opgangs-segmentet", som i årevis har kostet aktionærerne et negativt to-cifret mio-beløb i investeringer. Nedenfor gennemgår vi casen Bekey.

### Forventninger til 2021 – to opjusteringer allerede i 2021

I første og andet kvartal, så vi en stærk margin fra FK Distribution – men lidt svag omsætning i Q1 – da kunderne skubbede omsætning fremad som følge af Covid-19. I andet kvartal af 2021 steg omsætningen i FK med 1%, og man hentede en del af omsætningen "mistet" til Covid-19. 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".

Digital services har vist styrke indtil videre i 2021 med en kraftig vækst i omsætningen hos Ofir med 102% i 2. kvartal – mens Boligportals omlægning til abonnements-forretning (som forventet) trækker lidt ud og væksten blev kun 1% i denne afdeling.

### Resultat før skat i 2021 på over 350M DKK er ikke inddiskonteret i markedet

Per dags dato har selskabet et overskud på værdipapirer på ca. 100M DKK. Hertil kommer selskabets driftsoverskud (EBIT) som vi ser i niveauet 277M – 288M DKK.

Vi forventer dermed, at North Media samlet laver et EBT (overskud før skat) på pænt over 350M DKK i 2021 (EBIT + afkast på værdipapirer = EBT). Prisen på selskabet, målt på Enterprise Value er ca. 1,3 mia. DKK. Overskuddet er dermed ikke indpriset i aktiekursen.

### Virksomhedsbeskrivelse og valuation

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 online jobportal, der forbinder jobsøgende med arbejdsgivere, der søger nye medarbejdere. (4% 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 af North Media, men tallene konsolideres IKKE ind i årsregnskabet – de resterende 50% ejes af de oprindelige stiftere af virksomheden. (1% af valuation)
6. **Aktieportefølje og kontanter** (29% af valuation). Vi ser kapitalforvaltningen af North Medias værdipapirer som en selvstændig og dygtigt drevet aktivitet.
7. **Friværdi af ejendomme**, opgjort som bogført værdi af ejendomme minus udestående gæld. Ejerskab, udlejning og drift af ejendomme (4% af valuation).

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

Valuation af North Media A/S Selskab / Sum-of-the-parts	i mio. DKK				% af valuation
	EBIT 2020A	EBIT 2021E	Multiple	Valuation	
FK Distribution inkl. Deutsche Post aftale	234	239	6	1.434	44%
Boligportal	27	31	17	527	16%
Ofir	-2	6	20	120	4%
Bekey	-7	-5		50	2%
Lead Supply - 50% ejerskab	-2	4	15	30	1%
Likvider (aktieportefølje i dag + kontanter per 31/12-2021)				969	30%
Friværdi i ejendomme (bogført værdi minus gæld)				125	4%
Total valuation				3.255	100%
Antal udestående aktier (ekskl. egne aktier)				18	
Fair value per aktie		271		180	

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 180, hvilket svarer til en upside på 44% fra den nuværende aktiekurs på 123,8,- i skrivende stund.

Værdifastsættelsen (sum-of-the-parts) 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 Bekey, Ofir og Boligportal efterhånden som de nye produkter og resultater realiseres, jf. senere afsnit nedenfor.

### Nøgletal og resultatopgørelse – Billigste EV/EBITDA i Danmark

Til sammenligning af ovenstående værdifastsættelse, kan man beregne nøgletal som P/E-multipel og EV/EBITDA-faktor. Nedenfor vores vurdering af marginer og vækst.

Nøgletal	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBIT margin (%)	-3%	0%	10%	14%	23%	27%	29%	32%
Omsætningsvækst (%)		2%	27%	-1%	-8%	1%	5%	7%
EBITDA vækst (%)		155%	393%	38%	41%	18%	11%	16%
Vækst i overskud efter skat (%)		22%	157%	183%	48%	1%	5%	18%
EPS vækst (%)		22%	157%	183%	51%	-1%	5%	18%

Disse tal leder til følgende oversigt over resultatopgørelse/budget frem til 2023.

DKK i mio.	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsætning	881	899	1.145	1.130	1.045	1.055	1.108	1.186
Variable omkostninger	-463	-490	-592	-541	-426	-402	-411	-422
Dækningsbidrag	418	409	553	589	619	653	697	764
Dækningsgrad i pct.	47%	45%	48%	52%	59%	62%	63%	64%
Andre driftsudgifter	-407	-381	-415	-398	-349	-336	-344	-354
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>28</b>	<b>138</b>	<b>191</b>	<b>270</b>	<b>317</b>	<b>353</b>	<b>410</b>
Afskrivninger og nedskrivninger	-37	-29	-28	-30	-30	-29	-30	-31
<b>EBIT</b>	<b>-26</b>	<b>-1</b>	<b>110</b>	<b>161</b>	<b>240</b>	<b>288</b>	<b>323</b>	<b>379</b>
Finansielle udgifter, netto	-21	-3	-27	-12	-6	-5	-5	-5
Afkast på værdipapirer	-6	35	5	122	154	110	95	115
Overskud før skat	-29	29	89	271	388	393	413	489
Skat	6	-1	-17	-62	-85	-87	-91	-108
<b>Overskud efter skat</b>	<b>-23</b>	<b>28</b>	<b>72</b>	<b>204</b>	<b>303</b>	<b>307</b>	<b>322</b>	<b>381</b>
Minoritets interesser	0	0	0	0	0	0	0	0
Overskud i ophørte aktiviteter	0	0	0	0	6	0	0	0
Aktionærernes andel	-23	28	72	204	309	307	322	381
Antal aktier	18	18	18	18	18	18,1	18,1	18,1
<b>EPS (indtjening per aktie)</b>	<b>- 1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>11,3</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>	<b>17,8</b>	<b>21,1</b>
P/E-multipel	n/a	81,6	31,8	11,2	7,4	7,5	7,1	6,0
EV/EBITDA		47,6	9,7	7,0	4,9	4,2	3,8	3,3

Som det fremgår, forventer vi en EPS (indtjening per aktie) på 17 kr. Dette leder frem til at North Media handler på en lav P/E-multipel på 7,5. Endnu mere interessant ligger EV/EBITDA på 4,2. Dette er meget lavt. Årsagen til forskellen mellem de to valuation-nøgletal skyldes, at EV (Enterprise Value) justerer for selskabets store kontant-beholdning – hvorfor nøgletallet EV/EBITDA illustrerer, at det er billigt at købe North Medias aktie.

### Bekey – fremtiden rykker tættere på

Bekey er Danmarks ledende leverandør af sikre, digitale adgangsløsninger, der gør livet lettere for både professionelle og private. Løsningen består af en software-løsning samt en teknisk hardware-installation. Bekey fokuserer på at skabe innovation inden for områder, hvor den fysiske nøgle nemt kan erstatte med en mere sikker og digital løsning. Bekey er en digital adgangsplatform, der sikrer nem og sikker adgang til opgange og hoveddøre for professionelle brugere (distributører, ejendommejere, håndværkere og hjemmeplejen). I dag findes Bekey allerede i hver 2. opgang i Storkøbenhavn og giver adgang til over 200.000 etageboliger – og målet for 2021 er at nå op på, at 60% af alle opgange i København har installeret Bekey. Der er i dag over 30.000 brugere af Bekey, der sikrer over 10 mio. døråbninger hver eneste år. Løsningen bruges ligeledes af over 70 kommuner i Danmark og Norge. Bekey installeres usynligt i det eksisterende dør anlæg og gennem deres softwareplatform Netkey er det nemt og hurtigt at tildele og fjerne adgang til opgangen.

Bekey har således to løsninger, der servicere to forskellige markedssegmenter:

1. Opgangsmarkedet og
2. Homecare-segmentet / Hjemmeplejen.

## Opgangsmarkedet.

Til opgangsmarkedet har Bekey en løsning, der installeres inde i dørtelefonen. Løsningen kaldes for SmartRelay. Herefter har legitime brugere adgang til at komme ind i den aflåste opgang via sin mobiltelefon, jf. fotoet nedenfor.



Bekeys opgangsløsning, servicerer hjemmeleverancer af fx dagligvarer, pakker og post, ejendomsadministratorer, ejendomsejere/investorer, håndværkere, service-folk samt andre brugere med et legitimt ærinde i den aflåste etageejendom.

Opgangs-divisionen i Bekey har i 2021 ansat flere nye folk, der skal sætte ekstra vækst på penetrationen af opgangsmarkedet. Helt specifikt foregår det ved, at man er begyndt at henvende sig direkte til ejerne af ejendommene. Tidligere har man haft fokus på kontakt til administrator af ejendommene. Nu er der fuld kraft på, at alle midler skal i brug for at få lukket en aftale om installation af opgangsteknologien i alle opgange i hele Danmark. For eksempel har man fået en aftale i hus med PFA Pension, som ejer en kæmpe portefølje af ejendomme i Danmark. Aftalen er gratis for PFA. Til gengæld opnår Bekey et stort netværk af adgange, der stiger i værdi hver gang netværket forøges. Der er altså tale om netværkseffekt, med alle de fordele det medfører. Indtil midt 2021 har Bekeys opgangsdivision ikke bidraget til omsætningen i Bekey A/S. Hele omsætningen kommer fra Homecare/hjemmepleje-segmentet. Men dette forventes at ændres, så snart man har opbygget en stærk base i København og resten af Danmark.

De kunder, der så forventes at betale for servicen i Opgangs-segmentet er for eksempel Nemlig.com, Aarstiderne, GLS, Post Norden, Fedex, DAO, DHL, UPS, Hello Fresh og hundredvis af andre forretninger, der ønsker at give deres kunder en bedre, hurtigere og smartere leverings-service. For der er kæmpe forskel på at få en aftensmads-pakke leveret på 2. sal foran din egen dør – og så efter arbejde at skulle løbe ned til en lager-hub og hente sine varer. Og i nogle tilfælde vil man slet ikke kunne modtage varerne, hvis man ikke giver adgang – det betyder så, at leverandører må békoste en ekstemt dyr anden runde levering, hvor man så for 2. gang forsøger at aflevere varerne. Bekeys



opgangsservice er altså temmelig værdifuld for disse kunder. Og hver enkelt leverance, der benytter servicen må forventes at have en added value, således at leverandøren kan afkræves et pænt gebyr for enkelt levering til hver enkelt kunde, hver eneste gang der leveres til den kunde. Dermed sidder Bekey på et guldæg, der kan blive værdifuldt efterhånden som hjemmelevering, e-commerce og stigende krav om høj service i leverancen kræves af brugerne.

Bekey har implementeret en strategi hvor alle byer i Danmark sorteres efter størrelse og antal af opgange (og dermed størrelsen på markedet). Man er således startet med København, Århus, Aalborg, Odense osv.

Med en større dækning af hele Danmark, bliver det tilsvarende lettere at illustrere denne værdi overfor både kunderne (leverandører m.v.) samt overfor forbrugerne (beboerne i ejendommene).

### **Homecare/hjemmepleje-segmentet**

Homecare hjælper hjemmeplejen i foreløbigt 29 danske kommuner og 44 norske kommuner med at få adgang helt ind i stuen/privaten til plejekrævende borgere i deres eget hjem. Til forskel for opgangsmarkedet er homecare altså en løsning, hvor du kommer helt ind i stuen. Opgangsmarkedet giver kun adgang til selve opgangen – og altså ikke adgang til den enkelte lejlighed. Men med homecare-teknologien har man altså en løsning, der kan sættes direkte ind i dørhåndtaget i hoveddøren. Denne løsning kan selvfølgelig også bruges andre steder, som for eksempel i et almindeligt parcelhus, rækkehuse eller i selve lejligheden i opgangen. Selve den teknologi at kunne åbne en hoveddør elektronisk (via app på mobiltelefon) findes også fra konkurrenter, som for eksempel Doorman. Det er relativt simpel hardware. Bekeys fordel findes i deres software til at styre hvilke plejepersoner, der har adgang til det enkelte hjem. Denne styring er vigtig både når nye plejere skal have adgang og andre skal fjernes – men også som dokumentation for hvem som har haft adgang til den ældres bolig. Så med hensyn til sikkerhed, kontrol, tyveri osv. er Bekey en stor og værdifuld fordel.

Den største kunde som Bekey har i Homecare-segmentet må være Københavns Kommune, som er på en 10-årig aftale. Kommunen betaler Bekey en licens for antallet af aktive enheder. En enhed kan være en SmartLock (adgang i døren), SmartRelays (adgang til en opgang) eller SmartKeyBox (en digital adgang til en nøgleboks). De fleste danske kommuner er dog på 4-årige aftaler med option på 2 år mere.

Bekey har i dag kun 29 kommune-kunder ud af 98 kommuner, svarende til en markedspenetration på 30%.

Der er således fortsat et pænt potentiale i at øge antallet af kommuner, der anvender Bekeys løsning på Homecare-segmentet.

I 2020 udgjorde den samlede omsætning 29M DKK i Bekey. Hele denne omsætning kom fra Homecare-segmentet. Der er således en pæn omsætning per kommune. Indsalgstiden kan dog være lang, da mange danske kommuner skal vente på, at disse sager kommer i udbud igen.

I Norge har Bekey 44 kommuner på homecare-løsningen. I alt er der 356 kommuner i Norge, men man planlægger at videreføre kommunereformen med sammenlægninger af

kommuner i Norge. Markedspenetrationen er således på  $44/356 = 12\%$  i Norge. Der er derfor ligeledes store muligheder i Norge.

### Økonomi i Bekey:

Som det fremgår, kommer hele omsætningen i Bekey fra Homecare-segmentet. Hvis man isolerer denne del af forretningen, vil den være profitabel og give overskud efter skat. Det er således investeringen i opgangsmarkedet, der trækker Bekey i et samlet underskud i 2020. Vi har dog set en markant effektivisering og tilpasning af udgifter i perioden 2018, 2019 og 2020. Derfor forventer vi snart et samlet overskud i Bekey – måske allerede mod slutningen af 2021. Denne overgang til overskud skal findes tre steder:

1. En højere licensbetaling i Homecare
2. Tilgang af flere kommuner i Homecare
3. En begyndende monetarisering af Opgangssegmentet.

Bekey har i 2020 investeret markant i opgangssegmentet og har dermed udgiftsført 5,9M DKK samt aktiveret 9,3M DKK. I alt er der altså brugt 15,2M DKK på at installere SmartRelays – bare på et enkelt år – det er altså markant investeringer i fremtiden, der foretages nu. Bekey har helt klart en forventning om, at disse investeringer kan betales hjem flerfold i form af en væsentlig omsætning i opgangsmarkedet.

Vores forventninger til omsætningen indenfor en overskuelig fremtid kunne se således ud:

i mio DKK	i dag	i fremtiden
Homecare	28	100
Opgange	0	100
Omsætning	28	200

Der er dermed et stort potentiale i Bekey, der nu kan begynde at komme aktionærerne til glæde, idet begge forretningsben i Bekey snart vil bidrage.

### 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 2021 for at omlægge omsætningen til SaaS-model bestående af de ovenstående fire revenue-streams. Dette kunne vi se i Q2, hvor Boligportal kun voksede med 1%. Guidance langsigtet er på 25% vækst i Boligportal.

## Kontanter og værdier i NM

Selskabet har med en aktiekurs omkring kr. 123,80 en market cap på 2,2 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	124
Market cap af North Media (antal aktier x aktiekurs)	2.242.473.089
Enterprise Value af North Media (Mark cap + nettogæld)	1.310.971.346

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)	\$ 3.221,73	4.000	USD	81.906.559	12%	78.500.000
Genmab A/S (XCSE:GMAB)	2.980,00 kr.	25.000	DKK	74.500.000	11%	61.575.000
Simcorp A/S (XCSE:SIM)	864,00 kr.	60.000	DKK	51.840.000	8%	54.330.000
Orsted A/S (XCSE:ORSTED)	995,00 kr.	50.000	DKK	49.750.000	7%	62.175.000
MASTERCARD INCORPORATED. (XNYS: \$	364,36	20.000	USD	46.315.986	7%	40.800.000
DSV Panalpina A/S (XCSE:DSV)	1.600,50 kr.	50.000	DKK	80.025.000	12%	51.000.000
MICROSOFT CORPORATION (XNAS:MS	\$ 293,46	24.500	USD	45.696.740	7%	33.700.000
VISA INC. (XNYS:V)					0%	33.100.000
MERCADOLIBRE, INC. (XNAS:MELI)	\$ 1.786,66	3.000	USD	34.066.961	5%	30.400.000
Novo Nordisk A/S (XCSE:NOVO B)	669,40 kr.	60.000	DKK	40.164.000	6%	25.599.000
TERADYNE, INC. (XNAS:TER)	\$ 115,22	60.000	USD	43.938.917	6%	43.824.351
NVIDIA CORPORATION (XNAS:NVDA)	\$ 193,35	12.000	USD	14.746.735	2%	9.544.197
SEA LIMITED (XNYS:SE)	\$ 323,82	30.000	USD	61.744.055	9%	36.380.169
Fundamental Invest Stock Pick	361,21 kr.	40.000	DKK	14.448.400	2%	12.351.200
Fundamental Invest Stock Pick II Akk	366,85 kr.	40.000	DKK	14.674.000	2%	12.303.200
PAYPAL HOLDINGS, INC. (XNAS:PYPL)	\$ 271,28	20.000	USD	34.484.028	5%	0
<b>Samlet værdi</b>				<b>688.301.380</b>	<b>100%</b>	<b>585.582.117</b>

Den samlede aktie-portefølje er på 688M DKK<sup>1</sup> – hvilket er pænt op fra årsskiftet 2020/2021, hvor porteføljens værdi var på 585M – altså ca. 100M DKK i værdipapir-afkast.

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

Derudover havde North Media 129,1M DKK i kontanter i banken per 30. juni 2021. Dette er vel og mærke efter, at der er blevet udbetalt 90,7M DKK i udbytte den 31. marts 2021.

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

### **Kontant-værdierne udgør 49% af den samlede markedsværdi i North Media**

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 49% af selskabets samlede market cap er likvider. Beregning fremgår i nedenstående tabel:

Samlet likvide beredskab 31/12-2021	969.901.380
Afsat til opkøb	200.000.000
Overskuds-likviditet til opkøb af egne aktier	769.901.380
Værdier af ejendomme fratrukket gæld	125.000.000
Værdier ultimo 2021	1.094.901.380
Værdier i procent af nuværende market cap	49%

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

Den "justerede market cap" (market cap minus værdier) kaldes Enterprise Value (EV) - eller den pris man reelt betaler for North Media<sup>2</sup>. Og den "justerede market cap" er således 1,3 mia. DKK. Det er en lav pris for et selskab, der forventes at tjene over 350M DKK i overskud før skat i 2021. Det er vores vurdering, at markedet undervurderer værdien af de syv værdiskabende elementer, jf. side 1 og 2 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 DKK<sup>3</sup>. 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 770M 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 krav<sup>4</sup> (25%-krav).

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

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

<sup>3</sup> 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.

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



- 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 – 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 / overskuddet 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.
- Monetarisering af Bekey efter mange års investeringer i denne teknologi.
- 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 2022-23 tegner mod strukturel vækst.
- Introduktion af i alt fire forretningsben i Boligportal kan blive et guldæg – afventer resultater mod slutningen af 2021.
- Turn-around i Ofir er gået væsentligt bedre og hurtigere end markedet forventede (markedet har nul eller negativ værdi på denne forretning). At Ofir's omsætning voksede over 100% i Q2 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 2021/2022.
- 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 "Goldielock-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 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 RoI og alternativet aktietilbagekøb.
- Hvis NM beslutter sig for ikke at fortsætte aktietilbagekøbsprogrammet, 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 afvist<sup>5</sup>, 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 Venstre<sup>6</sup>.

## 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<sup>7</sup>, 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 aktietilbagekøbsprogram, gerne med langsigtet fokus over fx 3 år.
- 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 potentielt 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.

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

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

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

- Afklaring omkring Richard Buncks aktiebeholdning, der nu lægges i en fond<sup>8</sup>. Denne afklaring fjerner en usikkerhed i markedet.

## Valuation – værdifastsættelsen stiger, når driften forbedres

Som det fremgår af tabellen på side 2 i denne analyse, ser vi en fair value på **180 kr.** per aktie. Dette svarer til, at der er en upside på 44% 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: Niveaue 3% årlig organisk vækst.
- Overskudsgrad: Niveaue 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: Niveaue 24% og stabil.
- Muligheder for ekspansion til udlandet undersøges i form af pakning fra eksisterende terminaler i Taastrup/Tilst. Større investeringer er ikke påkrævede.

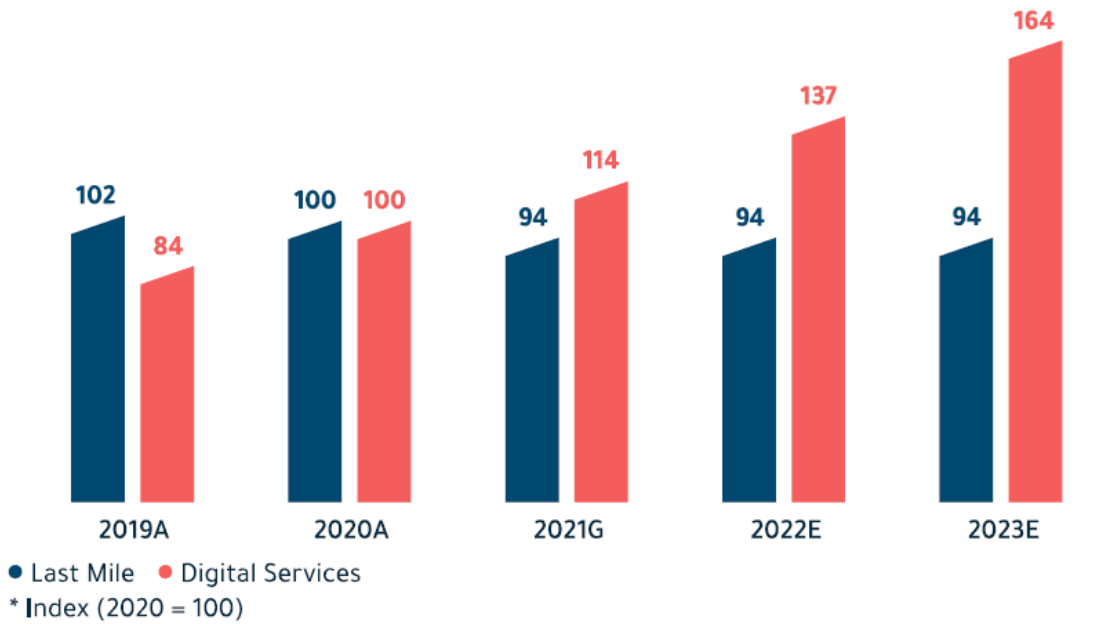
---

### Digital Services

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

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

### Indekseret omsætningsudvikling\*



### Overskudsgrad (%)

