

UPstream Nyhedsbrev nr. 12, september 2011

Først de dårlige nyheder:

2011 har indtil videre været et dårligt år for vores investeringer. Jordskælvet og tsunami bølgen der ramte Fukushima området i Japan i marts og, foruden så meget andet, forårsagede ulykken ved et kernekraftværk blev af de fleste opfattet som et tilbageslag for kernekraftens renæssance. Det har kunnet ses på vores kernekraft aktier. Desuden kommer en ulykke sjældent alene. I juli skete der så en togulykke i Kina med et af de nye højhastighedstog som dræbte 40 mennesker og foreløbigt har sat Kinas ambitiøse program her ned i gear. Det har ramt danske *Topsils* ordrebog og aktien er faldet meget (se kort nyt på side 3).

Endelig er der jo som bekendt hele virakken om faren for især sydeuropæiske landes totale økonomiske sammenbrud og euroens fremtid, foruden et USA der slet ikke er kommet ud af sin finanskriser og boligmarkedsboble og hvor der i den grad mangler fælles fodslag hos landets ledere til bare af tage afsæt til at komme i gang med at løse de problemer som tårner sig op. Ligesom ved sidste finanskriser i 2008, rammes aktierne for grøn teknologi særligt hårdt fordi branchen jo unægtelig er delvis afhængig af statsstøtte og aktiemarkedets hævdevundne opfattelse igen er at der så ikke bliver råd til den slags foreløbig. Den opfattelse overser dog helt den væsentligste spiller på området, nemlig Kina.

Men også USA's deroute gør aktiemarkedene nervøse for USA har været verdens forbrugerlokomotiv i flere årtier og hvem skal nu overtage den rolle? Ganske vist er Kina nu uomtvistelig en økonomisk supermagt men Kina er ikke et nyt USA og kinesere som flest er ikke shop-til-you-drop konsumenter selvom man måske godt kunne få det indtryk når man ser nyrige kinesere shoppe modevarer på Strøget.

I Kina udgør privatforbrug kun 34% af landets økonomi hvor det i USA udgør hele 70% og i Europa ca. 55% og faktisk er tendens faldende idet privatforbrug ganske vist stiger ca. 7% årligt i Kina, men BNP stiger 9% og anlægsinvesteringer helt op til 12-15% årligt. Kina er som USA en markedsøkonomi på mikroplan men på makroplan er det en økonomi hvor landets ledere, som regel ingeniører, udstikker rammerne. De og deres talstærke stab af rådgivere regner på tingene og følger beregningerne også når disse giver ubehagelige resultater som at der ikke i længden er råstoffer nok på denne jord til at alle kan leve som amerikanere gør i dag. De og landets øvrige elite bestående næsten udelukkende af akademikere stræber derfor ikke efter et

Kina ligesom USA hvor alle kører i benzindrevne biler til shopping mal og proper bilen med varer for derefter at køre dem hjem til deres overdimensionerede huse og nyde deres overdimensionerede måltider. Nej, Kina orienterer sig ikke værdimæssigt efter Vesten, nu er det gamle asiatiske værdier som harmoni med naturen og dens kredsløb, respekt for sparsomme ressourcer der rykker i centrum. Derfor mener Kina det dødsens alvorligt med større energi- og ressourceeffektivitet og begyndende skridt væk fra en energiinfrastruktur som beror næsten udelukkende på afbrænding af fossiler. Derfor satses der i den grad på nye anlægsinvesteringer der skal føre Kina ret ind i det 21.århundrede – til et land hvor natur- og ingeniørvidenskab går hånd i hånd med bedre miljø og økonomi.

Paradigmeskift fra USA til Kina er en realitet nu

Derfor står vi overfor et stort paradigmeskift væk fra en verdensøkonomi med USA i spidsen, drevet hovedsagligt af finansielle korthuse, oppumpet boligmarked og privat konsum til en verdensøkonomi med Kina i spidsen drevet af især rigtige fysiske anlægsinvesteringer der sikrer bedre udnyttelse af råstofferne så også de fattige 3 mia. mennesker på jorden kan få en rimelig levestandard. Menneskeheden skal ganske enkelt ombygges så det bliver mere energieffektivt og inddrager flere og i den proces må der samlet set holdes igen med forbrug. Økonomi er jo egentlig ret simpel når man samler det hele i en lukket enhed – Jordkloden der må kunne betragtes som et lukket system, i hvert fald mht. økonomi. Hvis vi betragter Jordkloden som et stort hus hvor beboerne pludselig opdager en stor svaghed i taget som snarest må repareres hvis det ikke skal udvikle sig til et stort hul. Så er der vel kun en holdbar vej for beboerne: for en tid skære ned på nydelserne og få taget repareret – det kan man også kalde at investere i et bedre tag. Hvis adgang til brændstoffer til opvarmning af huset pludselig blev stadig sværere, ville en holdbar vej ikke være business-as-usual men at begynde at gøre tiltag til at isolere huset bedre. Altså igen: den holdbare vej er mindre forbrug og mere investering. Er det ikke omtrent den situation menneskeheden står overfor i dag? Hvorfor kværner så mange økonomer, politikere etc. så stadig om at forbruget skal op så vi kan få gang i væksten? Hvorfor har så mange så travlt med at bekymre sig om at asiaterne sparer for meget op og forbruger for lidt når det netop er den model der har været med til at skabe så stærke økonomier derude i de sidste 30-40 år? Hvorfor skulle øget forbrug og gældsættelse i den vestlige verden være svaret på den vestlige verdens finanskriser, når det netop var de egenskaber der har skabt den? Hvorfor skulle det at lade den (elektroniske) seddelpresse køre på højtryk og skabe inflation være løsningen på finanskrisen når al historie fortæller lige det modsatte?

De dårlige nyheder er måske – i hvert fald på lidt længere sigt – slet ikke så dårlige endda. Det at finanskrisen har bredt sig fra banker til hele lande, kan måske endelig få magthavernes øjne op for at det er business-as-usual den er gal med og at vi må se at komme ordentligt i gang med omstillingen til det 21.århundrede. Kernekraften - som gør brug af naturvidenskabens største opdagelse i det 20.århundrede, nemlig Albert Einsteins formel $E = mc^2$, der beskriver ækvivalensforholdet mellem masse og energi – dens

udbredelse lader sig ikke stoppe blot fordi en kultur vælger at vende naturen og videnskaben ryggen. En ny kultur vil komme som på ny vil gøre brug af videnskabsfolkenes opdagelser. Således har Fukushima ulykken IKKE fået Kina eller Indien til at ændre på sine mål for hvor meget kernekraft de skal have i 2020 om end det måske har fået dem til at revurdere vejen derhen. Kina og Frankrig har netop her i september besluttet at sætte mere skub i kernekraft samarbejdet med et nyt institut for kernekraft forskning og sikkerhed i Zhuhai som i samarbejde med Grenoble Institutet skal uddanne civilingeniører med speciale i kernekraft. Og hvis jeg skulle give en ung mand et råd om uddannelse...

Men hvad så her og nu hvor vores aktier jo gerne skulle begynde at stige tilbage til de gamle højder snart? Hvad kan få dem til det? Det kan de gode regnskabstal der kommer (se øverst side 4 om Meyer Burger) for vores virksomheder og efterhånden vil vise også skeptikerne at hvis man kan levere gode komponenter og maskiner til energi- og råstofeffektive anlæg så har man en meget rig, meget stor og meget købevillig kunde i form af Riget i Midten.

Kinas Solcellemarked foran eksplosiv vækst

Tag for eksempel markedet for solceller: Kina har i en del år været verdens største producent her mens hjemmemarkedet har været beskedent og store solcelleparker endnu har holdt sig til tegnebrættet. Det kan nu ændre sig abrupt med en ny kinesisk lov fra juli om statslig støtte til solcelleanlæg på 1,15 RMB (ca. 1 DKK) per kilowatttime energi anlægget fremover producerer. Loven er klart inspireret af en lignende tysk lov fra 2000 som satte gang i det tyske solcellemarked og gjorde det til verdens suverænt største og er en af grundene til at Tyskland i dag er en teknologisk ledende nation på området. Spanien og Italien fulgte med lignende ordninger i 2007 og 2008 i Tysklands fodspor (hvilket gjorde Spanien til verdens største marked i 2009) men måtte med finanskrisen indstille eller stærk nedskære ordningerne fordi disse lande som bekendt fattes penge nu. Det kommer dog næppe til at ske for Kina – der skal i hvert fald abnormt mange solceller til at tømme den kinesiske statskasse.



Et land i udvikling - en kinesisk arbejder på et 400.000 Volt højspændingskabel som i 1.000 meters høje over dalen skal forbinde kommende solcelleparker i Qinghai provinsen og Tibet med det kinesiske strøm netværk.

Kinas aktiemarked tror på solceller

Det er også interessant at se hvor forskelligt aktiemarkederne i Vesten og i Kina ser på solcellevirksomheder. For mens de over en bred kam er styrtdykket i USA og EU med den tilbagevendende finanskrisen, er en ny kinesisk producent af solcellematerialer og udstyr ved at blive introduceret på børsen i Shanghai, nemlig *Beijing Jingyuntong Technology*. Der er sat en pris som for selskabet vil betyde tilførsel af 2,5 mia. RMB (ca. 2 mia. DKK) på denne børsintroduktion, 3 gange hvad de tidligere på året havde regnet med. Det skyldes at kinesiske aktionærer synes mere end villige til at tegne aktien for en flot pris på ikke mindre end 52 gange indtjeningen (overskud) i 2010. Kinesiske analytikere regner med at Kinas solcellemarked indenfor 2-3 år vil overhale det tyske. Til sammenligning handler UPstreams mest sammenlignelige virksomhed, Meyer Burger, på kun 8 gange indtjening. Vores andre solcelleaktier, Solarworld og Trina Solar, handler på hhv. 6 og 3 gange indtjeningen i 2010. Trina Solar er også et kinesisk solcelleselskab der uomtvisteligt er blandt de førende i branchen. Men ligesom langt de fleste kinesiske solcelle virksomheder er Trina Solar noteret på børsen i Ny York og amerikanske aktionærer tror åbenbart lige nu - modsat kinesiske aktionærer - slet ikke på solceller. Det er vel også grunden til at Jingyuntong Technology bryder med vanen og vælger at blive børsnoteret i Kina, hvor vi ikke-kinesere desværre ikke kan købe aktier.

Dette kan måske vise hvor forfærdeligt subjektive og uretfærdige aktiemarkeder lejlighedsvis kan være. Heldigvis udligner den slags forskelle sig med tiden – det er trods alt en virksomheds realøkonomi der i

sidste ende bestemmer dens aktiekurs mere end hvor i verden den er børsnoteret. Når det sker, kan man forestille hvor meget vores solcelleaktier kan stige. Men hvornår det sker, er derimod svært at sige.

Kort nyt

Vores eneste danske virksomhed, *Topsil*, kom i slutningen af august med et skuffende regnskab for 2.kvartal: Den svenske investeringsbank, Carnegie, som i foråret begyndte at følge Topsil (og satte et kursmål på 1,60 kr.) var ved den lejlighed vært for at Topsil fremlagde situationen og her var jeg også inviteret og kunne bl.a. spørge ind til hvordan det går med bygningen af den nye fabrik.

Topsils omsætning er faldet og overskud er i 2.kvartal faldet kraftigt. Årsagen nævnes som produktmodninger som har taget længere tid end ventet. Der er også nedjusteret for 2011 hvilket især skyldes en togulykke i Kina som i juli kostede 40 mennesker livet og har skabt stor offentlig vrede og myndighederne til indtil videre at nedsætte ønsket tophastighed fra 350 km/t til 300 km/t på togene, eller måske helt ned til 250 km/t. Hvis sidstnævnte fastholdes, behøves færre at Topsils styrings komponenter. Men analytikere forventer at Kina snart kommer op i fuld togfart igen, landet holder som regel fast i sine ambitiøse mål. I betragtning af hvor hurtigt udbredelsen af Kinas højhastighedstog er sket i de sidste 5 år, er det vel ikke så mærkeligt at en sådan ulykke ville komme på et tidspunkt men ligesom med Fukushima overasker graden af offentlighedens reaktion mig noget. Nu har vi vel snart fået nok af den slags i 2011, lad os ikke håbe at der kommer mere.

Ledelsen fastholder at vækstpotentialer på Topsils markeder fra 2012 og frem er intakt og at man i denne midlertidige nedtur ikke har tabt markedsandele med fortsat er ligeså vigtig leverandør til ABB og Siemens, som er ledende i verden indenfor stærkstrøms- og togteknologi. Der regnes fortsat med overskud for hele 2011 og aktien er faldet så meget (kurs på 0,47 kr.) at den er nede på 60% af indre værdi hvad der må betragtes som meget lavt prissat i betragtning af at Topsil næsten ingen gæld har og aktiverne er i maskiner, bygninger, konstruktion af ny fabrik, varelager, likvide midler og kun meget lidt i immaterielle aktiver. Den nye fabrik (se foto nedenfor) er under opførelse og der rykkes ikke på planer her, idet det forlyder at man fortsat vil bruge 200 mio. kr. herpå i 2011. Derfor har jeg købt mere op af Topsil så vi ikke er meget under de 10% af UPstream Porteføljen der af vores bestyrelse, er sat som mål.



2

TOPSIL

Bygningen af den nye fabrik skrider planmæssigt frem, de første maskiner sættes ind i 1. kvartal 2012. Byggeriet kan følges på Siliciumvej i Frederikssund. Som UPstream aktionærer er vi med til at muliggøre denne avancerede fabrik og bidrager til en konkurrencedygtig dansk industri. Det synes jeg at vi kan være stolte af.

Få dage efter denne dårlige nyhed kom et fremragende regnskab for 1.halvår 2011 fra vores schweiziske aktie, *Meyer Burger* der laver værktøjsmaskiner til solcellebranchen. I forhold til 1.halvår 2010:

Vækst i omsætning på 61% (på trods af den stærke Schweizer frank). Ca. 60% af omsætninger er i Kina og næsten al væksten kommer herfra. Operativt og netto overskud mere end 3-dobles. Nyt ordre indtag vokser 33% og er 25% over omsætning. Ledelsens forventning til hele 2011 hæves idet der forventes højere overskudsmargen. Den fortsatte fremgang forklares med den konsolidering og øgede fokus på omkostninger der for tiden sker i solcelle branchen, og som rykker Meyer Burgers teknologi i centrum idet denne netop sparer på den langt største omkostning i denne branche – materialer.

Meyer Burger har desuden netop afsluttet en succesfuld overtagelse af et tysk selskab, Roth & Rau, der har produktionsmodnet en ny type solcelle (såkaldt Hetero-junction) der har lovende udsigter til at give højere effektivitet. Men alle disse gode nyheder fik dog ikke Meyer Burger aktien til at stige i dette depressive marked, så jeg købte lidt flere. For de gode tal bekræfter at kineserne næsten ikke kan få nok

præcisionsmaskineri til opgradering af kinesisk industri i krigen mod drivhusgasserne og forureningen (se 11.nyhedsbrev fra juni) – en krig der efter alt at dømmes bliver langvarig.

Internt nyt

6.Aktieemission gennemførtes 14-20.juni 2011. 43 aktionærer tegnede 1.537 UPstream B-aktier, svarende til provenue på ca. 2,3 mio. kr. 24 nye aktionærer tegnede hver mellem 10 og 300 aktier og 19 gamle tegnede hver mellem 10 og 225 aktier. Således er vi nu i alt 160 aktionærer og der er i alt udstedt 6.610 UPstream aktier. En ny emission forventes til november så vi holder fast på 2 gange om året.

Der er blevet foretaget udskiftning i UPstream Porteføljen siden sidst idet 2 kinesiske batteri virksomheder er taget ud, nemlig China Sun Group og China Bak Batteries. Begge virksomheder besøgte på Kinaturen i april og da ingen af dem forretningsmæssigt var rigtig overbevisende og vi desuden har mistanke om svindel med regnskaber for China Sun Groups vedkommende, besluttede UPstream bestyrelsen at tage dem ud. I stedet blev tyske SMA Solar optaget i UPstream Porteføljen. SMA Solar leverer jævnstrøm-til-vekselstrøm omformere til solcellebranchen og er absolut førende i verden på området der klart domineres af tyske virksomheder. Dette er også en del af den såkaldte smart-grid branche, altså et mere selvregulerende elforsyningsnetværk. Dette er måske den hurtigst voksende branche i dag idet der er et kraftigt efterslæb efter årevis med udbygning af vindmøller uden opfølgning for at disse kræver mere styring af elnetværket. Vi har nu 11 virksomheder i UPstream Porteføljen hvor bestyrelsen har bestemt at vi max. må have 12, så der er plads til en virksomhed mere. Forslag hertil er altid velkomne.

Mandag 17.oktober tager jeg til Sverige for at besøge vores svenske kernekraft virksomhed, *Studsvik*. Deres regnskaber har skuffet en del år, men nu er ny administrerende direktør udnævnt efter den forrige tilsyneladende blev fyret med øjeblikkelig virkning. Det kan være et godt tegn. Studsvik har uden tvivl et stort uudnyttet potentiale eftersom virksomhedens kernekompetence, drift og sikkerhed på kernekraftværker, rykker i centrum efter Fukushima ulykken og jeg har indtryk af at de er ret aktive i Kina og Japan. Det får jeg nu lejlighed til at undersøge nærmere ved besøget.

Kurs på UPstream aktien: 979 kr.

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen