

# UPstream

I N V E S T

## UPstream Nyhedsbrev nr. 25, oktober 2015

Det er ikke nemt at tjene penge i branchen for grøn energiteknologi. Selvom stort set alle mener, at det er den vej vi skal gå og gøre os uafhængige af kul, fossiler og den arabiske verden. Følgende eksempler skal illustrere dette.

### Tesla og batteribranchen

Den amerikanske elbilfabrikant Tesla Motors Inc. kommer med en ny X-model i form af en SUV (Sport Utility Vehicle) der udover at være ganske rummelig, kan accelerere fra 0 til 100 km/t på under 4 sekunder. Bilmærket der, ligesom enheden for magnetisk feltstyrke, er opkaldt efter den rumænske fysiker Nicola Tesla, nyder efterhånden stjernestatus verden over. Dets grundlægger Elon Musk, der netop har besøgt Danmark, har nærmest status som rockstjerne. Man siger at det er lykkedes ham at gøre elbilen hightech og sexet.



Ny Tesla model X

Der kan næppe være megen tvivl om at Elon Musk med sine Tesla biler udretter noget stort og prisværdigt. Noget tyder på at bilbranchen står overfor sit største skift siden Henry Fords dage. Men der er 2 ting herved som jeg hæfter mig ved. Det ene som aktieinvestor, det andet som fysiker.

1. Som aktieinvestor ærgrer jeg mig naturligvis over at vi ikke købte Tesla aktier helt tilbage i 2008 da vi startede UPstream Invest. Jeg kendte allerede den gang aktien og studerede tallene for virksomheden. Tallene er ikke nemme at finde på Teslas hjemmeside, idet man skal ind under "Contact Us" skrevet med småt i bunden af siden. Det er ikke ligefrem "shareholder value" siden skal have høje karakterer for. Men tilbage til regnskabstallene for Tesla: De viste i 2008 ingen overskud hidtil og det er også præcis hvad tallene viser i dag for Tesla. Ja, virksomheden er i rivende vækst og det gælder også dens underskud, der løb op i 300 mio. \$ for 2014. Omsætningen er ganske vist 10 gange større end underskuddet og det er jo lovende, men det er det ikke at Teslas børsværdi igen er 10 gange større end omsætningen, dvs. på 30 mia. \$. Dette er 34 gange egenkapitalen på 900 mio. \$. Selskabet har også optaget lån på 3 mia. \$, altså 3 gange deres egenkapital. På trods af den store "hype" om selskabet som børsdarling, har man altså fundet det nødvendigt at finansiere sig for fremmedkapital. Så hvor imponerende Teslas biler end er, ændrer det indtil videre ikke på den omstændighed at virksomheden lever for sine investorers og långiveres penge. Det kan jo kun fortsætte så længe pengeskassen ikke er tom eller investorerne og kreditorerne er villige til at skyde flere penge ind. Læg dertil at elbiler i årevis har fået indirekte statsstøtte gennem afgiftsfratagelser som Elon Musk også meget nødig ser fjernet. Det var vist netop derfor han besøgte Danmark – for at opfordre den nye regering til at fortsætte støtten. Så mens jeg virkelig krydser fingre for Elon Musk og hans foretagende, så er det dog ikke noget jeg er villig til at sætte mine og andres sparepenge på. Vi har tabt penge nok i UPstream Invest – penge i Tesla kan fordampe som dug for morgensolen.
2. Som fysiker er det andre tal jeg ser på. Heller ikke de er så opmuntrende mht. elbilen, der jo skal køre udelukkende på batterier. Et batteri omdanner kemisk energi til elektrisk, så ligesom benzinbilen kører elbilen på en måde også på kemisk energi. Modsat benzinen så kan batteriet dog genbruges, dvs. ny elektrisk energi kan oplagres der som kemisk energi (elektrisk energi er svær et gemme i store mængder). Kemisk energi kan gemmes men det fylder – der er simpelthen kemiske grænser for hvor meget man kan proppe ned i kassen ligesom der er grænse for hvor meget salt man kan opløse i vand. Oliens succes har netop at gøre med at 1 kg heraf indeholder relativt megen kemisk energi. Brint er dog bedre og det brugte vi da en mand blev sendt til Månen. Dette kan vi også bruge i brændselsceller til at drive biler frem uden eksplosioner og forurening. Forleden da jeg købte ny (brugt) bil viste forhandleren mig 10 brintbiler af mærket Hyundai som han havde leveret til Slagelse Kommune. Det var også en stor SUV som kunne køre 600 km på en tank, længere end

den nye Tesla model X der kun kører 400 km på en tank (opladning). Dertil kommer at en brinttank nok kan fyldes hurtigere end et batteri kan lades op. Men om der bruges olie, brint eller batteri - der kan kun hives 2-3 energienheder (elektronVolt i fagsproget) ud af hver elektron og hvert atom. Dette kan end ikke nok så mange Ph.D'er i et rum lave om på. Taler vi derimod kerneenergi og er vi villige til at gå ind i kernen af atomet for at hente energien, så stiller sagen sig helt anderledes. Så kan vi hente op mod 1 million energienheder ud per atom. Tag bare Curiosity bilen der kører rundt oppe på Mars for at finde tegn på vand og liv. Den kører på kerneenergi og det kan den gøre uafbrudt og uden opladning i 10 år. Men plutonium er ikke så populært. Det er mere populært at tale om thorium. Men den historie tager vi en anden gang.

### **GT Advanced og Solcellebranchen**

I oktober 2014 gik det amerikanske selskab GT Advanced, tidligere GT Solar, i betalingsstandsning (chapter 11). Det kom som lyn fra en klar himmel og aktiekursen faldt på få uger med over 99%, altså fra 18\$ til 15 cent. CEO Tom Gutierrez havde så sent som i årsrapporten 2013, som udkom i april 2014, erklæret "As we look ahead to 2014 and beyond, I have never been more exited on the path on which we are travelling". Selskabet havde indtil da været en "børsdarling" med et overskud i regnskabsåret 2011-2012 på 1 mia. danske kroner og 12 mia. i ordrebogen. Ganske vist havde GT Advanced haft kraftigt fald i omsætning og tillige et underskud i 2013 og første halvår 2014, men det havde stort set alle selskaber i solcelle- og LED branchen i disse år. Siden august 2014 er der ikke kommet flere års- eller kvartalsregnskaber fra selskabet, men i en oversigt på yahoo.com fremgår at GT havde et tab på over 300 mio. \$ ifølge seneste tal på en omsætning kun halv så stor. Ved konkursbegæringen i oktober rådede selskabet over 85 mio. \$ i likvider. Man havde ellers i 2013 styrket kapitalbalancen med en frisk indsprøjtning på 290 mio. \$ både i form af fremmedkapital via lån og egenkapital via aktieemission. Herved kom likviderne op på 500 mio. \$ ved udgangen af 2013 og egenkapitalen op på 330 mio. \$. Dette på trods af et underskud i de forgangne 21 mdr. på over 200 mio. \$. Men det var åbenbart ikke nok og allerede 9 mdr. senere kom betalingsstandsningen.

GT, stiftet i 1993, havde netop gået for at være særligt modstandsdygtig i solcellekrisen fra 2011 til 2013, fordi de også leverede ovne og værktøjsmaskiner til stærkstrøm, LED og IT brancherne. Navnlige havde de indgået en kontrakt med Apple om levering af skiver af safir glas til iPhones. Den aftale gav også en af konkurrenterne, Meyer Burgers aktier vind i sejlene. Med aftalen satte Apple 225 mio. \$ af til GT i "restricted cash" hvilket nok har været penge øremærket til investeringer i det

udstyr som var nødvendigt for at GT kunne levere safir glas til Apple. De penge har Apple tabt. Overordnet får man et billede af GT som et selskab med en ledelse der har redet på en bølge og aldrig lært at passe på pengene. Der er blevet overinvesteret i de gode tider og man har troet sig uovervindelig pga. sin stærke teknologi. Den slags hybris er desværre langt fra noget særsyn i teknologibranchen.

Som eksemplerne med Tesla og GT Advanced Tech. viser, er det svært at tjene penge i denne branche. Men en af vore virksomheder, kinesiske Tianneng Power Inc., er efter et enkelt år med underskud tilbage med et solidt overskud i 1.halvår af 2015. Det er så meget desto mere beundringsværdigt som at Tianneng laver elcykler og mindre elbiler og altså er i samme branche som Tesla Motors Inc. Tianneng har vi haft lige fra start i 2008 i UPstream Porteføljen og det har været vores ubestridt bedste aktie som vi har tjent rigtig godt på. Men det er desværre en af de få solide historier i branchen. Tag et eksempel mere:

### **LED Branchen**

En anden boombranche som vi investerer i, nemlig LED, synes også at være kendetegnet ved at det er svært at tjene penge for tiden. En af perlerne i branchen er amerikanske Cree Inc. der ubestrideligt er teknologisk førende. Efter at have givet overskud hvert år siden år 2000, led virksomheden et underskud i regnskabsåret 2014/2015. Cree er stiftet i 1987 og viste også op til år 2000 en lang årrække med overskud, så mønstret er set før og Cree skal nok hurtigt komme tilbage i overskudszonen. Markedet overreagerer dog altid på dårlige nyheder, så aktiekursen er halveret over det seneste år. Vi har benyttet lejligheden til at øge vores beholdning af denne aktie så den nu er den 5.største i porteføljen (se tabel herom nedenfor). Der er naturligvis andre stærke LED firmaer der buldrer frem såsom kinesiske Sanan Optoelectronics Inc. som jeg er blevet opfordret af insidere i branchen til at investere i. Aktien er dog kun noteret på børsen i Shanghai og ikke i Hong Kong. Dette besværliggør investering i den ret betydeligt. Desuden er der heller ikke nogen særlig god gennemsigtighed for denne aktie mht. regnskab osv. Derfor har bestyrelsen valgt ikke at gå ind i denne aktie.

UPstream aktier til salg: 324 stk.

Kurs på UPstream Aktien: 778 kr.

## UPstream Porteføljen

## % af Portefølje

Ixys Inc.		17,4
Tianneng Power Inc.		16,5
Topsil A/S		16,0
Studsvik AB		14,1
Cree Inc.		11,2
Aixtron AG		6,1
SMA Solar AG		5,1
Trina Solar Inc.		4,8
Meyer Burger AG		4,3
Chaowei Power Inc.		4,1
LEU Inc.		0,3
Totalt aktier		99,4
Kontantbeholdning		0,6
<b>Aktiver i alt</b>		<b>100,0</b>

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen