

UPstream Nyhedsbrev nr.9, Marts 2011

Besøg af Schweiz – en stenrig teknologi nation.

I februar besøgte jeg Schweiz og 3 af landets førende virksomheder indenfor grøn teknologi, nemlig ABB, Meyer Burger og Schaffner. Bevæggrunden til at besøge alpelandet var ikke kun at jeg har boet og arbejdet der i 3 år. Schweiz er et land med dybe rødder indenfor teknik og industri i almindelighed og præcisions- og mikroteknologi i særdeleshed, tænk blot på de første finmekaniske schweizer ure fra 1600-tallet. Landet har aldrig været særligt begunstiget fra naturens side og råder hverken over betydelige råstof forekomster eller megen landbrugsjord. Terrænet er højst uvejsomt med høje bjerge, dybe kløfter og brusende floder. Således måtte menneskene her tidligt vælge mellem 2 veje: hårdt arbejde, teknisk snilde og udvikling eller bekvemmelighed og fattigdom. At Schweiz valgte det første kan man ikke være i tvivl om ret længe efter at man har krydset grænsen ind i landet. Edsforbundet (Nationen Schweiz er dybest set en ikke angrebspagt mellem folk af 4 forskellige nationaliteter og sprog) er simpelthen i hver mindste detalje gennemsyret af ingeniørkunst og diskret men gedigen rigdom. I dag råder landet over en perlerække af højteknologiske virksomheder ikke mindst indenfor grøn teknologi idet landet i mange år blev vænnet til at måtte spare ekstraordinært på energi og råstoffer.

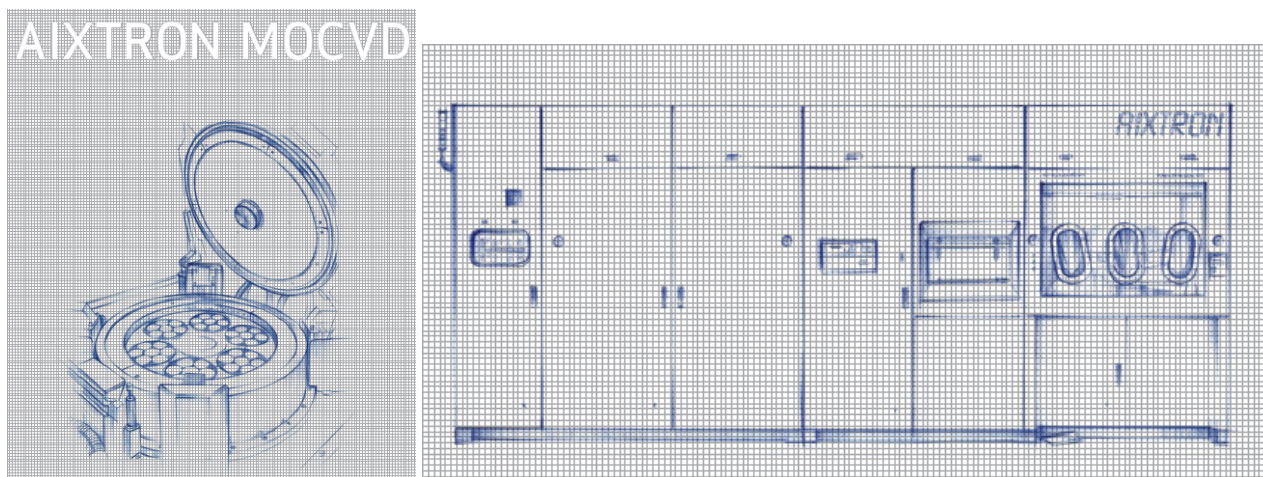
Besøget hos Schaffner bestod kun af interview med Adm. Direktør (CEO) Alexander Hagemann. Det var uden fabriksbesøg idet selskabet ikke længere har nogen produktion i Schweiz. Schaffner gør sig især indenfor stærkstrøms elektronik, ikke mindst til togdrift og el distribution. Det er et område hvor Schweiz også må betegnes som absolut førende, landet har et særdeles fintmasket jernbanenet der overalt er elektrificeret. Som beskrevet i tidligere nyhedsbreve oplever elektrificeret jernbane i disse år en renæssance i kraft af sin energiøkonomi og miljøvenlighed – ikke mindst med Kinas gigantiske investeringer i jernbane og eldistribution. Schaffner oplever således også at salg i Kina stiger med ca. 50% årligt.

Besøget hos Meyer Burger var der mere kød på. Det bestod både af en meget inspirerende samtale med selskabets tekniske direktør (CTO), Patrick Hofer-Noser, og en rundtur på et ret hektisk fabriksgulv hvor værktøjsmaskiner på størrelse med et rum blev samlet. 80% af Meyer Burgers omsætning udgøres af savemaskiner til at skære silicium ingots (stave) ud til wafere (skiver der minder om en CDROM Disc) til solceller. Krav til præcision er meget høje idet spild af silicium igennem maskinens levetid vil være den afgørende omkostning. Dette er en type virksomhed som kræver stor grad af know-how hos medarbejdere og mange års metodisk procesudvikling og -kontrol. Derfor er der ret begrænset konkurrence på dette område i stærk vækst og det er tankevækkende at Meyer Burger har stort set al sin udvikling og produktion i Schweiz og kun salg og service i Kina. 700 ud af de 1.100 medarbejdere findes i Schweiz, 200 i USA. Det på trods af at 60% af omsætningen går til Kina hvor Meyer Burger får lov til at fakturere i schweizerfranc hvilket er kommet overskuddet til gode idet denne valuta netop er steget stærkt i forhold til alle andre betydelige valutaer og for tiden står i 5,84 DKK. Også tankevækkende at et lille land som Schweiz kan have

så stærk en valuta – selvom landets største bank, UBS blev særdeles hårdt ramt af finanskrisen. Velsagten fordi landets styrke og rigdom grunder på folkets dygtighed og arbejdsomhed og ikke på dets banker - hvilket ellers er en udbredt myte. Meyer Burger er en type virksomhed som hører hjemme i UPstream Porteføljen, og synes jeg, af en så sjælden kvalitet så vi bare må og skal investere i den. På UPstream Invests bestyrelsesmøde den 24.februar gav bestyrelsen mig lov til at optage denne aktie i UPstream Porteføljen.

LEDs går endelig ind i ”hockeystaven”.

Som omtalt i et tidligere nyhedsbrev nr. 4, har jeg i nogle år forventet at lysdioder skulle komme til at opleve den såkaldte hockeystav med stærkt stigende omsætning hvor flaskehalsen ikke er afsætning men produktion i stil med hvad tilfældet var for solceller fra 2005-2008. Tidspunktet hvor salgskurven knækker over som en hockeystav synes netop i år at blive nået for LEDs og det ser man på at omsætningen indenfor produktionsudstyr til LED chips allerede i 2010 blev mere end fordoblet i forhold til 2009 og tidligere år. Omsætningen for den tyske virksomhed, Aixtron AG, voksede i 2010 med 170%, overskuddet 4-dobledes. Siden 2006 er omsætningen vokset 365% og overskuddet er 30-doblet. Bemærk at dette har været organisk vækst, dvs. uden opkøb af andre virksomheder. Aixtron laver ligesom Meyer Burger værktøjsmaskiner og har en omtrent ligeså misundelsesværdig position i forhold til konkurrencen. Aixtron leverer bl.a. såkaldte CVD-maskiner (Chemical Vapour Deposition, se figur nedenfor) til LED branchen og sidder på over 50% af verdensmarkedet. Disse maskiner gror bogstaveligt talt materialerne til LED, atom for atom i en meget kontrolleret mikroskopisk proces som giver sammensatte krystallinske halvledermaterialer specielt egnet til Lysdioder og små lasere.



Figur: **LED produktionsudstyr fra Aixtron.** Til venstre ses ”reaktoren” hvor 42 (7x6) wafers (typisk af halvleder materialet GaAs) a hver ca. 6 cm diameter indlægges hvorefter nanometer tynde lag af andre halvledermaterialer deponeres ovenpå hvilket giver materialet gode elektrooptiske egenskaber. Fra hver af disse små wafers fremstilles tusindvis af LED chips. Til højre: Hele CVD maskinen på højde med en mand. De 3 huller til højre er ”plumberede handsker” hvor man kan arbejde med waferen i den ekstrem rene luft inde i maskinen uden at forurenende partikler trænger ind. Det hele foregår i renrum.

Aixtron leverer f.eks. frem til år 2013 60 sådanne maskiner til Neonon, en af vores virksomheder der for fuld damp er ved at bygge nye fabrikker for at kunne følge med den eksploderende efterspørgsel efter LEDs. Hver maskine koster ca. 10 mio. kr. På trods af de meget flotte tal nævnt ovenfor, er selskabets

aktiekurs "kun" steget ca. 30% i 2010. På UPstream Invests bestyrelsesmøde den 24.februar gav bestyrelsen mig lov til at optage denne aktie i UPstream Porteføljen idet jeg tror at det er den slags virksomheder der kan blive de kommende Intel og Microsoft på området for grøn teknologi. Ganske vist har jeg endnu ikke besøgt Aixtron men jeg mener at denne virksomhed har så mange principielle ligheder med Meyer Burger, at besøget her foreløbigt er tilstrækkeligt. Aixtron har også beholdt sin produktion i I-lande. Mere om de 2 nye virksomheder i UPstream Porteføljen følger snarest på vore hjemmeside eller kan rekvireres ved at sende mig en mail herom.

Internt nyt:

Den 1.april – 9.april tager jeg til Kina med 30 andre aktie investorer, herunder 7-8 UPstream aktionærer bl.a. bestyrelsesmedlem Niels Christoffersen. Turen går til Dalian, Tianjin og Beijing i Nordkina hvor vi bl.a. skal besøge 2-3 af vores virksomheder.

For at vores udenlandske virksomheder – når vi besøger dem - kan se hvem UPstream Invest er, har vi lavet en engelsk version af vores hjemmeside. Der er også kommet en ny rubrik på forsiden heraf, med kort nyt om UPstream Invest så du nemt og hurtigt kan følge lidt med i hvad der sker mellem disse nyhedsbreve.

UPstream Aktiekurs per 01.03.11 **1.879 kr.**

Om aktiekursen

Der er sikkert mange af os, jeg selv inklusive, som finder aktiekursens udvikling det seneste år skuffende . Men det væsentlige er at det går vores virksomheder godt og at de fortsætter med at styrke deres konkurrenceposition i en branche i vækst. I tabel nedenfor ses de såkaldte nøgletal (P/E og K/I) for vores aktier, som viser aktiekursen i forhold til den indre værdi i selskabet og dets indtjeningssevne og som altså siger en del om værdien af aktien. De giver et klart billede af lave nøgletal dvs. at man ved køb af vores virksomheder/aktier lige nu får meget høj værdi for pengene. En gennemsnitlig P/E på kun godt 15 svarer til at man betaler 15 gange den årlige indtægt hvilket må betegnes som lavt for en sund virksomhed i almindelighed (med 5% obligationer betales 20 gange årlig indtægt) og meget lavt for en sund virksomhed i en vækstbranche og i en verden med meget ekspansiv pengepolitik og historisk lave renter. Men aktiemarkedet er altså for tiden ligeglad med denne logik og sådan har det sit eget liv og der er altid perioder hvor det minder om en neurotisk og apatisk person. Det varer heldigvis sjældent mere end et år så bliver personen pludselig euforisk, for så året efter igen at blive apatisk ("det hele kan bare være lige meget, jeg vil slet ikke have nogen aktier – det er alt for risikabelt!") Markedet i dag minder mig om situationen for præcis 2 år siden hvor aktierne i UPstream Porteføljen også havde meget lave nøgletal. Det var kort før UPstream aktien frem til foråret 2010 steg fra ca. 1.000 kr. til ca. 2.400 kr. Derfor er det så vigtigt at have en horisont på mindst 3-5 år når man investerer i aktier så man ikke er så afhængig af hr.markeds neurotiske humørsvingninger. I sidste ende er det altid virksomhedens evne til at tjene penge og ledelsens evne til at passe på dem som er afgørende for aktiekursen udvikling. Det er det jeg arbejder for dig med at undersøge på virksomheder verden over indenfor grøn mikroteknologi.

Med grønne hilsener

Thomas Grønlund Nielsen

	Omsætning 2010		kurs	P/E	K/I
Neoneon	1,1 mia.	HKD	3,17	28,8	0,87
Tianneng Power	2,2 mia.	HKD	3,18	11,0	1,71
China Sun Group	40 mio.	USD	0,88	5,9	1,06
USEC	2 mia.	USD	5,32	12,1	0,46
Solarworld	1 mia.	Euro	8,45	20,1	1,05
Studsvik	1,2 mia.	Skr	65,5	Underskud	1,07
Topsil	420 mio.	Dkr	1,35	8,4	1,78
Trina Solar	2 mia.	USD	27,6	6,6	2,09
China Bak Battery	210 mio.	USD	1,81	Underskud	0,74
Hollysys	175 mio.	USD	15,05	17,7	4,04
Aixtron	800 mio.	Euro	31	20,0	5,50
Meyer Burger	820 mio.	Euro	32	23,0	2,60
Gennemsnit				15,36	1,91