

Analys/Stefan Melesko

Vem tar vem?

Ägarförhållandena i landsortspresen håller på att förändras. Men vilka strukturaffärer kan vi vänta härnäst? Stefan Melesko spekulerar i vem som tar vem.



STEFAN MELESKO

DOCENT I MEDIEEKONOMI

vid Internationella handelshögskolan i Jönköping och tidigare gästprofessor på Linnéuniversitetet i Kalmar. Sitter i Riksmedias styrelse och i Reklamombudsmannens opinionsnämnd. Har en bakgrund som annonsdirektör, försäljningsdirektör och vd på Dagens Nyheter, vd för Saxon Förlag AB och Bonniers Affärsförlag samt styrelseordförande i Fri Köpenslags Förlag AB.

» Under 2018 har vi fått se flera struktur-/ägarförändringar på den svenska landsortstidningsmarknaden och sannolikt kommer vi att se ytterligare under 2019. Just nu pågår diskussioner om Mittmedias framtid, vars förutsättningar jag behandlat i en snabbanalys för Medievärlden Premium i december.

Men hur kan fortsättningen/framtiden för landsortstidningsgrupperna att gestalta sig? Behövs förändringar i strukturen? Vad driver förändringarna? Är fusioner eller förvärv rätt sätt att klara paradigmskiftena? Vilka är de avgörande faktorerna som bestämmer eventuella M&A:s?

Två viktiga definitioner för att analysera vad som kommer att hända:

★ Merger eller fusion/samgående där båda parter har till syfte att skapa ett företag. Sker sannolikt mellan två positivt intresserade parter och med en viss jämbördighet i vision och styrka.

★ Acquisition eller förvärv betyder att ett företag är aktivt och vill köpa. Acceptansgraden hos det potentiellt köpta företaget beror på den framtida strukturen för den nybildade organisationen. Ibland kan det köpta företaget ha en spridd ägarstruktur, det gäller oftast börsnoterade bolag, och kan då genom att få med sig en majoritet av aktieägarna, trots en stark opposition kanske också företrädd i ledning och styrelse genomföra köpet. En "Hostile take over" ett begrepp som saknar en bra svensk översättning.

★ Motiven växlar. I fusionsfallet krävs enighet för att den ska genomföras. I förvärvsfallet är det mer tydligt två parter. För att förvärva måste objektet som ska förvärvas vara till salu och motiven för att vilja bli köpt växlar från en extremt defensiv position, till exempel att vilja bli räddad till en mer offensiv inställning, till exempel att bli en stark del av en ännu bättre organisation eller som mittposition att vilja kliva av, se Centertidningar.

"SANNOLIKT KOMMER VI ATT SE YTTRELLIGARE STRUKTUR-/ÄGARFÖRÄNDRINGAR UNDER 2019"

**Medie
världen**
Premium



NTM:s koncernchef Lennart Foss.

SörmlandsMedia



Vi har under 2018 sett ett förvärv, nämligen NTM:s köp av Sörmlands Media. Ett förvärv som skedde utan några stridigheter eftersom E-K-koncernen ansåg att dess styrkor som ensam grupp inte räckte för att möta alla svårigheter och problem som den digitala övergången kräver. Sannolikt är diskussionerna kring Mittmedia grundad på samma förutsättningar, men med ännu mer finansiella frågor på dagordningen än vad gällde E-K.

Men vad talar egentligen för att fler affärer är på gång? Behövs sådana? Men först hur ser det ut för de aktuella företagen? Nedan kommer att antal olika motiv till fusioner och förvärv att analyseras, men utan tvekan är ekonomiska förutsättningar de som faller det slutliga avgörandet om en affär ska bli av eller inte. För ett drygt år sedan gjorde jag en analys av det strategiska läget för de ledande landsortstidningskoncernerna, det vill säga de som kan bli aktuella vid strukturaffärer. Sedan dess har följande hänt vilket påverkar min utvärdering av de förda strategierna och deras utfall.

- * En fortsatt utveckling av den pågående förändringen av relationen mellan läsar- och annonsintäkter. Det beror på två förhållanden: upplageminskningen är mindre än den för annonsmarknaden, varför annonsintäkterna minskar. Och eftersom prishöjningarna har varit högre på läsarmarknaden fortsätter relationen att förskjutas till en allt större andel av intäktsmassan, som kommer från läsarmarknaden. De flesta tidningarna har i dag större läsar- än annonsintäkter.

- * Fortsatta minskningar av upplagor har trots stora prishöjningar inte kunnat kompensera för bortfallet av annonsintäkter, varför pressen på omsättning och lönsamhet blivit än tydligare.

- * Övergången till digitala prenumeranter sker i ökande utsträckning. Men prisbilden gör att läsarmarknadsintäkterna vid konstant upplaga, där digitala abonnemang kompenserat numerärt för minskningen i print, ändå inte kan hållas på samma nivå. Det låga genomsnittspriset för digitala abonnemang är ett långsiktigt problem.

- * I tidigare analyser av kostnadsfördelningen mellan print och digitalt (Den digitala brytpunkten – när kan digitalt ersätta print? Medievärlden Premium, 2018-03-15) konstaterade jag att kalkylerna på de enskilda företagen kan ha en tendens att underskatta kravet på kostnadstäckning från den digitala

"NMT:S KÖP AV SÖRMLANDS MEDIA SKEDDE UTAN NÅGRA STRIDIGHETER EFTERSOM E-K-KONCERNEN ANSÅG ATT DESS STYRKOR SOM ENSAM GRUPP INTE RÄCKTE FÖR ATT MÖTA ALLA SVÅRIGHETER OCH PROBLEM SOM DEN DIGITALA ÖVERGÅNGEN KRÄVER"



LÄS OCKSÅ:
"Den digitala brytpunkten"

Medie
världen
Premium

verksamheten. Möjligheterna att bibehålla en god journalistisk kvalitet med nuvarande prisnivå på digitala tjänster är mycket små. Priserna måste upp.

✳ Kostnadsnedskärningarna har fortsatt och en tilltagande minskning av annonsintäkterna skapar organisatoriska påfrestningar. Sannolikt kommer pressen att öka på lönsamheten under de kommande åren. Bemanningssminskningar kommer att fortsätta. Men det går inte att svälta sig till framgång. Vi måste ändå anta att med nedskurna resurser kommer kvaliteten att minska och om vi fortfarande tror på att det finns ett samband mellan en produkts attraktivitet/kvalitet och efterfrågan på densamma blir prognosen inte gynnsam för den enskilda koncernen oavsett utgångsläge. Kan fusioner eller förvärv vara en av flera tänkbara lösningar på det problemet?

Mittmedia	Klar strategi: Digitalt fokus	Stora prishöjningar på print	Centralisering av lokalt material färre redaktioner	Stora ekonomiska problem Ej fungerande strategi
Gota	Klar strategi: Stegvis övergång	Varsam hantering av printintäkterna	Stark lokal anknytning Många lokalredaktioner	Stabil ekonomi Fungerande strategi
NTM	Klar strategi: Multimedia	Medelstora prishöjning på print	Lokal anknytning	Stabil ekonomi Fungerande expansions
Stampen	Oklar strategi digitalt Svaga finanser	Stora prishöjningar på print	Kraftig neddragning av lokalredaktioner	Fortsatt mycket svag ekonomi trots nyemission Uppdelning av verksamheten på media och tryck kan förändra strategivalet

Vilka blir slutsatserna av denna listning av problemfaktorer och strategibeskrivning med utvärdering? Vilka är åtgärderna för att förbättra detta delvis prekära läge som företagen åtminstone för tillfället befinner sig i? Eftersom temat för denna artikel är "vem tar vem?" krävs en analys som påvisar att horisontella fusioner eller förvärv inom gruppen skulle kunna vara svaret på de ställda frågorna.

Stiftelseägandet skapar speciella problem. Ett sätt att göra en kapitalförstärkning i dessa företag är att släppa in andra delägare i tidningsbolagen. Tidigare har det sagts från bland andra Mittmedia att gränsen går vid att man själv behåller 51 procent av ägandet. Gäller den procentsatsen för evigt? Eller kan man för att rädda utgivningen krypa ned ännu mer? Skälet till att man kan behöva släppa mer är, vilket framgår av denna analys, att företagets värde, det vill säga värdet per aktie, har sjunkit.

"SANNOLIKT KOMMER
PRESSEN ATT ÖKA PÅ
LÖNSAMHETEN UNDER DE
KOMMANDE ÅREN"

Några definitioner

- ◆ En horisontell fusion/förvärv sker mellan två företag som erbjuder likartade produkter på samma marknad.
- ◆ En vertikal fusion/förvärv kallas också ibland för *downstream integration* och syftar inte till att öka intäkterna för det enskilda företaget utan har i första hand en kostnadsbesparing eller effektivitetshöjning som mål.

Men med tanke på branschens utveckling med praktiskt taget inga konkurrensorter där det finns olika ägare av de utgivna tidningarna, skulle det enligt skolboken således inte finnas marknadsskäl för några fusioner. Så reella horisontella fusioner i definitionens mening är inte möjliga. Däremot har vi sett förvärv och fusioner mellan landsortstidningsföretag, men motiven för dessa måste finnas i någon annan dimension än att eliminera en faktisk konkurrens och fusionen blir då mer en residual post efter det att andra problem lösts.

Innan man går vidare kan det vara aktuellt att jämföra de olika företagen, och också med Polaris.

"MITTMEDIA BORDE HA ETT PRIS SOM LIGGER VÄLDIGT NÄRA NOLL MED TANKE PÅ DEN NUVARANDE STÄLLNINGEN"

	Stampen	Mittmedia	Gota	NWT	NTM	Hall Media	Polaris
(2017)							
Omsättning	1 286	2.059	1 084	495	1771	546	1 518
Rörelseresultat	17	-180	-11	33	-69	7	83
Eget kapital	*)	493	743	1 900	1 082	129	1 646
EK-GW	*)	0	735	1 880	1 025	129	1 145
Soliditet	*)	41	65	89	65	44	0,67
Kassaflöde	25	70	45	84	53	21	66
Goodwill	*)	493	8	20	57	1	501
Goodwill/EK	*)	1	0	0	0	0	0,3

(miljoner svenska kronor)

*) Stampen Media ingick i Stampen-koncernen vid bokslutet 2017, varför balansräkning inklusive eget kapital och goodwill ryms i moderbolagets bokslut. Goodwillen för tidningsrörelsen uppgick till 347 miljoner kronor. Hur det ser ut efter bolagsdelningen vet vi ännu inte.

Några iakttagelser med bäring på fusionsfrågan:

- ◆ Skälet till att jag dragit bort goodwillen, då det egna kapitalets realiteter fastställts, är att alla kalkyler måste bygga på att den uppblåsta och med tveksamma skäl räddade goodwillen måste bort. Och det kan bara ske om en injektion av kapital görs för att stabilisera det köpta företagens ekonomiska bas. Det vill säga att det finns negativa finansiella synergier. Det talar egentligen för att det just nu diskuterade objektet, Mittmedia, borde ha ett pris som ligger

väldigt nära noll med tanke på den nuvarande ställningen. Men det krävs mer för att få Mittmedia till en stark koncern. Utradering av goodwill, återuppbyggnad av lokal bevakning – men alla uppkomna svagheter går knappast att rätta till, exempelvis post. Så varför skulle någon vilja gå in i Mittmedia? De negativa synergierna är för stora. Det betyder att det egna kapitalet med avdragen goodwill är en rimligare mätare på substansvärdet, vilket ofta är en komponent i förvärvsdiskussioner vid fastställande av nivåer på köpeskillingen. Relevant för vår analys.

◆ Ett företag som framstår som helt dominerande vad gäller ekonomisk styrka är NWT, som också är helt överlägsen Polaris i detta hänseende. Och två starka, men dock svagare än NWT, är Gota och NTM.

Det kan vara skäl att granska de vanligast återropade motiven för fusioner. Det finns många som försökt systematisera dessa. En viss sammanvägning av dessa ger följande bild som dock inte är helt uttömmande.



Skäl för fusioner och förvärv

Nedanstående, långt ifrån heltäckande lista, kan tjäna som utgångspunkt för analysen genom sina tillämpbara exempel. Urvalet har gjorts bland annat mot bakgrund av de specifika förhållanden som våra medieföretag har. Som synes kan vi kanske finna motiv för Polaris och andra att gå in i Mittmedia trots vad som ovan sagts om att marknadsfaktorer inte kan förklara intresset:

- ◆ Vinster som finns att realisera för aktieägarna. I synnerhet i ett börsbolag, som Polaris och Schibsted, kan förvärv vara ett sätt att höja den genomsnittliga vinstnivån och dessutom visa aktivt marknadsledarskap, vilket påverkar kursen positivt.
- ◆ Effektivitetsvinster som bland annat kan bestå i att den genomsnittliga kostnaden per producerad enhet minskar vid ökad volym. De kan också bestå i vinster vid vertikal integration.
- ◆ Synergivinster uppstår bara vid M&A, det vill säga skulle inte gå att realisera för något av företagen ensamma.
- ◆ Kostnadsbesparingar eller bättre utnyttjande av fasta resurser/kostnader. Dessa kan till exempel vara möjligheter till mer optimal produktion, samordning av annonsförsäljningen, bättre bas för R&D (research and development). Motivet

"ETT FÖRETAG FRAMSTÅR SOM HELT DOMINERANDE VAD GÄLLER EKONOMISK STYRKA ÄR NWT"

kan också appliceras på distributionsorganisationen. Den fasta organisationen får fler uppdrag och därmed högre intäkter utan högre kostnader. Finansiella kostnader kanske genom större förhandlingskraft gentemot kreditinstitut.

◆ Ledningsfördelar, det vill säga fördelar av en M&A som kan tillgodogöras av ledningen. De kan till viss del stå i motsatsställning till punkten om aktieägarvärde, eftersom åtgärder från en ledning alltid vilar på ett informationsövertag för ledningen vis-à-vis andra intressenter. Bland sådana kan nämnas hybriser och imperiebyggande.

Några slutsatser av motiven för M&A

◆ Effektivitetsvinster, synergivinsterna och kostnadsbesparingar är centrala om man ska finna motiv för M&A då marknadsargumentet att köpa bort de geografiska konkurrenterna inte är tillämpligt. Om man försöker finna framtida eventuella nya konstellationer med de ovan beskrivna företagen är det de inledande faktorerna som ska appliceras.

◆ Man kan inte bortse från att åtskilliga M&A görs utan att de rationella motiven kan åberopas. Inte minst de sist nämnda motiven under exemplet ledningsfördelar. Utan dessa icke rationella motiv som utgångspunkt hade aldrig det förödande köpet, på den prisnivån som skedde, av Centertidningar ägt rum. Effekterna som speglar detta påstående finns fortfarande hos Stampen och Mittmedia.

◆ Om vi går tillbaka till strategibilden är det lätt att konstatera att väldigt få av de beskrivna frågorna får sitt svar genom fusioner eller förvärv. Så kanske måste frågan om vem som tar vem besvaras genom att man ser hur långt de under första exemplet ovan kan bära analysen.



Vad gäller för alla kostnadsdämpande åtgärder?

Det är som synes helt tänkbart att också åtgärder som i första hand inte har sin grund i marknadsfrämjande aktiviteter kan initiera M&A. Man kan till exempel lista följande faktorer:

◆ All systemutveckling kring den digitala övergången kan bli kostsam och är konkurrensneutral. Det gäller system för redaktionellt arbete, interaktion med läsarna, hantering av transformationen av analoga till digitala prenumeranter,



LÄS OCKSÅ:
"Dagspressen och kapitalet"

alla frågor kring stegvisa betallösningar och avvägningen mellan dessa, algoritmstyrning av innehåll inklusive framställning av reportage och så vidare.

- ◆ Samordning av geografiska områden, vad gäller distribution, så att kostnaderna för printupplagan hålls i schack under transformeringsperioden.
- ◆ Geografisk närhet kan skapa samordningsmöjligheter för lokalbevakning för orter som ligger nära de geografiska gränserna för tidningarnas upplagor.
- ◆ Samordning av kompletterande distributionsuppdrag för att göra tidningsutbärningen ekonomiskt uthärdbar.
- ◆ Samordning av tryck så länge printupplagan spelar en central roll.

Inget av dessa motiv för bättre effektivitet och kostnadsbesparingar kräver dock några fusioner eller förvärv för att genomföras, eftersom inget av företagen de facto konkurrerar med varandra. Allt går att lösa med samarbete och projektmässiga koalitioner. Men allt kan bli mycket enklare om man förmår att samordna ägandet. Så låt oss diskutera några tänkbara scenarier. Som ovan noterats är inte allt företagsbeteende rationellt, andra motiv kommer till. De som ovan kallats för makt- eller imperiebyggande eller kanske bara expansionslusta. Allt dock under förutsättning att inte den finansiella styrkan hotas.

Låt oss titta på några scenarier. Vi börjar med ett som var möjligt för två månader sedan:

Effektivitetsvinster, synergivinster och kostnadsbesparingar är som sagt centrala komponenter om man ska finna motiv för M&A då inte marknadsargumentet att köpa bort de geografiska konkurrenterna är tillämpligt över huvud taget: Om man försöker finna framtida eventuella nya konstellationer med de ovan beskrivna företagen. Låt oss till att börja med titta på ett fiktivt exempel:

Efter NTM:s förvärv av Sörmlands Media (SM) såg jag följande händelseförlopp framför mig:

1. NTM fick genom förvärvet en aktiepost i Mittmedia. Visserligen med hembudskrav, men priset som NTM krävde skulle sannolikt bli för högt för ett företag med MM:s finansiella kapacitet. Så NTM kunde använda sitt inflytande.
2. NTM använder sitt ägande och den egna finansiella styrkan till att lägga ett bud på gamla Promedia. I första hand VLT och NA.
3. NTM skulle sedan i ett nästa steg ta över delar av Dalarnas Tidningar och dela upp dem med NWT med tanke på geografisk belägenhet.
4. Av Mittmedia återstår då Gävle, Hälsingland, Jämtland och Medelpad/Ångermanland.
5. Med köpeskillingen från dessa försäljningar och minskad omfattning på koncernen skulle Mittmedia rimligen kunna klara av sin ansträngda finansiella situation. Köpeskillingarna och ett mindre krav på stor central organisation

"ALLT GÅR ATT LÖSA
MED SAMARBETE OCH
PROJEKTMÄSSIGA
KOALITIONER. MEN ALLT KAN
BLI MYCKET ENKLARE OM
MAN FÖRMÅR SAMORDNA
ÄGANDET"

borde leda till viss förbättrad överlevnadskraft, även om de grundläggande felen med "all in digital" och nedmontering av den lokala bevakningen kvarstår, men kanske kunde de nytillkomna resurserna kunde möjliggöra vissa återställare.

6. Men nu är detta som sagt ett teoretiskt resonemang. Sannolikt kommer aldrig dessa stegvisa expansioner att genomföras.

Några andra tänkbara scenarier

Först kan man konstatera att en ny faktor uppträtt på marknaden, nämligen en manifesterad ny strategi från NWT. Köpet av NLT och Polaris intresse för Mittmedia påvisar ett helt nytt expansionsintresse. Det är ju helt uppenbart att Polaris aldrig skulle intressera sig för Mittmedia om inte NWT och Schibsted stödde eller rentav initierade planerna. De två koncernerna äger tillsammans över hälften av aktierna i det börsnoterade bolaget.

Tidigare under perioden då Centertidningsförvärvet var aktuellt sades det från många tidningsledningarna att det inte blir så många utbud på marknaden av tidningar, så det gäller att köpa det som kommer ut. Vilket också ledde till höga förvävspriser. Nu bedömer jag läget som det motsatta. Det kommer att finnas ett utbud, men vilka vill köpa och varför? Låt oss se på vilka möjliga "vem tar vem" som finns inom de närmaste åren. Det vill säga vilka vill köpa det som behöver säljas och varför. Jag utgår här från vad som ovan sagts om att ett fokus på rena kostnadsänkande åtgärder likaväl kan ske genom projekt. Här följer några exempel på scenarier, där någon av olika skäl vill sälja. Man kan notera att de företag som kan behöva sälja/säljas, det vill säga Mittmedia och Stampen också är de billigaste att förvärva, vilket tydligt framgår av tabellen ovan där det justerade substansvärdet klart indikerar mycket låga möjliga priser vid en eventuell försäljning. Och detta faktum innan en "återställare" beaktats i kalkylen.

Stampen

A) Stampen behöver/vill sälja TTELA och Bohusläningen. Kostnadsbesparande åtgärder går att genomföra vad gäller produktion: bättre kapacitetsutnyttjande, distribution inklusive e-handelsdistribution och kanske lokalbevakningen och annonsförsäljningen. Det finns två tänkbara köpare om priset är lågt. Gota och NWT som båda har finansiella muskler och geografisk närhet.

B) Stampen behöver/vill sälja någon eller båda av Hallandstidningarna. Bristen på direktgeografisk närhet gör köparspekulationerna svårare. Men av de sedvanliga kostnadsskälerna ser jag möjligen Gota och Hall som tänkbara köpare.



"DET KOMMER ATT FINNAS ETT UTBUD MEN VILKA VILL KÖPA OCH VARFÖR?"



Mittmedia

Mittmedias vd Per Bowallius

A) Se ovanstående tidigare tänkbara scenarier vad gäller styckning av verksamheten initierat av NTM-ägandet

B) Mittmedia behöver minska sitt koncernomfång tänkbara kandidater till avyttring av tidningarna i Ångermanland. Med de listade motiven skulle V-K-koncernen vara en tänkbar köpare. Och enligt alla rykten är V-K med i Polaris-diskussionerna, vilket skulle bekräfta misstankarna om möjliga kostnads- och andra synergier.

Hall Media

Är intressanta från många utgångspunkter. För det första har de en mycket finansiellt stark ägare som – om det fanns expansionsplaner – inte skulle ha några problem med nyinvesteringar/förvärv. För det andra gränsar tidningarnas spridningsområden till Gota- och NTM-land. Vilket på ett rent teoretiskt plan skulle skapa en situation, då de ovan listade motiven skulle kunna aktiveras. För det tredje är det en smula osäkert vilken väg Hall Media vill ta. Vill man fortsätta som en självständig koncern, vill man krympa eller sälja? En möjlig väg är kanske att göra produktbyten med de två andra. Eller ta över enstaka titlar från de andra två eller sälja. En intressant grund för spekulationer.



Hall Medias vd Mats Tidstrand

Slutsatser

- » De traditionella argumenten för fusioner/förvärv baserade på förbättring av marknadsställning saknar giltighet.
- » De kostnadsbesparande motiven äger tillämplighet, men skulle kunna åstadkommas genom projektkoalitioner.
- » Det är med andra ord oklart om vem som tar vem av rationella motiv.
- » Företag med starka finansiella muskler kan agera utifrån ambitionerna med imperiebyggande och markering av beslutskraft och framtidstro.
- » En ny ingrediens är det uppenbara strategibytet av NWT.
- » MM och Stampen behöver stärka sin finansiella ställning och kan därför släppa in nya ägare som del av en avslutsprocess. Men vilka är intresserade?
- » Stiftelsernas uppbyggnad kan försvåra M&A om dessa fortfarande vill behålla makten över sina tidningar.
- » En exkurs om Bonniers intresse av Mittmedia. Ryktet säger att Bonnier har blivit allt mer engagerat i att försöka köpa Mittmedia. Man kan göra några reflektioner kring det:

Bonnier har varit föga framgångsrika i sina lokaltidningssatsningar, exempel på detta är Skånemedias turerna kring en eventuell försäljning av Sydsvenskan/HD för några år sedan visar också på att intresset varit begränsat. Med andra ord måste erfarenheterna och engagemanget att driva verkligt lokala eller regionala tidningar utanför storstadsområdena framstå som ganska lågt.

» Varför Mittmedia? Jag har svårt att tro att Bonnier med engagemang ska ta sig an till exempel tidningarna i Hälsingland. Kanske ligger ambitioner att stycka Mittmedia i ett senare skede och sälja delar till de andra koncernerna? Inte omöjligt. Ett annat skäl kan vara möjligheter att samordna annonsförsäljningen i nya paket. Liksom kombinationserbjudanden av till exempel DN på helgen som komplement till lokaltidningarna.

» Om Bonnier köper och genomför de ovan listade tänkbara åtgärderna kommer landsortspressen att få påtagliga problem i motsats till nuläget att marknadsföra sig som en intressant mediegrupp med speciella förutsättningar. Vad händer med Mediekompaniet då Bonnier skapar ett eget nätverk? En smula problematisk situation kan uppstå för den svenska landsortspressen.

» Mittmedias ägarstiftelser borde ha ett vidare perspektiv för sina tidningar än att bara maximera en eventuell kassaförstärkning. Polaris med NWT och V-K-gruppen borde ha större förutsättningar att utveckla utgivningen oavsett publiceringsform.