

# Vækstivrig børsbaby godkendes af panel - har aldrig hentet kapital før: "Vi har sagt nej tak til de frække penge"

Relesys står foran et af de største aktiesalg på First North. Børspanelet kan se potentialet, og investor spår gyldne afkast



Adm. direktør Jesper Roesgaard (t.h.) og kommerciel direktør Jens Ole Lebeck stiftede sammen børsaktuelle Relesys i 2014. Foto: Jeppe Bøje Nielsen.

**GRO HØYER THIELST**   **EMIL STIG PEDERSEN**   **SIMON KIRKETERP**

19. NOV 2021 KL. 07:00

DEL

Investor Andreas Aaen fra Symmetry Invest tegner aktier for 15 mio. kr. og bliver dermed én af de største investorer i børsaktuelle Relesys. Det er en af de mest attraktive danske børsintroduktioner, han har set:

“De har vækstet 40 pct. pr. år organisk samtidigt med, at de har været profitable og aldrig rejst penge. Deres produkt er stærkt, hvilket både kan ses af deres kundebase og fastholdelse af kunder. En super dygtig ledelse og bestyrelse med en god track record,” siger han og opsætter et afkastmål, som umiddelbart kan lyde voldsomt: 30-40 pct. i årligt afkast de kommende 3-5 år.

Relesys har udviklet en app til virksomheders interne kommunikation og til optimering af medarbejderes engagement via dataindsamling. Appen er rettet til medarbejdere, der ikke arbejder fast ved computer.

## FAKTA

### RELESYS

- Relesys har udviklet en app-baseret løsning til virksomheders interne kommunikation, onboarding og medarbejderudvikling. Løsningen er rettet mod især medarbejdere, som ikke har en computer som arbejdsredskab. Bl.a. Specsavers og Salling Group er kunder.
- Selskabet er værdiansat til 250 mio. kr. Tegningskursen på én aktie er 6,25 kr. 73,5. mio. kr. af udbuddet på 82,2 mio. kr. er forhåndstegnet. Tegningsperioden udløber mandag 22. november.



“Vi har sagt nej tak til alle de frække penge fra venture capital, der ret hurtigt tilbydes, for vi vil stadig gerne selv sidde for bordenden. Når du som os ikke brænder penge af, så er du ikke presset til at tage dumme eller hurtige beslutninger. Covid-19 har forstærket behovet for vores produkt, markedet er klar lige nu, og vores egen pengepung alene kan ikke trykke speederen tilstrækkeligt i bund,” siger adm. direktør Jesper Roesgaard, der ejer 46 pct. af selskabet. Der skal sælges aktier for 82,2 mio. kr., hvoraf 61 mio. kr. vil lande i Relesys’ kasse til en international ekspansion. Det skal løfte den årligt tilbagevendte omsætning (arr) fra 22 mio. kr. sidste år til 75-85 mio. kr. i 2024.

Selvom Relesys lige nu forsøger at gennemføre et af de hidtil største aktiesalg på First North, er selskabet også forud på point hos to andre investorer, der har gransket prospektet: Selskabet er gået udenom en række forhold, som tidligere børs kandidater har fået kritik for. F.eks. pre-ipo-runder, hvor aktier er solgt med rabat, eller warrantprogrammer med rabat til noteringskurs.

“Det er virksomheder, som denne, der hører til der,” siger Jens Løgstrup, der får opbakning af Jakob Have, som håber, at Relesys er med til at sætte standarden for fremtidige noteringer på First North. De to investorer vurderer i Børsen nye aktier på deres vej mod First North ud fra en skala 1-5 på tre parametre: Forretningsmodel, værdiansættelse og ledelsens kompetencer. 1 er lig stærkt problematisk, 3 er godkendt, og 5 er angivelsen for stærkt potentiale.

**1,7** mio. kr. tjente Relesys i 2020

Hos begge investorer er børsprojektet mere end godkendt med samlede vurderinger på 3,33 og 3,67.

De to stiftere, Jesper Roesgaard og kommerciel direktør Jens Ole Lebeck, siger, de er gået målrettet efter at lave så ren en børsnotering som muligt.

“Vi har intet af det, der er blevet kritiseret andre steder. Vi har ønsket at gøre det her ordentligt fra start uden en flabet pre-ipo-kurs eller andre rabatter – ikke engang til vores bestyrelse,” siger Jesper Roesgaard.

## Overkapitalisering

Stifterne har en fælles fortid i den kommercielle del af Børsen, som de begge forlod i 2014 for at stifte Relesys. Jens Ole Lebeck, der sidder med 44 pct. af aktierne, siger henvendt til nye investorer:

“Vi har i syv år bevist, at vi kan tjene penge og køre en sund forretning. Det er der ikke mange andre saas-selskaber (software-as-a-service, red.), der gør uden at få andre investorer med ombord.”

Børspanelet er skeptisk over aktiesalgets størrelse.

“Der er tale om en overkapitalisering. Jeg ved ikke, hvorfor de vælger det, men måske følte de, det var rart med rigeligt med penge i kassen, men jo flere aktier de trykker, jo mere vil det påvirke, hvis pengene i kassen ligger ubrugte hen. Jeg ville hellere have taget færre og eventuelt supplere med et banklån, hvis der blev behov for det,” siger Jens Løgstrup, som suppleres af Jakob Have:

“Det støjer lidt hos mig, at stifterne sælger lidt ud ved noteringen samt, at jeg har svært ved at se det forretningsmæssige behov for hele nettoindtægten fra noteringen.”

Jens Ole Lebeck afviser:

“Det koster at skalere og gå ind og etablere sig på det amerikanske marked. Vi har måske et mere omkostningstungt setup end andre saas-selskaber med mere simple løsninger. Det er ikke et højt beløb, når man ser på, hvad det er for markeder, vi går ind i.”

Topfolkene siger, at årsagen til at stifterne sammen med teknologidirektør Martin Sørensen hver især sælger for 4,6 mio. kr. aktier ved noteringen er, at sidstnævnte rammes af lagerbeskatning, da ejerposten ryger under 10 pct. Efter noteringen vil stifterne eje hhv. ca. 35 og 33 pct.

**Kan regne prisen hjem**



Selskabet har i dag 225.000 brugere hos 160 kunder i 82 lande, og selskabets værdi før kapitaltilførsel er 250 mio. kr. En pris, der ifølge Jakob Have er godkendt, mens Jens Løgstrup er mere forbeholden:

“De har fine tal, men 250 mio. kr. i pre-money-værdiansættelse er for meget (...) Ledelsen har meget fokus på vækst, den er indstillet på ikke at tjene penge i en pæn periode frem, men hvis den synes, den har et unikt produkt, burde det være muligt at få overskud. Omvendt har jeg stor respekt for, at man gerne vil op i skala.”

“

## Der er tale om en overkapitalisering

Jens Løgstrup om Relesys' aktiesalg

Selskabets finansdirektør Mads Stoffer Larsen siger:

“Vi tjener penge på hver eneste bruger og kunde, vi har lige nu. Når vi skal skalere så meget og hurtigt, som vi skal, bliver den skalering ikke imødekommet af det, vi tjener i dag. Hver gang vi rykker ind i det næste land, vil den gruppe af lande, vi har, ikke tjene nok penge for at kompensere. Men vi bliver selvfølgelig positive igen, vi forventer bare ikke, det sker i løbet af de år, vi har planlagt nu.”

Og i forhold til værdiansættelsen siger de to stiftere:

“Den er sat i samarbejde med Grant Thornton og baserer sig på en multipel analyse af fem peer groups (konkurrentgrupper, red.). Der ligger mange højere, så vi kommer med en rabat,” lyder det fra Jens Ole Lebeck og Jesper Roesgaard fortsætter:

“Som excentrisk founder kan man jo altid synes, at ens selskab er fantastisk meget værd, og at man leverer en forskel sammenlignet med alle mulige andre. Men værdien er sat med hjælp fra professionelle og er mere end fair.”

Andreas Aaen kan også regne værdiansættelsen hjem:

“Selskabet bør noteres til en arr-multipel på 8x, hvilket med deres meget stærke enhedsøkonomi er attraktivt ift. sammenlignelige saas-selskaber, der handler til 10-20x. Vi mener, Relesys bør handles til 10-15x, hvilket giver en 25-100 pct. upside på den korte bane. Vi investerer dog i casen som en langsigtet compounderaktie, der kan levere 30-40 pct. årligt return de næste 3-5 år.”

Han kan dog også se risikofaktorer og nævner:

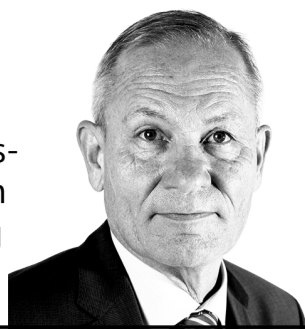
“De har aldrig brændt penge af, men skal nu til at bruge ipo-penge. Det kræver et andet mindset. Vi er dog komfortable ved, at de har hentet Casper Kræfting fra Peakon som ny VP Sales, der har prøvet rejsen før.”





## 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: Relesys

Score 1-5

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

#### Forretningsmodel

Produktet er godt og vil vokse. De har ramt en nerve ift. virksomhedernes behov. Væksten skyldes deres store, kendte kunder, der bliver. Kundegruppen udvider sig hele tiden. Det er et godt tegn på, at de har fat i en god forretning. Jeg er i tvivl om, de kan vokse så hurtigt, som de siger. Vækstraten på 37 pct. svarende til 30,6 mio. kr. i år forventes at være 75-85 mio. kr. i 2024. Det er optimistisk - et "best case"-scenario. Konkurrencituationen trækker ned, hvis væksten fortsætter, er indtrængningsbarriererne små, andre kan komme, og, jeg er lige ved at sige, kopiere dem. De har ingen patenter til at beskytte sig.

4,0

#### Værdiansættelse

To med pil opad. De har fine tal, men 250 mio. kr. i pre-money værdiansættelse er for meget. Det er godt, at der ikke har været rabat på forhåndstegningen. Men jeg har svært ved at se, hvad de skal bruge alle pengene til. Der går over 60 mio. kr. ned i kassen, det er et meget stort beløb og en for stor kapitalindtagelse. Der er lidt volumen-syge i det her. Ledelsen har meget fokus på vækst, den er indstillet på ikke at tjene penge i en pæn periode frem, men hvis den synes, den har et unikt produkt, burde det være muligt at få overskud. Omvendt, har jeg stor respekt for, at man gerne vil op i skala.

2,0

#### Ledelsen

Jeg har et godt indtryk af ledelsen. De virker som kompetente ledere, og jeg noterer mig, at det er de samme folk, der er stiftere, som stadig sidder på ceo- og cco-posterne. Det giver en kontinuitet. Det virker også som om, de har taget fornuftige folk ind - også i bestyrelsen. Det, der trækker lidt ned for mig, er, at CEO'en ikke har nogen erfaring fra store koncerner. Det er et meget stort spring fra, hvor de er i dag, til at etablere selskaber i udlandet og til at drive en koncern med datterselskabsdirektører. Det er noget helt andet, at lykkes med, og det er helt ubeskrevet, om de kan det.

4,0

#### Samlet vurdering

Det er et godt produkt, og jeg har meget stor respekt for, hvad de har drevet det til. Det er rigtig flot klaret, og jeg er glad for, at det er et sådant selskab, der går på First North. Det er virksomheder som denne, der hører til der. Alt i alt er det vældigt fint, men jeg kunne godt ønske en lavere pris. Jeg så gerne, at man havde skåret 50-75 mio. kr. af de 250 mio. kr., det vil sige en pre-money værdi på 175-200 mio. kr.

3,33



## 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: Relesys

Score 1-5

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

### Forretningsmodel

Interessant marked og relevant produkt. De har på kort tid formået at indgå aftaler med stærke referencekunder, og de har vokset forretningen lønsomt uden brug af fremmedfinansiering. Churn er lav, og det oplyses i prospektet, at en stor del af kundetilgangen er kommet gennem anbefalinger fra eksisterende kunder. Hovedparten af kunderne er danske virksomheder, men fremadrettet vil Relesys have endnu større fokus på at vokse forretningen i udvalgte markeder uden for Danmark. En højere karakter havde fordret en større eksisterende kundebase i udlandet.

4,0

### Værdiansættelse

Relesys omtaler det danske selskab Actimo, som én af deres tre primære konkurrenter og målt på størrelse m.v., vurderes de to selskaber at være sammenlignelige.

Actimo blev i oktober 2020 opkøbt af et norsk børsnoteret selskab til en estimeret købesum svarende til ca. seks gange ARR hhv. ti gange bruttofortjenesten. Pre-money værdiansættelsen af Relesys svarer til ca. otte gange ARR hhv. 12 gange bruttofortjenesten. Selvom selskabet ikke forventer positivt ebitda indtil 2025, så synes jeg, ved at strække mig lidt, at det er inden for skiven, også henset til selskabets stærke referencekunder samt min vurdering af ledelsen.

3,0

### Ledelsen

Flot performance siden stiftelsen i 2014 og det virker til, at det er nogle gode personer, der er hentet ind på nøglepositioner, herunder bestyrelsen. Der lægges op til, at koncernen skal beskæftige over 100 medarbejdere, og selvom stifterne ikke har erfaring med at lede en global koncern af en sådan størrelse, er det ikke udslagsgivende for min vurdering. Det støjer lidt hos mig, at stifterne sælger lidt ud ved noteringen samt, at jeg har svært ved at se det forretningsmæssige behov for hele netto-provenuet fra noteringen på 61 mio. kr.

4,0

### Samlet vurdering

Der har været flere eksempler på First North-noteringer, hvor der kort inden tegningsperioden har været pre-ipo-runder med rabat til noteringskursen, ligesom der har været eksempler på warrantprogrammer med væsentlig rabat til noteringskursen. Det er der intet af i denne notering! Det er godt at se, og jeg håber, at Relesys hermed er med til at sætte standarden for fremtidige noteringer på First North. Jeg overvejer, om jeg vil tegne med.

3,67

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"