

**Analys/Stefan Melesko**

Risikkapitalister  
i mediebranschen

## Medieekonomen Stefan Melesko analyserar vad riskkapitalisternas inträde i mediebranschen betyder. Och hur utträdet kommer att se ut.



» Flera händelser under det senaste halvåret belyser intressanta frågor för vad som på engelska kallas "legacy media", det vill säga i första hand press och tablå-tv för vilka de industriella traditionerna spelar en stor roll, trots pågående digitalisering och plattformsbyte. Och det är bland annat de lokalt utgivna gratistidningarna som hamnat i centrum.

1. Försäljningen av Mitt i-tidningarna belyste två förhållanden: dels Stampens behov av att stärka kassaflödet och banta balansräkningen, dels, vilket är viktigare i det här sammanhanget, riskkapitalbolaget Segulahs inträde på mediemarknaden. Vad betyder det fortsättningsvis för spelplanen för de traditionella medieföretagen.

2. Byte av vd i Mitt i-tidningarna som skedde i början av november. Segulahs första åtgärd. En indikator på framtiden? Vad spelar riskkapitalbolagets traditionella uppförandekoder för roll?

3. Mittmedia träffade nyligen avtal med SDR (Svensk Direktreklam) om helg-distribution. Ett intressant sätt att utveckla gratistidningarna, antagligen för att avveckla trycket på utgivningsfrekvensen hos betaltidningarna. Och SDR har samma ägare – Roland Tipner – som Direktpress, en av de största aktörerna på gratistidningsmarknaden. Vad blir nästa steg?

De två första punkterna är konsekvenser av Segulahs inträde på tidningsmarknaden medan den tredje ökar intresset för beteendet hos gratistidnings-



**STEFAN MELESKO**

DOCENT I MEDIEEKONOMI

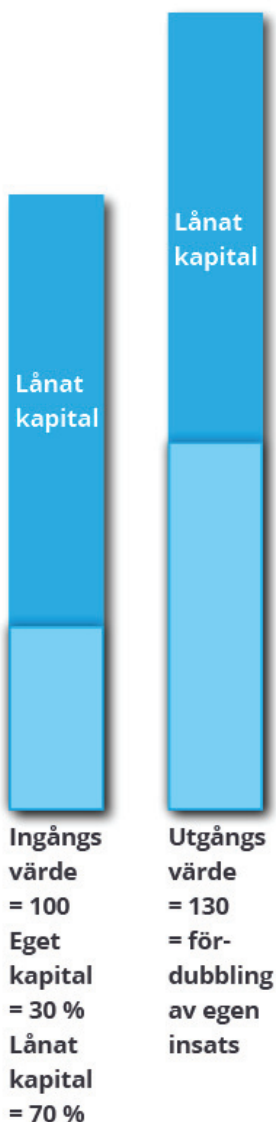
vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping och tidigare gästprofessor på Linnéuniversitetet i Kalmar. Sitter Riksmedias styrelse och i Reklamombudsmannens opinionsnämnd. Har varit annonsdirektör, försäljningsdirektör och vd på Dagens Nyheter, vd för Saxon Förlag AB och Bonniers Affärsförlag.

**Medie  
världen  
Premium**

aktörerna och kan bli en faktor som också påverkar Mitt i-tidningarnas framtid. Men låt oss först titta på ett riskkapitalbolags inträde på pressmediemarknaden och varför det sker. Och inte minst skillnaden mellan ett förvärv genomfört av ett företag i branschen och ett av ett riskkapitalbolag, på engelska "private equity".

Utöver frågan om gratistidningar så har ju Bonnier News presenterat ett nytt engagemang på riskkapitalsidan. Men är det samma typ av riskkapitalbolag som Segulah eller råder en begreppsförvirring? Inte alls, bara vad gäller svensk tillämpning. På engelska skiljer man mellan private equity och venture capital, medan det för båda på svenska används samma term – riskkapital. Private equity (PE) betecknar oftast aktörer som går in i existerande företag för att förädla dem för en framtida försäljning med vinst. Venture capital (VC) däremot ägnar sig åt att finansiera företag under start- eller uppbyggnadsfasen. Segulah representerar PE, medan Bonniersatsningen är exempel på VC. En inriktning som överensstämmer med den som Schibsted Tillväxtmedier har med bland annat en utveckling mot finansiella tjänster. Fast Bonnier är som oftast senare i sin inriktning. Den här analysen behandlar dock PE speciellt med avseende på Mitti-förvärvet och vad det kan tänkas få för konsekvenser. Först en generell beskrivning av PE-bolagens arbetsmetoder.

## KARAKTERISTISKA EGENSKAPER FÖR ETT RISKKAPITALBOLAG (PE)



Allt bygger på ett eller flera förvärv som görs.

**1.** PE-bolaget köper ett företag som får utgöra plattformen för vidare arbete/tillväxt och köp. Allt i syfte att finna en framtida köpare alternativt en börsintroduktion. De framtida förvärvade bolagen kan vara i branschen, det vill säga konkurrenter till plattformsbolaget eller i näraliggande sektorer. Allt i syfte att öka värdet på gruppen och att öka kassaflödet.

**2.** Ofta bildas ett nytt bolag för att göra det initiala köpet. Detta bolag blir moderbolag/plattformsbolag för alla bolag som förvärvas inom den sektorn. PE-företagen håller alltid sina olika plattformsbolag åtskilda.

**3.** Finansieringen av förvärven sker genom plattformsbolaget som i sin tur kan ha en balansräkning där det egna kapitalet kanske bara utgör 30 procent och resten lånas. Det är därför av stor vikt att kassaflödet i det köpta bolaget klarar av att täcka räntebetalningarna på lånen.

**4.** Effekterna av att arbeta med i första hand lånat kapital blir tydligt då försäljningen av bolaget, den så kallade exiten, blir aktuell. Antag att efter fem år är den nybildade gruppen som PE-bolaget vill avyttra värd 130 med ett ursprungligt värde på 100. Då har bolaget fördubblat sin insats. Insatsen 30-resten har ju lånats och efter avveckling av lånen så är bolagets

## Segulah

Grundades 1994 av bolagets nuvarande ledning. Bolaget förvaltar för närvarande cirka 8 miljarder kronor – huvudsakligen internationella placerare av pensionskapital.

Nyckeln till framgång ligger i att bolagen som köps har en stark marknadsposition samt att det där finns goda kassaflöden och lönsamhet för att hantera skuldsättningen. Förutom Mitt i äger Segulah helt eller delvis bland annat följande företag:

**PMC Group** (tillverkar bland annat hydraulik, pneumatik och industriautomation, omsättning 3,2 miljarder kronor).

**Beerenberg** (jobbar med service till olje- och gasssektorn, omsättning 1,9 miljarder norska kronor).

**Gunnebo Industrier** (tillverkar bland annat kätting- och lyftkomponenter, fästsystem för byggindustrin, omsättning 1,5 miljarder kronor).

**Kemetyl** (tillverkar bland annat bilvårdsprodukter och hushållskemikalier, omsättning 1,4 miljarder kronor).

**Almondy** (tillverkar frysta tårter, omsättning 430 miljoner kronor).

Ordet Segulah är hebreiska och betyder urval.

nettovärde 60. Fördubbling. Och ju större låneandel som kassaflödet räcker till desto större blir hävstången, eller som man säger "gearingen".

**5.** Efter dessa steg vidtar en hårdhänt effektivisering av det köpta bolaget. System ses över och styrning av både det operativa arbetet och de finansiella lösningarna kan förändras. Allt i syfte att höja exit-värdet.

**6.** Nya företag köps och de kan vara ett sätt att öka tillväxten i det förvärvade bolaget utöver de ovan nämnda effektiviseringarna. Fortfarande allt i syfte att maximera exitvärdet.

**7.** Så kommer då exiten. Inträffar efter cirka 5–8 år (vanlig period). Tre tänkbara alternativ för exitmetod: Det första är en börsintroduktion, helt eller delvis, på lång sikt ska då alla intressen avvecklas. Det andra är att sälja till en aktör inom branschen som får en välskött företag med en "lean and mean" organisation. Det tredje är att sälja bolaget till de anställda, ofta ledande befattningshavare, som dock kan behöva hjälp med finansieringen.

**8.** Exit kommer som synes sist, men det man oftast frågar sig då ett PE-företag gör ett förvärv är vilken exit de tänkt sig, ty den verkar oftast vara utgångspunkten för ett köp.

### PE och mediemarknaden

Vi har under senare år sett flera affärer där PE-bolag har uppträtt som aktörer inom mediemarknaden. Och intresset har delvis ökat för medier med digital orientering. Tidigare under det första decenniet fanns intresse också för print. Tribune company och VNU i Holland för att nämna några exempel.

När värderingarna var som högst i USA kunde man betala 1,5 till 2 gånger omsättningen eller omräknat 1000–1500 USD per abonnent. Eller alternativt 13–15 gånger kassaflödet. Och man hoppades på rörelsemarginaler på kanske 20 procent. (källor för de amerikanska uppgifterna American Journalism Review)

Parentetiskt kan vi se att tillämpat på Centertidningarna skulle motsvarande aritmetik ge ett värdeintervall på Stampens affär på mellan 1 miljard (kassaflödet 2005) och 2 miljarder (högsta värderingen av abonnenterna) medan en tillämpning av omsättningsmultipeln skulle ge 1-1,5 miljarder. Så även med amerikanska värderingsmetoder hamnade köpet på ett sällan förekommande högt värde.

Nu omfattar de flesta affärerna inom media i USA i första hand olika former av sociala medier och underhållningsorienterade företag, även om till och med Warren Buffett köpt en lokaltidningskoncern av både nostalgiska – en av tidningarna är från hans hemstad – och affärsmässiga skäl. Men företagen har en hygglig lönsamhet.

Följande målsättning gäller för PE-bolaget Halifax Media Group som förvärvar mycket lokala tidningar. Den är belysande för läget vad gäller print: "The group consists of 36 newspapers and affiliated websites, published in six states primarily situated in the Southeast. Halifax Media's strategy is to invest long-term capital in quality companies positioned in strong markets that are closely

"PRIVATE EQUITY (PE) BETECKNAR OFTAST AKTÖRER SOM GÅR IN I EXISTERANDE FÖRETAG FÖR ATT FÖRÄDLA DEM FÖR EN FRAMTIDA FÖRSÄLJNING MED VINST. VENTURE CAPITAL (VC) DÄREMOT ÄGNAR SIG ÅT ATT FINANSIERA FÖRETAG UNDER START- ELLER UPPBYGGNADSFASEN"

connected to the community.” Det finns dock inget uttalat intresse av korta investeringsperioder och en exitstrategi. Snarare verkar Halifax vara på väg att bli en etablerad spelare i den traditionella tidningsbranschen.

### Slutsatserna beträffande PE och media är för USA:s del:

✳ Det görs fortfarande affärer där bara print är involverat. De gamla priserna gäller dock inte längre. Då NY Times sålde några mindre tidningar var värdet 0,5 gånger omsättningen eller 368 USD per abonnent. Men intresset är starkt fokuserat på mycket lokala tidningar.

✳ Intresset för affärer inom sociala medier och andra intressanta digitala projekt är mycket större, vilket betyder att gränsen mellan PE och VC i en del fall blir flytande. Dessutom tilldrar sig nöjesindustrin stort intresse. Och där är värderingsmetoderna annorlunda och högre. Jag får ofta en hisnande känsla av dot.com-tiden.

Hur har det sett ut i Sverige? Segulah är faktiskt inte det första bolag som tillämpar PE-tekniken. För mig framstår Kinnevik som pionjären. Metro är ett projekt som först var beroende av ett antal entreprenörer, men som efter en mognadsfas och tydliga framgångar börsintroducerades. Traditionell PE-teknik, även om uppbyggnadsfasen var av VC-typ.

Skillnaden var att Kinnevik både för Metro och MTG identifierade monopolmarknader som hade utrymme för fler aktörer. Stockholms lokalmarknad där både DN och SvD förlorat sin sammanlagda dominans och naturligtvis då public service-monopolet, där Kinneviks agerande ledde till dramatiska förändringar. I övrigt har de förvärv som gjorts varit led i branschens företags sedvanliga ambition att växa per se, och inte för att förädla och sälja.

Segulahs inträde på marknaden medför tre dimensioner av PE-rollen som är intressanta att diskutera:

#### 1. FÖRVÄRDET AV MITT I

Fortfarande vet vi inte vilken faktisk köpeskilling som Segulah fick betala. Rykten har talat om cirka 350 miljoner, vilket är betydligt lägre än vad Stampen betalade (något som understryker Stampens akuta kris). Man kan anta att ett lågt pris var en förutsättning för Segulahs intresse.

Till bolaget knöts två personer, Joachim Berner och Dan Lannerö, båda med en gedigen erfarenhet av printmedia. Fortfarande är dock frågan obesvarad: bortsett från ett lågt pris, varför gjordes förvärvet över huvud taget? Ett antal traditionella aktörer inom print fick försäljningsprospektet och kunde lägga bud på Mitt i, men uppenbarligen var deras intresse inte tillräckligt stort eller deras bud inte tillräckligt höga. Var deras insikter om branschen ett hinder eller saknade de förmågan att se något som Segulah såg? Oklart, men bilden blir tydligare om vi går till nästa steg enligt PE-modellen.

### Mitt i-koncernen

Kommer ut med 31 utgåvor i Stockholmområdet. Tidningarna når cirka 900 000 läsare varje vecka och koncernen hade 2013 en omsättning på 300 miljoner kronor och ett rörelseresultat (EBITA) på cirka 70 miljoner kronor.

Styrelseordförande Joachim Berner sade i en intervju med Medievärlden att det finns en "stor utvecklingspotential och många möjligheter att få det här bolaget att fortsätta växa. Den här lokallokala journalistiken fungerar väldigt bra och lockar både annonsörer och läsare. Det kan vi bygga vidare på och även utöka till nya geografiska områden. Både i Stockholm och utanför Stockholm."



## 2. FÖRÄDLING OCH TILLVÄXT

Rationaliseringar, kostnadsreduktioner och byte av ledning brukar vara det som präglar PE-modellen efter förvärvet. Ny vd är bara ett första steg. Fler kommer. Organisationen skall vara lean och mean, det vill säga icke media-traditionella metoder kommer att appliceras. Bemanning, ersättningsformer, arbetsmetodik med mera ses över. Om vi ska hämta några erfarenheter från nyetablerade digitala medieföretag är det att man, utan att överge kvalitetsnormer, kan arbeta och organisera i helt nya former. Och mycket kostnadseffektivare. Det kommer vi att få se. Men det andra steget är tillväxt. Hur ser marknaden ut för gratistidningar (GT i tabellen nedan)? Utvecklingen har varit betydligt gynnsammare än för betaltidningar. Jämför vi med storstads (SP)- och landsortspress (LP) får vi denna tabell vad gäller annonsintäkterna (siffrorna från IRM).

	SP	LP	GT
Period	Index	Index	Index
2005	100	100	100
2006	108,94	106,49	110,53
2007	114,23	109,52	112,59
2008	104,17	108,91	109,62
2009	81,28	90,77	96,22
2010	89,83	97,77	110,73
2011	90,68	98,67	112,78
2012	77,79	87,16	109,26
2013	67,07	76,23	101,38
2014	60,68	70,58	101,75

Som synes har gratistidningarna haft en betydligt bättre utveckling trots Lehman- och printkris än de andra kategorierna. För att växa behöver man dock göra förvärv. Vilka företag opererar på GT-marknaden? Här är några exempel som kan bli köpta av Mitt i.

\* Direktpress som utgör en direkt konkurrent till Mitt i- i Stockholm men som har verksamhet också på andra orter. Kan med andra ord vara intressant för Mitti. Rationaliseringssammanslagningar och geografisk expansion. Men mycket tungt jobb måste göras, vilket talar mot alternativet.

\* Lokaltidningarna (Politikens satsning) är i förhållande till Mitt i enbart kompletterande och skulle kunna skapa synergier för bland annat viss annonsförsäljning. Kommer säkert att penetreras.

\* Gratistidningar i Väst och Ortstidningar i Väst båda med stora Stampen intressen. Med tanke på Stampens dåliga finansiella ställningar sannolikt till salu.

Säkerligen är de två sista punkterna intressantast. Men vi ser alla en utveckling där digitala transformationer blir en allt viktigare del av printmedieföretagens verksamhet.

Och Segulah ska också växa där enligt gjorda uttalanden. Men hur? Genom förvärv av existerande digitala företag eller genom egen utveckling? Sannolikt det förra. Annars behövs en ledningsförstärkning eftersom de hittills engagerade personerna har sin bakgrund inom print. Om förvärv är aktuella finns delar av Stampen som skulle kunna var intressanta. Finns det scenariot redan i pipelinen? Eller skall man börja utveckla samma typ av VC-projekt som Bonnier. Osannolikt. Är för osäkert och tar för lång tid. Sammanfattningsvis:

\* Förvärv kommer att ske inom printsektorn

\* Förvärv kan göras av existerande digitallösningar. Inga startups.

### Direktpress

Sammanlagt ger bolaget ut 24 tidningar, förutom i Stockholmsområdet, även i Göteborg och Mälardalen. Nettoomsättning 2013: 116,5 miljoner kronor, rörelseresultat (EBIT) 1,8 miljoner kronor.

### Lokaltidningen

Ägs av danska JP/Politiken. Finns i Skåne, Blekinge, Halland, Småland och Östergötland. Sammanlagt ger koncernen ut 15 gratistidningar varav 3 med B2B-inriktning. Nettoomsättning 2013: 152,7 miljoner, rörelseresultat (EBIT) 13,6 miljoner.

### Ortstidningar i Väst

Stampen och Gota Media äger sedan i fjol 45,5 procent av aktierna vardera. Tidigare huvudägaren Roger Boström har resterande aktier. Bolaget ger ut Kungsbacka-Posten, Kungsbacka-Nytt (gratistidning), Mölndals-Posten, Kungälv-Posten Lokaltidningen Stenungsund och ST Tidningen. Nettoomsättning 2013: 85,5 miljoner, rörelseresultat (EBIT) 5,7 miljoner.

### Gratistidningar i Väst

Stampens gratistidningsföretag, ger ut tidningar i Halmstad, Falkenberg och Varberg. Nettoomsättning 2013: 67,3 miljoner, rörelseresultat (EBIT) – 7, 2 miljoner.

### 3. EXIT

Denna klassiska fråga för ett PE-företag. Var finns exiten? Vad gäller Segulahs inträde på marknaden vid förvärvet ställdes frågan omedelbart. Vilken är exiten? Var finns den?

#### Följande alternativ kan finnas:

- \* Introducera bolaget på börsen. Knappast sannolikt ens om en digitalutveckling startats inom Mitt i. Trots allt är det ju för print man betalat köpeskillingen. Och vilka vill köpa aktier i ett på börsen nyintroducerat printmedieföretag? Ett fåtal! Så börsintroduktion är knappast sannolikt.
- \* Försäljning till ett branschföretag. Möjligheten finns naturligtvis, men alla branschens aktörer kunde köpt redan då Stampen ville sälja. Varför blir företaget mer intressant nu? Allt som Segulah gör kunde företagen gjort själva utan att gå omvägen över Segulah och därmed i slutänden tvingas betala ett högre pris.
- \* Försäljning till ett företag utanför branschen som skulle kunna ha nytta av kommunikationen genom tidningarna för sina nätverk av kunder och leverantörer. Eller kanske för att skapa alternativ till andra leverantörer. Ungefär som när Skype köptes av e-bay initialt.
- \* Försäljning till ledning och anställda. Alltid en möjlighet, men osannolik. Deras intresse med tanke på den skuldsättning som krävs för att de skulle kunna göra förvärvet kan bara lösas vid en senare försäljning enligt något av ovanstående alternativ, vilket därmed gör lösningen föga trolig.

## SLUTSATSER:

» Segulah gick in på printmarknaden därför att köpet var billigt, men felbedömde kanske exit-möjligheterna.

» Segulah kan ha planer för Mitti som ligger långt vid sidan av vad ett traditionellt printföretag kan åstadkomma.

Ettan är både sannolik och osannolik, eftersom Segulah inte är känt för att göra dåliga affärer. Och tvåan måste besvaras med vad det är som branschlogiken missat. Finns verkligen något sådant? Så för egen del säger jag pass.

ETT ANTAL TRADITIONELLA AKTÖRER INOM PRINT FICK FÖRSÄLJNINGSPROSPEKTET OCH KUNDE LÄGGA BUD PÅ MITT I, MEN UPPENBARLIGEN VAR DERAS INTRESSE INTE TILLRÄCKLIGT STORT ELLER DERAS BUD INTE TILLRÄCKLIGT HÖGA. VAR DERAS INSIKTER OM BRANSCHEN ETT HINDER ELLER SAKNADE DE FÖRMÅGAN ATT SE NÅGOT SOM SEGULAH SÅG?