

Stifter vil skabe ny gigant på bør – men børspanel underkender regnskabskvalitet

Meew bliver første danske vækstbørsnotering i otte måneder. Børspanel er kritiske overfor manglende revision



Armin Kavousi, stifter og adm. direktør i børsaktuelle Meew, der bl.a. har udviklet hjernescanneren Curvex, der kan hjælpe stressramte og børn med adhd. Foto: Jeppe Bøje Nielsen

EMIL STIG PEDERSEN SIMON KIRKETERP

03. MAR. 2023 KL. 06.30

DEL

Kurstab og usikkerhed har frosset markedet for nynoteringer på vækstbørser til – nu bryder tech-selskabet Meew med stifter og direktør Armin Kavousi isen. Udover at levere it-konsulenttydelser satser Meew på selv at udvikle innovative produkter som f.eks. hjernescanneren Curvex og foretager ventureinvesteringer. Uafhængige investorer ser potentiale i forretningsmodellen, men er kritiske overfor, at Meew går på børs uden egentlig revision af regnskab.

“Hvad nu, hvis nogen græsrodsgutter kan skabe det nye Lego eller Google? Jeg tror, vi har et skud. Alene på vores konsulentdel Meew Studios ligger der en ret stor upside med den vækst, vi har haft i fjerde kvartal. Vi er på en rejse med egne brands og investeringscases, der på sigt kan blive spinouts og stå på egne ben. Det er bare kirsebær på toppen,” siger Armin Kavousi, der fortæller, at han er uddannet i neurovidenskab, har en baggrund som fodboldspiller i USA og som musiker har ligget nummer et på en canadisk hitliste.

“Potentielle investorer i selskabet skal være yderst påpasselige her

Jakob Have, investor

Begejstringen er begrænset hos uvildige investorer:

“Point for idérigdom, men strukturen mangler. De risikerer at gabe over for meget. Deres investeringer virker ret luftigt værdiansat. Derfor er det også helt uacceptabelt at blive præsenteret for et urevideret regnskab,” udtaler Jens Løgstrup, der sammen med Jakob Have udgør et panel, som i Børsen vurderer selskaber på vej mod børsdebut på en skala fra 1-5. 1 er lig med stærkt kritisabelt, 3 godkendt, mens 5 indikerer stærkt potentiale. Jens Løgstrups samlede vurdering er 2,27, mens Jakob Have er nede på 1,83.

“Potentielle investorer i selskabet skal være yderst påpasselige,” siger han.

Armin Kavousi siger:

“Hvis man som investor synes, at vi gaber over for meget, så forstår man ikke forretningen, og så er der så mange andre aktier, man kan købe.”

Han stiftede i 2017 grundstammen i koncernen, Meew Studios, der udfører it-konsulentopgaver. Sidste år steg salget fra 7,4 mio. kr. til 19,9 mio. kr. Konsulentbenet står for langt størstedelen af salget på 20,2 mio. kr. i koncernen, der også består af Meew Brands og Meew Invest. Førstnævnte har f.eks. udviklet hjernescanneren Curvex, der siden den ramte markedet i 2021 har omsat ca. 200.000 kr.

“Brands er vores legeplads. Her er vi kreative og arbejder med machine learning, AI og sofistikeret software. Vi prøver ting af og kan hurtigt lave en prototype. Jeg tror, Google har noget lignende. Måske ender et produkt som Curvex med kun at omsætte for 1 mio. kr. Men det er stadigvæk måske 10.000 brugere, som så får fordelen af en hjernescanner, der kan hjælpe med stress eller børn med adhd. Visionen er ikke at redde hele verden, men hjælpe én af gangen.”

Der sælges aktier for 14,85-18,5 mio. kr. Der er forhåndstegninger samt garantier for 80 pct. af maksbeløbet, så notering er i hus. Med rådgivere er værdien af selskabet sat til 40,3 mio. kr. inden børspenge.

Ingen revision

Børspanelet er kritiske overfor værdien, særligt da Meew går på børs uden revideret 2022-årsrapport. Løgstrup siger:

“Det skaber helt unødvendig usikkerhed.”

Af prospekt fremgår det, at perioderegnskabet for de første tre kvartaler har gennemgået revision, mens tal for fjerde kvartal er selskabets egne og blot forberedt af revisor. Men ser man i regnskabet for de første tre kvartaler, viser det sig, at revisor, BDO, ikke har foretaget revision, men blot et såkaldt review, der ifølge Jakob Have svarer til, at “revisor kradser i overfladen”, og ifølge revisorforeningens egen definition giver “begrænset sikkerhed for oplysningerne i årsregnskabet”.

“Det er dybt problematisk at angive et review for revision,” siger Jakob Have. Han har selv en baggrund i revisionsfirmaet Deloitte.

Finansiell udvikling i MEEW

Kroner

Resultatopgørelse	2020	2021	2022*
Omsætning	171.201	7.505.350	20.189.340
Bruttoresultat	151.918	5.571.447	15.520.816
Driftsindtjening	136.346	-276.009	3.900.577
Resultat før skat	134.990	-326.459	1.860.018

Balance

Aktiverede udviklingsomkostninger	348.844	2.535.554	3.903.260
Tilgodehavender, der kan konverteres til aktier i andre selskaber	0	0	7.530.557
Likvide beholdninger	47.719	834.615	163.111
Egenkapital	157.615	3.228.802	8.122.105
Gældsposter	587.751	4.060.783	12.721.287

Forventninger

“Det økonomiske mål for MEEW er at have en gennemsnitlig årlig vækstrate af nettoomsætningen på 25-30 pct. over de næste tre år, mens overskuddet for samme periode forventes at have en årlig vækstrate på 20-30 pct. Endvidere sigter selskabet mod at øge den kortsigtede ebitda-margin til 25 pct. på mellemlang sigt.”

*Ikke revideret af revisor. Kilde: Virksomhedsbeskrivelse og regnskaber, MEEW

I perioderegnskabet skriver BDO: “Proforma-koncernregnskabet har som særligt formål at forsyne ledelsen med et overblik (...) Som følge heraf kan proformaregnskabet være uegnet til andet formål.”

At regnskabet ikke er revideret, virker uforståeligt for Armin Kavousi:

“Jeg mener, det er blevet revideret. Men nu er vi udenfor mit finansielle ressort her.”

40,3

mio. kr. er selskabets værdi

Han vender senere tilbage på mail og skriver, at det er en fejl, at der i prospektet står “revideret”, når det er et review. Da regnskabet ikke er revideret, er der risiko for, at det er andre tal, investorerne får på bordet, når revisorerne er klar med et endeligt 2022-regnskab. Armin Kavousi siger:

“Jeg ved, at selve tallene ikke kommer til at variere særlig meget, når vores årsregnskab snart kommer.”

Jesper Vogelius, Sorgenfri Kapitalforvaltning, er med IPO Nordic Fund største eksterne investor:

“Selvfølgelig skal tallene være reviderede, når du beder om fremmede penge. Men vi har ikke lagt stor vægt på det, da vi naturligvis også har foretaget vores egen due diligence.”

Han tegner aktier for 1,5 mio. kr. og stiller – mod en provision på 12 pct. – 1 mio. kr. i garanti, der kun investeres, hvis aktien ikke fuldtagnes.

“Regnskabet skal gerne underbygge tallene i prospektet. Det er klart, hvis det regnskab viser noget andet, og de tal, vi har fået at vide, ikke holder vand, så kan det godt være, at vi skal reagere på en eller anden måde. Men det kan vi ikke forestille os. På den ene side er Meew bare en konsulentbutik og så alligevel ikke, for hele deres tilgang er anderledes og mere kreativ end andre steder. Og så har de det andet oveni. Så vi ser potentiale to steder.”

Opskruede værdier

I BDO's review-erklæring af perioderegnskabet henleder revisor opmærksomheden til en note, der beskriver, at der er “usikkerhed” ved den måde, Meew indregner værdien af tilgodehavender og udviklingsprojekter. I Meews tredje forretningsben, Meew Invest, investeres konsulenttimer mod ejerandele i nystiftede ventureselskaber, og i regnskabet, som fremlægges i prospektet, udgør “tilgodehavender fra salg og service” 7,5 mio. kr. – over en tredjedel af aktiverne.

“Det er reelle tal baseret på reelle aftaler. Ved *sweat equity* konverteres fakturerbare timer til ejerskab i det selskab, vi har investeret i. Vi har en intern model for afskrivning og afskriver på eventuelle risici ved en investering på forhånd, så vi kan overraske positivt ved årsregnskabet,” siger Kavousi.

FAKTA
MEEWS BØRSNOTERING

FOLD IND ^

- Meew ønsker at rejse 14,85-18 mio. kr. gennem en børsnotering på den svenske vækstbørs Spotlight.
- Selskabet er værdiansat til 40,3 mio. pre-money svarende til en tegningskurs på 8,25 kr. pr. aktie.
- Tegningsperioden løber fra 21. februar til 7. marts og første handelsdag forventes at være 16. marts.

Men børspanelet hæfter sig ved, at værdiansættelse af Meews ventureinvesteringer virker opskruede. F.eks. er selskabet Atlantis, stiftet i 2022, uden offentligt tilgængeligt regnskab og endnu ikke i drift, men værdiansat til samlet tæt på 50 mio. kr. Bilvaskfirmaet Steamgreen, stiftet i maj 2022, er værdiansat til 10,5 mio. kr., mens Easymove, en platform til motionsøvelser på arbejdspladsen, er 15 mio. kr. værd trods negativ egenkapital.

“Vi har en intern due diligence-proces og bruger også ekstern rådgivning, inden vi investerer. Og vi går ofte ind i investeringer med andre investorer til samme værdiansættelse,” siger Kavousi.

Så der er ikke risiko for, at I skal nedskrive?

“Nej, jeg ser tværtimod en upside ved, at vi er gået ret tidligt ind i nogle af de her cases, og så kan vi inden for 3-5 år lave en exit.”

Skruer ned

Armin Kavousi siger, der er skruet ned for ambitionerne om at vokse salget i samme tempo som sidste år for at levere positivt cashflow i 2023:

“Vi har gearret forretningen rigtig hårdt, men nu er det på tide, at jeg ikke får grå hår og skæg. Nu skruer vi lidt ned for væksten, bliver cashflow-positive, og så kigger vi ind i en case, der bærer sig selv.”

Meew stiller investorer en gennemsnitlig årlig vækstrate af netto-omsætningen på 25-30 pct. over de næste tre år i udsigt, mens overskuddet ventes at stige 20-30 pct. årligt.

Hvordan er I kommet frem til, at I er 40,3 mio. kr. værd?

“Vi har haft tre corporate finance-huse til at vurdere casen. I 2021 fik vi at vide, at vi kunne sælges for 100 mio. kr. Men det var jeg ikke enig i. Jeg investerede selv i Robinhood i USA på toppen. Den crashede 90 pct. Så jeg har selv siddet og købt aktier for bare at se dem crashe, fordi de var vurderet for højt. Det gider jeg ikke være med til.”

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: MEEW

Definition af skala: 1 = stærkt problematisk. 3 = godker

Forretningsmodel

Jeg har kæmpe respekt for evnen til at skabe nye produkter det bare var den, man skulle vurdere, ville jeg give et 5-tal bare et eller to af de her produkter kommer op at flyve me så kan det blive meget spændende. Men samtidig er det er forretningsmodel, hvor spredning på produkter og brands enorm. Jeg mangler fokus. Uden det kræver det meget sta forretningskultur at få succes. Risikoen er ren kaos. Det er usædvanligt – og unødvendigt mange selskaber, man får s her. I en forholdsvis lille virksomhed er det slet ikke nødv med alle de enheder.

Værdiansættelse

Det er ufatteligt, at de kommer med et urevideret årsregns uacceptabelt, og det skaber unødvendig usikkerhed. Jeg k ikke lide regnskabsprincipperne. De er for optimistiske og til tab senere hen på de luftige værdier på “soft investmen man går ud og hjælper med produkter og så har et tilgodel som kan konverteres til aktier i selskaberne. Værdien er s mio. pre-money, men uden friske penge nu ville selskabet klare den. Der er det for lidt, at nye aktionærer blot får en af selskabet for 20 mio. kr. De får et plus for, at 80 pct. af a allerede er forhåndstegnet.

Ledelsen

Det er super positivt, at selskabet repræsenterer fremtider ledelse. Man har skabt fokus på arbejdsmiljø med trivsel o rammer og tiltrækker kreative unge folk til et usædvanligt miljø. Men det er alvorligt at gå fra nul ansatte til næsten i ingen tid. Det kræver stærke evner til styring og professio forretningsdrift for at få en lønsom drift. De kvaliteter ser den organisation. Det bliver ikke bedre med den bestyrels har valgt. Der er en advokat for bordenden, næstformand med turnaround i Green Mobility, og resten har ikke noge erfaring i succesfuld forretningsdrift.

Samlet vurdering

Det rigtige ville have været at få en revisionspåtegning på så investorerne havde lejlighed til at læse, hvad revisorer Ellers bliver det luftigt. Værdiansættelsen burde derfor lig godt stykke under de 40 mio. i pre-money valuation. Jeg f den her aktie vil sive, ligesom vi har set det med mange ar nyttegninger. Jeg håber, at jeg tager fejl, og at vi om et elle selskabet flyve og klare sig godt. Det er jo dejligt, at der er som tør stå til søs, og jeg håber virkelig, at det her lander i positive ende. Men jeg vil ikke købe aktier her.

Jakob Have

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



Børsvurdering: MEEW

Score 1-5

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

Forretningsmodel **2,5**

Der ansættes studerende/nyligt dimmitterede it-konsulenter, der leverer til to områder:
1) It-konsulentopgaver. Der modtages en mindre fast betaling mod, at der til gengæld modtages ejerandele i de early stage-firmaer, der udføres opgaver for.
2) De skaber et innovativt miljø, hvor interne ressourcer udvikler nye selskaber/brands. Der er etableret mere end en håndfuld selskaber/brands, men meget er stadig under udvikling. Der er yderst begrænset omsætning i denne del.
Konceptuelt virker det rigtigt, og jeg kan genkende set-uppet fra andre mindre konsultentselskaber. Der er ikke meget historik. Det trækker ned i vurderingen.

Værdiansættelse **1,0**

Det virker til, at der er sket rigtig meget på omsætning og forretningsomfang i 2022, men der foreligger ikke en revideret årsrapport for 2022.
Der er særlig usikkerhed forbundet med værdiansættelsen af ejerandelene i early stage-startups, som selskabet har erhvervet som modydelse for udførte konsulentopgaver. Eksempelvis har selskabet som betaling for platformsudvikling opnået en ejerandel på 33 pct. i et mindre end 1 år gammelt bilvaskeselskab, der værdiansættes til 10,5 mio. kr., ligesom et ikke driftsklart real estate-startup værdiansættes til 48,7 mio. kr.

Ledelsen **2,0**

Ledelsen fremstår innovativ, hvilket trækker op.
Hvordan man kan vælge at lade en så nystartet koncern blive børsnoteret uden at have et revideret koncernregnskab, kan jeg simpelthen ikke forstå rationalet bag. Derudover er det dybt problematisk at angive i materialet, at der er foretaget revision af et perioderegnskab, når revisor blot har afgivet en review-erklæring.

Samlet vurdering **1,83**

Forudsætninger for, hvordan værdiansættelserne af ejerandelene i early stage-startups er fremkommet, oplyses ikke i materialet. Dette forhold sammenholdt med, at der ikke foreligger en revideret årsrapport for 2022 gør, at det ikke er muligt at få komfort på de tal, der præsenteres i materialet. Potentielle investorer i selskabet skal være yderst påpasselige her. Jeg vælger ikke at tegne med.

NÆVNTE EMNER: [Børsnoteringer](#) [Aktiespil](#)

DEL

GEM TIL SENERE



ANDRE LÆSER OGSÅ

Novo Nordisk nærmer sig fuld plade på vigtigt vækstområde: Mange patienter vil foretrække en tablet



Efter rekordår: Mærsk's hovedrige ejerfond vælter i penge

