

Ny aktie har 20 års rentabel indtjening – men flere forhold vækker skepsis: “Jeg har alle antenner ude”

Med et salg sidste år på over 100 mio. kr. vil Hove nu på børsen. Men værdiansættelsen og ledelsen får hård modtagelse



Maja Vonsild Jørgensen blev adm. direktør hos børs-kandidaten Hove 1. juni. Hun overtog posten fra hovedaktionær Hans Christian Hansen. Foto: Jeppe Bøje Nielsen

EMIL STIG PEDERSEN SIMON KIRKETERP 15. NOV 2021 KL. 06:00

DEL

I 20 år har Hove tjent penge på at servicere vindmøller med en egenudviklet smøringsteknologi, der mindsker risiko for nedbrud. Nu vil selskabet hente 35-40 mio. kr. med en First North-børsnotering til at ekspandere til nye markeder og andre industrier.

“Der er momentum i industrien. Vores kunder satser på nye markeder som Kina og Indien. Vi skal være med. Vi er de seneste år slået igennem i USA og har erfaret, at der er stort potentiale for Hoves løsninger globalt,” siger adm. direktør Maja Vonsild Jørgensen.

Hoves ambition er at fordoble salget til 200 mio. kr. i 2025, hvor ebitda samtidig skal øges til 36-40 mio. kr. fra 9,7 mio. kr. sidste år. Lige nu stammer 74 pct. af salget fra Hoves tre største kunder:

“Selvom vi vedligeholder kunderelationer, er det også for at styrke risikoprofilen, at vi nu breder os ud ved at sælge til kraner i havneterminaler og mineindustrien. Vi kan næsten én til én se de samme problemstillinger her. Vores produkter kan skabe merværdi.”

Investor Jakob Have var ved første øjekast interesseret i aktien. Men efter at have læst regnskaber og virksomhedsbeskrivelse, er han skeptisk:

“Selskabet har 20 års historik med en rentabel indtjening og 40 pct. markedsandel i en voksende niche og derfor interessant. Men mit umiddelbare indtryk var mere positivt, end hvor jeg endte.”



“

Hvis folk kritiserer det, må de investere andre steder

Hans Christian Hansen, hovedaktionær, Hove

Han udgør sammen med Jens Løgstrup et børspanel i Børsen. De vurderer nye aktier på tre parametre: forretningsmodel, ledelsens kompetencer og prissætning. Skala er 1-5, hvor 1 er stærkt problematisk, 3 er godkendt, mens 5 er stærkt potentiale. Begge investorer lander på samlet karakter 2. Forretningsgrundlaget nærmer sig godkendt, men ledelsen og prisen trækker ned.

Frygter salgspres

Hoves prisskilt er 80 mio. kr. inden børskapital. Have og Løgstrup mener, det er kritisabelt, at Hove ikke i virksomhedsbeskrivelsen skilter med, at 47 investorer samt Bankinvest i et aktieudbud få måneder før børsdebut købte aktier af hovedaktionær Hans Christian Hansen med rabat på 20 pct. til noteringskurs. Et aktiesalg som Hove selv bekræfter.

200

mio. kr. er salgsmålet i 2025

“Jeg er ikke i tvivl om, at nogen af dem, som har købt, vil gå efter en hurtig gevinst,” siger Løgstrup, der forudser salgspres på aktien. Han peger på, at hovedaktionær har indføjet en betinget salgsret, der giver ham mulighed for salg af 1,4 mio. aktier yderligere, hvis aktien overtegnes samt konstruktion af visse lockup-aftaler. Have siger:

“Jeg sidder med en følelse af, at notering sker for at give ejerne en exit-mulighed. Jeg har alle antenner ude.”

Hans Christian Hansen købte i 2009 49 pct. af Hove fra stifteren. I 2015 fik han fuldt ejerskab. Han var adm. direktør frem til 1. juni i år, hvor Maja Vonsild Jørgensen overtog posten. Hvis maksimumudbud tegnes, og han anvender en betinget salgsret, vil han eje 29,5 pct. af selskabet. Han afviser, at han ser børsnotering som exit:

“Jeg er overhovedet ikke på vej ud. Jeg har andre selskaber med ejerpost på 25 pct. Det niveau synes jeg er meget passende i forhold til at have spredning i investeringer.”

Han siger, at han det seneste år reelt ikke har taget del i driften, men været sparringspartner for direktionen, hvilket også er planen fremover.

“Min bedste investering er den nye direktion. Køb ikke på mig og min historik.”

Finansiell udvikling i Hove

Millioner kroner

Resultatopgørelse	2018	2019	2020	2021e	Forventninger			
					2022e	2023e	2024e	2025e
Omsætning	103	100	103	102	125	145	180	210
Ebitda-indtjening (ekskl. IPO-omkostninger)	6	4	9	8	9	17	27	36
Resultat før skat	2	3	7					
Udbytte	1	2	2					
Balance								
Aktiverede udviklingsomkostninger	0	0	2					
Likvide beholdninger		1	2					
Egenkapital	14	16	21					
Gældsposter	36	28	31					

Kilde: Virksomhedsbeskrivelse og regnskaber, Hove



Maja Vonsild Jørgensen siger, at ejerposten er reduceret som led i generationsskifte:

“Vi er blevet rådgivet til, at det er kutyme at sælge med rabat inden notering. Det er ikke for at holde det hemmeligt.”

Hun forklarer, at værdiansættelsen er baseret på rådgivning, der har lagt vægt på en ebitda-multipel.

Et andet forhold, der vækker bekymring hos Jakob Have, er, at børsnotering begrundes med behov for vækstkapital, men der er over de seneste fire år udloddet ca. 7 mio. kr.

“Jeg har ikke udloddet mere, end der var fornuftigt for Hove. Jeg har en lille gård og en hel masse heste, og den servicerer jeg også. Så udlodning er sket i takt med mine private behov. Men samtidig har vi pumpet mange penge i udviklingsprojekter,” siger Hans Christian Hansen. Hove har lige færdigudviklet og patenteret en ny iot-løsning, der sikrer korrekt smøring af mekaniske lejer. Den løsning skal udgøre 7 pct. af salget på forventet i alt 200 mio. kr. i 2025. Bankinvest er investor i Hove og ejer nu 13,3 pct. af aktierne.

“De har formået at skabe en markedslederposition i en vækstindustri. De er stærkt positioneret hos nogle af de største oem’ere (producenter, *red.*). Så vi ser mulighed for, at deres markedsandel kan blive endnu større,” siger Kitty Grøn, assisterende porteføljeforvalter i Bankinvest, der ved investering også lagde vægt på Hoves bestræbelser på at komme ind på nye markeder:

“I sig selv er vindmølleindustrien ret stabil, for der er en base af møller, der skal smøres to gange om året. Men der er en stor del af deres omsætning, der er koncentreret på få kunder, og der er det selvfølgelig en risiko, hvis de vælger at skifte leverandør.”

FAKTA

HOVE

- Hove blev stiftet i 2000 og udvikler og producerer en smøringsteknologi til vindmøller og andet tungt maskineri.
- Smøringsteknologien har til formål at reducere omkostninger og minimere risikoen for slid og mekaniske nedbrud.
- Selskabet er værdiansat til 80 mio. kr. Tegningskursen på én aktie er 5 kr. Tegningsperioden er til og med onsdag 17. november, og første dag for handel forventes 26. november.

Kitty Grøn ønsker ikke at gå ind i detaljer om, hvilken kurs Bankinvest købte aktier til tidligere år, eller hvorvidt det, at en stor gruppe investorer op til børsnotering har købt aktier til en lavere end børsudbudskurs, potentielt kan skabe salgspres i aktien:

“Vi har købt aktier af en af hovedaktionærerne. Det er en aftale mellem to parter, som ikke har noget at gøre med ipo-proces.”

Governance-problemer

Børspanelet er også kritiske overfor ledelsesstrukturen med flere familiære relationer, og hvor kun to af fem i bestyrelsen angives uafhængige.

“Det er de suverænt mest rodede ledelsesforhold, jeg har set,” siger Løgstrup, som synes, det er vanskeligt at gennemskue, hvem der reelt bestemmer.

“Vi har haft fokus på at sammensætte en bestyrelse, som har netværk og egenskaber, som gavner Hove. Vi har måske ikke haft så meget fokus på hver enkelt og deres tilhørsforhold, og hvordan det kan se ud udadtil,” siger Maja Vonsild Jørgensen.

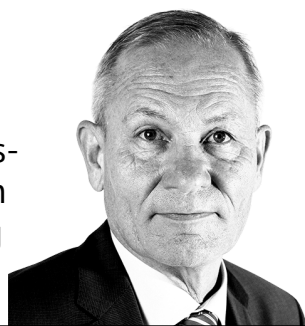
“Jeg synes, det er ret klart, at det er direktionen, som styrer virksomheden, og bestyrelsen sidder så over direktionen,” siger Hans C. Hansen.

Også et warrantprogram på op til 12 mio. kr. til ledelsen ved makstegning samt ændret regnskabspraksis om aktivering af udviklingsomkostninger op til børsdebut får kritik.

“Det kan godt være, jeg er for rundhåndet, men det er også mine penge, det går ud over. Jeg synes, det er en god forretning og meget fair overfor dem, som har udviklet Hove frem til i dag. Hvis folk kritiserer det, må de investere andre steder,” siger Hans Christian Hansen og tilføjer, at udviklingsomkostninger er aktiveret, da iot-produktet er

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: Hove

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Produktet kan jeg godt lide. Det er niche og lidt specialviden, og jeg kan også godt lide, at man bruger en notering til at få penge i kassen til at brede det ud på verdensplan. Det er også flot at se entreen i USA med en vækst på 0-24 mio. kr. i omsætning fra 2017-2020. Ulempen er, at de har en markedsandel på 40 pct. i vindmølleindustrien. Så er det begrænset, hvor meget man kan vokse yderligere. Derudover er det et forholdsvis lille totalmarked – kombineret med, at de tre største kunder fylder 74 pct. af omsætningen.

2,5

Værdiansættelse

Regnskabsprincipper ændres lige op til notering. Bygninger opskrives 2,2 mio. kr. og man aktiverer 2,2 mio. kr. i udviklingsomkostninger. Det får det hele til at se lidt pænere ud. Der er en ret stor rentebærende gæld. Derfor lander jeg på en pris noget lavere end 80 mio. kr. Et stærkt kritisabelt forhold, som ikke fremgår af prospekt, er, at 47 investorer samt Bankinvest købte aktier med 20 pct. rabat af hovedaktionær i august. Og hovedaktionær har en salgsret, så han ved en overtegning kan sælge yderligere 1,4 mio. aktier. Og man har lavet lock up-aftaler, hvor en ret stor gruppe aktionærer kan sælge allerede efter 30 dage.

1,5

Ledelsen

Det er suverænt de mest rodede ledelsesforhold, jeg har set. Vi har at gøre med en hovedaktionær, der har været adm. direktør frem til 1/6 2021 og overgivet stafetten til Maja Vonsild, 31 år. Hovedaktionæren arbejder stadig videre som hendes rådgiver. Ansættelserne virker derudover familiære med et bestyrelsesmedlem og en CFO, der er i familie med hovedaktionæren. Formanden er advokat, og den juridiske undersøgelse af selskabet op til noteringen er lavet af hans advokatfirma. Det giver samlet set et meget mudret indtryk af, hvem der bestemmer. Er det hovedaktionæren, formanden eller direktøren.

2,0

Samlet vurdering

Alt i alt et projekt, jeg absolut ikke kan anbefale, at man investerer i. For mig virker det som om, at en masse har købt med rabat og gerne vil kunne sælge ret hurtigt. Og det virker samtidig som om, at hovedaktionæren vil gerne ud. Jeg tror, der kommer et pænt stort salgspres på en aktie, som i forvejen er overvurderet. Det er ikke godt.

2,0



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: Hove

Score 1-5

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

Forretningsmodel

Selskabet har 20 års historik med rentabel indtjening og 40 pct. markedsandel. De tre største kunder udgør 74 pct. af omsætningen. Det oplyses ikke, hvor stor andel den største kunde udgør. Historisk er der indgået koncernaftaler med kunder, men tendensen oplyses at være, at købsbeslutninger i højere grad er rykket til serviceteknikere på vindmølleparker. Dette og at fremtidig vækst skal komme fra nye markeder samt andre industrier, øger risikoen. Yderligere har flere leverandører de senere år udviklet egne beholdere og sælge smørefedt direkte til slutkunden. Måske indgåelse af private label partnerskaber med leverandører samt succesfuld lancering af selskabets nye IoT-løsning er modsvaret hertil – det må tiden vise.

3,0

Værdiansættelse

I et status quo-scenarie er pre-money værdiansættelse på 80 mio. kr. rimeligt for en gældsfri markedsleder i en voksende niche. Men det bliver pil ned af følgende årsager: 28 mio. kr. rentebærende gæld. Større warrantprogram for ledelsen med markant rabat til noteringskurs. Notering begrundes med behov for vækstkapital, men på fire år er der trukket udbytte ud svarende til 25 pct. af minimumnettoprovenuet. Hvorfor var der behov for at udskifte adm. direktør få måneder før notering? Der er ændret regnskabspraksis af aktivering af udviklingsomkostninger i 2020-årsrapporten. Pre-IPO runde med rabat lige inden noteringen.

1,5

Ledelsen

Der er governance-issues i selskabet. Hovedaktionær fratræder som adm. direktør i juni 2021, men fortsætter i bestyrelsen samt i en operationel rolle som sparringspartner for direktionen. Der er en del familiære relationer i bestyrelsen og direktionen, ligesom størstedelen af bestyrelsen, herunder formanden, vurderes værende ikke-uafhængige. Jeg forstår ikke, hvordan oplysninger om en pre-ipo runde med rabat kan undlades i virksomhedsbeskrivelsen, uagtet at det er en transaktion mellem aktionærer, hvor hovedaktionær sælger aktier.

1,5

Samlet vurdering

Mit umiddelbare indtryk af casen var mere positiv, end hvor jeg endte. Jeg sidder tilbage med en følelse af, at noteringen sker for at give ejerne en exit-mulighed. Jeg har derfor alle antenner ude. Jeg vælger ikke at tegne med og følger i stedet casen fra sidelinjen.

2,0

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"

