

## Konklusion

Tilpasningerne i Aller vil nu give gennemslag på indtjeningen. Aktien er ramt af manglende interesse på investorsiden efter skuffende år. Rimelig egenkapitalforrentning må forventes i indeværende regnskabsår. Selskabet har netto en finansiell formue på 2,0 mia. kr., der er placeret meget forsigtigt med lavt afkast som konsekvens. Aktien er meget lavt prissat i forhold til reguleret indre værdi (0,59) og P/E-tallet på 8,8. Rella er blevet påtvunget bogføring af aktieposten i Aller til anskaffelsværdi, der udgør 534 mio. kr. Selskabets ledelse ønskede at benytte indre værdis metode (pro rata egenkapital i Aller er 2,1 mia. kr.). Derfor fremtræder de officielle regnskaber med lav indtjening (udbyttebetalingen) og lav egenkapital. Finansielle nøgletal som P/E og Kurs/indre værdi er derfor formelt set høje. Efter vores opfattelse giver indre værdis metode et mere korrekt udtryk for indtjening og egenkapitalværdi. Aller udsender meget få nyheder og dette indebærer stilhed omkring aktien og dermed lav interesse. Langsigtet Køb.



Aktuel Kurs: 44

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.140 mio. DKK

Antal aktier: 25,9 mio. styk

Næste regnskab: 28-03-2010 (CAE regnskab 22-01-2010)



### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Markedsforholdene er fortsat hårde og yderligere tilpasninger kan komme på tale selv om tilpasningerne nu anses for klaret, herunder ændringer af trykkerierne. Oplagstallet forventes at standse nedturen og kun udvise et svagt fald. Annonceindtægterne er ligeledes stabiliseret i første kvartal. Sortimentet af titler overvåges for at forbedre indtjeningen, og ledelsen påregner at nogle af de tilkøbte titler kan kræve længere tid til at oparbejde det forventede styksalg. Driftsoverskuddet i 2009/10 forventes at blive på 150-180 mio.kr. (-111). Salget af det tidligere hovedkontor for 139 mio.kr. vil desuden indebære indtægtsføring af en avance på 110 mio. kr. før skat.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold/Køb

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 45 - 55

Kursudvikling 12-18 mdr.: 65 - 90

Tidligere anbefaling: Ingen

### Kursgraf siden 2006:



12 mdr.

Høj	50,00
Lav	29,50



### Muligheder

Stordriftsfordel på tværs af de mange publikationer i Norden. Stærk annoncemæssig position som udbyder med kombination af markedsføring via egne blade. Gratis publikationer kan omdannes til betalingsprodukter. Elektroniske medier som Internet og TV rummer mulighed for aktivitet, hvilket dog økonomisk begrænses af de offentlige public service kanaler. Afkastet af selskabets store passive formue vil blive forbedret af en stigning i renteniveauet i de kommende år.

### Risici

Hård konkurrence om læsere og annoncer fra en række andre medier. Forbrugsmønstret er derfor vigtigt med risiko for skift væk fra læsestof til billeder og informationer fra TV/Internet. Høj standard er påkrævet for at fastholde læserne. Begrænset marked i Norden stiller krav til mindstestørrelsen af oplag. Internet har hidtil været vanskeligt at kommercialisere for udgivere af trykte medier, hvorfor et afgørende koncept herfor skal derfor findes. Magten og ledelsen af Aller har Rella som B-aktionær ingen indflydelse på. Der er således ingen sikring mod et eventuelt utilfredsstillende forløb.

## Facts om Rella

Virkefelt: Selskabet ejer udelukkende B-aktier (uden stemmeret) i Carl Allers Etablissement A/S (CAE). Rella er derfor en børsnoteret proxy-akite for CAE. Omkostningerne i Rella er minimale.

Ledelse: Jens Arnth-Jensen (61) Adm. direktør; Henrik Christrup (73) formand.

Ejerforhold: Fokus ApS, Holte, 5,3 %, Montra Foundation, Lichtenstein, 6,7 %, Nordea Investment Fund Company Ltd., Finland, 5,8 %. Selskabet havde ultimo 2008 ca. 1.350 aktionærer.

## Facts om CAE

Virkefelt: Udgivelse af ugeblade, magasiner, mediekommunikation, trykning mv.

Geografisk fordeling: Danmark 36, Norge 28, Sverige 25, Finland 11 %.

Indtægtsfordeling (trykning anses her for intern): Ugeblade 67, Magasiner 21, Internet 3, Andet 9 %.

Ledelse: Bettina Aller, Erik Aller, Katinka Aller direktører; Richard Sand formand.

Medarbejdere: 2.284 ult. 2008/09 fordelt 55/45 kvinder/mænd.

Ejerforhold: Allerfonden besidder stemmemajoriteten via A-aktier, Susanne Aller over 5 %, Rella Holding 51,3 % (57,3 % opgjort af de udestående aktier). Egne aktier 10,16 %. Aktiekapitalen er opdelt i 4,5 mio. kr. A-kapital og 13,5 mio. kr. B-kapital (uden stemmeret).

## Beskrivelse

Aller er en Nordens største private mediekoncerner, og positionen indenfor ugeblade er ledende med en marksandel på 63 %. Finland er dog et forholdsvis nyt land med aktivitet. Udviklingen i de sidste 25 år har bevæget sig i retning af koncentration (konsolidering af branchen) samtidig med fremkomst af nye, smalt orienterede udbydere med skarp profil og teknisk grundlag i IT-udviklingen, der muliggør trykning af mindre oplag i flot udformning. De åbne grænser og globaliseringens påvirkning af kulturen indebærer interesse for udenlandske blade og generelt hurtigere gennemstrømning af nyheder og omtale end tidligere. Endvidere er TV blevet åbnet for kommercielle kanaler i Norden, men med de statslige TV-organisationer som en begrænsende faktor. Desuden opnår Internettet voksende betydning som kommunikationsplatform.

Strategien er så vidt den lader sig vurdere at fastholde og styrke stillingen på bladmarkedet, hvor grænsen ned ad dikteres af kravet til det forventede indtægtsgrundlag (styksalg og annoncer). Samtidig er den defensive side vigtig ved at overvåge konkurrenter og holde disse i skak ved hurtigt at kunne matche nye tiltag. Der er næsten ingen barrierer at tage hensyn til i bladbranchen. Driften har fokus på rentabel forretning, og på dette punkt støder man imod en række andre udbydere med mere eller mindre non-profit karakter. Ekspansion inden for TV er således formentlig fravalgt pga. de velkørende offentlige (tvangs-) ordninger, der reducerer det kommercielle marked.

Gratisudgivelser har også beskeden betydning, og vanskeligheden ved at opnå indtægter ved internetservice forsinker udviklingen på dette felt. Til gengæld forsøges udvidelser ved opkøb eller overtagelse af rettigheder inden for blade og magasiner, der så søges indpasset i den store organisation. Formålet her er dobbelt ved at forhindre konkurrenter i at vinde et solidt brohoved og samtidig tilføres muligheder for vækst og afkast.

Kapacitetsomkostningerne er blevet forøget ved bygningen af det nye store hovedsæde til 800 mio. kr., der blev taget i brug i 2009. I Sverige er købt en stor kontorejendom i Stockholm. Trykkerierne er blevet rationaliseret ved nedlæggelse af Helsingborg-anlægget, og rammerne for den fysiske produktion anses nu at være bragt på plads.

Økonomisk er Aller særdeles velkonsolideret med oparbejdede reserver i form af passive pengeplaceringer i størrelsen 2,3 mia. kr. brutto, og 2,0 mia. kr. netto efter fradrag af rentebærende forpligtelser og gæld. Soliditeten er høj med 72 % i egenkapitalandel. En meget forsigtig placeringspolitik indebærer dog et beskedent afkast som følge af det lave renteniveau.

Hele strukturen i Aller præges af familietankegangen. Vedtægterne søger at sikre A-aktierne under familiens kontrol. Personkredsen i topledelsen udgøres af familiemedlemmer. Den passive formue udgør en form for værn til sikring af familiens indkomst, hvis alt går galt. Almindelige aktionærer er derfor passive stillet og afhængige af præstationsevnen i familieforetaget, der blev startet i 1873. Foreløbig er det lykkedes at bevare evnen til at drive forretningen fremgangsrigt videre.

## Fremtidsudsigter

Ugeblade som marked er et modent marked med faldende tendens for styksalget. I de seneste år er volumen faldet ca. 10 %, men her spiller to kræfter ind: eksplosionen i Online-mediernes omfang og Finanskrisens generelle reduktion af forbrugernes købelyst til ikke-nødvendige varer. Disse to faktorer ebber ud. Spørgsmålet er hvor vidt en genvinding vil finde sted i de nærmest kommende år.

Placeringen i forhold til aviser er vigtig. Dagbladene kæmper hårdt imod presset fra TV, radio, Internet for deres del, samt ændringen af avismarkedet med gratisudgivelser som MetroXpress. Her er det imidlertid nu et positivt perspektiv at kampen mellem gratisaviserne er overstået og presset på reklameindtægterne fra den side reduceres. Tempoet i nyhedsformidlingen medfører en modreaktion med satsning på baggrundsstof i aviserne, specielt i weekenden. Herved presses ugebladene så på deres emnekreds. Billeder og sladder-stof med krav til storsælgende forsider øges derfor, og Aller har især med Se & Hør oplevet gentagne problemer med krav om erstatning og højere etik i adfærden. En opstramning er derfor indført.

Perspektivet ud fra dette grundlag i sektoren er ikke vækst men fastholdelse af indtægterne. Herudfra kan tiltag så tages for at opnå en holdbar stigning i indtægterne efterfølgende. Derfor bliver omkostningerne vigtige at styre, hvilket i praksis vil sige kvalitet og kvantitet i indholdet. Udnyttelse af artikler og billeder i forskellig udformning på tværs i de mange ugeblade er en metode til at reducere udgifterne, men det kræver koordinering og planlægning.

"Leverage" (hævestangeffekten) er vigtig, da omkostningerne pr. udgivelse er nogenlunde fast, og dermed bliver styksalgets størrelse vigtig for indtjeningen. Værdien af ekstra salg har stor gennemslagskraft på indtjeningen. Efter nogle år med tilbagegang er der nu omsider igen håb om et svagt positivt forløb.

Potentialet i de tilkøbte varenavne i de seneste år skal ligeledes til at udfolde sig. Titler med manglende evne til at slå igennem på de nordiske markeder standses og spares væk. Denne fase kan derfor komme til at indebære nedskrivning af bogført restværdi, hvis stop besluttes. Tilpasningerne med nedskæringer og ændringer af trykkerierne har i de sidste to år medført belastning med store særlige udgifter, hvor posterne i 2008/09 udgjorde 179 mio.kr. Som udgangspunkt forventes pr. definition ikke yderligere af sådanne poster, men karakteren af forretningsudviklingen i disse år med hårde ydre vilkår og krav om rentabilitet medfører, at udrensning i produktsortimentet må påregnes at fortsætte og dermed må nedskrivninger forventes. Nedskæringer i personalet brude derimod være klaret, da omplaceringer vil være en mulighed.

Indtjeningen i det nye regnskabsår 2009/10 tegner til at blive i størrelsen 310 mio. kr. før skat, hvoraf 110 mio.kr. relaterer sig til avancen på salget af det tidligere hovedkontor (netto 90 mio.kr.). Vi har kalkuleret med -40 mio. kr. før skat (-30 netto) for særlige poster. Den ordinære indtjening er efter vores skøn således 240 mio. kr. før skat svarende til ca. 180 mio.kr. netto. Det samlede resultat efter skat forventer vi vil være ca. 240 mio. kr. Forrentningen af egenkapitalen (ROE) vil dermed udgøre (ordinært) 4,7 %, men da børskursen befinder sig på 0,59 af indre værdi bliver det implicite afkast ca. 8,0 % (4,7/0,59).

## Aktien som investering

Aller betragtet som aktieinvestering drejer sig om evnen til at genoprette den tidligere stærke indtjening fra driften ved effektivt at udnytte forretningsplatformen. Styring af udgifterne og satsning på de enkelte blades profil er derfor vigtig. Da en stor opgradering af faciliteterne nu er blevet gennemført med bygningen af det nye hovedkontor i København og ændringerne af trykkerierne burde investeringerne falde til et lavt niveau flere år frem.

Fokus kan derfor sættes på styring og udvikling af de talrige udgivelser. Vi forventer ingen store tilkøb af virksomheder eller blade/magasiner. Potentialet i indtjening opgjort som overskudsgrad er inden for 5 år at nå niveauet 7-9 % efter vores vurdering, mens omsætningen i et sådant tidsmæssigt perspektiv må formodes at vokse med 2-5 % om året. Desuden har man vel mulighed for at opnå en genvinding af et omsætningstab i størrelsen 200 mio.kr. i løbet af de næste par år som modvægt til droppet under Finanskrisen.

Pengetankens afkast udgør en form for ballast, der dog qua den særdeles forsigtige placeringspolitik kun oppebærer et lavt afkast. Derfor må man som investor være varsom med at foretage teoretiske beregninger baglæns med fuld vægt af disse likvider (krone for krone), da afkastet jo kun kan skønnes til pt. ca. 4 % før skat inde i Aller, mens aktieinvestorer typisk kræver 6-8 % som afkast i deres kalkulationer før en beslutning.

En ændring af aktieselskabsloven medfører adgang til køb af egne aktier ud over den hidtidige grænse på max. 10 %. For Aller, der råder over 10,16 % egne aktier, betyder det adgang til at fortsætte opbygningen af egne aktier. Rella har i en årrække på egne vegne foretaget en sådan proces, men selskabet har ikke likviditet til at fortsætte hermed for nærværende. CAE aktien handles via Dansk OTC, og med mulighed for fornyede køb fra Aller's side kan det vise sig at styrke prisdannelsen på selve CAE-aktien og dermed indirekte Rella.

Aller minder om Fisker & Nielsen (Nilfisk; nu en delkoncern i NKT) i dets sidste epoke i 1980'erne. Den passive formue voksede og driftens Cash-Flow bidrog hele tiden til akkumulering af flere penge, men forretningen blev konstant presset af hurtigere konkurrenter.

## Konklusion

Rella (44) er prissat meget lavt i forhold til selskabets egenkapital (reguleret indre værdi er ca. 77). P/E tallet beregnet ud fra Allers forventede indtjening er ca. 8,8 (44/5,0). Indtjeningsevnen i Aller er ved at afslutte en periode med svag præstation, og en genrejsning til et pænt niveau i løbet af 2-3 år forekommer sandsynligt. Interessen for Rella blandt investorerne på aktiemarkedet er minimal i lyset af de fortsat skuffende resultater, og en positiv kursudvikling kan derfor tage fart i takt med voksende overbevisning omkring styrkelsen af præstationsevnen. Anbefalingen er derfor langsigtet køb. Kortsigtet begrænses Upside af, at der ikke forventes nogen nyheder overhovedet fra Aller, da selskabet ikke er børsnoteret og kun udsender årsregnskaber. Ledelsens forventninger er moderat positive, men det ignoreres pt. af børsmarkedet. Genopretningen af tilliden kræver tid.

Perioden 01-10 til 30-09-2009 for Carl Allers Etablissement i 1.000 kr.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10E	2010/11E
Omsætning	3.961	4.067	4.303	3.865	4.050	4.400
EBITA	305	299	150	-27	160	275
EBIT	285	265	101	-111	110	225
Resultat før skat	445	362	1	28	310	325
Nettoresultat	317	277	-20	5	240	245
Særlige udgifter	0	-40	-121	-179	-40	0
Balance	5.146	5.309	5.327	5.161	5.400	5.700
Likvide aktiver	3.021	2.889	2.077	1.985	2.250	2.550
Immaterielle aktiver	287	375	557	399	350	300
Egenkapital	3.703	3.900	3.753	3.702	3.900	4.120
Antal ansatte	2.172	2.413	2.581	2.429	2.400	2.450
EBITA/Oms. i %	7,7	7,3	3,5	NA	4,0	6,2
Egenkap.forr. %	8,7	7,3	NA	0,1	6,3	6,1
Egenkap.andel %	72	73	70	72	72	72

Perioden 01-01 til 31-12-2009 for Rella i 1.000 kr.

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Formelt pr. aktie	2,8	1,9	1,6	0,9	0,9	2,1
Pro rata pr. aktie	6,3	5,7	-0,7	-0,2	5,0	5,1
Udbytte	2	0	0	0	0	0
Indre værdi formelt*	15,5	15,4	15,9	16,8	17,7	19,8
Indre værdi pro rata**	74,5	78,8	77,5	77,5	82,8	89,7

\* = baseret på Costpris af aktier \*\*=baseret på andel i værdi

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Dansk OTC A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt Dansk OTC A/S. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer aktier i Rella Holding. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

