

Ny aktie har fællestræk med kursraket: “Vi har fået foden ind hos store spillere” – men børspanel vurderer den hårdt

Ingeniørselskabet Q-Interline jagter frisk kapital på First North-børsen. Men børspanelet tvivler på de store vækstløfter



Q-interlines adm. direktør Martin Roithner Henriksen forsøgte selv at købe virksomheden i 2017, men måtte nøjes med en ejerpost på 19,5 pct.
Foto: Anne-Dorthe Søgaard Jensen

SIMON KIRKETERP **EMIL STIG PEDERSEN** 03. NOV 2021 KL. 11:00

DEL

“Man kan hurtigt få ledt tankerne hen på, om det her kan være den nye Chemometec,” lyder det fra investor Jakob Have efter at have læst op på børsaktuelle Q-Interline. Chemometec har de seneste år været den ubetinget største aktiesucces på dansk jord, med en kurs der er kørt fra 3,5 i 2014 til over 1000.

Begge selskaber er stiftet i 1990'erne, produkterne er højteknologiske analyseinstrumenter udviklet af ingeniører, og begge får løbende indtægter fra de solgte produkter.

“Vi har mange ting, der ligner dem, og vi vil være enormt stolte, hvis vi kan gøre Chemometec kunsten efter. Vores marked er kolossalt med meget få spillere,” siger Q-Interlines adm. direktør Martin Roithner Henriksen.

Men lighederne hører op, når man kigger regnskaber. Hvor Chemometec med eksplosive vækstrater har udviklet sig til et selskab med trecifret millionomsætning og milliardværdi på børsen, har Q-Interline nærmest stået i stampe. Men netop det vil selskabet gøre op med og har sat et prisskilt på sig selv på 45 mio. kr. før børsdebuten, hvor målet er at rejse 20-25 mio. kr., som for alvor skal sætte fart i forretningen. Investor Jens Løgstrup købte op i Chemometec inden opturen for alvor satte ind. Han har også kigget på Q-Interline – ad flere omgange endda:

“Børsindgangen er lige det, selskabet trænger til. Men det er en træg omgang. De kører med alt for lav lønsomhed. Jeg tror ikke på den hockeystav, de har lagt ind for væksten. Jeg kender selskabet lidt bedre end normalt, for jeg var derude i 2004, i forhold til om jeg skulle investere i det. For at være ærlig: Det jeg ser nu, minder mig meget om de tal, jeg så for 17 år siden,” siger han.



Q-interlines massive vækstplaner er bundet op på salget af to nye instrumenter til fødevareanalyse, der skal femdoble sidste års omsætning til 100 mio. kr. i 2025.

“Selskabet har en lang historik, og de to nye analysesystemer var klar til kommercielt salg i løbet af 2020, således at den fremadrettede guidance blot er bundet meget op på lønsom eksekvering fra en markant øget salgsstyrke. Det er jeg blevet præsenteret for mange gange før i andre sammenhænge, og det gør, at jeg tilgår sådanne hockeystick-forventninger med en vis skepsis,” vurderer Jakob Have.

	10	13	11	6					
Bruttofortjeneste									
Finansiel udvikling									
Resultat			-2	-	-4	-4	0	10	20
Q-Interline	0	1	-2	-2					
Balance									
Aktiverede udviklingsomkostninger	1	3	5	6					
Likvide beholdninger	0	0	0	0					
Egenkapital	2	3	2	0					
Gældsposter	9	13	16	17					

Kilde: Virksomhedsbeskrivelse, Q-Interline H1=1. halvår

De to investorer vurderer i Børsen nye børsselskaber på tre parametre: aktiens prissætning, forretningsmodel og ledelsens kompetencer. De giver karakterer på en skala fra 1 til 5. Her er 1 lig “stærkt problematisk”, 3 står for “godkendt”, og 5 betyder “stærkt potentiale.” Samlet vurderer Jens Løgstrup og Jakob Have aktien til en score på hhv. 2,5 og 1,83.

Vil ikke sælge ud

Martin Roithner Henriksen forsøgte at købe Q-Interline i 2017, men blev i stedet enig med stifter og hovedejer Anders Larsen om en ejerpost på 19,5 pct. samt direktørrollen.

“Meget firkantet var vi frem til 2017 en klassisk ingeniørforretning med en ejer, som stod for det hele og havde alle kasketterne på. Men produktserien er blevet strømlinet, så den nu kan skaleres. Vores salg har været meget *word of mouth*, men vi har fået foden ind hos store spillere de sidste fire år og mangler simpelthen bare sælgere,” siger direktøren, som anerkender udfordringer med lønsomheden.

25 mio. kr. vil Q-Interline hente

“Du kan med rette godt sige, at marginen skulle have været højere, når vi er i et marked med høje entry-barrierer. Vi har en fin case på nuværende marginer, men håber at løfte dem fremover,” siger direktøren, der selv investerer 1 mio. kr. ved noteringen.

Ifølge ham har Anders Larsen, der forlod Q-Interlines bestyrelse op til tegningsperioden grundet sygdom, ikke været en del af driften siden 2017. Stifteren ejer med sin familie 65 pct. af selskabet inden noteringen. Hans exit er i Jakob Haves optik en væsentlig usikkerhed i forhold til påvirkningen af forretningen samt de fremtidige ejerforhold.

“Det har hele tiden været Anders Larsens ambition at gøre virksomheden uafhængig af ham,” siger finansdirektør Steen Bjerregaard Christiansen. Jakob Larsen, Anders Larsens søn, arbejder i Q-Interlines marketingsafdeling udover at være adm. direktør for familiens investeringselskab. Han udtaler:

“Lock up-perioden på et år er en formalitet, vi kommer ikke til at sælge ud. Q-Interline er vores ubestridte første prioritet. Vi ser ikke noteringen som en vej ud, men en vej ind.”

Pris halveret

I august blev Q-interlines værdiansættelse halveret fra 90 mio. til 45 mio. kr., fremgår det af investormateriale. Det er sket efter drøftelse med selskabets finansielle rådgiver John Norden, lyder det fra selskabets topfolk, men børspanelet er trods den lavere værdi stadig kritiske over for prisen. John Norden udtaler:

“I foråret kunne vi regne en værdiansættelse på 90 mio. kr. hjem, med afsæt i at 9,5 mio. af omsætningen på 27 mio. i 2021 er arr (årlige tilbagevendende indtægter, *red.*). En multipel 8 mente vi ikke var for aggressivt, og så bør resten selvfølgelig også have en værdi. Inden sommeren var der opstået en del debat i visse medier om værdiansættelser, og selskabets salg på 10 mio. kr. ved halvåret var ikke så godt som håbet, derfor synes vi, det var bedre at lave en mere attraktiv værdisætning.”

Hvordan er I landet på 45 mio. kr.?

“Du kan jo ikke lave en multipelberegning på det, der rigtig giver mening. Ebitda har jo ikke været fantastisk de seneste to år og ramte senest nul, så den har vi ikke kunnet bruge, men de står over for en vækst, og derfor har vi baseret værdiansættelsen på en hybridmultipel og kigget på både omsætningen og arr. Det er jo stadig priset ind, at de skal levere på deres vækst.”

Jesper Vogelius, partner i Sorgenfri Kapitalforvaltning, har forhåndstegnet aktier for 2 mio. kr.

“Vi havde egentlig sagt ja til casen, før værdien blev halveret. På den ene side kan man se det som et advarselstegn, men på den anden side betyder det jo, at vi kan få casen billigere. First North og ipo-markedet er ikke så hot nu, som det var før sommerferien, så vi synes, det er fornuftigt, at værdien i det lys er sat ned.”

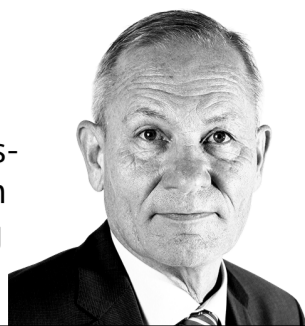
Jesper Vogelius lægger vægt på, at Q-Interline er en “god, solid, virksomhed, der har eksisteret i mange år.”

“I modsætning til mange af de andre, der er gået på First North, som ikke rigtig har bevist deres værd endnu, har Q-interline bevist, at de kan tjene penge. Det virker også til, at de har et unikt produkt, som har nogle fordele i forhold til deres konkurrenter. Nu skal de bare ud og fortælle verden om det og øge salget, og det har vi tiltro til. Derfor tror vi, det bliver en god investering,” siger han.



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: Q-Interline

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Det er spændende produkter, der er udviklet på idéen om at sælge højteknologisk analyseudstyr. Og den idé er god. Der er ikke spor tvivl om, at det er superspændende, og som, hvis det gribes rigtigt an, kan det blive til en rigtig pæn virksomhed – men det mente jeg også i 2004. Så det står og falder med ledelsen, og om de formår at sætte skub i tingene med den pose penge, de nu får.

4,0

Værdiansættelse

Et superspændende selskab. Det er godt, at man tager det på First North. Børsindgangen er lige det, selskabet trænger til – nemlig at få noget kapital ind, som kan løfte selskabet ved at få mere salgskraft ind. Men det er en træg omgang. De kører med al for lav lønsomhed. Jeg tror ikke på den hockeystav, de har lagt ind for væksten. Faktisk har jeg ikke fantasi til at tro, at de når et salg på 100 mio. kr. i 2025. Jeg kender selskabet lidt bedre end normalt, for jeg var derude i 2004 i forhold til, om jeg skulle investere i det. For at være ærlig, så minder det, jeg ser nu, mig meget om de tal, jeg så for 17 år siden.

1,5

Ledelsen

Ledelsen virker meget salgsdrevet, men indtil nu ser det ud til at være sket på bekostning af marginalerne. Den har stået på salg, salg, salg og så glemmer man lidt at få en ordentlig pris for varerne. Det suppleres af en bestyrelse, der efter min mening er meget ny. Formanden er lige tiltrådt, og det samme er den jurist, der sidder der. For mig at se, kan de ikke give meget modspil på den forretningsmæssige del.

2,0

Samlet vurdering

Samlet set ærgrer det mig, at man ikke er ude med en lidt mere rimelig pris, og det ærgrer mig, at man ikke har bedre greb om marginalerne. Havde de to ting været på plads, så havde det været en enestående mulighed. Men nu bliver det mere den bløde mellemvare, som er prisat for dyrt.

2,5



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: Q-Interline

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Selskabet blev stiftet for 25 år siden. Selskabet producerer og sælger højteknologiske analytiske løsninger og måleudstyr til optimering af proces-og produktkvalitet til særligt mejerisektoren. Branchen er præget af høje entry-barrierer og største konkurrent er Foss, der estimeres at have 80 pct. markedsandel. Selskabet har bevist, at de har en berettigelse i markedet, men selskabet har historisk ikke formået at levere en passende lønsomhed. Selskabet færdigudviklede sidste år to analysesystemer, og det er de to, der sammen med en øget salgsstyrke gør, at selskabet forventer at femdoble 2020-omsætningen i år 2025.

3,0

Værdiansættelse

Jeg synes, der er for langt op til en pre-money værdiansættelse på 45 mio. kr. I august 2021 forsøgte selskabet at få committet fortegnere til en værdiansættelse på 90 mio. kr. Grundet manglende opbakning blev værdiansættelsen efterfølgende reduceret med 50 pct. til 45 mio. kr – hvilken lommeregner bruger de?

1,0

Ledelsen

Stifter og hovedaktionær overlod den daglige ledelse i 2017 og trådte ind som bestyrelsesformand. Af helbredsmæssige årsager trak stifter sig fra bestyrelsen umiddelbart inden tegningsperioden. Det efterlader usikkerhed både i relation til den forretningsmæssige påvirkning samt omkring, hvad der skal ske med stifterens hovedaktionærpost efter udløb af 12 måneders lock up-periode. Det efterlader usikkerhed hos mig, om den reelle årsag til noteringen skyldes selskabsspecifikke eller aktionærmæssige forhold.

1,5

Samlet vurdering

Stifters exit er for mig en stor usikkerhed i casen. Derudover har selskabet en lang historik, og de to nye analysesystemer var klar til kommercielt salg i løbet af 2020, således at den fremadrettede guidance "blot" er bundet meget op på lønsom eksekvering fra en markant øget salgsstyrke. Det er jeg blevet præsenteret for mange gange før i andre sammenhænge, og det gør, at jeg tilgår sådanne hockey-stick forventninger med en vis skepsis. Maybe this time is different – jeg vælger at følge med fra sidelinjen til at starte med.

1,83

NÆVNTE EMNER: [Aktier](#)

NÆVNTE VIRKSOMHEDER: [First North](#)

DEL

GEM TIL SENERE

ANDRE LÆSER OGSÅ

[ANNONCØRBETALT INDHOLD AF EUROPEAN TECH GROUP](#)

Sådan kan en dyr racercykel gavne karrieren: "Det er et uformelt netværk, det potentielt er nemt at få adgang til"

