

UPstream Nyhedsbrev nr. 16, september 2012

I lyset af den meget skuffende udvikling på UPstream aktien i det seneste år, er jeg gået vores virksomheder efter i sømmene for at finde tegn på svagheder og mangel på konkurrenceevne. Resultatet heraf blev gennemgået på vores generalforsamling i maj. Jeg fandt ved 2 af vores virksomheder tegn på at de måske ikke er på højde med deres nærmeste konkurrenter hvis aktier (såfremt de er børsnoterede) vi måske i stedet skulle optage i vores portefølje. De 2 selskaber er Topsil og Neonon. Hvor smerteligt det end er at erkende sin egen fejlbedømmelse, er det aldeles nødvendigt for en investor og man må være villig til at tage konsekvensen heraf og smide et selskab man næsten har forelsket sig i på porten.

Neonon ud af porteføljen.

I forrige nyhedsbrev nævnte jeg vores bekymringer med den kinesiske LED producent Neonon. Ligesom for solceller er der (for) mange kinesiske LED-virksomheder om buddet mht. til selve produktionen af de små enheder der ganske vist behøves i enorme styktal men hvor presset på prisen er så intenst at kun de mest effektive producenter vil kunne overleve. Vi kender denne dynamik fra de såkaldte RAM hukommelseschips i computere. Behovet for den slags chips har med årene overgået alle forventninger og med Apples nye kreationer er historien tilsyneladende langtfra slut. Behovet for RAM chips er altså vokset markant hurtigere end behovet for f.eks. CPU processorchips som er hjertet i en computer. Men der er betydeligt højere fortjenstmargen på CPU chips hvor ”arkitektur” og know-how er mere påkrævet. I slutningen af 80’erne var Intel kommet i en eksistenskrise idet japanerne kunne producere RAM chips billigere end amerikanerne. Da valgte Intel at fokusere udelukkende på produktion af CPU chippen og resten af historien kender vi. ”Intel inside” blev et unikt kvalitetstegn og gav virksomheden monopollignende tilstande ikke mindst fordi den kunne bestemme de nødvendige standarder i computerbranchen. Derimod blev det asiater der kom til at overtage RAM markedet og kun de mest effektive som Samsung Electronics (som i

øvrigt er *både* Apples hovedleverandør og hovedkonkurrent) formåede at tjene godt på det. Alle disse 3 virksomheder belønnede deres aktionærer fyrsteligt - der findes næppe meget bedre afkast på denne planet end hvad de har leveret. Bemærk at aktien for Samsung Electronics i 1998 - ligesom mange af vores virksomheder i dag, se tabel nedenfor - handlede under indre værdi men at den i de næste 2 år skulle 10-dobles (det var den investering der gav mig smag for teknologiaktier) og op til i dag 30-dobles. Moralen her er at der særligt indenfor teknologi gælder en nådesløs logik: for at tjene penge på teknologiaktier må man finde en af to slags virksomheder. Kategori 1: virksomheden kan noget unikt og ved højt knowhow holde de andre på afstand (Intel og Apple) eller kategori 2: den kan gøre noget forholdsvis rutinepræget mere effektivt end de andre (Samsung Electronics). Neonon tyder efterhånden ikke mere på at være nogen af den slags virksomheder og derfor har vi taget den ud af UPstream Porteføljen. I stedet har vi optaget den amerikanske producent af halvleder materiale til *både* LED og stærkstrømschips, Cree inc. Denne virksomhed tyder på at være i kategori 1 og det forekommer mig attraktivt at den er førende på en teknologi med to meget store vækstmarkeder.

Men Topsil får en chance mere..

Som behandlet nærgående i forrige nyhedsbrev, er der en del at være bekymret for mht. til Topsil. Men selskabet er så unikt at det stadig kunne ligne et godt bud på en kategori 1. Vi har her at gøre med en virksomhed med en meget stærk teknologisk førerposition på et område hvor man, som vist i 5 år fra 2006-2010 kan opnå både højt afkast og høj vækst. Dette er positivt og det ændrer sig ikke i de næste 10 år. Topsil har ganske vist en ustabil ledelse. Dette er negativt men det kan ændre sig og den nye adm. direktør er måske ikke så ringe som bestyrelsen. Derfor beholdes Topsil indtil videre.

Aixtron og Meyer Burger - kategori 1 til fingerspidserne

Disse 2 producenter af værktøjsmaskiner blev begge optaget i porteføljen for 1½ år siden og er altså sammen med IXYS, SMA Solar og Cree de 5 nye virksomheder i UPstream Porteføljen. Tyske Aixtron er nærmere gennemgået i Nyhedsbrev nr. 13. Aixtrons deponeringsmaskiner er uden tvivl en nøgleteknologi på LED området og der er ikke mange der kan være med her. Faktisk indtil videre ikke andre end den amerikanske konkurrent, Veeco Inc. – der er tale om et regulært duopol her. F.eks. har meget store virksomheder (ASML og Applied Materials) som laver deponeringsmaskiner til computerchip industrien forsøgt at gøre Aixtron og Veeco kunsten efter –

uden held. Når disse virksomheder der har 40 års erfaring indenfor deponeringsmaskiner ikke kan trænge ind på området – hvorfor skulle nogle nyttilkomne kinesere så kunne?

Schweiziske Meyer Burger laver produktionsudstyr til solceller og er bekræftet nært i nyhedsbrev nr. 9. Virksomheden udgør en slags flaskehals i industrien idet den eneste sammenlignelige konkurrent *var* tyske Centrotherm. Med den igangværende konsolideringsfase i solcellebranchen, er Centrotherm ligesom så mange andre kommet i akut nød og gået i betalingsstandsning og derfor skriver jeg ”var”. Det kan måske for nuværende virke som en ringe trøst at vores virksomheders konkurrenter klarer sig dårligere og deres aktier er faldet mere end UPstream aktien. Men i essensen er det vel det investering i et givet felt handler om - at finde branchevinderene. Således er Meyer Burger nu ubestridt førende med sin præcisionsmekanik som kinesere næppe vil kunne hamle op med foreløbig. Schweizerne konstruerede de første mekaniske ure på Christian IV tid - 400 års erfaring med finmekanik og den mennesketype det avler, kan selv ikke kinesere lige kopiere.

Når jeg så ofte nævner Kina ved navn i mine nyhedsbreve er det fordi jeg mener man næsten ikke kan overvurdere landets betydning for denne grønne energi branche som vi investerer i. Man kan egentlig omformulere kategoriseringen fra før til: Kategori 1: Virksomheden kan noget som kineserne endnu ikke kan og efter alt at dømmen heller ikke kommer til at kunne i de næste 20 år. Kategori 2: Virksomheden er den bedste *i Kina og i verden* (som man ofte ser skrevet på kinesisk) til at få produktet masseproduceret i gigantiske styktal. Som regel er denne virksomhed også kinesisk. Vores kinesiske Trina Solar og Tianneng Power ligner tydelige eksempler på kategori 2 virksomheder mens Aixtron og Meyer Burger ligner tydelige eksempler på kategori 1 virksomheder.

Grøn energi i en perfekt storm

Men selvom man finder branchevinderne, kan man jo bekymre sig for hvad det hjælper hvis hele branchen er syg. Kunne troen på grøn energi have kulmineret og det hele vise sig at være blot endnu et mediestunt, særligt udtalt i Danmark ved og omkring COP 15 mødet i København i december 2009 der skulle behandle den globale opvarmning? Siden har vi set ulykken ved Fukushima A-værket der i medierne kunne efterlade det indtryk at kernekraft er udelukket som bidrag til løsning på CO₂ problematikken. I sommeren 2011 var der en alvorlig højhastighedstogulykke i Kina der for en tid satte hele udbygningen i stå. Så kom krisen i de sydeuropæiske lande der hidtil havde sat store beløb ind på vedvarende energi og endelig har USA i sin erkendelse af at man ikke kan styre

Mellemøsten, gjort nye tiltag til at hente sine enorme gasreserver op af jorden. Alt dette har naturligvis påvirket vores virksomheders regnskaber negativt for en stund og rimeligt nok lagt en dæmper på den optimisme mht. til grøn energi der for et par år siden herskede på de vestlige børser. Men som altid overreagerer børserne. Set fra min stol er der ikke noget væsentligt der har ændret sig for de lovende udsigter for grøn mikroteknologi. For det som giver næring til min tro på at branchen bliver de næste 10-20 års vækstområde var aldrig det tårnhøjt forgældede og stagnerede USA og Sydeuropa. Det har hele tiden været de store vækst- og kreditorlande Kina, Sydkorea, Rusland, Brasilien osv. og deres benhårde satsning på grøn mikroteknologi der overbeviser mig. Og der skulle jeg da lige hilse og sige at hvis der er sket nogen ændring her siden 2009 så i retning af endnu mere beslutsomhed og konkretisering for det grønne efterhånden som forureningsproblemerne viser sig stadig tydeligere, f.eks. i en by som Beijing. Planer for solceller får jævnlige tand op i Kina. Metro undergrundsbaner bliver planlagt og udlagt alt hvad remmer og tøj kan holde. Mens vi i Vesten lader den virkelige fysiske infrastruktur rådne og forvitte fordi enhver jo alligevel til enhver tid bare kan søge tilflugt ind i den elektroniske skærms fagre nye sanselighed med nye saftige skandaler, sætter Kina nye standarder og kan ikke holde sig et sekund i ro i sin iver efter at bygge det 21. århundredes logistik på hele vor planet. I fremtiden skal alle veje føre til Kina - Riget i Midten. Det er forhåbentlig velkendt at Kina investerer spandevist af milliarder i fattige landes infrastruktur hvor råvarer hentes. Det gælder også Latinamerika og Australien og senest havne i Grækenland. Midt i sommervarmen hørte jeg så i radioen nyheden om at kineserne nu vil investere 300 mia. kr. i England til opførelse af nye britiske A-kraftværker og den engelske energiminister Charles Hendry havde ikke nogen indvendinger imod det. England har ikke som Tyskland og Japan (der efter lukning af sine kernereaktorer nu har underskud på handelsbalancen for første gang i hen ved 40 år) råd til miljøflip og de kinesiske ingeniører der styrer Riget i Midten trives med realister og pragmatikere. Noget skal kineserne jo bruge alle deres penge til og med et England i en finanskrisen af højere potens falder ”vandet på et knastørt sted”. Nogen af dem vil nok flyde tilbage da man regner med at kunne eksportere kinesisk teknologi her og desuden lære af briterne der var pionerer med verdens første store kernekraftværk i 1957.

Konklusion

Grøn energi er i en perfekt storm og de fleste af vores virksomheder skriver underskud for de seneste 12 måneder (7 ud 11 som det fremgår af tabel nedenfor). Men skibet vil ikke synke. Det er ikke berettiget at vores aktier i vægtet gennemsnit handler til kun 87% af den indre værdi som det fremgår af tabel nedenfor. Branchen består som vækstmotor og branchevinderne her burde ligesom for IT og medicinal handle på 3 eller 4 gange indre værdi. År efter år lægges der flere solceller ud end det forrige - nu begynder selv Danmark at komme med. Til næste år udfases de sidste glødepærer verden over. Schweizerne er ved at bore verdens længste tunnel som i 2016 skal stå klar - til højhastighedstog. Borearbejdet er fuldført nu og klippemateriale svarende til 3 Keops pyramider er boret ud. Overalt i verden er 60 nye kernereaktorer ved at blive bygget, 3 i Sydkorea, 3 i Canada, 10 i Rusland osv. 163 nye reaktorer er planlagt og venter på penge og 330 er foreslået og under behandling. Den nukleare renæssance og den mikroteknologiske revolution fortsætter - Niels Bohr og Albert Einstein har ikke levet forgæves.

Navn på Virksomhed	Valuta	Kurs	P/E	K/I	Vægt i %	Vægtet K/I
Cree	USD	28,7	73,6	1,30	4,33	0,06
Tianneng Power	HKD	4,8	5,4	1,60	10,20	0,16
USEC	USD	0,74	NA	0,15	15,35	0,02
Solarworld	Euro	1,33	NA	0,33	5,49	0,02
Studsvik	Skr	36,5	NA	0,56	12,56	0,07
Topsil	Dkr	0,36	NA	0,45	6,36	0,03
Trina Solar	USD	4,4	NA	0,32	11,07	0,04
Aixtron	Euro	11,87	NA	2,04	10,75	0,22
Meyer Burger	Euro	14	NA	0,93	10,43	0,10
SMA Solar	Euro	27,42	6,3	1,18	7,24	0,09
Ixys	USD	9,88	12,0	1,22	6,21	0,08
Gennemsnit					100,00	0,87

Tabel: Tallene for vores 11 virksomheder er baseret på de senest offentliggjorte regnskaber. K/I (kurs / indre værdi) betyder hvor meget man betaler for aktien i forhold til den andel af selskabets egenkapital man får.

Internt nyt

Da UPstream aktien noterer under den nominelle kurs på 1.000 kr. er vi nødt til at udskyde en emission til forventeligt foråret 2013. Rent juridisk må vi simpelthen ikke udstede nye aktier under nominel værdi. Reglen er vel tænkt til beskyttelse af de tidlige investorer. Vi skal derfor have kursen op på 1.100 - 1.200 kr. før vi går i gang med arbejdet med nyt prospekt og emission og dette

arbejde skal startes mindst 2 måneder før selve emissionen kan afholdes - derfor nås det desværre ikke i 2012. Det er ærgerligt for interessen for at investere i grøn energi virker usvækket og alle udstedte aktier - undtagen 10 stk. - er udestående. Derfor haves ikke meget at sælge indtil næste emission.

Kurs på UPstream aktien : 741 kr.

Med **grønne** hilsner

Thomas Grønlund Nielsen