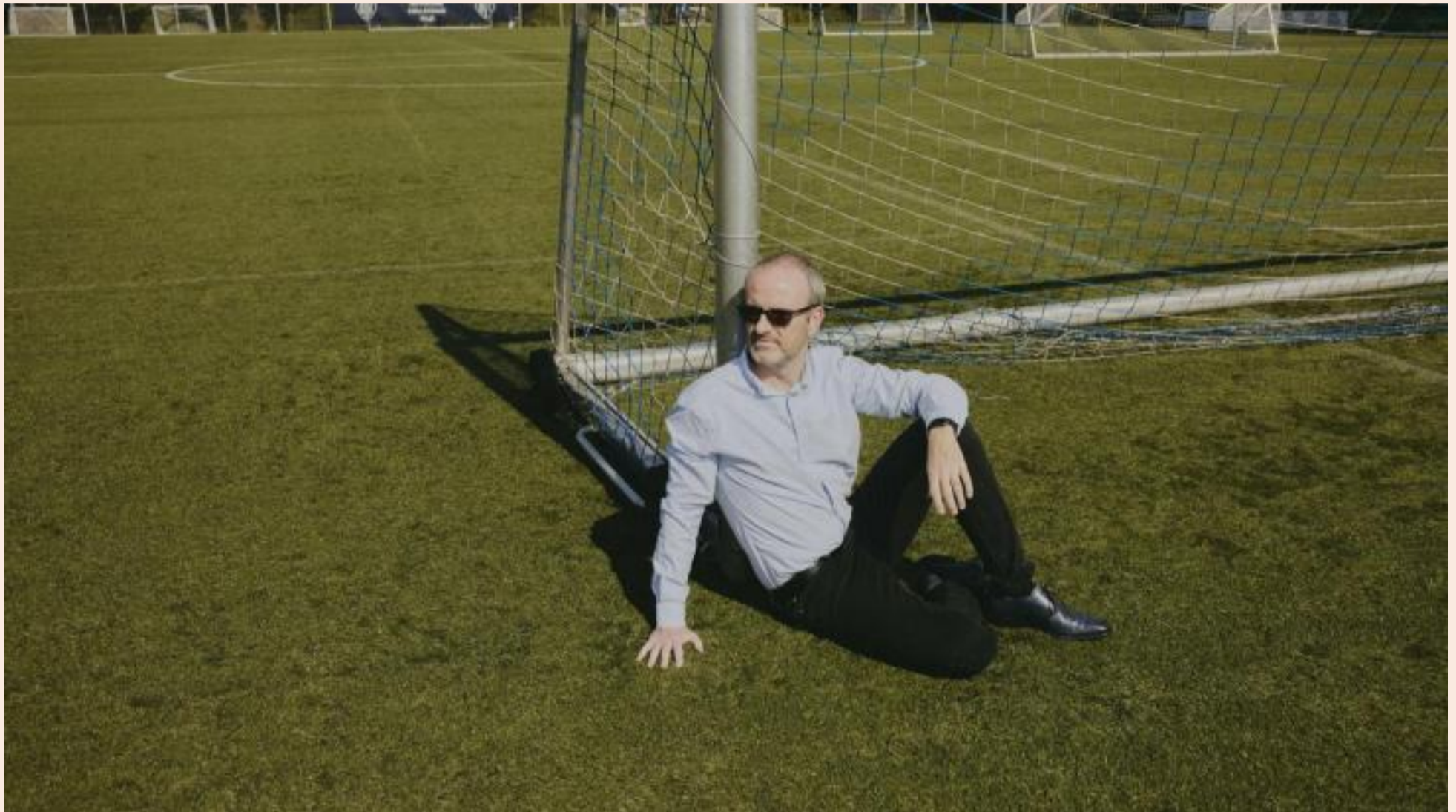


Storinvestor spår tidobling af salg på fire år hos børsbaby: Men aktiepris vækker alligevel skepsis hos panel

Re-Match styrer mod børsen med store investorer ombord. Børspanel er alligevel skeptiske. Her er for og imod aktien



Nikolaj Larsen, medstifter og adm. direktør i Re-Match, vil hente op til 260 mio. kr. til sin vækststrategi. Arkivfoto: Jonas Pryner Andersen

[EMIL STIG PEDERSEN](#) [KASPER OHMEYER](#) [SIMON KIRKETERP](#)

24. SEP 2021 KL. 07:30

DEL

Børsaktuelle Re-Match styrer mod First North med store investorer som SEB, LD Fonde og Akademikerpension i ryggen. Alligevel er to uvildige investorer skeptiske i forhold til værdiansættelsen, mens Daniel Patterson, porteføljeforvalter hos SEB, som sender 40 mio. kr. ind i børsnoteringen, ser en aktiesucces:

“Det her minder meget om Rockwool. Det er procesindustri. De løser et miljøproblem, og nu skal de bare vokse. Det springende punkt er, at vi mener, at Re-Match kan levere 20-30 pct. i afkast på den kapital, som vi kommer med. Og det vil de kunne gøre i en lang årrække, fordi markedet er kæmpestort. Vi regner med, at Re-Match har tidoblet omsætningen om fire år.”

Re-Match har specialiseret sig i genanvendelse af kunstgræsbaner og vil hente op til 260 mio. kr. til sin vækststrategi med nye markeder og nye fabrikker. Før kapitalforhøjelsen er værdiansættelsen 346,5 mio. kr. Re-Match-formand Laurits Bach Sørensen siger:

FAKTA

RE-MATCH

- Re-Match er stiftet i 2013 og genanvender kunstgræsbaner ved at adskille gummigranulat, sand og mikroplast gennem en mekanisk separation, som Re-Match har patenteret.
- Tegningskursen er 20 kr. pr. aktie. Værdiansættelsen før kapitaltilførslen er sat til 346,5 mio. kr. med input fra cornerstone-investorerne SEB, Akademikerpension og LD Fonde. Selskabet vil hente op til 260 mio. kr. Tegningsperioden løber til 29. sep. Første handelsdag er 12. okt.



"Vi skal ikke på First North og være prissætter selv. Vi har haft en professionel bank til at drive processen. De har samarbejdet med de store cornerstone-investorer fra bl.a. SEB og Akademikerpension, som via deres egen due diligence har sat deres forventninger til værdiansættelsen."

Formanden repræsenterer kapitalfonden Nordic Alpha Partners, som i marts 2019 skød 35 mio. kr. ind for 30 pct. af aktierne i Re-Match. Selskabet blev da værdiansat til 116 mio. kr. efter kapitaltilførsel. Selskabet fik i 2020 nye investorer, som kom ind til 340 mio. kr. Selskabets topfolk forklarer, at de seneste år er brugt på at finjustere værdikæden, bygge nye fabrikker og teste markedet. Nu skal selskabet hurtigt frem, så salget går fra 28,5 mio. kr. i 2020 og en negativ driftsindtjening (ebitda) på 27,6 mio. kr. til et salg i 2024 på 371,8 mio. kr. og have en positiv pengestrøm fra driften.

Resultat før skat		-44	-47
Finansiell udvikling i Re-Match		Millioner kroner	
Balance			
Egenkapital	30	-10**	-
Udviklingsomkostninger	111	144	-

*Tal for ebitda er ikke IFRS-reviderede, fremgår det af prospektet. E = estimat

**Egenkapitalen er blevet repareret – selskabet iværksatte en intern kapitalrejsning i marts som sikrede 36,3 mio. – 14,5 mio. i kapital og 21,8 mio. i konvertibel gæld som konverteres til kapital i forbindelse med børsnoteringen, skriver selskabet i prospektet.

***Fra prospekt: "Såkaldt justeret omsætning, som inkluderer den betaling, som selskabet modtager, når de tager imod en udtjent kunstgræsbane. Den reviderede omsætning anerkender kun denne betaling i regnskabet, hvis den udtjente bane er blevet processeret. Dvs. at den justerede omsætning vil være lig den revideret omsætning, når selskabet processerer lige så mange baner som de tager ind."

Kilde: Årsregnskaber og virksomhedsbeskrivelse

“

Det her minder meget om Rockwool

Daniel Patterson, porteføljeformand, SEB

"Vi har de sidste to år arbejdet intenst med at teste både vores fabrikskoncept samt alle kommercielle forudsætninger i alle de lande, vi har planlagt fabriksbyggeri, hvilket betyder, at vi med den nye kapital kan levere markant højere vækstrater. Det, vurderer vi, er strategisk bedre end at accelerere stille og roligt," siger Nikolaj Larsen, adm. direktør i Re-Match. Også Jens Løgstrup ser perspektiver:

"Der er kommet rigtig mange kunstgræsbaner, og selve det at kunne genbruge materialerne i stedet for at skulle deponere eller brænde dem af, er jo helt oplagt. Jeg tror helt bestemt, at der kan ligge en upside over tid."

Usikkerhed om EU-lov

Løgstrup udgør sammen med Jakob Have fra Nordic Compound Invest et børspanel, som i Børsen vurderer nye selskaber på First North på en skala fra 1-5 på følgende parametre: forretningspotentiale, værdiansættelse og ledelsens kompetencer. Karakteren 1 er lig med stærkt problematisk, 3 er godkendt, og 5 er lig stærkt potentiale. Forretningsmodellen godkender de to med karakterer på 3 og 3,5. Men selvom investorkredsen tæller flere institutionelle investorer og Nordic Alpha Partners, der også kommer med ny kapital, men udvander deres ejerpost til 23 pct., er de skeptiske i forhold til prisen.

"Det kan godt være, at jeg er mere skeptisk end de fleste, men jeg kan ikke lide den usikkerhed, der er om EU-lovgivningen. Hvis det var ude af verden, og jeg følte mig sikker på, at ledelsen eksekverer på deres plan, ville jeg godt investere," siger Jakob Have.



I øjeblikket diskuteres et forbud mod polymert fyld, gummigranulat, der normalt udgør ca. 30 pct. af kunstgræs, intensivt i EU. Det forventes endelig afklaret i fjerde kvartal af 2021.

371,8

mio. kr. forventer Re-Match at omsætte for i 2024

"Ideelt set havde vi haft en afklaring om et EU-forbud inden børsnoteringen. Det havde vi da også håbet på. Men selv hvis der kommer et forbud, er teknologien fuldstændig valid til 2034, for det tager tid at udfase gummi, og de nuværende baner har 8-12 års levetid," siger Nikolaj Larsen og peger på, at teknologien "relativt nemt" kan justeres til at håndtere potentielle erstatningsprodukter som f.eks. kork eller olivenkerner. Han anerkender dog, at prisen på salget af gummi kan blive mindre i EU.

"Det ødelægger ikke forretningsmodellen eller konkurrencesituation. Hvis der kommer et forbud, har vi 14 år til at finde ud af, hvordan vi så helt konkret tackler det."

Laurits Bach Sørensen siger: "Det er klart et risikoparameter, men i Nordic Alpha Partners har vi ikke én investering, der er lige så forudsigelig i forretningsmodellen som her. Selv med et forbud kender du markedet de næste ti år. Vi kan jo ikke sidde og vente på et evt. forbud. Sådan fungerer det ikke hos os. Tværtimod tror vi, at det er mere sandsynligt, at selskabet står stærkere i morgen pga. trenden mod øget værdi i *recycled* produkter."

Jens Løgstrup siger om Re-Match som aktieinvestering:

"Man kommer et stykke over 500 mio. kr. i markedsværdi efter kapitalrejsningen, og så skal der altså laves nogle pæne overskud, førend det hænger sammen. Og driften har indtil nu været meget dårlig. Fabrikken i Herning har kørt i mange år med tab, så det man køber ind i, er tiltro til, at man kan tjene penge, når bare volumenerne på de nye fabrikker er større."

Nikolaj Larsen fremhæver, at driften faktisk ser ringere ud, end den er, pga. regnskabsstandarden IFRS, som selskabet anvender:

"Til trods for at vi har faktureret, fået pengene, så må vi kun anerkende omsætning, som er kørt gennem maskinen, hvilket bl.a. betyder, at man ikke tydeligt i vores regnskabstal kan se, at vi faktisk er vokset over 100 pct. i omsætning fra 2018-2020. Alle de steder vi har aktiviteter som i Holland, England, Frankrig og USA, hvor vi ekspanderer og tager baner af, har vi på papiret nul omsætning, indtil den dag det bliver *recycled*. Det ligger på lager, fordi vi præparerer markedet to år før, vi starter fabrikker op. Indtil da har vi signifikante omkostninger på at køre markederne op – men ingen indtægter at indregne. Det, der ligger i vores balance som *contract liabilities*, er reserveret omsætning."

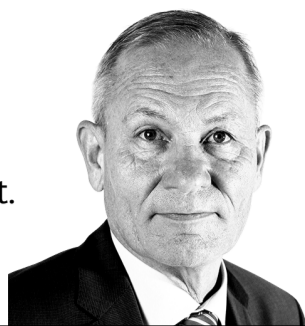
I årsregnskabet 2020 stod der her 18,4 mio. kr. bogført. Til trods for det mener Jakob Have ikke, at der er regnet nok risiko ind i børsværdien, der "*pre-money* svarer til en værdiansættelse på mere end ti gange omsætningen de seneste 12 måneder." Han nævner samtidigt udsigten til fortsat underskud fra driften de næste par år, og at der skal foretages store anlægsinvesteringer. Daniel Patterson siger:

"Jeg synes, det er det forkerte fokus. Du kan ikke prise dette selskab på ti gange omsætningen bagudrettet. Det er jo ikke det, der er casen. Hele idéen er, at de skal have kapital til at bygge fabrikker, og de kan ikke få omsætning eller indtjening, før fabrikkerne er bygget, og de kan ikke bygges, medmindre man har pengene."



Jens Løgstrup

Med en stribe direktørjob bag sig er Jens Løgstrup et kendt erhvervsnavn. Privat har hans egen investeringsmodel givet et årligt afkast på over 16 pct. i snit siden 2000. Det har ført til en post som ekstern aktiestrateg hos en kapitalforvalter.



Børsvurdering: Re-Match

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Jeg tror bestemt, at der kan ligge en upside over tid i forretningsmodellen. Idéen er oplagt. Folk vil gerne betale for at agere rigtigt og grønt i forhold til sin fodboldbane. Når jeg alligevel kun er på 3,5, er det fordi, at det også skal hænge sammen økonomisk, og jeg er altså i tvivl om, det bliver lønsomt over tid. Indtil nu har der været en elendig drift, og der er altså et pænt langt stykke til at nå et plus. Tanken med de nye fabrikker er, at de skal være rentable med større volumen, men med de underskud, der har været indtil nu, er der lang vej op. For at få 4-5 i min bog, skal idéen indiskutabelt hænge sammen økonomisk, og det står ikke klart for mig her.

3,5

Værdiansættelse

Selskabet har været massivt tabsgivende indtil nu. I al den tid man har drevet fabrikken i Herning har man altså lavet det ene store underskud efter det andet, og det nægter jeg at tro har været planlagt – og kassen vil løbe tør inden længe uden pengene fra børsdebuten. Man skal se sådan på det, at man kommer et stykke over 500 mio. kr. i markedsværdi efter kapitalrejsningen, og så skal der altså laves nogle pæne overskud før, end det hænger sammen.

1

Ledelsen

Det trækker ned, at vi har en CEO, som er ret ny på posten og ikke har erfaring med at drive den her type virksomhed, og slet ikke i den skala man har planer om her. Derfor kan det godt gå alligvel, men der har været en del skift på den post, og han har kun siddet i et år. Det giver en pil ned, men til gengæld giver holdet under ham en pil op. Det ser ud til at være et rutineret hold.

2,5

Samlet vurdering

Jeg håber virkelig det lykkes for dem, jeg synes bare, det vil være godt for investeringsmulighederne, hvis de fik en anderledes lavere prissætning. Men jeg synes, det er glædeligt, at de har fået forhåndstilsagn på 77 mio. kr. Det virker samtidig som meget at bruge 20 mio. kr. på kapitalrejsningen. Det er ikke noget, jeg går ind i. Risikoprofilen er meget høj.

2,33



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: Re-Match

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Ved en uændret lovgivning er det en stærk value-proposition. Men i øjeblikket diskuterer EU et forbud mod polymert fyld, som hvis det indføres, kan påvirke Re-Matchs adskillesesteknologi, unit economics, value proposition, markedspenetreringsstrategi mv. En afgørelse forventes i slutningen af 2021, og i så fald må der forventes en overgangsperiode på et par år inden forbuddet indtræffer. Denne regulatoriske usikkerhed, og heraf potentielle indvirkning på branchens og Re-Matchs fremadrettede ageren medfører, at jeg har en neutral vurdering af selskabets forretningsgrundlag.

3

Værdiansættelse

Den regulatoriske usikkerhed med deraf potentielt mange afledte ubekendte faktorer gør, at prognoseusikkerheden er stor. Med udsigt til fortsat underskud fra driften de næste par år, store anlægsinvesteringer samt en pre-money-værdiansættelse på mere end ti gange omsætningen, mener jeg slet ikke, at denne risiko er priset ind.

1

Ledelsen

Det virker til at være et godt ledelsesteam, og prospektet vurderes som værende informativt og transparent. Baseret på tidligere års pressemeddelelser og medieinterviews virker det dog til, at selskabets geografiske ekspansion er et par år efter de oprindelige planer.

3

Samlet vurdering

Jeg investerer ikke med ved noteringen. Jeg forstår ikke timingen af børsnoteringen med tanke på den nært forestående afgørelse om et potentielt EU-forbud mod polymert fyld, der hvis besluttet kan medføre usikkerhed om Re-Matchs fremadrettede forretningsgrundlag.

2,33

DEL

GEM TIL SENERE

ANDRE LÆSER OGSÅ

[Haldor Topsøe udpeger flyafgift som del af pakken mod grøn dansk luftfart](#)

[DFDS om nyt skridt: "Vi ser det ikke som to separate ting længere"](#)

