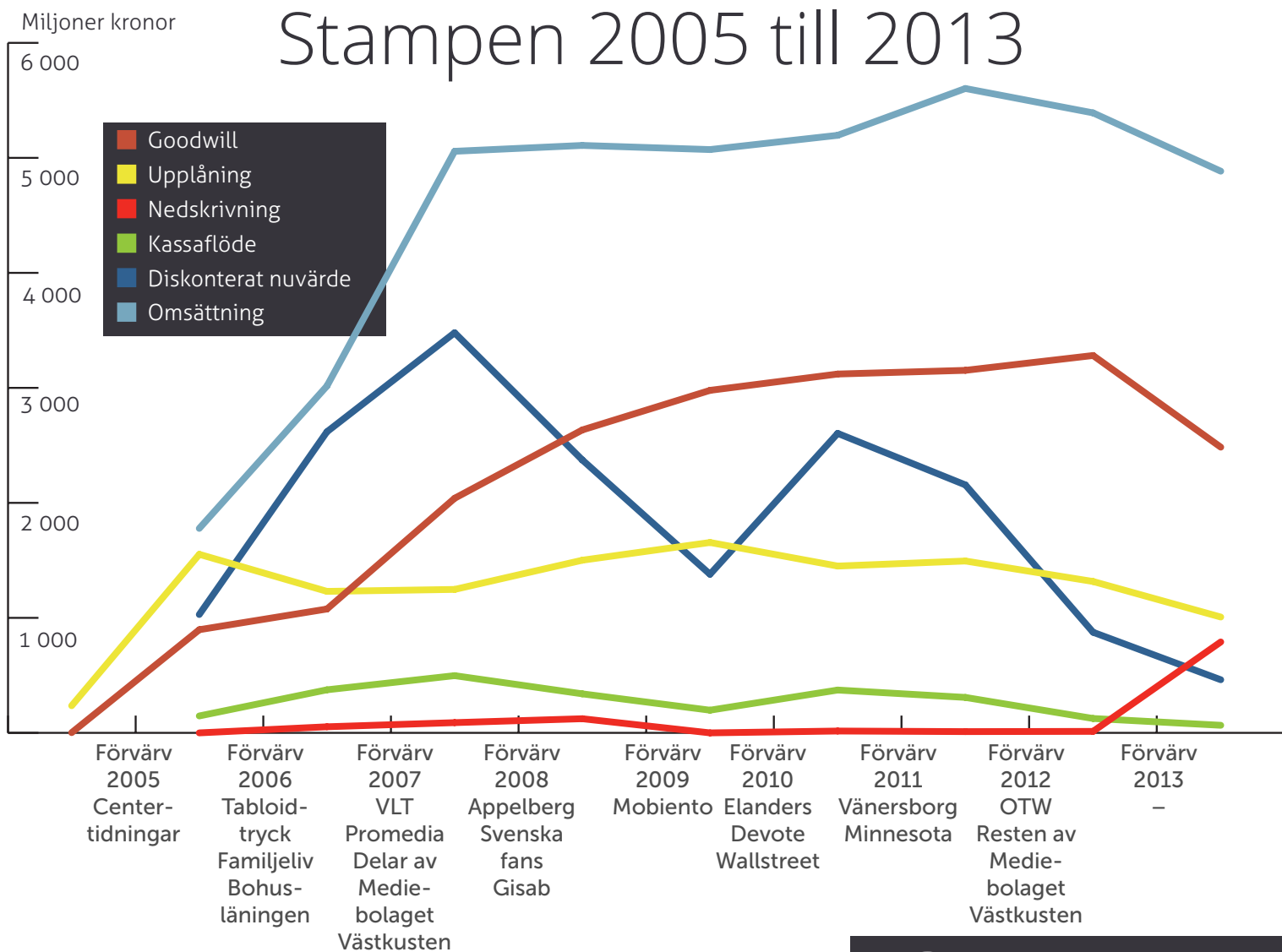


Analys/Stefan Melesko

Stampens svåra läge

Medieekonomen Stefan Melesko utvärderar Stampens affärer och analyserar koncernens möjligheter att överleva.



» Stampens situation har under de senaste åren blivit alltmer kritisk. Från att ha vuxit till den kanske ledande aktören på den svenska dagspressmarknaden 2005 - 2008 så har snudd på katastrofala lägen avlöst varandra, vilka till slut ledde till dramatiska goodwillavskrivningar och rekordförlust inom svensk dagspress. Hur kunde detta ske? Och hur kunde bransch-kunniga undgå att se vad som var på väg att hända?

Förblindades vi av att inga signaler kom från årsredovisningar och revisionsberättelser? Och var ligger slutstationen för Stampen? För att analysera den situationen är det nödvändigt att också titta på fusionsprocesser och varför de för det mesta aldrig lyckas materialisera de emotsedda samordningsvinsterna. Allt illustrerat med utgångspunkt från vad som hänt med Stampen.



STEFAN MELESKO

DOCENT I MEDIEEKONOMI

vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping och tidigare gästprofessor på Linnéuniversitetet i Kalmar. Sitter Riksmedias styrelse och i Reklamombudsmannens opinionsnämnd. Har varit annonsdirektör, försäljningsdirektör och vd på Dagens Nyheter, vd för Saxon Förlag AB och Bonniers Affärsförlag.

**Medie
världen
Premium**

Backspgeltittande – för enkelt eller kanske lärorikt?

Vid flera tillfällen genom åren och också under det här året har jag diskuterat och analyserat de större svenska dagspresskoncernernas ekonomiska ställning. Inte minst hur de har hanterat de påtagliga strukturförändringar som skett, digitaliseringsarbetet och även hur god beredskapen för framtida påfrestningar är.

Naturligtvis har den ekonomiska styrkan spelat en central roll för resonemangen. För branscher som utsätts för omvandlingstryck av framför allt externa faktorer, så brukar strategiteoretikernas råd vara speciellt två och de drar åt olika håll:

- * Sök dominerade marknadsställning, vilket ofta leder till förvärvs- och fusionsresonemang.
- * Eller alternativt krymp i ordnade former och lämna branschen på sikt.

Detta motsatspar vad gäller rekommendationer om strategival är emellertid symbiotiska. Några företag väljer att lämna och säljer därför delar av sin verksamhet och delar av sina tillgångar, vilket onekligen öppnar för dem som vill söka en dominerande marknadsställning. För som en företagsledare sade för några år sedan: "Vi köper det som blir till salu". Ett tydligt val mellan de två strategierna.

Bordet är med andra ord dukat för förvärv och fusioner. Det finns köpare och det finns säljare. Effekterna av dessa strategier har vi kunnat studera sedan millennieskiftet. Den största affären var Centertidningarna, då partiet ville lämna branschen och genom ett raffinerat auktionsförfarande i flera etapper lyckades pressa upp priset till en nivå som inte var rimlig. Varför detta extrema intresse att bjuda och köpa? Svaret: se ovan. Vi vill köpa det som blir till salu!

Varför gör man affären? Och hur räknar man hem den?

Låt oss först redovisa några tänkbara motiv för fusioner och förvärv och som innebär en nedbrytning och utveckling av begreppet "dominerande marknadsställning". De viktigaste är:

* **Monopolmotivet.** Ger kontroll över marknaden. Exempel i Sverige på strategin är: NTM på Gotland, i Norrköping och i Luleå. Gota i Kalmar och Karlskrona. Fungerar med andra ord.

* **Effektiviteten och synergierna.** Har företaget hittat modeller/metoder som skulle kunna lyfta andra företag genom appliceringen, så förvärva. Centertidningarna hade en uppbyggnad som möjliggjorde synergihemtagningar med en annan organisationsfilosofi. Därför det stora intresset. Däremot kan man ifrågasätta om tidningar som finns inom skilda geografiska områden ger några synergieffekter på det publicistiska området. Visst finns TT och annat generellt



Centertidningsaffären

För 1 815 miljoner kronor köpte Stampen, Mittmedia och VLT i oktober 2005 dåvarande Centertidningar. Affären innebär att Hallands Nyheter, Länstidningen i Södertälje, Norrtelje Tidning, Södermanlands Nyheter, Östersunds-Posten samt fådagartidningarna Nynäshamns-Posten och Lidingö Tidning fick nya ägare. Dessutom ingick andelar i Hudiksvalls Tidning, Hälsinge Kuriren och Ljusdals-Posten i affären och bland annat dåvarande Tabloidtryck samt en 24-procentig andel i Ortstidningar i Väst.

2004 omsatte dåvarande Centertidningar 742 miljoner kronor och gjorde ett resultat på 80 miljoner kronor före skatt. Koncernen hade då omkring 700 anställda.

Stampen hade samma år en omsättning på 1 625 miljoner kronor och gjorde ett resultat på 42 miljoner kronor. Antalet anställda var omkring 900.

Flera intressenter var med i kampen om Centertidningar. Schibsted och Orkla från Norge samt Gota Media och dåvarande NT-koncernen för att nämna några.

**Medie
världen
Premium**

material, som kan köpas in gemensamt, men tidningarna skall ju fram för allt leva på lokaljournalistiken. Och den är föga rationaliseringsbar. Det har bland annat Stampen fått erfara.

✳ **Imperiebyggandet.** Ett vanligt om än i mångas ögon kanske lite skamligt motiv. Men visst vill ägare, styrelse och ledning framstå som framgångsrika och storleken verkar spela roll. Och här finns exempel från Centertidningsaffären. Stampen och Mittmedia exemplifierar dessa ambitioner. Men de fanns naturligtvis hos alla som var med och bjöd. NTM, Gota, Schibsted med flera, Stampen framstår dock som mästare i den egentligen stundom tveksamma grenen imperiebyggande.

Hur kan man då räkna hem en affär, med alla intäkts- och kostnadsförbättringar som kan materialiseras? I en budgivning, som skedde med Centertidningarna, är det lätt att ryckas med och bedöma framtida resultatmöjligheter i ett alldeles för positivt ljus. Och då stundar räkenskapens dag. Det kan visa sig att de antagna förbättringarna inte materialiseras utan att kraftiga ingrepp görs så att landsortstidningarnas unika styrkefaktor, den lokala journalistiken, hotas.

Stampen – vad hände?

Under min kartläggning av Centertidningsaffären intervjuade jag en representant för en av budgivarna som föll bort i första omgången – deras bud var för lågt. Denna person sade att utan mycket påtagliga synergier av koncernkaraktär var Centertidningarna inte värda med än 800 - 850 miljoner, det vill säga mindre än hälften av vad den faktiska köpeskillingen kom att bli. De som bjöd under hela processen – inklusive Stampen – och var med på nivåerna över 1500 miljoner antog en relativt konstant intäktstillväxt på några procent om året.

Ingen verkar ha gjort någon tydlig riskbedömning eller förutsett digitaliserings effekter på läsar- och annonsintäkter. Därav de helt orealistiska värderingsnivåerna. Ingen räknade till exempel med att annonsvolymerna för landsortspressen skulle falla med cirka 25 procent 2005 – 2013, vilket slår hårt mot kassaflödesberäkningarna.

Centertidningarna var dock inte den avgörande affären då det svarta finansiella hålet hos Stampen skapades. Andra affärer var väl så viktiga, inte minst alla turer kring VLT och NA. Där framför allt skapades "goodwillnästet vars nedmonterings slutliga läge vi bara kan ana. Allt detta illustreras i grafen på nästa sida. Tillväxten av goodwill var störst 2006, 2007 och 2008.

Följande faktorer har skapat Stampens situation:

- ✳ För höga förvärvspriser på Centertidningar, kanske 800 miljoner i överpris.
- ✳ Fusionerna i Promedia och Liberala tidningar vilka inte bidrog till tillräckligt ökat kassaflöde.
- ✳ Köpet av Bohuslänningen till ett mycket högt pris.
- ✳ Och framför allt lånefinansieringen av förvärvet.

Goodwill

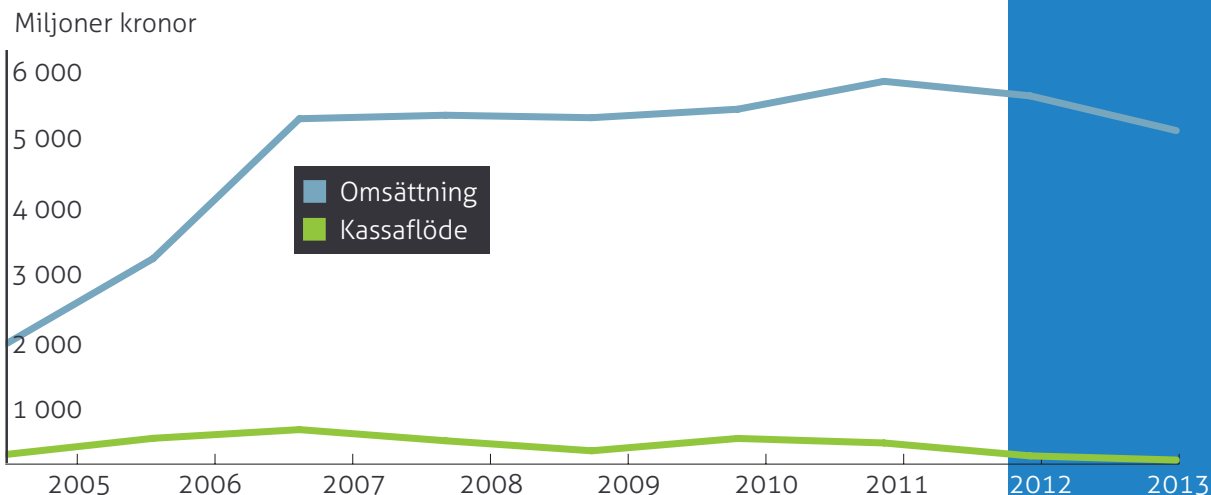
Goodwill är den immateriella tillgång i balansräkningen som vid ett förvärv redovisar hur mycket större förvärvspriset har varit än det köpta företags substansvärde (Ungefär lika med tillgångar minus skulder). Uppstår då den framtida resultatutvecklingen utgör grunden för framräknandet av det bjudna priset. Uppstår lätt i ett auktionsförfarande.

Nuvärde

Kassaflödet på tio år med sju procents ränta ska minst uppgå till Goodwillvärdet. Det är dessutom snällt räknat eftersom det i kassaflödet ingår verksamheter som redan fanns i koncernen.

Den ekonomiska utvecklingen

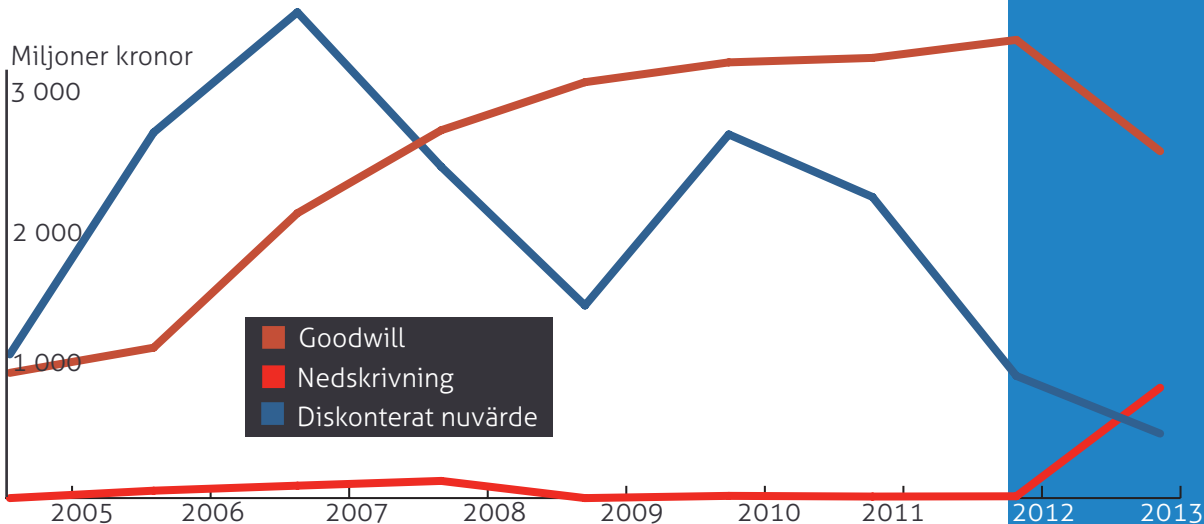
Följande figur illustrerar omsättningstillväxten och kassaflödet från rörelsen:



Som synes följer inte kassaflödet omsättningstillväxten. Om ökningen av omsättningen hade haft 10 procenters rörelsemarginal – inte orimligt om synergier finns – så hade kassaflödet varit flera hundra miljoner högre sammanlagt under perioden. Åren fram till 2008 var acceptabla men fallet 2008 blev katastrofalt och sedan har flödet inte återhämtat sig. Det fanns ingen anledning före 2008 att ifrågasätta möjligheterna för Stampen att lyckas, men bristen på förmåga att göra riskbedömda intäktskalkyler före förvärven visade sig olycksbringande.

Ett sätt att bedöma klokskapen i storleken på de erlagda köpeskillingarna är att se hur goodwillvärdena kunde försvaras genom diskonterade kassaflödesberäkningar. Och det är här krisen blir tydliggjord. Mina beräkningar bygger på 10 års horisont och 7 procenters ränta. Och då ska man komma ihåg att vissa kassaflöden fanns redan innan förvärven gjordes, men det har jag bortsett från, annars skulle läget bli ännu sämre. Stampen bytte till IFRS redovisning 2009. Diagrammen och analysen visar att den tidigare använda avskrivningstiden på 20 år inte speglar realiteter. Jag har valt att illustrera goodwill och kassaflöden som om IFRS hade tillämpats på hela tidsserien från Centerförvärvet.

I grafen nedan beskriver kurvan "Diskonterat nuvärde" hur en fortsatt serie av kassaflöden under 10 år från det aktuella året skulle se ut, med utgångspunkt i det aktuella året. (Eftersom vi har verkligheten för flera av åren att stämma av mot kan vi se att verkligheten har visat sig vara än sämre än mina beräkningar.)



"GÖR OM NÅGRA TIDNINGAR TILL GRATIS-TIDNINGAR. DET FINNS REDAN NÅGRA INOM KONCERNEN. (...) VISST BANTAS REDAKTIONERNA OCH SANNOLIKT UTGIVNINGSFREKVENSEN, MEN DET KAN VARA EN ÖVERLEVNADSSTRATEGI FÖR EN ENSTAKA TITEL"

Grafen visar att Stampens kassaflöden fram till 2007 kunde försvara goodwillvärdena. men från 2008 gäller detta inte längre, då blir kassaflödena för låga för att kunna försvara goodwillvärdena.

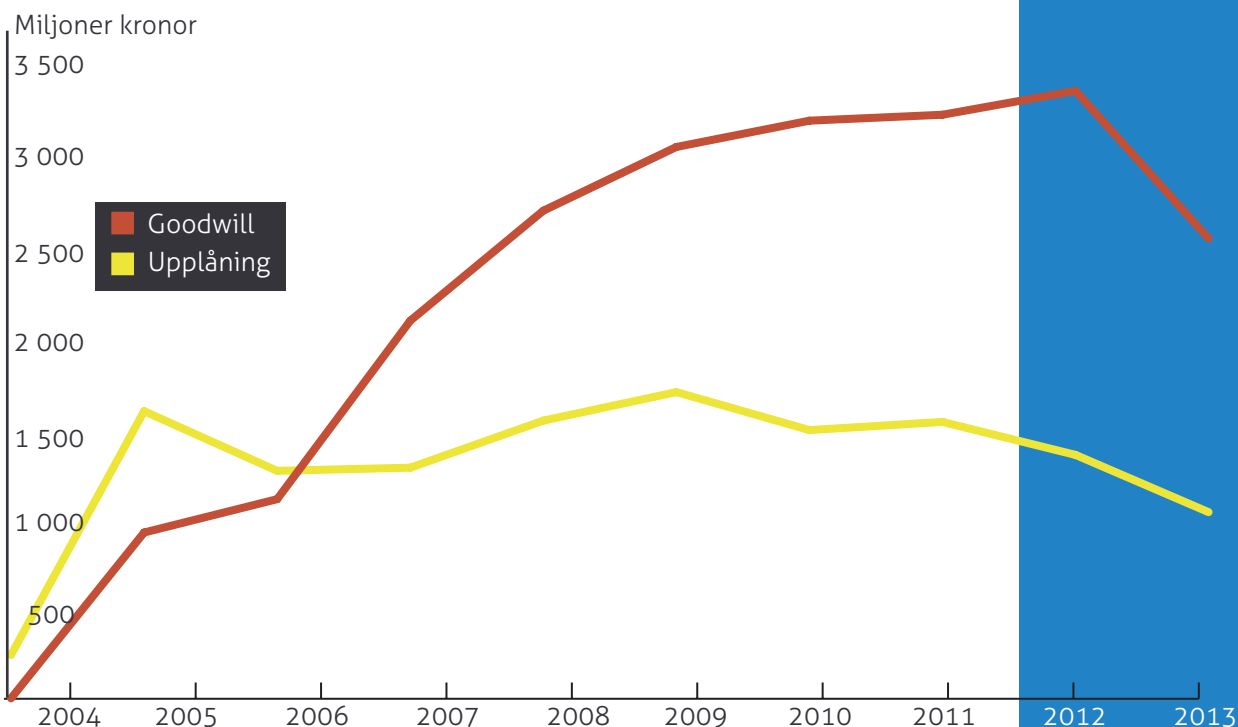
Som synes upphörde redan 2007/2008 kassaflödena att kunna försvara goodwillvärdena med tillämpad beräkningsmodell. Stampens egen beskrivning i årsredovisningen 2009 framstår mot bakgrund av dåläget och vad som sedan hänt som alldeles för optimistisk både vad gäller kassaflödesutveckling och tidshorizont. Keynes gamla sentens om det långa perspektivet, "in the long run we are all dead", borde varit levande. Tidshorizonten var alldeles för utsträckt, vilket är förödande om också kassaflödesutvecklingen är för optimistisk.

Trots detta skrevs i årsredovisningen 2009 att inga nedskrivningar var nödvändiga. Vad gjorde revisorerna? Övertalades eller förstod intet? Ingen av förklaringarna är smickrande.

Hur kan man acceptera de fullständigt blåögda beskrivningarna av framtida rörelsemarginaler på 16 - 18 procent för tidningsrörelsen enligt Årsredovisningen 2009. Där också tillväxten i kassaflöden på 2 procent motiveras med att det "överensstämmer med prognoser i branschrapporter"! Vilka? Nedskrivningarna blev således av dessa skäl i princip försumbara ända fram till 2013, vilket framgår av grafen. Obegripligt!!

Lånefinansieringens konsekvenser

Nu kan man ju fråga sig "What's the problem?". Kassaflödena minskar och det utgör ett problem alldeles oavsett goodwillposterna, men vad gör Stampenfallet så speciellt? Lånefinansieringen! Och den gör företaget sårbar. Titta på diagrammet nedan. Det illustrerar att Stampen de facto inte kunde finansiera köpet av Centertidningar i någon nämnvärd omfattning. Upplåningen ökade 2004 - 2005 mer än goodwillen, det vill säga att man inte ens hade resurser att köpa det bokförda värdet av Centertidningar krona för krona.



"SÄLJ DET SOM GÅR ATT SÄLJA, MEN HUR STOR ÄR MARKNADEN OCH VILKEN PRISNIVÅ GÄLLER FÖR PAPPERSTIDNINGAR? ETT PROBLEM SOM MÅSTE LÖSAS ÄR ATT GOODWILLEN ÄR KNUTEN TILL ALLA TIDNINGAR SOM KAN SÄLJAS"

Andra spekulanter på Centertidningar, som inte kunde bjuda lika högt krävde att finansieringen skulle ske delvis med egna medel för att minska upplåningen och riskexponeringen. Kanske ett upplåningsbehov på 700 – 800 miljoner, men inte 1,3 miljarder som i Stampens fall. De kommande affärerna ökade sedan goodwillvärdena utan att driva upp upplåningen i någon större omfattning.

Den skillnaden i ekonomisk styrka mellan budgivarna har varit avgörande för att Stampen i dag har en besvärlig ekonomisk situation. Därmed inte sagt att även dessa pretendenter hade hamnat i ett tufft ekonomiskt läge, men deras motståndskraft hade varit större och de hade aldrig fått en balansräkning där goodwillposten var betydligt större än det egna kapitalet.

Slutsatser – orsakerna till Stampens läge:

- * Köpet av Centertidningar var för dyrt. Den egna ekonomiska basen var för svag. Ägarna hade inte och har inte resurser att stärka företagets kapitalbas.
- * Det var Centerköpet som drev upp lånebehovet medan Promediaaffären drev upp goodwillvärdena.
- * Goodwillposten efter Centeraffären växte, men det var framför allt transaktionerna kring VLT, NA med flera, (det vill säga det som blev Liberala tidningar och Promedia), och också Bohuslänningen, som medverkade till att goodwillen nådde sådana höjder att balansen mellan det egna kapitalet och goodwill blev orimlig. Reglerna säger ju att varje nedskrivning av goodwill påverkar det egna kapitalet. Och det finns stränga regler för hur mycket av det egna kapitalet – mer än hälften – som får förbrukas innan en kontrollbalansräkning ska upprättas. Då ska tillgångar upptas till "rätta värdet" och samma förhållande gäller skulderna. Men rätta värdet? Problemet är ju att den största tillgångsposten – goodwill – är alldeles för stor. Moment 22.
- * Förvärvskalkylen överskattade framtida intäkter. I stället för en lugn tillväxt på kanske 2 – 3 procent i snitt över en längre tidsperiod minskade annonsintäkterna (hälften av tidningsintäkterna) med 20 procent på den svenska marknaden sedan förvärvet. Dessutom har de ständiga prishöjningarna på prenumerationer – gäller alla tidningar – urholkat andra delar av intäktsflödet.
- * Kassaflödet var för svagt för att motivera goodwillen i och för sig, men också för att klara affärsmässig utveckling och möta fordringsägarnas krav.
- * De optimistiska kalkylerna byggde även på en samordning av dagspresstryckningen i Sverige. Jag utgår från att man där inte räknade med den stora minskning av tryckvolymen som faktiskt skett, med effekter på alltifrån tryckerier till pappersbruk. Det är ju inte bara upplagorna som minskar, även sidantalet sjunker med minskande annonsvolym.
- * Den misslyckade jakten på de synergier som fanns i ursprungskalkylerna har tvingat fram andra åtgärder, som urholkar den prenumererade morgontidningens unika styrka – den lokala förankringen.

"HADE STAMPEN ALDRIG BÖRJAT MED SIN FÖRVÄRVSEXPANSION, SÅ HADE GP SANNO-LIKT HANKAT SIG FRAM MED BANTNINGAR OCH PRISHÖJNINGAR, MEN MAN HADE SLUPPIT ALLA DE PROBLEM SOM KOMMIT GENOM FÖRVÄRVEN"



"Doom and gloom" – vad som kommer att hända:

Utsikterna för Stampen som koncern är mot bakgrund av ovanstående inte speciellt ljusa. Men vad kan göras och hur kommer det att se ut om några år. Det intressanta är att hade Stampen aldrig börjat med sin förvärvsexpansion, så hade GP sannolikt hankat sig fram med bantningar och prishöjningar, men man hade sluppit alla de problem som kommit genom förvärven.

- * Sälj det som går att sälja, men hur stor är marknaden och vilken prisnivå gäller för papperstidningar? Ett problem som måste lösas är att goodwillen är knuten till alla tidningar som kan säljas. Egna kapitalet minskar vid försäljning, då goodwillen försvinner. Å andra sidan får man in likviditet i systemet så att skulder kan amorteras.
- * Fortsätta att banta med alla de risker som tidningarnas attraktionskraft utsätts för. Antalet anställda har minskat från som mest 4 800 till 4 100.
- * Försöka hitta nya kapitalinjektioner så att balansräkningen kan stagas upp. Från vilka? Riskkapitalbolag eller några kolleger. Eller lokala aktörer. Men allt beror på tidningarnas kvalitet i prenumeranternas och annonsörernas ögon. Risken är att bantningsprogrammen urholkar tidningarnas attraktivitet.
- * Gör om några tidningar till gratistidningar. Det finns redan några inom koncernen. Ortstidningar och Lokaltidningar i Väst. Visst bantas redaktionerna och sannolikt utgivningsfrekvensen, men det kan vara en överlevnadsstrategi för en enstaka titel.

Överlever Stampen? Säkerligen, fast formen och storleken är svår att bestämma. Mindre? Ja. Fattigare? Ja. Långsiktig överlevnadskraft? Ja, men inte utan stöd utanför nuvarande ägarkretsar.

"KEYNES GAMLA
SENTENS OM DET
LÅNGA PERSPEKTIVET,
'IN THE LONG RUN
WE ARE ALL DEAD',
BORDE VARIT LEVANDE"