



KAPITALFONDES RESTAURANT-KÆDER SER UD TIL AT GÅ GLIP AF REBOUND

Kæder som Sticks 'n Sushi og Joe & the Juice har været hårdt ramt af coronaen, men det har længe været en teori, at de til gengæld snart kunne sætte sig på attraktive lokaler, når individuelt ejede restauranter går konkurs. Men disse ser ud til at være overraskende solide, og udlejerne lægger heller ikke an til at sænke huslejer. Læs temaet om kapitalfondenes porteføljeselskaber.

RITZAU SCANPIX / ANNE BÆK / STF

EUROPÆISKE FINANSTILSYN STRAMMER OP MOD GREENWASHING

Både de hollandske og de britiske finansielle myndigheder kræver flere informationer fra grønne fonde, der i nogle tilfælde reelt ikke er mere grønne end generelle aktieindeks. De tyske myndigheder er gået skridtet videre og stiller krav, der er mere vidtgående end EU-reglerne. Det lægger pres på det danske finanstilsyn.

NYHEDSANALYSER

- 03** Når medierne lader sig lokke
- 04** Finanstilsynet magtesløse over for finansbossers private spekulation
- 05** Ejendomsmæglerkæder frygter kollaps af forsikringsselskab
- 06** SpeedRecruiters for tidligt ude, men oplagt potentiale
- 10** First North status: Spenn ligner en dødssejler, SameSystem en succes

TEMA: TOP 100 PORTEFØLJESELSKABER

- 11** Myndighedsopgør med greenwashing i investeringsfonde
- 12** Kun 5 af 100 kapitalfond-selskaber gav EBITDA-minus i kriseår
- 14** Kapitalfond kan skabe guld på leverandør til netværksoperatører
- 15** Lang vej til exit for kriseramte restaurations-kæder
- 16** Nogle producenter af livsstilprodukter hårdt ramt af pandemien

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 17** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 18** Aktuelle faglige nyhedsbreve og Insights fra toprådgivere
- 19** Rente- og valuta-grafikker



JESPER BERG, DIREKTØR, FINANSTILSYNET

Finanstilsynet og Jesper Berg sidder problem med inhabilitet overhørig: Chefer i den finansielle sektor er begrænset i deres private investeringer i børsnoterede aktier – men ikke i unoterede aktier, hvor der ellers også er risiko for f.eks. insiderviden. Sådan er nu engang loven, lyder det fra Finanstilsynet... **Side 04**

Home og Nybolig vil ikke længere henvise kunder til Frida og Domus: De to førende ejendomsmæglerkæder vil ikke risikere at sende kunderne i armene på konkurstruede udbydere af ejerskifteforsikringer. Forsikringsselskaber venter derimod til de får en direkte ordre fra Finanstilsynet... **Side 05**

IPO Rating: SpeedRecruiters skulle have ventet en omgang med at gå på First North: Digitale hjælpemidler til rekruttering er et vækstmarked. Men endnu er det svært at se, om SpeedRecruiters virkelig har fat i det. Dermed er der stor usikkerhed for dem, der køber aktier ved IPO'en.... **Side 06**

SameSystem ligner en succes, men har meget at lære om informationskvalitet: Selskabet har tilsyneladende succes med at sælge digitale interaktive kort. Men man kan ikke sige det med sikkerhed, da oplysningerne i regnskaberne er summariske og til dels inkonsistente... **Side 10**



NÅR MEDIERNE LADER SIG LOKKE

MEDIEANMELDELSE

Medierne lever af nyheder. En nyhed er som bekendt noget, de færreste har hørt om før. At naboen endnu ikke har hørt, at der har gået folk rundt på månen, gør det ikke til en nyhed.

Mange virksomheder udsender derfor også gerne pressemeddelelser, når de mener, at de har noget nyt at berette, som mange mennesker vil finde interessant. Mediernes skraldespande bugner af disse pressemeddelelser. Enten er nyheden for smal, timingen er forkert eller der er ikke plads i den behårede konkurrence om avisens sparsomme spalter.

Intet af ovenstående gælder dog for Finanstilsynet.

I den forgangne uge fandt tilsynet det betimeligt at udsende en pressemeddelelse med en advarsel mod kryptovalutaer. Selv tilsynet var helt med på, at dette ikke var en nyhed, idet "de gerne ville følge op på tidligere advarsler."

Alligevel fandt denne pressemeddelelse næsten ubeskåret vej til spalterne i mange danske medier.

Og hvorfor nu det? Jo, de smarte folk i i tilsynets presseafdeling havde fundet på en god overskrift: Kryptovaluta er Det Vilde Vesten" og det er jo altid underholdende, når en knastør offentlige myndighed bruger den slags udtryk. Åbenbart skal der ikke mere til, før den kostbare plads i mediernes spalter bliver fyldt med noget, der absolut ikke er en nyhed.

Er kampen om pladsen i spalterne behård, så er kampen om at komme på forsiden nådesløs. Engang var der plads til seks-syv historier på en forside, i dag er det ikke unormalt at se en historie fylde hele forsiden.

Og så skulle man tro, at det var de vigtigste af de vigtigste historier der fandt vej til forsiden.

Her på redaktionen ser vi også frem til at se den nye James Bond-film i biograferne. Men derfor behøver Berlingske jo ikke at bruge halvdelen af sin kostbare forside på at promovere og dermed gøre reklame for en enkelt udenlandsk spillefilm. Det er den slags omtale, danske filmproducenter eller danske virksomheder i det hele taget kun tør drømme om. Alligevel valgte Berlingske at lade denne opmærksomhed tilgå en enkelt udenlandske spillefilm.

Information fulgte ganske godt trop, om end dog ikke på forsiden men ved at bruge to kostbare sider inde i avisen. Og det på trods af, at avisen har proklameret, at den i en måned boykotter amerikansk kultur. Og derfor gør avisen også lige "for en god ordens skyld" opmærksom på, at filmen er ejet af et produktionsselskab med base i Storbritannien.

I sådan en verden er det godt, at der på Børsen sidder tre journalister, der ikke lader sig lokke.

De holder stædigt fast i den komplicerede sag om svinde med danske udbytteskat. Men til deres store ros skal siges, at jo flere lag, det lykkes dem at skrælle af denne historier, jo mindre kompliceret får de historien til at fremstå, og til gengæld begynder de mennesker og personer, der har stået bag svindlen og orkestreret hele svindlen, at få ansigter og træde tydeligere frem.

Og så viser det sig, at man bare skal gå hen på 40 West 57th Street et stenkast Central Park i New York og banke på døren, så er det en af bagmændene, der åbner døren.

Men Børsen skal nu ikke frikendes helt for også at lade sig lokke. Ugens måske nok mest bemærkelsesværdige overskrift blandt alle danske medier var nemlig at finde i Børsen i denne uge: Dansk app skal redde USA's demokrati.

Det må siges at være noget af en bedrift, hvis nogen overhovedet kan redde det amerikanske demokrati. Og så ved hjælp af en app. Og så – af alle high tech firmaer i denne verden, inklusive dem fra Silicon Valley – et dansk firma.

Nu ligger det denne redaktion fjernt at mobbe folk og virksomheder med tårnhøje ambitioner. Men det havde klædt Børsen at stille sig en anelse mere skeptisk an i stedet for at lade sig lokke med på et nærmest umuligt projekt – mindre kan jo stadig godt gøre det.

Men heldigvis er der stadig nogle, der kan gøre sig fortjent til masser af spalteplass alene på grund af deres præstationer og ikke på grund af mere eller mindre luftige ambitioner eller glamourøse indpakning.

Engang stjal daværende direktør for Lego Jørgen Vig Knudstorp al opmærksomhed, fordi han spontant brød ud i sang på et pressemøde. Anledningen var et kanonregnskab fra Lego.

Nu har de gjort det igen, men nu er Jørgen Vig ikke længere direktør for Lego, men med i Lego Grand Group. En gang imellem kan man godt savne topchefer med hans personlighed og smittende humør.

Men Lego klarer sig fantastisk uden Jørgen Vig Knudstorp i chefstolen – og når man som journalist får præsenteret den slags regnskaber, så står spalterne nærmest vidåbne. Og her er der ikke megen forskel at spore på de forskellige medier. Alle lader sig lokke af den samme fremragende historie. Heldigvis.

Henrik Denta

FINANSTILSYNET MAGTESLØSE OVER FOR FINANSBOSSERS PRIVATE SPEKULATION

Mindst tre sæt love skal forhindre privat aktiespekulation i børsnoterede aktier hos topfolk i den finansielle sektor. Men der er slet ingen regler mod spekulation i unoterede aktier. Det betyder, at finanssektorens topfolk helt frit kan udnytte insiderviden og lave frontrunning på en fjerdedel af den danske pensionsformue. Finanstilsynet lægger ansvaret fra sig, skriver fagredaktør Carsten Vitoft i denne kommentar.

ANALYSE

Den største bevægelse i den finansielle sektor over de seneste

ti år er pensionsbranchens massive opkøb af alternative investeringer. En sund pensionsordning indeholdt før i tiden lige dele børsnoterede aktier og obligationer, men nu er en godt en fjerdedel af midlerne placeret i alternativerne.

De øverste ansvarlige i pensionssektoren har på den måde flyttet godt 1000 mia. pensionskroner over i bl.a. unoterede aktier. Men som Økonomisk Ugebrev har dokumenteret i en række artikler over de seneste uger, har de samtidig også flyttet deres egne private investeringer med.

BØRSNOTERET ELLER EJ

Groft sagt kan topfolk i dag skynde sig at købe andele i et givent unoteret selskab, som deres pensionskasse er på vej til at købe stort op i, og dermed udnytte at der kommer stor efterspørgsel på at investere i sådan et selskab. Ofte ender det endda med en børsnotering, hvor man så kan sælge sine private andele med stor personlig gevinst til følge.

Det ville være drønulovligt, hvis der var tale om et børsnoteret selskab. Det er både udnyttelse af insiderviden og frontrunning, som der er helt klar lovgivning imod, og som Finanstilsynet tager meget alvorligt. Men på unoterede selskaber er der ingen lov, der forhindrer hverken udnyttelse af insiderviden eller frontrunning.

Et eksempel på problemet er direktøren i PFA Ejendomme Michael Bruhn, der med den ene hånd styrer investeringer på 100 mia. kr. på vegne af medlemmerne i PFA, mens han samtidig jonglerer med sine private ejendomsinvesteringer på lidt over 100 mio. kr.

”Intet problem”, lyder det fra PFA: Hans private investeringer er godkendt af bestyrelsen, og der er fuld åbenhed om hans roller. Hverken Michael Bruhn selv, direktør Allan Polack eller bestyrelsesformand Peder Hasslev vil dog

lade sig interviewe om, hvordan de håndterer sådan en interessekonflikt, eller hvordan de skaber klarhed over, hvem der i givet fald erklærer Miahcel Bruhn for inhabil, hvis hans egne interesser støder sammen med PFA's på det danske ejendomsmarked.

Heller ikke hos Fundamental Invest ser man noget problem i, at Michael Voss-Jensen privat blev inviteret til at investere millioner i et selskab, måneder før det blev børsnoteret, alt imens han samtidig solgte uvildig rådgivning til investeringsforeningen Fundamental Invest, hvor han anbefalede dem at købe aktier det samme sted.

I Forbrugerrådet TÆNK lød det fra cheføkonom Morten Bruun Pedersen, at situationen i PFA var noget, som Finanstilsynet burde undersøge. Professor Carsten Tanggaard fra Aarhus Universitet kaldte sagen med Michael Voss-Jensen for en tilståelsessag, og han tilføjede, at lovgivningen på området var uden effekt.

Men det er altså værre end det, for der er tilsyneladende ingen lovgivning overhovedet, som tilsynet kan bruge, når det kommer til selskaber, der ikke er noteret på en børs. Tilsynet synes heller ikke stolte af situationen, og det har de seneste to uger ikke været muligt at få svar på spørgsmål om lovens reelle virkning.

INGEN LOVÆNDRING

Vi har eksempelvis ikke fået svar på, om det ikke er problematisk, at den slags interessekonflikter kan opstå mellem lederne i pensionssektoren og de selskaber, som de arbejder i. Om tilsynet har overvejet at søge en ændring i loven, så dette bliver reguleret. Og sidst, om ikke hele pensionssystemet og det finansielle system i øvrigt ville lide et stort tab af tillid, hvis det pludselig kom frem, at folk i sektoren tjener store penge på at udnytte dette hul i loven – eksempelvis via insiderviden og frontrunning.

”Ift. dine opfølgende spørgsmål, så bestemmer Finanstilsynet ikke, hvordan loven formuleres. Vi administrerer loven, og kommer med input til, hvordan den kan udformes, når politikerne ønsker at se på evt. ændringer,” lyder det fra pressekontoret.

Man fristes dermed til at konkludere, at tilsynet holder politikerne ansvarlige, og at det dermed måske var på tide, at politikerne skulle se på loven og give tilsynet redskaberne og ansvaret at holde øje med området.

EJENDOMSMÆGLERKÆDER FRYGTER KOLLAPS AF FORSIKRINGSSKAB

Home og Nybolig er på vej til at droppe anbefalinger af ejerskifteforsikringer i Frida og Domus Forsikring, efter at Økonomisk Ugebrev har afsløret millionkrav, som kan vælte dem begge. Andre forsikringselskaber ser anderledes på sagen og vil fortsætte samarbejdet, så længe der er tilladelse fra Finanstilsynet. Det sker endda uden nogen advarsler til kunderne, skriver fagredaktør Carsten Vitoft.

ANALYSE

To af landets største ejendomsmæglere, Home og Nybolig, tør nu ikke længere stå inde for kvaliteten af de ejerskifteforsikringer, der langes over bordet fra Frida og Domus Forsikring. Det siger de til Økonomisk Ugebrev.

Home har om nogen lært lektien fra de tidligere konkurser i bl.a. Husejernes Forsikring og Qudos Forsikring. De nylige problemer har fået kæden til at lede efter en ny partner inden for ejerskifteforsikring, og den nye partner bliver offentliggjort om få uger.

SAGSØGT FOR RÅDGIVNING

"I forbindelse med indgåelsen af et nyt samarbejde med et stort forsikringselskab har vi allerede besluttet, at Frida Forsikring ikke længere skal indgå som et alternativt tilbud til vores kunder, lyder det i en mail fra Homes presseafdeling.

Home havde et tæt samarbejde med Husejernes Forsikring, som de holdt fast i næsten helt op til konkurserne i 2016, og Home oplevede efterfølgende at blive sagsøgt for dårlig rådgivning.

I Nybolig er man langt fra tryk ved situationen i Frida og Domus, der bruges gennem et samarbejde med Codan Forsikring.

"Frida Forsikring er underleverandør til vores samarbejdspartner og forsikringsleverandør Codan. Det er klart, at vi ser meget alvorligt på situationen i Frida Forsikring. Vi går højt op i vores kunders tilfredshed, og derfor følger vi selvfølgelig situationen tæt i samarbejde med Codan. Det er dog vigtigt for os at understrege, at vores kunder fortsat kan være trygge ved deres forsikringer hos Codan," lyder det fra pressechef Alexander Falck Winther fra Nybolig.

Så presset vokser nu på, hvordan Codan vil håndtere situationen.

"Vi er bekendt med den negative opmærksomhed,

der har været omkring Frida og andre selskaber, og vi er i gang med at undersøge, hvordan vores kunder er stillet bedst i fremtiden. For selvfølgelig skal der ikke være usikkerhed omkring, om man som kunde i Codan er ordentligt dækket eller ej," lyder det fra Mads Foged, privatdirektør i Codan Danmark.

Der kan endda blive tale om et dobbelt kollaps, da der er fremsat store millionkrav mod både Frida og Domus, der har samme ejere. Kurator Boris Frederiksen vil have 110 mio. kr. fra agenturet Frida, som kun har en egenkapital på 40 mio. kr. ifølge sidste årsrapport.

I det andet tilfælde mener flere store forsikringselskaber samtidig, at de er blevet snydt af Domus Forsikring, når kunderne har været dobbeltforsikrede på tværs af to selskaber. Her kan kravet, som beskrevet i sidste udgave af Økonomisk Ugebrev løbe op i 70 mio. kr., og det har Domus ikke i fri egenkapital.

FORLADER SIG PÅ TILSYNET

Alligevel fortsætter stort set hele forsikringsbranchen med at sende boligkøbere direkte i favnen på Frida og Domus, viser et rundspørge foretaget af Økonomisk Ugebrev. "Så længe tilsynet ikke griber ind, sender vi kunderne videre til Frida og Domus," svarer alle selskaberne. Men de vil ikke svare på, om de advarer kunderne om situationen.

"Vi valgte som bekendt den bedst mulige partner, da vi fortsat har kunder, der også efterspørger en ejerskifteforsikring. Vi opdaterer ikke vores forretningsgang baseret på en verserende sag. Skulle en forsikringsudbyder gå konkurs, dækker garantifonden," lyder det fra Tryg.

Købstædernes Forsikring og Lærerstandens Brandforsikring oplyser nogenlunde det samme.

Fra Thisted forsikring siger adm. direktør Dennis René Petersen: "Vi har naturligvis et løbende blik på, hvordan det går hos vores samarbejdspartnere, herunder også Frida. Samtidig har vi tillid til, at de finansielle myndigheder reagerer med rettidig omhu, hvis der er grund til det, og det vil vi i givet fald tage til efterretning."

Dermed ser det ikke ud til, at forsikringsbranchen har lært ret meget af de tidligere konkurser på markedet. Flere af selskaberne sendte dengang kunder til de nu konkursramte selskaber, og deres reaktion var efterfølgende at [skyde skylden på Finanstilsynet](#).

SPEEDRECRUITERS FOR TIDLIGT UDE, MEN OPLAGT POTENTIALE

Rekrutteringsselskabet SpeedRecruiters får i Økonomisk Ugebrevs IPO Rating en samlet bedømmelse på minus -3,5 point, i udfaldsrummet mellem plus 20 og minus 20. Grundlæggende er det en spændende forretningsmodel med automatiseret search og selection. Men mange forhold peger i retning af, at selskabet går på børsen for tidligt, og at der ikke er nok proof of concept på forretningsmodellen. Dog kan det glohede arbejdsmarked være en fordel for selskabet.

ANALYSE

1. Børskompetencer: *Er selskabets organisation parat til at håndtere en børsnotering? (især om der er finansielle og regnskabsmæssige kompetencer i både direktion og bestyrelse).*

SpeedRecruiters er endnu en lille organisation, og selskabets ledelse består således kun af CEO Michael Lunderskov og COO/CIO Christian Raith. Selskabet står uden en CFO ved børsnoteringen, og det fremgår ikke af prospektet, hvem der varetager CFO-opgaverne i dag, eller om der foreligger en plan for at få besat rollen. Det ville have været relevant information.

Bestyrelsesformand Jesper Eigen Møller bringer nødvendige børskompetencer til bestyrelsen, idet han både er næstformand i Brøndby IF og bestyrelsesmedlem i Konsolidator, som er noteret på First North. Povl André Bang Bendz bidrager yderligere med børskompetencer i bestyrelsen i og med han også er bestyrelsesformand i Audientes. Begge har dog kun siddet i bestyrelsen i fire måneder. Bestyrelsen fremstår overordnet kapabel til rollen som børsnoteret selskab.

Point: 0,5

2. Advarselstegn i ledelsen: *Har selskabets bestyrelse og daglige ledelse de fornødne erhvervmæssige kompetencer og den fornødne erfaring, og hvad er deres forhistorie omkring eventuelle konkurser, ledelseshverv og personnetværk?*

Michael Lunderskov har siden 2012 været direktør for Speedrecruiters, som frem til 2018 har bistået kunder med rekrutteringsopgaver på konsulentbasis. Michael kommer med en blandet baggrund, hvor han både har arbejdet med marketing, været iværksætter samt filmproducent.

Et dyk ned i fortiden viser, at Michael Lunderskov har stået i spidsen for virksomhederne Interprint A/S, det vil sige Sorttech A/S samt Moviefan Scandinavia A/S. Fælles for alle er, at de er gået konkurs eller er afviklet i dag. Det er sparsomt med tilgængelig information om virksomhederne, men af årsregnskaberne fra Moviefan fremgår det, at der gennem årene har været en lang række rodede forhold.

Michael Lunderskov har selv stået i spidsen for processen med at overgå til en SaaS-baseret forretningsmodel. Spørgsmålet er, om han har de nødvendige kompetencer til at skalere en SaaS-forretning i flere lande. Til gengæld har Christian Raith en lang karriere bag sig i SimCorp og komplementerer således med vigtig viden fra Danmarks mest succesfulde SaaS-virksomhed.

I forhold til selskabets vækstplaner savnes der i ledelsesteamet en stærk salgsprofil og en stærk marketingprofil.

Point: 0

3. Finansiell robusthed: *Vil emissionen give mulighed for drift mindst et-to år frem, med den aktuelle eller forventede burn rate? Og hvad skal der til for at undgå endnu en kapitalforhøjelse inden for de næste to år?*

Speedrecruiters har opnået et overskud i størstedelen af årene siden 2012, og har pr. 30 juni en egenkapital på 5,1 mio. Dog har selskabet aktiveret udviklingsomkostninger som immaterielle anlægsaktiver for 4,5 mio. Var de i stedet udgiftsført, ville egenkapitalen stort set være forsvundet.

Omsætningen peakede i 2016 på 4,6 mio. og er sidenhen faldet år for år, og landede i sidste regnskabsår på 2,3 mio. En del af forklaringen er, at omsætningen i 2016 var ekstraordinært stor, da man landede en stor rekrutteringsaftale med Nordea, hvor Christian Raith arbejdede dengang. I 2018 blev det besluttet at omlægge til SaaS. Omsætningen falder under omstillingen, mens der til gengæld opnås en større skalerbarhed.

På datoen for prospektet kommer 71 pct. af omsætningen fra softwaresalg. Man kan dog så tvivl om, hvor god ledelsen har været til at eksekvere på vækstplanen, for allerede i årsregnskabet 2018 oplyses det, at nye in-

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

vestorer har tilført selskabet kapital for at iværksætte en ambitiøs vækstplan med ekspansion i Danmarks såvel som i nabolande.

Speedrecruiters får ved børsnoteringen tilført 25 mio. kr. i frisk kapital, som skal være med til at realisere vækstplanerne. Ledelsen forventer en omsætning på 3,7 mio. kr. i 2021 og et resultat før skat på minus 9,3 mio. kr., stigende til 21 mio. kr. i 2023, hvor resultatet før skat forventes at være minus 3 mio.kr.

Der har været mange SaaS-selskaber på First North med store vækstplaner. Speedrecruiters omsætning er endnu så lille, at det er svært at vurdere, hvordan markedet tager imod deres produkt.

Point: 1

4. Unikke kompetencer: *Hvordan beskrives selskabets unikke kompetencer i forhold til det marked, det skal operere på (både produkter, salg og generel forretningsmodel)? Lægges overdreven meget vægt på positive generelle markedsudsigter, i stedet for selskabets styrkepositioner i forhold til de nære konkurrenter?*

Speedrecruiters markedsfører i dag produkterne SpeedSelectors til større virksomheder og SpeedDigiTalent til mindre. Softwaren digitaliserer rekrutteringsprocessen og fjerner f.eks. behovet for en traditionel ansøgning, tilbyder rangering af ansøgere, automatiske svar til ansøgere og desuden one-click annoncering på flere jobplatforme. Ideen er at forenkle og forbedre rekrutteringsprocessen og at gøre den mere homogen.

I prospektet oplyses, at tidsforbruget ved ansøgningsprocessen falder fra 2 timer til 16 minutter. Kilden oplyses dog at være Speedrecruiters selv.

Der gives ingen nærmere uddybning omkring datagrundlaget.

Den eneste anden måde at få bekræftet værdiskabelsen, og hvorvidt selskabet kan slå igennem i markedet, er ved en kommerciel track record. Desværre får man ikke meget mere for pengene her, da selskabet pr. 1. august kun har 27 kunder på SpeedSelectors og 21 kunder på SpeedDigiTalent. Siden en investorpræsentation i april er der kommet 2 nye kunder til på SpeedSeletors og forsvundet 5 fra SpeedDigiTalent. Det er højst bekymrende.

I prospektet oplyses, at ARR udgjorde 775.000 kr. ved udgangen af 2020, og i 1. kvartal 2021 var steget med 36 pct. til 1.055.000 kr. Det ser derfor ud til, at der skal indhentes noget i efteråret, hvis man skal holde vækstraten. I tillæg hertil budgetterer ledelsen med hele 20 pct. churn. Det virker alarmerende, at der regnes med så stort et frafald, og at der allerede er sket et fald i løbet af sommeren. Ledelsen selv er ikke bekymret, da den mener, at nysalg vil veje op for det.

I Q4 lancerer Speedrecruiters efter planen B2C-produktet CVcert, som giver ansøgere mulighed for at få valideret deres CV. Det sker via en gennemgang af tredje-mand. Tanken er spændende og synes værdiskabende, hvis den bliver adopteret bredt. Endnu engang er der blot ikke proof of concept.

Samlet vidner disse forhold om, at det er en virksomhed, der lader sig børsnotere meget tidligt, måske for tidligt. Man kan undre sig over, at virksomheden ikke har været ude at sælge sit produkt i større omfang for at bevise casen, inden man går på børsen.

Point: -1,0

5. Konkurrencesituationen: *Hvordan er konkurrencesituationen, og er der overdreven beskrivelse af overordnede markedsmuligheder og trends, i forhold til selskabets særlige konkurrencefordele? Beskrives konkurrencesituationen grundigt, oplyses konkrete navne på de nærmeste konkurrenter, og fremhæves særlige konkurrencefordele?*

Markedet for rekruttering i Danmark opgøres til 25 mia. kr., beregnet ud fra antal individer, der skifter job årligt. Heraf udgøres 20 pct. af konsulent-service, hvormed deres direkte adresserbare marked ender på 5 mia. Denne metode er dog kritisabel, da den ikke tager højde for, at Speedrecruiters tilbyder en 100 pct. digital løsning. Der tages ikke forbehold for, hvor stor en del af markedet, der i dag er digitaliseret, og at visse brancher er langt bagefter på den digitale adoption. Det reelle marked for Speedrecruiters bør være væsentligt mindre.

I det hele taget virker beregningerne en smule for simplede, og man kunne godt ønske at se nogle anerkendte rapporter fra større analysefirmaer anvendt.

En brugbar konkurrentanalyse skal man lede langt ef-

ter i prospektet. Afsnittet dækkes af blot tre små paragrafer, der ikke bibringer væsentlig ny brugbar information. Der omtales én direkte konkurrent, Talent Tech fra Norge, men her fejles på at fortælle, hvordan Speedrecruiters vil navigere i konkurrencebilledet og vinde en andel af markedet. Talent Tech omsætter for over 70 millioner, og er allerede til stede i både Danmark og Sverige.

Point: -1,0

6. Aktiesalg med rabat? *Hvordan har selskabet finansieret sig frem til noteringen – har en investorgruppe fået store aktierabatter kort tid før noteringen, og er der lock up på aktier udstedt før emissionen?*

I foråret 2020 blev der rejst penge til en valuation på 10,7 mio. kr. og i juni 2021 blev der kørt en pre-IPO, hvor der blev rejst 2,4 mio. kr. til en valuation på 22 mio. Med en IPO-valuation på 29,8 mio. kr. svarer det til, at investorerne i pre-IPO'en er kommet ind med en rabat på ca. 35 pct. Man må som investor spørge sig selv, hvorfor der skal lukkes investorer ind få måneder før på så favorable vilkår. Er det for at vise en længere ejerliste, eller har det været for at kunne ansætte inden børsnoteringen, så organisationen fremstår større?

Alle eksisterende aktionærer er underlagt lock-up på enten 12 eller 3 måneder. Det er bekymrende, at pre-IPO investorerne har så begrænset en lockup og sidder med så stor en gevinst allerede. Som det har været tilfældet med en del af de seneste First North-noteringer, kan det lægge et kontinuerligt pres på kursen i mange måneder.

Point: -2,0

7. Størrelsen af det frie IPO-udbud af nye aktier. *Er der en rimelig balance mellem den andel af det samlede aktieudbud, der er forhåndstegnet, og den andel, der kan tegnes ved selve emissionen? Et lille frit udbud kan give skævvridning af aktiekursen umiddelbart ved emissionsstart.*

Det samlede udbud er på 25 mio. Atypisk for First North-noteringer er der ingen aktier i udbuddet, som er forhåndstegnet. At der ikke er forhåndstegninger kan undre, da det er et meget anvendt marketing-kneb til at overtale de næste investorer. Har selskabet ikke kunnet

finde nok forhåndstegnere, eller er det blot droppet på grund af udbuddets i forvejen lave størrelse?

I forbindelse med børsnoteringer sælger to af de oprindelige stiftere, heriblandt CEO Michael Lunderskov, ud af egen aktiebeholdning. Dog kun svarende til 5 pct., men alligevel ikke det bedste signal at sende sine nye investorer.

Point: 0

8. Vurdering af certified advisor: *Hvordan har selskabets certified advisor håndteret tidligere First North-noteringer, dels omkring oplysningskvalitet i forbindelse med selve IPO'en, dels den løbende informationsopdatering, og dels selskabets værdiansættelse i forbindelse med emissionen?*

Certified Advisor på noteringen er Kapital Partner, som har ført en del selskaber på First North med en blandet track record. I top ligger Konsolidator og Audientes med over 100 pct. afkast. I den anden ende ligger Hypefactors, Green Mobility, Mdundo og Nexcom med lavere til negative afkast. Green Mobility, Konsolidator og Nexcom har sidenhen skiftet Certified Advisor, så noget kan tyde på, at Kapital Partner ikke er god til at holde relationerne særlig længe.

Mere bemærkelsesværdigt er det, at flere af selskaberne halter håbløst langt efter de vækstplaner, der var udstukket i det oprindelige børsprospekt. Konsolidator er f.eks. længder efter målene, hvor omsætningen i 2020 landede på 7,5 mio. kr., mod guidance i prospektet på 23 mio. kr. Noget kunne tyde på, at Kapital Partner tegner et for positivt billede af selskaberne i prospekterne.

Point: 0,0

9. Problematisk aftaler, herunder interessekonflikter og ubalancerede incitamentsordninger for ledelsen: *Er der indgået aftaler mellem aktionærer, ledelse og aktionærer eller eksterne tredjeparter, som virker mærkelige og som sår tvivl om ledelsens eller aktionærernes motiver til at fremme egne privatøkonomiske interesser – på bekostning af de nye aktionærer? Har der været transaktioner mellem selskabet og nærtstående parter, som kan så tvivl om, hvorvidt armlængdeprincippet er efterlevet?*

Selskabet anvender Hansen & Ersbøl Agenda ApS som kommunikationsbureau, hvor bestyrelsesmedlem Char-

lotte Ersbøl er partner. Det skaber en interessekonflikt. Dog er tilbuddet indhentet på markedsvilkår.

Mere besynderligt er det, at Speedrecruiters 12. marts 2021 har indgået en aftale med Bizziac, ejet af bestyrelsesmedlem Povl André Bendz, om at vejlede selskabet ved en børsnotering. Aftalen er bundet op på en eksklusivtetsaftale, der løber seks måneder efter aftalens opsigelse. Bizziac er berettiget til et honorar svarende til 2 pct. af kapitalen tilført selskabet frem til og med optagelsen til handel på børsen. Opsiges aftalen inden en børsnotering, er Bizziac endvidere berettiget til 2 pct. af kapitalen tilført gennem børsnoteringen. Der gives i prospektet ingen forklaring på, hvorfor denne aftale er indgået, når man har en certified advisor. Det ligner en skjult ekstra aflønning af et bestyrelsesmedlem.

Point: -1,0

10. Værdiansættelsen ved IPO'en: *Hvordan er selskabet værdiansat pre IPO? Er værdiansættelsesmetoden grundigt beskrevet. Er forudsætningerne bag værdiansættelsen belyst, herunder forventet lønsomhed og omsætningsudvikling i de første to-tre år? Er der henvisning til eventuelle peer group-selskaber og værdiansættelserne på dem.*

Værdien er fastsat på basis af andre globale og skandinaviske børsnoterede selskaber med en SaaS-baseret forretningsmodel. Her illustreres, hvordan SaaS-selskaber generelt er prissat højere, og hvordan Kapital Partners model prisfastsætter Speedrecruiters til 40 mio. kr., men herefter tillægges en 25 pct. rabat. Redegørelsen er blotet for tal og beregninger, og rabatten ligner et åbenlyst marketingtrick.

Point: 0,0

MWL

PRØV ØU INVESTOR

Det kan blive din bedste investering.

Du får:

- E-magasinerne ØU Life Science og ØU Formue
- Fuld adgang til alle artikler på ugebrev.dk
- Adgang til Life Science og Formue portefølje
- Aktietips tilsendt direkte på SMS og mail

BESTIL HER

ØU Økonomisk Ugebrev

FIRST NORTH STATUS: SPENN LIGNER EN DØDSSEJLER, SAMESYSTEM EN SUCCES

I den fortsatte gennemgang af de seneste regnskaber fra de nnyoterede selskaber er vi kommet til Spenn Technology, SameSystem og Aquaporin. SameSystem har potentialet til at blive en af de store First North-succeser. Men først skal ledelsen lære at informere ordentligt. Spenn Technology er fortsat suspenderet fra børsen. Aquaporin skal have fart på i årets sidste kvartal, hvis en nedjustering skal undgås.

ANALYSE

Spenn Technology (tidl. Netposten) har cash til et halvt

år, måske: Norsk-baserede Spenn Technology, der har overtaget børsskallen fra det tidligere kuldsejlede NPInvestor, kom ud af første halvår med et resultat på minus 37 mio. kr. Efter en kapitaltilførsel på 69 mio. kr. er der ved halvåret 31 mio. kr. tilbage i kassen, viser [regnskabet](#). Spenn har en rigtigt godt formål, nemlig at sikre millioner af fattige afrikanere adgang til en gratis bankkonto. Men det er meget vanskeligt at se, hvordan selskabet nogensinde skal få lønsomhed i forretningen, der er baseret på, at de tilkoblede banker betaler for at være med.

Halvårets indtægt var 536.000 kr. hvoraf 314.000 kr. kom fra det gamle Netposten. Ledelsen skriver, at selskabet har likviditet til at fortsætte driften ind i 2022. Faktum er, at med samme cash burn som i første halvår, er kassen tom hen mod nytår. Ledelsen skriver ikke, om der er planlagt en kapitalforhøjelse, eller om der er friske penge på vej. Spenn er fortsat langtidssuspenderet fra First North.

SameSystem er et af de First North-selskaber, hvor man aner en kæmpe succes forude, men oplysningskvaliteten er elendig. Problemet er, at selskabet i den aflagte Q3-orientering giver så få summariske og inkonsistente oplysninger, at man alligevel efterlades lidt i tvivl. Selskabet, der sælger digitale interaktive kort til alt fra hoteller til butikcentre, oplyser i [Q3-opdateringen](#), at der nu er 776 kunder i butikken, efter tilgang af 77 nye kunder i det seneste kvartal. Det passer dog ikke helt med, at der i halvårsregnskabet blev oplyst, at der var 723 kunder, svarende til en tilgang i Q3 af nye kunder på 43 – og altså en del mindre end det oplyste.

Men der er sikkert en god forklaring på inkonsistensen. Problemet er mere, at oplysningskvaliteten i Q3-op-

dateringen er ringe: Den forklarer kun om udviklingen i ARR, altså *annual recurring revenue*, der er lidt hokus pokus for de traditionelle regnskabslæsere. Vi vil gerne have et omsætningstal og et EBITDA, altså driftsresultat før afskrivninger, samt en pengestrøm. Der oplyses ikke noget om, hvor mange penge, der er tilbage i kassen, og hvad årsforventningen er for omsætning og EBITDA. Så hvis SameSystem er den succes, vi tror, burde det ikke være vanskeligt for ledelsen at give lidt bedre oplysninger.

Aquaporin leverer enten salgsgennembrud eller en nedjustering dette efterår: Aquaporin, som er relativ ny på børsen og ikke et First North-selskab, kom ud med et

Q2-resultat på minus 19 mio. kr. i EBITD, efter en omsætning på 636.000 kr. i andet kvartal og 2,2 mio. kr. i årets første kvartal. Selskabet fik 250 mio. kr. i kassen ved emissionen, som kostede 36 mio. kr. at gennemføre. På grund af salg af warrants og en forbedret arbejdskapital på samlet 63 mio. kr. var der ved udgangen af halvåret 229 mio. kr. i kassen, viser [regnskabet](#).

Kortfristet gæld på 75 mio. kr. er dog ikke nærmere forklaret, og fratrækkes dette beløb, vil der alt andet lige være 154 mio. kr. tilbage. Med det aktuelle cash burn svarer det til, at der er likviditet nok til udgangen af næste år. Det skulle dog være en worst case, da selskabet fastholder årsforventningen om en omsætning på 15-20 mio. kr. i år.

Med andre ord skal salget boome fra nu af, og her ved afslutningen af tredje kvartal er der ikke meldt om nye ordrer. Kun én enkelt ordre på ca. 5 mio. kr. til en tyrkisk grossist er udmeldt i juli. Men der er et stykke vej endnu. Aquaporin blev børsført til en markedsværdi på 1,6 mia. kr. på grund af de velkendte enorme perspektiver inden for rensning af vand til husholdninger til erhvervslivet. Økonomisk Ugebrev har tidligere påpeget, at IPO-værdien antageligt var tæt på at være dobbelt så høj, som den burde være. Vi bemærker dog, at Morgan Stanley på det seneste har købt godt op i aktien, der har fået et pæn løft.

MWL

MYNDIGHEDSOPGØR MED GREENWASHING I INVESTERINGSFONDE

Efter lanceringen af mange nye grønne fonde har flere finanstillsyn i Europa set tegn på "greenwashing". De hollandske og engelske finanstillsyn vil have mere klar investorinformation fra investeringsfondene. Det tyske finanstillsyn er gået et skridt videre og indfører mindstekrav, som er endnu strammere end EU-kravene. Det lægger et pres på det danske finans tilsyn for et lignende initiativ, skriver Henrik Frydenborg Hansen fra indeksinvest.dk.

TEMA

Flere europæiske finanstillsyn har nu reageret på den stigende risiko for greenwashing i de nye lyse- og mørkegrønne fonde. Den endelige definition af EU's bæredygtige kategorisering er udkudt til juli 2022, og indtil da anses risikoen for greenwashing for særligt stor. Det har flere finanstillsyn i Europa nu reageret på.

Det tyske finanstillsyn, BaFin, er sammen med amerikanske SEC ved at undersøge konkrete anklager om greenwashing hos den store tyske kapitalforvalter DWS. Anklagerne kommer fra en nu fyret "Head of Sustainability" i DWS, som hævder, at DWS i årsrapporten for 2020 har overdrevet andelen i investeringsfondene, som inddrager ESG-kriterier i investeringsprocessen. DWS har afvist alle anklagerne, men investorerne ser med stor alvor på sagen, og aktierne i DWS faldt hele 14 pct., efter at nyheden slap ud.

TYSKE MINDSTEKRAV

BaFin går endnu videre og indfører nu mindstekrav til fonde, som markedsføres med ESG, miljø eller bæredygtighed. Disse fonde skal fremover enten følge bæredygtige indeks, have en best in class-strategi eller have mindst 75 pct. af porteføljen i aktiver, som er klassificeret som bæredygtige i henhold til EU's disclosure- og taxonomy-forordninger.

Her er der i dag ingen specifikke mindstekrav til bæredygtige andele i porteføljen, så Tyskland strammer kravene i forhold til de øvrige EU-lande. De tyske kapitalforvaltere er ikke begejstrede og ser en risiko for, at flere nye grønne investeringsfonde vil blive registreret i Luxembourg for at undgå de skrappe tyske krav.

Det betyder også, at eksempelvis nogle af de danske art. 8-fonde, såkaldte lysegrønne fonde, lovligt vil kunne markedsføres som bæredygtige i Danmark, mens en tysk

fond med samme investeringsstrategi ikke vil kunne markedsføres som bæredygtig.

Tiltagene fra flere finanstillsyn kommer samtidig med, at flere analyserapporter sår tvivl om bæredygtigheden i mange europæiske investeringsfonde. Morningstar har i en rapport i juli vist, at mange lyse- og mørkegrønne fonde har relativt høje investeringer i selskaber med aktiviteter i fossil energi.

Det hollandske finanstillsyn (*Autoriteit Financiële Markten, AFM*) har i juni offentliggjort et positionsnotat med tilsynets strategi for tilsyn med det bæredygtige område. Som en del af strategien har AFM undersøgt prospekterne i 540 "bæredygtige" fonde og har fundet flere vage beskrivelser af bæredygtige risici og deres potentielle indflydelse på afkastet.

AFM har ligeledes fundet eksempler på upræcise beskrivelser af de bæredygtige strategier og anvendte ESG-kriterier. Overordnet vurderer AFM, at bæredygtighed fortolkes bredt, og at der er "room for improvement", og AFM udelukker ifølge *netherlandsnewsline.com* ikke advarsler og bøder i fremtiden.

UPRÆCISE BESKRIVELSER

Det engelske finanstillsyn (FCA) har i juli udsendt en vejledning om bæredygtige principper for fonde, som markedsføres som bæredygtige eller med ESG-principper. Det sker efter, at FCA ligesom de hollandske kolleger har konstateret mange upræcise beskrivelser. FCA forventer f.eks. også, at fonde, som har en politik om at bidrage aktivt til net-zero CO2-udvikling, også investerer i selskaber, som teknologisk kan bidrage hertil, og ikke kun i selskaber med aktuel lav CO2-udvikling. Den engelske vejledning indeholder retningslinjer for både produktindhold, information til investorerne samt kapitalforvalternes anvendelse af ressourcer.

InfluenceMap har også i august vist, at porteføljerne i mange bæredygtige investeringsfonde, herunder flere danske, ikke er Paris-aligned. Selv blandt de 130 fonde, som markedsføres med klima-venlige investeringsstrategier, har 55 pct. en negativ "Paris alignment score". InfluenceMap finder også selskaber med sort energi i de klima-venlige fonde, bl.a. TotalEnergies, Enbridge, Chevron og ExxonMobil.

Analysen viser også, at en stor del af indeksfondene, som følger klima- og ESG-indeks, stort set ikke er mere "Paris-aligned" end fonde baseret på gængse markedsindeks.

KUN 5 AF 100 KAPITALFOND-SELSKABER GAV EBITDA-MINUS I KRISEÅR

Tema om kapitalfondenes 100 største porteføljeselskaber: Avisoverskrifterne har i corona-året været præget af historier om nødlidende kapitalfonds-ejede selskaber. Men tallene fortæller en helt anden positiv historie: Af kapitalfondenes 100 største danske selskaber kom kun fem af dem ud med et EBITDA-minus sidste år. Chefredaktør Morten W. Langer tegner her det overordnede billede at de mest udfordrede porteføljeselskaber.

TEMA

Avisoverskrifterne var i 2020 præget af de mest oplagte nedture blandt de kapitalfondsejere selskaber, bl.a. Joe & The Juice, Lagkagehuset og Sticks'n'Sushi. Detailkæderne har været præget af butikslukninger, og de har kun i meget begrænset omfang kunnet kompensere det faldende fysiske salg med onlinesalg.

Som det fremgår af fagredaktør Carsten Stenos gennemgang af de tre cases, kom sushi-kæden faktisk ud af 2020 med et bedre EBITDA-resultat, altså driftsresultat før afskrivninger, end året før. Og resultatet blev moderate minus 2 mio. kr.

En del af selskaberne blev ramt af coronakrisen, da også en stribe andre sektorer blev sat betydeligt ned i gear. Bl.a. bilindustrien bremsede hårdt op, og det gik ud over Mountain Top, der udvikler og producerer tilbehør til den globale bilindustri inden for Pickup Truck-segmentet. Størstedelen af produkterne fremstilles på egen fabrik i Danmark. Det Axcel-ejede selskab halverede sit bruttoreultat i det skæve regnskabsår 2019/2020.

MOS MOSH

Også tøjmærket Mos Mosh er blevet mærket af coro-

nakrisen med vigende salg og bruttoresultat fra 2019 til 2020. Tilbagegangen afløste betydelig fremgang fra 2018 til 2019. Selskabet præsterede dog fortsat et EBITDA på 85 mio. kr., mod 112 mio. kr. året før. Det Findos Investor-ejede selskab skriver: "The net revenue is DKK 412.521k, which is below the expectation going into 2020. The restrictions and lockdowns around Europe caused by the COVID 19 pandemic has affected the activities notably. In this way it was not possible to grow turnover and gross profit as expected before COVID-19."

Videre skriver ledelsen: "The negative impact has however been less comprehensive for MOS MOSH than feared and we attribute this to a very close and mutual loyal relationship with our customers and the strength of our brand among the consumers. In March 2020, we took a strategic initiative to support our customers through the first COVID-19 wave by providing extended payment terms and by giving extraordinary discounts. This strategic initiative has reduced our gross margin in 2020 but equivalently improved it at our customers."

GASA

En del selskaber klarede sig også gennem krisen med nogenlunde uændret bruttoresultat, men de formåede alligevel at løfte bundlinjen betydeligt på grund af effektiviseringer med f.eks. færre ansatte eller en strømlining og/eller digitalisering af afsætningskanalerne. Et eksempel herpå er Gasa, der øgede bruttoresultatet trods vigende omsætning, hvilket kunne afspejle stigende salgspriser. Samtidig er EBITDA løftet fra 15 mio. kr. i 2019 til 35 mio. kr. i 2020.

Ledelsen skriver i regnskabet, at "Resultatet anses som

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

BUND 10- STØRSTE FALD I BRUTTORESULTAT - I MIO					
Mio. kr.		Bruttoresultat			Ændr.
Selskaber	Kapitalfond	2020	2019	2018	2018-2020
Nets	Hell. & Friedman	28.260	31.455	30.644	-2.384,1
TDC	MacQuarie	11.463	12.099	12.457	-994,0
Ziton	BwB Partners	147,2	91,5	263,1	-115,9
Eltronic	SE Blue Equity	95,7	173,9	187,9	-92,1
Helgstrand Dresg.	Waterland	64,0	147,9	153,6	-89,5
Holmris Group	Industri Udvikl.	271,2	357,2	358,9	-87,7
GeorgJensen	Investcorp	569,0	622,0	652,0	-83,0
Mount. Top Indust.	Axcel	101,0	200,0	178,0	-77,0
Lagkagehuset	Nordic Capital	378,3	485,8	451,6	-73,4
Sjöring Maskinfab.	Industri Udvikl.	90,9	124,8	136,1	-45,2

Kilde: Selskabernes årsrapporter & Aktiveejere.dk

BUND 10- STØRSTE FALD I BRUTTORESULTAT- I PCT					
Mio. kr.		Bruttoresultat			Ændr. pct.
Selskaber	Kapitalfond	2020	2019	2018	2018-2020
Helgstrand Dressg.	Waterland	64,0	147,9	153,6	-58,3
Eltronic	SE Blue Equity	95,7	173,9	187,9	-49,0
Ziton	BwB Partners	147,2	91,5	263,1	-44,1
Mount. Top Indust.	Axcel	101,0	200,0	178,0	-43,3
Sjöring Maskinfab	Industri Udvikling	90,9	124,8	136,1	-33,2
TIA Technology	EQT	86,0	104,1	124,3	-30,8
Vega Sea	Maj Invest Eq.	86,1	78,4	122,6	-29,7
Mansoft A/S	VIA Equity	89,3	114,5	120,5	-25,9
Holmris Group	Industri Udvikl.	271,2	357,2	358,9	-24,4
Hoyer	Solix Group	59,0	128,4	78,0	-24,3

Kilde: Selskabernes årsrapporter & Aktiveejere.dk

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

tilfredsstillende under hensyntagen til de ekstraordinære forhold som 2020 var præget af. Forventninger til året i seneste årsrapport var at opnå en selektiv salgsvækst og et forbedret netto resultat. Salgsvæksten har ikke kunnet opnås, men vi har set et positivt resultat af de gennemførte tiltag. Restriktioner grundet Covid-19 ramte mange af afsætningskanalerne, der blev lukket helt eller delvist ned i foråret 2020. Omsætningen faldt markant og medarbejdere blev hjemsendt. Da afsætningskanalerne åbnede april/maj, blev det meste af det tabte salg genvundet.”

BOCONCEPT

Møbelkæden BoConcept holdt nogenlunde uændret bruttoresultat fra 2019 til 2020, men øgede EBITDA til 188 mio. kr., fra 71 mio. kr. året før. Selskabet, der er ejet af den engelske kapitalfond 3i, præsterede solid fremgang i lønsomheden, på trods af butikslukninger, men godt fremmet af prisstigninger.

Ledelsen skriver, at “in the 2020/21 financial year, BoConcept A/S realised a net revenue of DKK 1,000 million (2019/20: DKK 993 million). A 1% year on year increase. However, this growth does not capture what was an impressive year from a retail sales perspective. Consumer sales across the store network grew by 24%, despite various COVID related store restrictions. A gross profit of 47% was realised (2019/20: 45%).”

Videre hedder det, at “this gain in margin was driven by a combination of mix effects, cost of goods improvements, sales price increases, higher volumes driving efficiencies through the production facilities and better stock control. EBITDA in 2020/21 was DKK 188 million (2019/20: DKK 72 million). A notable year on year improvement. The last months

of 2019/20 were heavily impacted by strong and unexpected COVID restrictions. BoConcept adjusted to the new situation, which drove material improvements in 2020/21. Margin control, cost base efficiencies and to a lesser extent, topline growth, being the main explanations for this improvement.”

Samlet har 29 porteføljeselskaber mistet mere end 20 pct. af deres EBITDA-resultat fra 2018 til 2020. Men kun 14 selskaber har set et fald i bruttoresultatet på mere end 20 pct. Flere af selskaberne har dog allerede set en negativ udvikling i bruttoresultatet fra 2018 til 2019, hvilket indikerer, at der var andre problemer i butikken allerede før coronakrisen.

ZITON

Ziton, der er en stor global serviceprovider til offshore-vindindustrien, gik markant tilbage fra 2018 til 2019, men har præsteret solid fremgang i 2020. Ledelsen skriver i regnskabet, at “Over the last three years, ZITON has been the clear market leader within dedicated O&M services for major component replacements and blade exchanges at offshore wind farms, with a total market share of 46%.”

Om effekten fra corona oplyses det, at “Market activity during Q2 2020 was influenced by the COVID-19 situation, which caused the postponement of major component replacements. Consequently, we lowered our EBITDA guidance on 27 August 2020 to EUR 15-18m. In the beginning of Q4 2020, an outbreak of COVID-19 occurred on J/U WIND SERVER operating on the WoDS blade campaign. ZITON reacted swiftly and was able to encapsulate the outbreak to four people. However, as the vessel was quarantined and subsequently had to be up-manned to be fully operational, it was out of operation for six weeks.”

BUND 10- STØRSTE FALD I EBITDA – I MIO					
Mio Kr.	Kapitalfond	2020	2019	2018	Ændr. 2018-2020
TDC	MacQuarie	6.420	6.524	6.691	-271,0
Nets	Hell. & Friedman	6.394	8.910	6.624	-229,5
Ziton	BwB Partners	100,6	51,3	227,6	-127,0
Mount. Top Indust.	Axcel	76,4	176,1	162,0	-85,6
Frontmateg	Axcel	126,5	171,9	207,2	-80,8
Helgstrand Dressg.	Waterland	63,7	107,7	137,1	-73,4
Lagkagehuset	Nordic Capital	-14,8	57,7	57,1	-72,0
Nordic Aviation Cap.	EQT	4.348	5.277	4.401	-53,3
TIA Technology	EQT	9,0	0,5	48,4	-39,3
Wrist Ship Supply	Altor	142,2	162,4	180,0	-37,8

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Aktiveejere.dk

BUND 10 - STØRSTE FALD I EBITDA – I PCT					
Mio Kr.	Kapitalfond	2020	2019	2018	Ændr. pct*
Junckers Industrier	Jysk-Fynsk Kapital	-2,00	-6,00	1,20	-266,67
Lagkagehuset	Nordic Capital	-14,8	57,7	57,1	-126,0
Sticks'n'Sushi	Maj Invest Equity	-2,2	-13,6	12,8	-116,7
Dangaard-Jensen	Industri Udvikl.	-1,0	7,7	10,1	-110,0
Sjørring Maskinfabrik	Industri Udvikl.	6,6	20,0	23,1	-71,5
Alliance+	Polaris	3,7	-1,6	13,0	-71,3
Vega Sea	Maj Invest Equity	17,0	9,5	49,7	-65,9
Hoyer	Solix Group	11,2	68,3	30,5	-63,4
Mansoft	VIA Equity	14,0	14,3	34,9	-59,8
Eltronic	SE Blue Equity	7,89	18,99	18,73	-57,86

Kilde: Selskabernes årsrapporter og Aktiveejere.dk
 Noter: *Ændring i procent er for Ebitda relativt til absolut værdi i 2018

KAPITALFOND KAN SKABE GULD PÅ LEVERANDØR TIL NETVÆRKSOPERATØRER

Icoter har femdoblet omsætningen og tredoblet driftsresultatet på tre år. Ny business-case med globalisering er let at få øje på og attraktiv for nye ejere. Her forklarer adm. direktør René Brøchner, hvad hemmeligheden er bag Icoteras lukrative forretningsmodel.

TEMA

Kapitalfonden Maj Invest fik fingrene i en sand pengemaskine, da fonden for fire år siden erhvervede aktiemajoriteten i Icoter, som leverer gateway-, wifi- og softwareløsninger til fibernetværksoperatører.

Selskabet, der har hovedkontor i Brøndby og forsknings- og udviklingsafdelinger i Polen, har de seneste tre regnskabsår femdoblet sit primære driftsresultat fra 6 til 32 mio. kr. Selskabet opgiver ikke omsætningstal, men bruttofortjenesten er tredoblet fra 17 til 62 mio. kr.

ORGANISK VÆKST

Dermed ser det ud til, at adm. direktør René Brøchner og hans 100 medarbejdere har indfriet de løfter, Brøchner (tidligere TDC og YouSee) gav ejerne i en artikel i Dagbladet Børsen, da han tiltrådte som direktør i 2017. Det seneste regnskabsår sluttede med udgangen af september, men ifølge Brøchner fortsætter fremgangen. Og den er endda opnået organisk ved at øge salget og øge produktpaletten. Der er ikke skudt genvej til øget vækst ved opkøb.

Brøchner vil ikke udtale sig om selskabets exitstrategi, men det er ikke svært at få øje på en ny business-case for selskabet, som gør Icoter attraktiv for nye ejere.

Icoter opererer nemlig i dag primært i Norden, Tyskland og UK, men der er stort potentiale i Syd- og Østeuropa, og for den sags skyld i Asien og USA for selskabets produkter.

Forklaringen på den succeshistorie, som Icoter foreløbig har udviklet sig til, handler i høj grad om, at virksomheden har skabt en lukrativ niche. Icoter leverer kundetilpassede løsninger til mellemstore fiberudbydere, der gør det muligt for dem at optimere deres tilbud til slutkunderne.

Mellemstore fiberudbydere er ifølge René Brøchner fiber- og bredbåndslieferandører, som dem vi kender fra Danmark: TDC, Norlys, Fibia, Telenor og mange andre.

I dansk forstand er de store, men målt med europæisk målestok er de mindre leverandører, der mange steder i Europa konkurrerer mod de gamle teleselskaber, som

stadig dominerer markederne, selvom de ikke længere har monopol.

Adspurgt om, hvad der kendetegner den forretningsmodel, som har skabt succes, er René Brøchner ikke i tvivl.

”Vi opererer i et kraftigt voksende fibermarked. Vores niche er leverancer til mellemstore netværksoperatører og internetudbydere, hvor vi i samarbejde med kunderne tilpasser de modulopbyggede løsninger vi tilbyder, så de enkelte selskaber kan skræddersy deres eget slutprodukt til kunderne. Og vi tilbyder dem til konkurrencedygtige priser i lavere volumener end vores konkurrenter, men med mindst lige så god performance og kvalitet,” forklarer han.

UDVIKLER SELV SOFTWARE

”Samtidig har vi de senere år udvidet produktpaletten, så det bliver muligt for vores kunder at tilbyde stadig flere wifi access points i hjemmet for den netadgang, som de leverer. Desuden har vi udviklet et monitoreringssystem, der giver netværksoperatører adgang til let at diagnosticere, hvor og hvorfor der opstår fejl i netværket, så skaderne hurtigt kan udbedres.”

René Brøchner fremhæver desuden, at Icoter selv udvikler størstedelen af den software, der skal bruges. Samtidig er man tæt på hardware-leverandørerne i Asien, så der ikke opstår forsyningsproblemer.

Icoter vokser organisk i et marked, hvor massive investeringer i digital infrastruktur driver udviklingen. Den største vækstudfordring er derfor i realiteten at skaffe tilstrækkeligt med kvalificerede medarbejdere, bl.a. i Polen, hvor selskabets softwareudvikling sker. Her oplærer Icoter i høj grad selv medarbejderne, samtidig med at firmaet benytter sig af en voksende skare af polske it-konsulent-firmaer.

Desuden er det vigtigt, at væksten foregår i et tempo, der sikrer, at den voksende kundemasse til stadighed kan serviceres på et tilstrækkeligt højt niveau.

Icoteras vækstudsigt afhænger selvsagt også af, hvordan konkurrenterne agerer. På fiberløsningerne er den største konkurrent Nokia, der engang var stor i mobiltelefoner, men i dag primært leverer telekommunikationsudstyr til de store netværksudbydere.

Her konkurrerer Icoter ved at agere mere agilt i forhold til kunderne.

Carsten Steno

LANG VEJ TIL EXIT FOR KRISERAMTE RESTAURATIONS-KÆDER

Joe & the Juice og Sticks´n Sushi scorer bundplaceringer på listen over kapitalfondenes porteføljeselskaber. Modsat af, hvad man skulle tro, bliver det svært for dem at drage fordele af konsolidering i branchen efter coronaen. De mindre restauranter har nemlig klaret sig bedre end forventet, skriver fagredaktør Carsten Steno.

TEMA

Kapitalfonde har investeret milliardbeløb i udviklingen af danske restaurantkæder som Joe & the Juice og Sticks´n Sushi, men de må foreløbig kigge langt efter en exit, der retfærdiggør deres investeringer. Og overraskende nok bliver det ikke nødvendigvis muligt for disse kæder at profitere af den konsolideringsbølge, som må forventes i branchen i et post coronamiljø.

De to selskaber scorer lavt på Ugebrevets Top 100 liste over de danske kapitalfondes største porteføljeselskaber. Værst ser det ud i Joe & the Juice, hvor ejerne – den egyptiske rigmand Nassef Sawiris, den svenske kapitalfond Valedo og den amerikanske General Atlantic – har måttet indskyde i alt 550 mio. kr. i form af ny kapital og lån for at holde det store juiceimperium kørende.

I 2020 kom selskabet ud med et minus på 455 mio. kr. Med 280 restauranter i 16 lande, heraf 62 i Danmark, har corona-nedlukningerne kostet dyrt. Lige nu er ekspansionen sat i stå, og i fjor måtte kæden afværge en truende konkurs i det norske datterselskab. At overføre konceptet fra Danmark med tatoverede juicere (det kalder Joe & The Juice deres medarbejdere) og larmende musik til de 69 forretninger i USA har vist sig sværere end forventet. En direktør-ændring i dette forår efter regnskabsrod har ikke gjort situationen bedre.

SUSHI

Bedre, men dog stadig besværligt, ser det ud for det noget mindre ambitiøse Sticks´n Sushi, som har været ejet af kapitalfonden Maj Invest siden 2013, og som flere gange forgæves er blevet sat til salg. Her præsterede de i alt 21 restauranter, heraf 12 i Danmark og 9 London, et samlet minus på 20 mio. kr. i det senest offentliggjorte 19/20-regnskab. Alene i 2020 har ledelsen oplyst, at omsætningen faldt med over 100 mio. kr. I 2019 var omsætningen på 219 mio. kr.

Skal man tro Jeppe Herskind, vicedirektør i brancheorganisationen, Danske Restauranter og Cafeer, har kæder som de to nævnte ganske vidst bedre muligheder end individuelt

ejede restauranter for at komme til kræfter ovenpå krisen. I kraft af deres størrelse og organisation kan de udnytte storordriffsfordele og trække på ny kapital fra ejerne. Men den hårde opbremsning på grund af coronaen har samtidig vist, hvor store risici der er ved den kraftig ekspansion.

LEJEMÅL

Det har været en almindelig antagelse, at restaurationsbranchen både herhjemme og internationalt vil blive hårdt ramt af konkurser og dermed give større restaurationskæder mulighed for ekspansion via billige og attraktive lejemål. Men så let går det ikke.

”Kæderne står i kø for at købe, men vi har svært ved at skaffe dem de forretninger, som de ønsker. Der er ikke ret mange i restaurationsbranchen, der er gået konkurs, og selv om flere forventes at dreje nøglen om, når udskudt moms og skat forfalder til næste år, tyder meget på, at branchen er kommet bedre igennem krisen, end mange tror,” siger George Schmidt, Restaurantmægleren.dk.

STÆDIGE UDLEJERE

Det bekræfter Keld Sundemose, Dansk Ejendomscenter, der gennem 40 år har specialiseret sig i restaurationssalg. At det heller ikke er let at skaffe nye attraktive lejemål i udlandet trods krisen har Anders Kjørup, driftsdirektør i Sticks´n Sushi bekræftet. I bl.a. London holder udbydere af attraktive lejemål fast i prisen, ligesom de gør i Danmark. Her gør Jeppe Herskind opmærksom på, at de såkaldte paragraf 13-klausuler i lejekontrakterne, der giver mulighed for at justere lokalelejen efter markedet, foreløbig ikke er kommet restauratørerne til gode i form af lavere huslejer.

Globalt og lokalt slås branchen med mindsket tilstrømning som følge af corona – det sidste gælder især USA og til dels i UK, hvor begge kæder har ekspanderet. I Danmark har omsætningsfremgangen været pæn efter ophævelsen af corona-restriktionerne. Men manglende udenlandske turister, og især udbredt på mangel på kvalificeret arbejdskraft, er en stor udfordring.

”Krisen har vist, at restaurantkæder, der baserer sig på takeaway, som f. eks McDonalds, har været mindre sårbare end kæder, der først skal indarbejde takeaway i deres produktsortiment,” fremhæver Nadeem Wasi, ansvarlig for medlemshvervning i brancheorganisationen Horesta.

NOGLE PRODUCENTER AF LIVSSTILPRODUKTER HÅRDT RAMT AF PANDEMIEN

Nu ser kapitalfondene de positive og negative effekter af COVID-19 sort på hvidt i porteføljeselskabernes regnskaber. Mange producenter af livsstilsprodukter har klaret sig fint, men der er markante undtagelser. Blandt dem er Helgstrand Dressage, som sælger dressurheste, og som er hårdt ramt med nedgang i både omsætning og overskud. Ledelsen forventer omvendt et godt 2021-regnskab.

TEMA

At der er store penge at tabe, hvis man spiller på heste, må den hollandske kapitalfond Waterland erkende.

Den absolutte bundskraber i Økonomisk Ugebrevs årlige analyse af kapitalfondes investeringer er den hollandske kapitalfonds investering i Helgstrand Dressage. Virksomheden, der køber og sælger dressurheste, har oplevet en nedtur i analysen. Målt over de seneste tre år er virksomhedens bruttoresultat faldet med 58,3 pct., fra 153,6 mio. kr. i 2018 til 64 mio. kr. i 2020.

Nettoresultatet efter skat er dog stadig positivt med 13,1 mio. kr. i 2020, mod et plus på 81,7 mio. kr. året forinden.

KUNDER AFSKRÆKKES

Årsagen til nedturen er ifølge Morten Bradsted Nielsen, direktør i Helgstrand Dressage, først og fremmest COVID-19-pandemien, der har afskrækket virksomhedens kunder fra at komme til Danmark for at bese dressurheste med henblik på et muligt køb. Waterland har henvist til Morten Bradsted Nielsen i forhold til at kommentere deres investering i Helgstrand Dressage.

"Størstedelen af vores kunder er udlændinge, og lige så snart de ikke kunne komme hertil, har det fået en effekt. I bund og grund handler det om tilgængelighed, der har gjort at regnskabet endte på den måde. Lige nu står jeg i Florida, hvor corona florerer mere end derhjemme, og det påvirker folks bevægelsesmønstre voldsomt, og på den måde også virksomheder, hvor den personlige kontakt er afgørende," siger han.

Ifølge Morten Bradsted Nielsen er virksomheden også ramt af, at pandemien umuliggjorde afholdelse af de store ridestævner og andre events for heste i den prisklasse. Det

ramte efterspørgslen efter de meget specialiserede heste, som Helgstrand Dressage sælger.

"Mange af vores kunder har afventet situationen. Det er jo ikke deres første hest, som de er ude for at købe. De har udskudt købet til, at der igen var åbent for den type events."

Morten Bradsted Nielsen peger på, at det kommende årsregnskab vil vise et ganske andet resultat end det senest offentliggjorte regnskab. Ifølge det senest offentliggjorte regnskab forventede virksomhedens ledelse dog et resultat før skat i størrelsesordenen 50-80 mio. kr.

"Men jeg kan ikke sætte tal på resultaterne endnu. Det venter vi med til, det bliver offentliggjort," siger han. Morten Bradsted Nielsen fremhæver, at det næste regnskab også er mærket af corona-pandemien, men denne gang positivt. Han forventer en ketchupeffekt, da kundernes efterspørgsel ikke har ændret sig.

"Der er ikke ændret i vores kundebase eller vores set-up. Dem, vi sælger heste til, har mange penge. Og deres behov har ikke ændret sig. Når tingene igen bliver åbnet, er der mange, der får mulighed for igen at holde stævner, og så vil efterspørgslen stige voldsomt efter de gode heste. Og vores varelager er blot blevet bedre, fordi vi har forsat med at ud-danne hestene," siger han.

RØDVIN ELLER B&O

Jesper Jarlbæk, business angel og bestyrelsesmedlem i bl.a. B&O, fremhæver, at man har set, at markedet i luksussegmentet, som Helgstrand henvender sig til, generelt har nydt godt af pandemien.

"Siden marts 2020 er luksusvarer over en kam steget dramatisk. Som bestyrelsesmedlem i B&O har vi set, at i 2. kvartal 2020 på trods af at butikkerne var lukket, har man aldrig haft et større salg af de dyre produkter. Når folk ikke kan rejse, så skal de forkæles. Nogle køber god rødvin, mens andre køber dyre ting til hjemmet," siger han.

Uden at kende Helgstrand Dressages forretning peger Jesper Jarlbæk på, at generelt er markedet for dressurheste at betragte som en meget dyr hobby, hvor det er meget svært at få et overskud på driften, uanset hvor mange heste man måtte have.

Peder Bjerge

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

Finanstilsynet advarer i baste vendinger mod kryptovalutaer. De negative renter på bankindestående får danskere til at søge alternativer – herunder kryptovalutaer. Men det er bestemt ikke en god idé, mener Finanstilsynet, der har følt behov for at udsende en decideret advarsel. Overskriften i [meddelelsen](#) er, at kryptovalutaer er "det vilde vesten": "I modsætning til de fleste andre investeringsprodukter er der ingen lovgivning, som sætter grænser for, hvor komplekst, uigennemsigtigt og risikabelt en investering i kryptoaktiver må være. Beskyttelse gennem obligatoriske egnethedstests eller informationskrav får man heller ikke, når man sætter penge i kryptovaluta. "Den risiko, som fraværet af forbrugerbeskyttelse giver, må man lægge oven i den risiko, som kryptovaluta udgør som investeringsform - især for pensionsopsparingen. Værdien kan på kort sigt lynhurtigt tage en rutsjebanetur, og på langt sigt er produkter baseret på kryptoaktiver også forbundet med flere risici" siger kontorchef Ulla Brøns Petersen.

Et dødslys til Merkur Andelskasse? Finanstilsynet har ved flere tidligere lejligheder ladet skinne igennem, at man ikke så nogen selvstændig fremtid for navngivne, små pengeinstitutter. Af [en inspektionsredegørelse](#) fremgår også ringe tillid til Merkur Andelskasse, selv om man dog medgiver, at virksomheden er lykkedes med at styrke soliditeten: "Andelskassens forretningsmodel er kendetegnet ved en stor koncentration i erhvervsudlånet til særligt skoler og økologisk landbrug. Samtidig er andelskassens kunder generelt økonomisk svagere end kunderne i sammenlignelige institutter (gruppe 3). (...) Inspektionen omfattede også en gennemgang af 124 udlån. Andelskassens samlede nedskrivningsprocent var på inspektionstidspunktet meget lavere end hos gennemsnittet af de mindre pengeinstitutter (gruppe 3) og afspejlede umiddelbart ikke den svagere population af kunder.

EU forbereder revision af Solvens II-regler for pensionselskaberne. Et tidligt udkast til forslaget skal diskuteres på ECOFIN-mødet tirsdag, fremgår det af [en orientering](#) fra Finansministeriet: "Forslaget har overordnet til formål at udvikle de eksisterende regler og lave målrette-

de justeringer. Forsikrings- og pensionselskaberne skal blandt andet tilskyndes til at foretage flere langsigtede investeringer, herunder i den grønne omstilling. Reglerne skal også tage bedre højde for renteudsving, og at renterne kan være meget lave og endda negative. Selskaberne skal være robuste over for renteudsving, der påvirker værdien af selskabernes aktiver og forpligtigelser. Det skærper behovet for, at selskaberne er tilstrækkeligt polstret med kapital."

Næsten hver anden SMV'er sløser med it-sikkerhed.

Det får meget omtale, når store virksomheder bliver ramt af it-kriminalitet. Men også små virksomheder er sårbare, og [en undersøgelse fra Erhvervsstyrelsen](#) viser, at 40 pct. af SMV'er har for lav digital sikkerhed: "Én forklaring på det manglende fokus på digital sikkerhed kan være, at næsten en tredjedel af SMV'erne har oplevet udfordringer ved at anvende it-sikkerhedsløsninger".

Investeringsforeninger er meget populære hos danskere, der er ramt af negative indlånsrenter.

Ikke overraskende vælger stadig flere at investere deres frie midler. Og de traditionelle investeringsforeninger står stærkt i konkurrencen, fremgår det af [en opgørelse](#) fra Nationalbanken: "Når danskerne investerer sker det især igennem aktive eller passive investeringsforeninger. Over det seneste år har husholdningerne for hver 100 kr., de løbende har placeret i finansielle aktiver, i gennemsnit investeret 40 kr. via foreninger. Til sammenligning har de investeret 17 kr. direkte i aktier eller obligationer og netto indbetalt 16 kr. af de 100 kr. til pensionsformuen. Nettoindbetalingen til pension afspejler, at der også løbende er store udbetalinger. Danskernes brug af bankindskud sammenlignet med investeringer er faldet siden 2019, så der det seneste år blev sat 27 kr. i banken for hver 100 kr., der blev sparet op.

En del af forklaringen er den stigende udbredelse af negative indlånsrenter. En analyse fra Nationalbanken har vist, at privatkunder typisk nedbringer deres indlån og søger mod investeringer når de har udsigt til negative indlånsrenter."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
DLA Piper assists on a EUR 3,5 million investment in Danish based med-tech company focused on medical cannabis (Ny)	Kapitalmarkeder	DLA Piper	Artikel	29/09/2021
Lufthavn blev anset som medkontrahent men blev frifundet for krav om erstatning grundet forældelse efter NSAB 2015 (Ny)	Rådgivning	Njord Law Firm	Artikel	27/09/2021
Mazanti-Andersen advises Heartcore Capital as it closes USD 250 million in new funds (Ny)	Kapitalmarkeder	MAzanti-Andersen	Artikel	27/09/2021
Lyngby stadion i offentligt udbud (Ny)	Markedsføring	Horten	Artikel	27/09/2021
Nets vinder ankesag mod tidligere Nets ansat om tilbagesalg af medarbejderaktier (Ny)	Rådgivning	Plesner	Artikel	24/09/2021
Danish Agro – preventing hackers from damaging agriculture (Ny)	Strategi	Deloitte	Artikel	23/09/2021
New Regulation on Export of EU Dual-Use Products Enters into Force (Ny)	International nyheder	Moalem Weitemeyer	Artikel	23/09/2021
Tonnagebeskatning: ny praksis for finansielle nettoudgifter (Ny)	Rådgivning	Kromann Reumert	Artikel	22/09/2021
ROCKWOOL vinder særprisen Long Term Value Creation i Sustainability Awards 2021 (15.09) (Ny)	International nyheder	EY	Artikel	22/09/2021
Stærkt nyt samarbejde mellem Ritzau og verdens største vækstskaberkonkurrence: EY Entrepreneur Of The Year!	International nyheder	EY	Artikel	22-09-2021
JOE & THE JUICE – supporting a global journey locally	International nyheder	Deloitte	Artikel	20-09-2021
Millionbøde for ulovlig udveksling af priser og tilbudskampagner	Konkurrence- & Patentret	Horten	Artikel	20-09-2021
Mazanti-Andersen advises Embracer Group AB as it acquires Slippgate Ironworks ApS, 3D Realms Entertainment ApS and Ghost Ship Holding ApS	Kapitalmarkeder	Mazanti-Andersen	Artikel	18-09-2021
New Decision From The Danish Supreme Court on the Period Within Which Notice Must Be Given For Hidden Defects Upon the Tenant's Vacation of the Premises	Ejendomme	Moalem Weitemeyer	Artikel	17-09-2021
Undgå konflikter og dyre tvister: Stil krav om reviews i din IT-leverance	IT/Digital	Kromann Reumert	Artikel	15-09-2021
Global M&A Intelligence Report 2021	M&A	DLA Piper	Artikel	15-09-2021

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

MAZANTI-
ANDERSEN



KROMANN
REUMERT

PLESNER

Deloitte.

NJORD
LAW FIRM

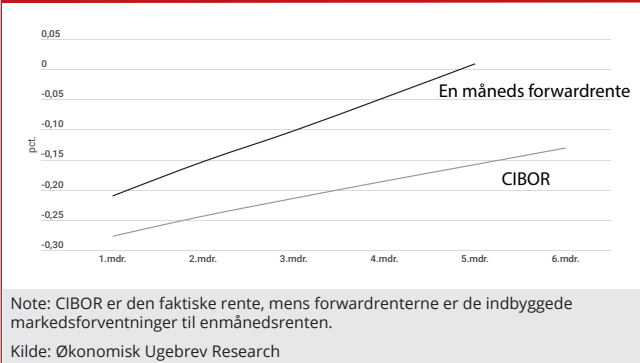


Moalem
Weitemeyer

HORTEN

RENTE- OG VALUTA-GRAFIKKER

GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER

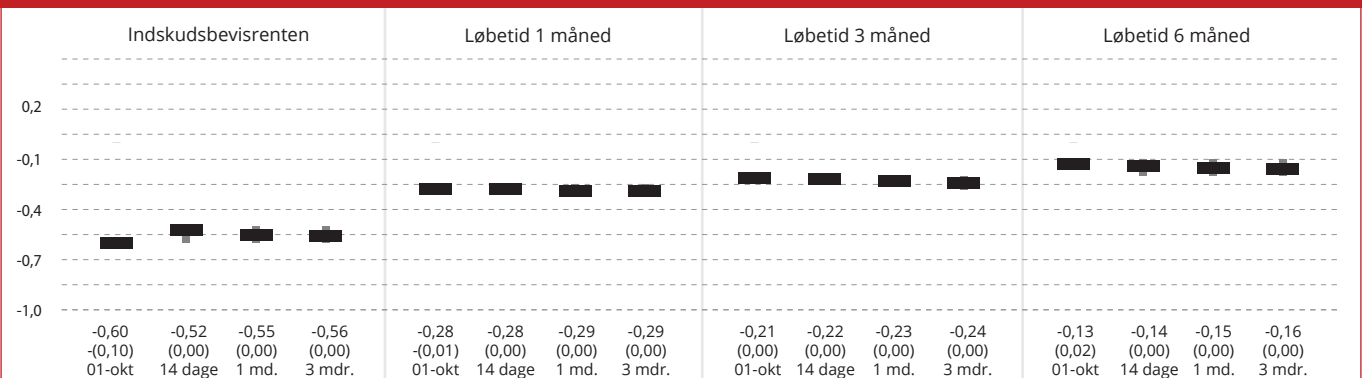


GRAFIK 3: FRA-SATSER

Rentesats i procent		
Start	3 mdr. Bid	3 mdr. Ask
Sep-21	-0,27	-0,23
Dec-21	-0,27	-0,24
mar-22	-0,25	-0,22
jun-22	-0,22	-0,18

Ud for Sep-21 3 mdr. står -0,27. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,27 pct. fra Sep. 21 til Dec. 21. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,23 pct. fra Sep. 21 til Dec. 21.
Kilde: Nykredit

GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



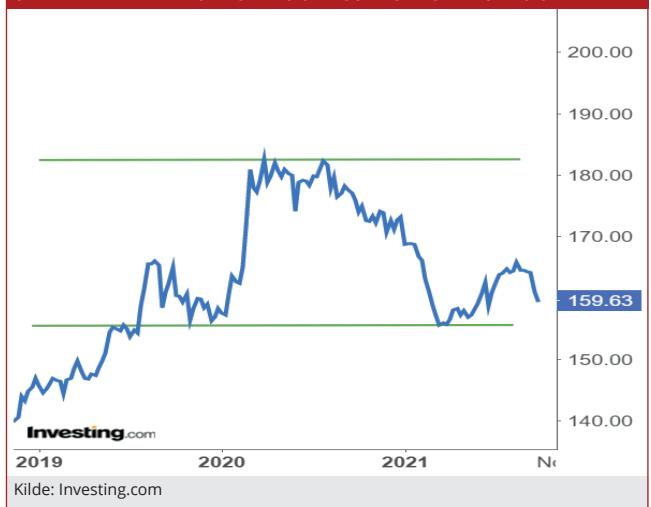
Forklaring: Förventninger til Nationalbankens Indskudsbevis-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parentesen angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

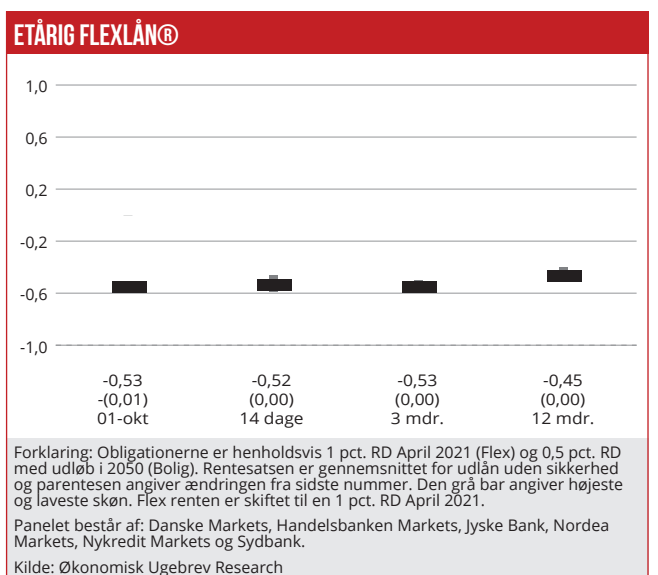
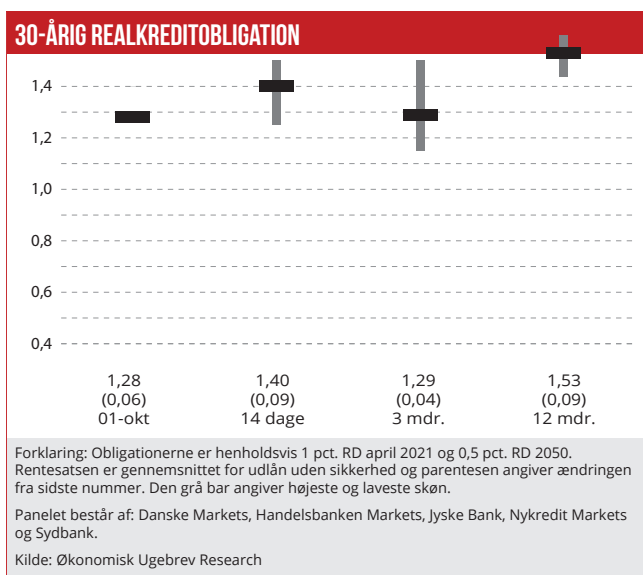
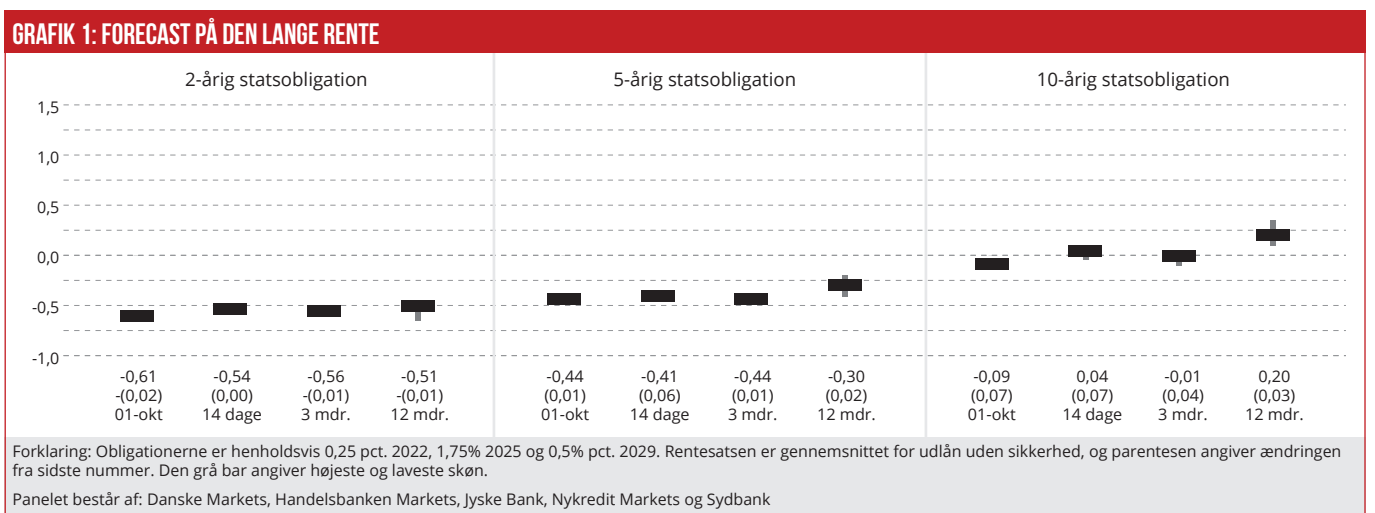
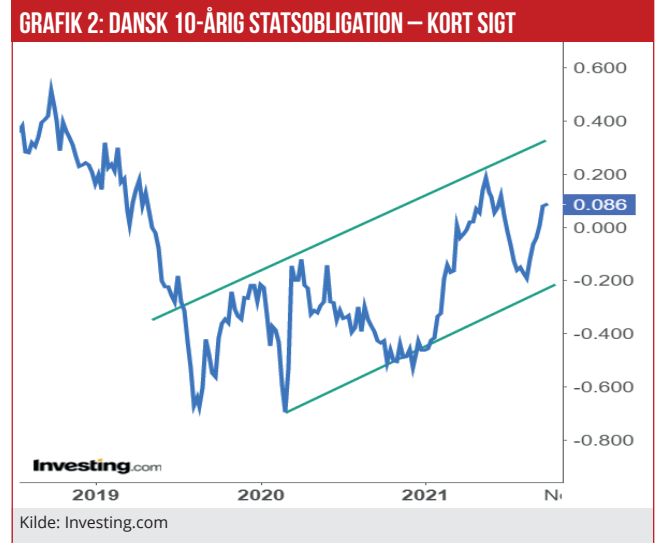
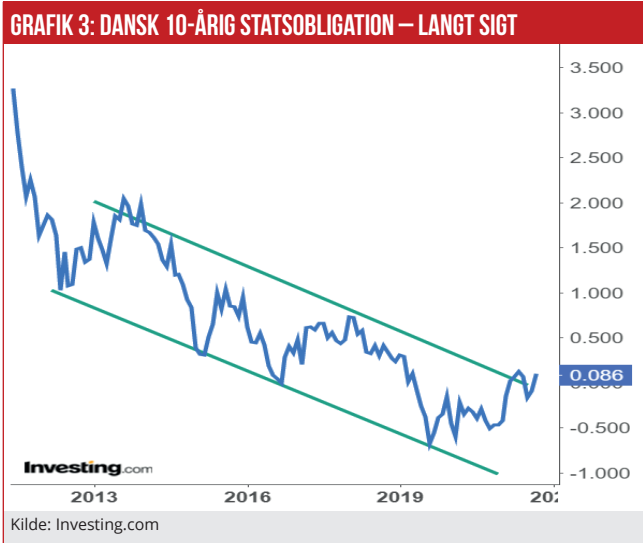
Panelet består af: Danske Markets, Handelsbanken Markets, Jyske Bank, Nykredit Markets og Sydbank

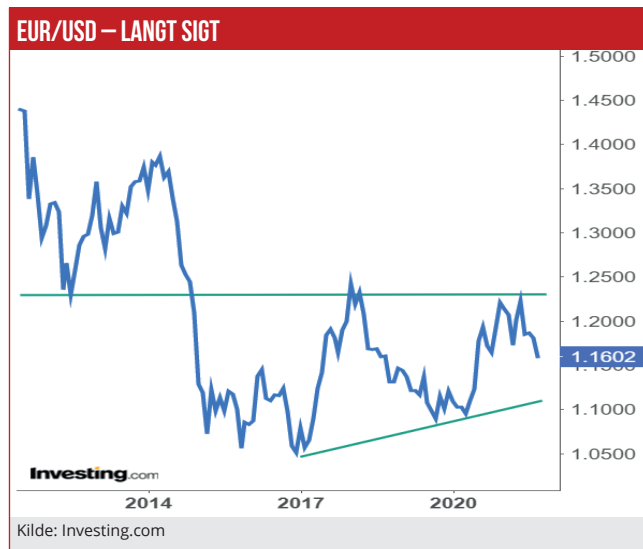
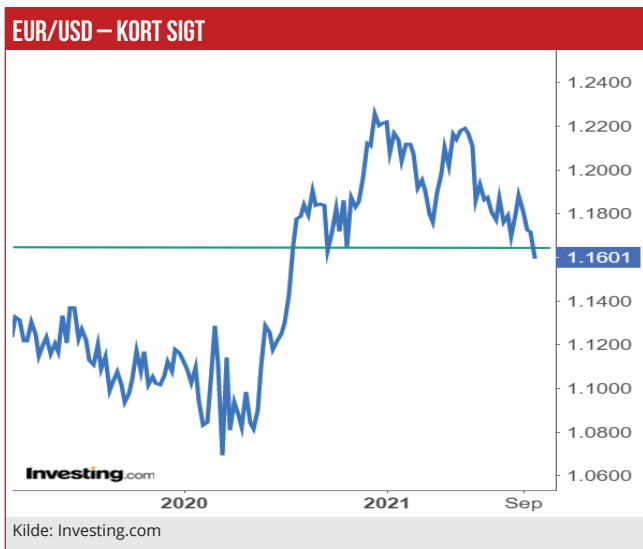
GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATS OblIGATION - LANGT SIGT



GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATS OblIGATION - KORT SIGT







FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr.
		01-10-2021	1 måned	3 måneder	6 måneder	Inkl. termin
EUR		7,44	7,44 (7,44-7,44)	7,44 (7,44-7,44)	7,44 (7,44-7,45)	7,44
GBP	!	8,66	8,72 (8,68-8,75)	8,74 (8,6-8,86)	8,71 (8,45-8,86)	8,63
SEK	!	0,73	0,73 (0,73-0,73)	0,74 (0,73-0,74)	0,74 (0,72-0,75)	0,73
NOK	!	0,74	0,73 (0,72-0,74)	0,73 (0,71-0,74)	0,73 (0,7-0,75)	0,73
CHF	!	6,88	6,85 (6,8-6,89)	6,81 (6,7-6,9)	6,81 (6,75-6,9)	6,89
PLN		1,62	1,62 (1,62-1,62)	1,64 (1,64-1,64)	1,63 (1,62-1,65)	1,62
USD	!!	6,42	6,37 (6,32-6,4)	6,34 (6,15-6,5)	6,37 (6,05-6,6)	6,40
JPY	!!	5,78	5,77 (5,7-5,84)	5,76 (5,6-5,95)	5,77 (5,5-6,06)	5,77
(X100)						
EUR/USD	!!	1,16	1,17 (1,16-1,18)	1,17 (1,14-1,21)	1,17 (1,13-1,23)	1,16

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Udråbstegnene angiver graden af usikkerhed. !!!! udtrykker største usikkerhed. Øverste kurs ved hver valuta er gennemsnittet af panelets forventninger

Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

Panelet består af:

- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Jyske Bank
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

Økonomisk Ugebrev giver overblik på udvikling i boligrenterne på to måder: For det første har vi indsamlet forecast på, hvordan banker ser udviklingen i realkreditrenterne, dels den 30 årige realkreditobligation, og dels etårige flexlån. For det andet findes der links i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#) til både korte renter og lange statsrenter. De er ofte styrende for udviklingen i realkreditrenterne.

Økonomisk Ugebrevs kalenderoversigt

I Økonomisk Ugebrevs Analyseoversigt har vi etableret en omfattende kalenderbase, som giver direkte adgang til alt fra danske økonomiske nøgletal fra Nationalbanken og Danmarks og vigtige internationale nøgletal, samt regnskaber og konsensus estimater fra analytikerne. Kalenderfunktionen kan findes på dette [link](#).

KOLOFON

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S
Forbindelsesvej 12, 2 tv.,
2100 København Ø
CVR-nr.: 31760623

Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10
Hjemmeside: www.ugebrev.dk
Email: kontakt@ugebrev.dk

Bogholderi

Linda Hardø, lh@ugebrev.dk

Abonnement

Helår 6.250 kr. eks. moms
For køb kontakt Sidsel Bøgh
sidsel@ugebrev.dk



Ansvh. chefredaktør

Morten W. Langer

Adm. direktør

Lars Bo Haber Petersen

Redaktion

Ejlif Thomasen
Peder Bjerge,
Carsten Vitoft
Sten Thorup Kristensen
Lars Abild
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Henrik Denta

Redigering og layout

Josephine Daniel

Grafik og research

Nicole Cherine de la Sencerie
El-Dessouky
Frederik Nyboe Lorenzen
Rasmus Juhl

Annoncesalg

Sidsel Bøgh, sidsel@ugebrev.dk

ISSN 1903 - 8666