

# KEYSTONES FIRST NORTH-SEMINAR

13. september 2021

# Sådan får vi en effektiv, velfungerende dansk vækstbørs

Ved chefredaktør Morten W. Langer

# ØU Økonomisk Ugebrev

## Den mest erfarne redaktion af journalister og fagspecialister

Redaktionen består af en perlerække af tidligere erhvervsredaktører fra de store erhvervsmedier, og fagspecialister, der har dækket samme fagområde i mere end 25 år, og et analyseteam af dygtige analytikere. De enkelte journalister har en historik omkring sagernes forhistorie, et kildenetværk, en forståelse af sammenhænge og samfundsmæssige problemstillinger, som er unik i den danske mediem verden.

## Danmarks dybdeborende fagmedie om finans, ledelse og investering

Vores overordnede mission er at ”skabe øget sigtbarhed, så topledelse og investorer får et bedre beslutningsgrundlag til at navigere strategisk, ledelsesmæssigt og investeringsmæssigt. Men med hensynstagen til etiske overvejelser i forhold til en stadig mere krævende omverden med hensyn til ESG, herunder etik i forhold til tvivlsom forretningsadfærd og tvivlsomme investeringer

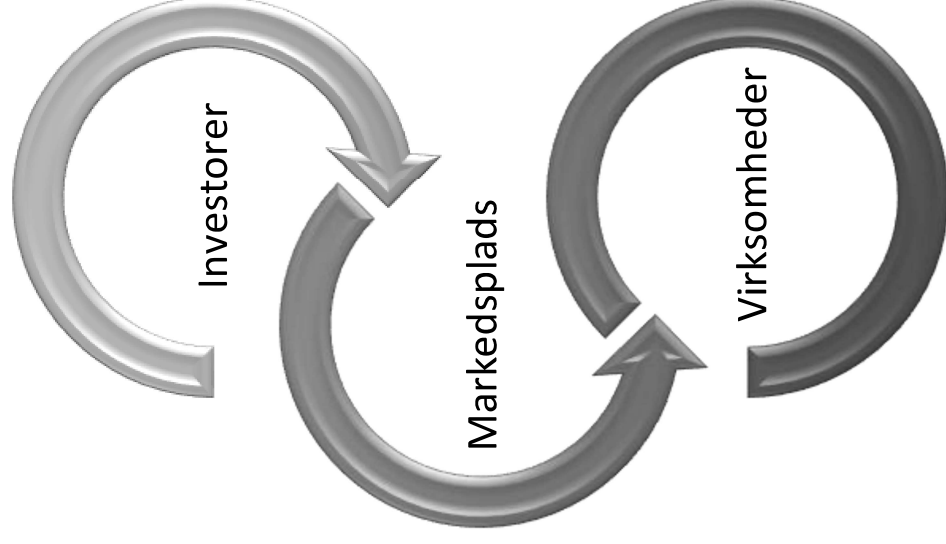


# First North: Derfor vigtig

Derfor skriver Økonomisk Ugebrevs meget om First North:

*”Vækstbørsen er supervigtig for samfundet, et dynamisk  
erhvervsliv og jobskabelsen”*

# First North: Derfor vigtig

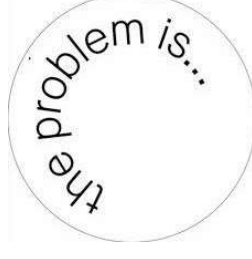


# First North: Problemet

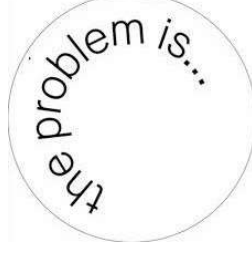
En effektiv markedsplads kræver



**ØU** Økonomisk Ugebrev



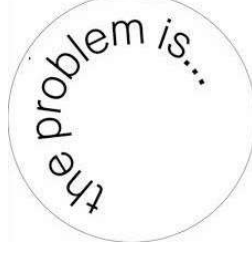
# First North: Problemet



Investorerne skal have tillid til at det er en fair markedsplads

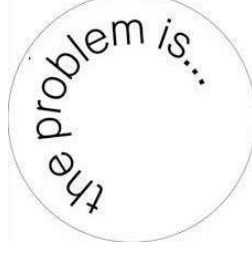
- Men den tillid er markant vigende
- Heldigvis kan den genoprettes (alternativt går selskaberne til SV og NO)
- 10 problemer og 10 løsninger

# First North: Problemet



- Selskaber, der afnoteres eller i langvarig børspause
- Mangelfulde oplysninger om værdiansættelser ved IPO
- For høje værdiansættelser (deling af risiko/ upside)
- Manglende proof-of concept/ salg
- Mangel på troværdig og rettidig information til markedet (ved kursfølsom information)

# First North: Problemet



- Certified advisors er ikke skarpe nok i forhold til sikring af regeloverholdelse
- Nasdaq overvågning af FN-selskabers oplysningsforpligtelser ikke god nok
- Fortegninger præget af kortsigtede spekulanter
- Børsstart er præget af store kursbevægelser, ofte negative
- Meget lav likviditet i aktierne



# First North: Løsningerne (1)



## Afnotering /lang børspause:

Eksempel: Waturu, Spenn;

- Aktionærer lades i stikken
- Masser af advarselssignaler
- Reaktion fra rådgivere?
- Alt for langsom reaktion fra Nasdaq
- Nasdaqs ledelse må udmelde offentligt, at man strammer op, også på rådgivere

# First North: Løsningerne

WHAT'S  
THE  
SOLUTION?

Økonomisk Ugebrev Finans  
Nyhedsbrev om erhverv, økonomi og samfund

WATURU ER EN  
NÆSTEN TRO KOPI AF  
KONKURS RAMT  
SELSKAB MED  
SAMME EJERFAMILIE

Det konkursramte selskab Oneheat havde samme ejerfamilie som Waturu. Toke Reedtz er adm. direktør for Waturu, hans bror var adm. direktør for Oneheat. I 2012 var de en aftale med en nødvendig dokumentation og noteringen. Forhistorien omtales ikke med et eneste ord i Waturus salgsmateriale fra sidste år. Er Waturu den næste børs-skandale på First North?

# First North: Løsningerne

WHAT'S  
THE  
SOLUTION?



**ØU** Økonomisk Ugebrev

# First North: Løsningerne

WHAT'S  
THE  
SOLUTION?

Det er tydeligt, at Nasdaq's ledelse er godt og grundigt trætte af Waturu. I afgørelsen hedder det bl.a., at komiteen anser flere overtrædelser af reglerne "som alvorlige", bl.a. korrektion af oplysningerne i børsmeddelelse 68. Komiteen ser med "stor alvor på, at markedet har været misinformeret i en længere periode," som det formuleres.

Netop med denne formulering skyder Fondsbørsen sig selv i foden, fordi det ret beset er ulovligt at misinformere markedet, og at det kan ske i "en længere periode", er selvfølgelig helt uacceptabelt.

Langmodigheden og selskabets legen kispus med Nasdaq fremgår af denne ordlyd i afgørelsen:

## Stor langmodighed

"Disciplinærkomiteen vurderede at det samlede hændelsesforløb viste, at selskabet ikke havde formået at besvare en række henvendelser fra Surveillance på tilfredsstillende vis. Det havde medført, at Surveillance gentagne gange har måttet anmode selskabet om at besvare spørgsmål eller reddeøre for det samme forhold flere gange. Dette havde været medvirkende til, at sagsbehandlingstiden for visse enkeltstående forhold var blevet forlænget, og havde samtidig også betydet, at selskabet ikke var blevet sanktioneret tidligere."

# First North: Løsningerne (2)



## Mangelfulde oplysninger om værdiansættelser:

- Investorerne skal kunne forstå, hvordan ledelsen og rådgiverne er kommet frem til den aktuelle værdiansættelse
- Manglende oplysninger giver på forhånd mistillid, hvad skjuler de?
- Gerne flere værdiansættelsesmetoder: Navngivne børsnoterede peer group selskaber, fem års budgettal, (DCF: nej tak) og andre relevante metoder, evt. 2-3 scenarier. Gerne en grundig verbal forklaring

# First North: Løsningerne (3)



For høje værdiansættelser

- Sæt udbudsprisen så lav, at der også er en upside til de nye aktionærer
- Altså: Den potentielle gevinst skal deles, og sælgerne skal også tage en del af risikoen
- Giv de nye aktionærer er god oplevelse
- Så bliver det lettere at komme efter nye penge
- Da typisk kun 30-40% af as sælges, er der stadig stor upside på resten af aktierne

# First North: Løsningerne (4)



Manglende proof of concept/ intet salg, ingen viden om efterspørgsel

- Et af de største problemer ved nogle af de første noteringer for 1-2 år siden
- Nasdaq og rådgivere bør stille krav
- Hvis selskabet skal modnes, kan der hentes pre-IPO kapital til favørkurs
- Hav fokus på uniqueness: hvordan er konkurrencesituationen
- NASDAQ har vist strammet op (uden at fortælle om det

# First North: Løsningerne

WHAT'S  
THE  
SOLUTION?

## FORRETNINGSMODEL: ER VALUER BLOT ET "SIMPELT" KONSULENTHUS?

Casen omkring First North-selskabet Valuer er bygget op omkring, at forretningsmodellen er baseret på salg af en analysesoftware i abonnement, og at Valuer altså er et såkaldt Saas-selskab. Men er det i virkeligheden en ordinær konsulentforretning, som kilder tæt på selskabet vurderer over for Økonomisk Ugebrev? Vi har spurgt Valuers ledelse om antal faste kunder i abonnementsforretningen, og fået et uldent svar.

### ANALYSE

Såkaldte Saas-selskaber, altså selskaber der sælger softwareløsninger på abonnement, har de seneste år været blandt investorerne yndlinge, og værdiansættelserne på børsen er tårnhøje. Ofte ti gange den aktuelle omsætning for de allerbedste selskaber.

På det grundlag gik Valuer på børsen for nylig med en pre money-værdiansættelse på 300 mio. kr., på trods af en aktuel omsætning på et par mio. kr. Da Valuer er et early stage-firma, skulle værdiansættelsen være tre-fem gange ARR, altså den løbende, årlige abonnementsindtægt. Det summer sammen til en markedsværdi på i bedste fald 30 mio. kr., vurderer brancheeksperter over for Økonomisk Ugebrev.

ment over flere år.

Analyseredskabet ses mere som en informationsservice, hvor Valuers folk leverer emner i "magasiner". Og der er ingen features eller en platform, der automatisk forbinder eventuelle købere med potentielle startups. Derfor kan man godt påstå, at Valuer mere er en konsulentvirksomhed end en abonnementsvirksomhed.

I prospektet oplyses navne på syv nuværende kunder. Men ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger er kun en enkelt af dem en fast abonnementskunde, nemlig Grundfos, som har været med fra starten. De øvrige seks nævnte virksomheder har enten været i testforløb eller er ude igen efter ad hoc-levering af startup-screening. Det drejer sig om Siemens Gamesa, Rabobank, Sanofi, Rambøll, Pfizer og Uniper.

### STORT SET KUN AD HOC-SALG

Valuers ledelse giver i prospektet indtryk af, at man de seneste tre år har udviklet virksomheden og først nu er parat til for alvor at sælge. Men den historie afvises af flere kilder tæt på selskabet. Man har over de seneste år forsøgt at sælge screenings-produktet, og det er også lykkedes i en stribe tilfælde, men altså stort set kun som en



# First North: Løsningerne (5-7)



Manglende aktuel information om selskabets udvikling og svag kontrol:

- FN- selskaber skal leve op til samme oplysningsforpl. ved kursfølsom viden
- Selskabets ledelse skal trænes i reglerne/ øgede krav til børskompetencer
- Certified advisors skal tæt på selskabets ledelse for at tjekke regelopfyldelse
- Nasdaq skal reagerer hurtigere og hårdere på overtrædelser
- Gode eks: Happy Helper m mdr. opdatering

# First North: Løsningerne (8-9)



Fortegninger med for mange spekulanter, volatil børssstart:

- For mange spekulative fortegnere, der vil score hurtig gevinst= urolig/negativ børssstart
- Overvej 3-6 mdr. lockup på fortegnere
- Kun uafhængige ankerinvestorer har reel positiv signalværdi
- overvej overallokering på 2-5 mio. til at stabilisere aktien de første uger

# First North: Løsningerne (10)



Lav likviditet i FN aktier gør dem lette at manipulere

- Udmeld allerede ved IPO at man søger at få en marketmaker på til at sikre en vis likviditet
- Sørg for at der en pæn andel frie aktier, som ikke ligger fast hos store aktionærer
- Lav aftaler med 1-2 finanshuse om at udarbejde analyser, men sørg for en vis seriøsitet og dybde
- Hold investormøder, hvor analytikere og investorer kan stille spørgsmål

Hvis du efterlader dit visitkort, eller sender mig en mail vil jeg tilbyde 10% på et abonnement skriv blot "Keystone" som i emnefeltet

[kontakt@ugebrev.dk](mailto:kontakt@ugebrev.dk)