

Her er børspanels dom over ny aktie: Alt for dyr, interessant produkt og frygt for ledelsesvakuum, efter 24 år gammel insiderdom sender stifter ud



Henrik Salicath tiltrådte som adm. direktør i Samesystem i april. Ledelseskiftet har givet anledning til usikkerhed hos investorer. Foto: Marie Bentzon

KASPER OHMEYER **EMIL STIG PEDERSEN** **SIMON KIRKETERP**

09. JUN 2021 KL. 07:30

DEL

Samesystem nærmer sig børsnotering. Men nylig ledelsesrokade og høj prissætning skaber usikkerhed hos børspanel

Investorer ser potentiale i forretningsmodellen i softwareselskabet Samesystem, men kalder aktien alt for dyr og frygter ledelsesvakuum og kasketforvirring i selskabet, efter Nasdaq kort før børsdebut har fremtvunget udskiftning i ledelsen. Årsagen: En 24 år gammel dom for insiderhandel til selskabets stifter.

“Forretningsmodellen ser interessant ud, men der er en række større usikkerheder. Jeg er ikke overbevist om, at det er en god investering,” udtaler Jakob Have.

Samesystem omsatte sidste år for 30 mio. kr., tjente 3 mio. kr. og bliver værdiansat til 375 mio. kr. på børsen.

“Det er fornuftigt, at de forsøger at skaffe ekstra kapital. Men jeg kunne ikke finde på at investere. Risikoen og usikkerheden er alt for stor til den pris,” siger Jens Løgstrup.

De to aktieinvestorer udgør et børspanel, som skal trykprøve aktier, der er på vej på vækstbørsen First North.

De to investorer vurderer forretningsmodel, aktiens prissætning og ledelsens kompetencer på en skala fra 1-5. Her giver de børskandidaten samlede karakterer på henholdsvis 1,67 og 2,5.

“
Vi var så langt fremme i processen, at det ville være forkert over for virksomheden at droppe det. I den situation må jeg tilsidesætte mit ego

Henrik Ritlov, stifter og afgangende adm. direktør, Samesystem

Samesystem har udviklet software, som hjælper virksomheder i bl.a. retailindustrien med at optimere vagtplaner og lønberegning.



Selskabet blev stiftet i 2008 af Henrik Ritlov. Men for to måneder siden overlod han direktørposten til Henrik Salicath, efter Nasdaq afviste, at han

[HER ER BØRSPANELS DOM OVER NY AKTIE: ALT FOR DYR, INTERESSANT PRODUKT OG FRYGT FOR LEDELSESVAKUUM...](#)

1 RELATERET ARTIKEL

beslutningen om en børsnotering blev truffet for seks måneder siden:

“Vi var så langt fremme i processen, at det ville være forkert over for virksomheden at droppe det. I den situation må jeg tilsidesætte mit ego.”

Henrik Ritlov og familie ejer 66,7 pct. af selskabet efter noteringen, og han fortsætter som konsulent i op til et år. Ledelseskiftet og mulig kasketforvirring er en usikkerhed, vurderer børspanelet. De bakkes op af porteføljemanager Niels Andersen, Bankinvest. Men han har forhåndstegnet aktier for 20 mio. kr.:

“Vi kommer til at sidde på skødet af dem for at vurdere, om det her spiller.”

FAKTA

SAMESYSTEM

- Samesystem har 731 kunder i 21 lande og forventer at være til stede i 23 lande i 2023.
- Samesystems software benyttes eksempelvis i alle Matas-butikker i Danmark, alle Normal-butikker i Danmark og i udlandet og i Ikeas butikker i Baltikum og på Island.
- Selskabets aktie udbydes til kurs 6,80 kr., og tegningsperioden slutter 11. juni, mens aktien efter planen har sin første handelsdag 21. juni.

Henrik Salicath siger:

“Jeg kan slå fast med syvtommersøm, at der ikke er grund til at frygte, hvem der reelt bestemmer. Jeg havde ikke taget jobbet, hvis ikke Henrik og jeg havde kigget hinanden dybt i øjnene og afstemt, at det er mig, der driver Samesystem videre.”

Prissætning under lup

Børspanelet er heller ikke overbeviste om, at selskabet kan levere den vækst, man stiller investorerne i udsigt:

“Der er for stor usikkerhed omkring opnåelsen af de fremtidige forventninger,” lyder det fra Jakob Have, som henviser til, at Samesystems forventer at levere en vækst i abonnementsomsætningen (arr) på 41 pct. om året de næste tre år. Det står i kontrast til at vækst i arr de seneste fem år i snit har været 11 pct.

Ifølge Henrik Salicath er der faktisk en rabat i prisen.

“Havde vi fulgt vores peergroup (konkurrenter, red.), så ville vores værdi ligge på 475-550 mio. kr. Så dette er for os at se en sikker grund at starte op på, og vi føler sikkerhed for, at den vækst, der skal underbygge det, er realistisk.”

Niels Andersen vurderer, at der ligger en realistisk guidance bag børsværdien:

“Vi forsøger at vurdere, om det er troværdigt, at de kan levere den vækst, når de kaster ekstra folk i salgsmaskinen og internationaliserer sig. Jeg vurderer, det er sandsynligt, at de kan gøre det. Det er skalerbart, og hos flere kunder er de først lige kommet i gang.”

Finansiell udvikling i Samesystem

Millioner kroner

Resultatopgørelse	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2022/23E
Omsætning	-	26	30	42*	85*
Bruttoresultat, ebitda	-	8	9	-	-
Resultat før skat	3	2	4	-	-
Balance				2021E	2023E
Egenkapital	9	9	13	-	-
Gæld	2	10	14	-	-

Samesystem har ikke offentliggjort omsætningstal eller ebitda før 2018/19

*Selskabets guidance er opgjort ud fra abonnementsomsætningen (arr)

E = estimat

Kilde: Samesystems børsprospekt og årsregnskaber

ANNONCE



Børspanelet ser det som negativt, at Samesystem har aktiveret udviklingsomkostninger for 30,5 mio. kr. i alt, når det måles op mod

[HER ER BØRSPANELS DOM OVER NY AKTIE: ALT FOR DYR, INTERESSANT PRODUKT OG FRYGT FOR LEDELSESVAKUUM...](#)

1 RELATERET ARTIKEL

FAKTA
BØRSPANEL

Det vælter ind med nye selskaber på vækstbørsen First North – men er de nye aktier en god investering eller ej? Vi giver overblikket sammen med de to erfarne investorer Jakob Have og Jens Løgstrup, der vurderer potentialet i de nye børsselskaber.

Henrik Salicath mener, at det er meget normalt for et selskab af den type:

“Regnskabsteknik er en del af det, men konkret handler det om, at vi videreudvikler på vores løsning, og vi investerer de penge, vi har til rådighed til at sørge for, vi har et konkurrencedygtigt produkt.”

Aktier til halv pris

For seks måneder siden var værdiansættelsen markant lavere. Dengang rejste Samesystem 10 mio. kr. hos Fundamental Invest og Aula Invest til kurs 2,9, hvilket er en rabat på 57 pct. i forhold til kurs 6,8, som investorer nu tegner aktier til. Hverken Aula Invest eller Fundamental Invest har lockup på aktierne. Det skaber panderynker hos Jakob Have:

“Mange cases saves midt over, fordi en række pretegnere er inde med klækkelige rabatter og risikofrit smider aktier i hovedet på førstedagen med gevinst, selvom de sælger under introduktionskurs.”

Grant Thornton er rådgiver for Samesystem i forbindelse med børsprocessen. Her oplyser partner Jesper Vestergaard, at selvom Aula Invest i prospektet fremgår i forbindelse med kapitalrejsningen sidste år, er Aula Invest ikke længere er at finde i ejerkredsen i Samesystem. De omtalte aktier er inden børsprocessen solgt videre til en anden investor.

375 mio. kr. er Samesystems værdiansættelse ved børsnoteringen

Henrik Ritlov var dengang adm. direktør. Han siger:

“Set i bakspejlet har de fået en rabat, men vi værdiansatte selv selskabet på det tidspunkt, og vi vidste ikke, hvad corona betød for vores kunders betalingsevne både på tidspunktet og i fremtiden. Vi har bevaret vores omsætning måned for måned siden, så vores frygt er gjort til skamme. Nu er værdien vurderet professionelt, og den, håber vi, er rigtig. Vi har ingen interesse i, at aktien skal falde 5-10 pct. fra start.”

“**Mange cases saves midt over, fordi en række pretegnere er inde med klækkelige rabatter og risikofrit smider aktier i hovedet på førstedagen med gevinst, selvom de sælger under introduktionskurs**”

Jakob Have, investor

Jakob Have ser det også som negativt, at Henrik Ritlov med sin familie ved børsnoteringen sælger aktier for i alt 15 mio. kr. Henrik Ritlov siger:

“Jeg går fra en ejerandel på 56 pct. til 53 pct. Hvis man ser det som at sælge ud, skal man investere i et andet selskab.”

Jakob Have hæfter sig ligeledes ved, at Samesystem op til børsnoteringen ikke har fået lavet fuldstændig revision af historiske regnskaber, så man kan lave en retvisende sammenligning af nøgletal fem år tilbage i tid. Henrik Ritlov svarer, at de historiske regnskaber har været underlagt en udvidet gennemgang, som de fleste selskaber i den størrelsesorden gør brug af.



“Vi opfylder de krav, som Nasdaq stiller. Vi havde nok helst været foruden at lave et IFRS-regnskab et år tilbage, fordi det påfører os omkostninger, og

[HER ER BØRSPANELS DOM OVER NY AKTIE: ALT FOR DYR, INTERESSANT PRODUKT OG FRYGT FOR LEDELSESVAKUUM...](#)

1 RELATERET ARTIKEL

Men børspanelet har ikke kun kritikpunkter. Begge investorer ser positivt på Samesystems forretningsmodel.

“Løsningen sikrer, at man aldrig er underbemandet i de travle timer og aldrig overbemandet i de svage timer. I detailhandlen er lønninger den helt store omkostning. Lønningerne går kun op, og det er svært at få personale. Det giver rigtig god mening,” lyder det fra Jens Løgstrup.

Henrik Salicath siger, at intet tyder på, at retailbranchen vil holde igen med investeringer, selvom butikker har været lukket under pandemien:

“Der er kommet mere onlinehandel, men de seneste tendenser viser også, at man har behov for at komme ud og se, røre og dufte. Og der er stadig over fem mio. retailselskaber på tværs af Europa og 2,3 mio. barer og cafeér og restauranter. Vi mener, der er et stort uudnyttet potentiale i Europa.”

Jakob Have

Aktieinvestor med speciale i small- og midcapaktier i aktiefonden Nordic Compound Invest, bestyrelsesmedlem i de børsnoterede selskaber Rovsing og Scandinavian Investment Group og har tidligere været finansdirektør i Skako.



Børsvurdering

Score 1-5

Definition af skala: 1 = stærkt problematisk 3 = godkendt, 5 = stærkt potentiale

Forretningsmodel

“Der er øget efterspørgsel efter industrispecifikke wfm-løsninger. Det er et konkurrencepræget marked med mange aktører. Jeg kan ikke vurdere samesystems i forhold til konkurrenterne. Men det virker til, at der ikke indgås koncernaftaler med kunderne, men mere lokale aftaler. Det reducerer skalerbarheden.”

3

Aktiens prissætning

“Børsværdi er 375 mio. kr., og salget 30 mio. kr. i seneste regnskab. Havde de ikke aktiveret udviklingsomkostninger, var resultatet negativt. Vækst har i snit været 11 pct. om året de seneste fem år. Nu vil de nå 41 pct. Jeg vil se det, før jeg tror det. Det tæller ned, at stifterfamilien sælger aktier.”

1

Ledelsen

“Ny bestyrelse og adm. direktør blot to måneder før børdebut. Stifter Henrik Ritlov udtræder af ledelsen og fortsætter i konsulentrolle i op til 12 måneder. Der er governancemæssige issues i det. Selskabet oplyser, at udtrædelsen også er motiveret af, at han i 1997 er dømt for insiderhandel.”

1

Samlet vurdering

“Det store gab mellem historisk performance og forventninger, manglende revision af historiske regnskaber, stifterfamiliens aktiesalg samt ledelsens begrænsede historik i selskabet får mig til at tvivle på investeringen. Jeg afstår fra at købe aktier.”

1,67





i snit siden 2000. Det har ført til en post som ekstern aktiestrateg hos en kapitalforvalter.



Børsvurdering

Score 1-5

Definition af skala: 1 = stærkt problematisk 3 = godkendt, 5 = stærkt potentiale

Forretningsmodel

“Forretningsidéen er spændende og forfriskende. Jeg har selv været økonomidirektør i Fredgaard og Fona og kan se relevansen i, at man sikrer den rigtige bemanning. Samtidig er der spændende kunder ombord. Jeg giver det ikke fem, da jeg på den lange bane tror, detailhandlen presses af internettet.”

4

Aktiens prissætning

“De tjener 2-3 mio. kr. om året, så i min bog er selskabet prissat meget højt. Der mangler en dokumenteret vækst, der kan forklare prissætningen. Det er et advarselssignal, at 20 pct. af pengene fra noteringen går til eksisterende aktionærer og ikke ryger i selskabets kasse.”

1,5

Ledelsen

“Jeg bryder mig grundlæggende ikke om et ledelseskifte op til en børsindgang. Det er en væsentlig usikkerhed, at den nye direktør er uprøvet i selskabet. Jeg giver det alligevel to, fordi den gamle direktør stadig er med, selvom man efterlades med uklarhed om, hvem der egentlig bestemmer.”

2

Samlet vurdering

“Jeg vurderer det til at være et selskab under middel. Spændende forretningsidé, og det er fornuftigt, at de forsøger at skaffe ekstra kapital. Men jeg kunne ikke finde på at investere. Risikoen og usikkerheden er alt for stor.”

2,5

NÆVNTE VIRKSOMHEDER: [First North](#)

DEL

GEM TIL SENERE

LÆS OGSÅ



INVESTOR

Mød Børsens nye børspanel: To investorer skal trykprøve nye aktier på rødglødende vækstbørs – her er, hvad de kigger efter



Jens Løgstrup (t.h.) og Jakob Have er Børsens nye børspanel. De skal vurdere kommende børsnoteringer på First North ud fra tre kriterier: Forretningsmodel, aktiens prissætning og ledelsens kompetencer. Foto: Andreas Vinther

