

UPstream Nyhedsbrev nr. 15, juni 2012

På vores ordinære generalforsamling 29.maj blev UPstream Porteføljen og de 7 af vores virksomheder der har været i den lige fra start - 3½ år tilbage - gennemgået i detaljen. Jeg beskrev i min præsentation hvordan de har klaret sig i denne periode både mht. til deres aktiekurs og deres forretning og sammenlignede med deres nærmeste/farligste konkurrenter som vi alternativt kunne have købt aktier i. Hermed forsøgte jeg at give et billede af hvor gode vi i har været til at vælge de rette aktier i denne branche. Resultatet ser ikke så ringe ud endda - i en branche præget af blodrøde tal har vores virksomheder i 3 tilfælde klaret sig markant bedre end den bedste konkurrence, i 2 tilfælde ligeså godt/dårligt og i 2 tilfælde noget dårligere. Tager man f.eks. solcellebranchen, har vi valgt de rette aktier fordi vi har holdt os væk fra euforien om tyndfilm solceller som mange i branchen har tabt meget på. Jeg har beskrevet i UPstream prospekt fra 2010 hvorfor vi valgte dette og mener at det nu er et velbeskrevet eksempel på hvordan vi går et spadestik dybere i vores arbejde med at forstå de virksomheder vi investerer i og at dette arbejde lønner sig. Dette kan måske nok være lidt svært at se og virke som en ringe trøst i et år hvor UPstream aktien er faldet 60% men jeg mener at dette aspekt - sammen med en ordentlig portion tålmodighed - er det væsentlige hvis man vil skabe værdi med aktieanalyse og tjene penge på aktieinvestering. I det følgende vil jeg dog gennemgå i detaljer et af de 2 tilfælde hvor dette aspekt ikke er lykkedes for os og hvilken lære og konsekvens vi drager heraf. Eksemplet er nærliggende fordi det er vores eneste *danske* virksomhed i UPstream Porteføljen.

Topsil - vores danske skuffelse

Topsil er en af de 2 af vores virksomheder der har klaret sig dårligere end de bedste konkurrenter. Topsil fremstiller silicium af meget høj renhed til brug i stærkstrømskomponenter. Silicium bruges i

stor udstrækning i computerchips og for nyligt i endnu større udstrækning i solceller. Her er de elektriske spændinger over en enkelt chip eller celle typisk ikke over et par Volt dvs. sammenlignelig med de 1,5 Volt batterier vi køber i Netto eller Super Best til vores forbruger elektronik. Men når anvendelsen er styringselektronik til tog, serverstationer eller vindmølleparker der skal kunne tåle spændinger på langt over 1.000 Volt, stiger kravene til materialets renhed og ensartethed til en helt anden liga. Her er det at Topsil kommer ind med sit såkaldte NTD silicium. NTD står for *Neutron Transmission Doping* og er en teknik som Topsil udviklede sammen med Risø Institutet i 70'erne hvor neutroner fra en kernereaktor skydes ind i silicium og dets elektriske egenskaber derved tilpasses på meget kontrolleret vis uden nævneværdig forurening. NTD silicium udgør hele 68% af Topsils omsætning, tendens stigende.

Efter 5 år med rekordoverskud under adm. direktør Keld Lindegaard frem til 2010, var 2011 et meget skuffende år for Topsil med underskud. Bestyrelsen fyrede Keld Lindegaard i efteråret 2011 på trods af hans overbevisende resultater gennem 5 lange år. Den havde måske dermed håbet at vise handlekraft og imødegå kritik fra aktionærene. Men man overkommer ikke kriser ved at udpege syndebukke. Ved den ordinære generalforsamling den 25.april 2012 haglede kritikken ned over bestyrelsen. Generalforsamlinger hos Topsil varer normalt 1 -1½ time hvorefter der er et let traktement før man skal videre. Denne varede 3 timer uafbrudt og det selvom der fra dirigentens side flere gange blev lokket med at der ventede sandwich når vi var færdige. Måske kunne det have formildet aktionærene hvis bestyrelsen kunne pege på mekanismer i markedet der kan få Topsil tilbage på vækstsporet og fremvise en plan for bedre styr på omkostningerne. Men det var der ikke nogen ansats til - i stedet vævede bestyrelsesformanden om ”en forsinket effekt af finanskrisen” og hvordan den havde ramt Topsil og det uagtet at ABB som er i samme branche har oplevet et rekordoverskud i 2011. Det der virkelig bekymrer ved Topsil er ikke markedet og omsætningen men ledelsen og omkostningerne - problemerne er interne og ikke eksterne. F.eks. steg gager og lønninger 20% fra 61 mio. kr. i 2010 til 73 mio. kr. i 2011 hvor omsætningen *faldt* tilsvarende. Men det der gør udslaget for det markant forværrede resultat i 2011 er materialeomkostninger på 203 mio. kr. Dette er rent variable omkostninger og alligevel steg de fra 50% af omsætningen i 2010 til 55% af omsætningen i 2011 og har altså en stor del af ansvaret for de faldende margener. Råvarepriser er meget væsentlige i denne industri (er i det hele taget indenfor energiteknologi branchen som er en mere fysisk og materialetung branche end IT og medicinal) og i Topsils tegningsprospekt fra 2010 gøres der under ”Risikofaktorer” opmærksom på faren ved stigende

priser på råsilicium. Men faktisk er prisen på råsilicium netop væltet ned i 2011 - det er en hovedårsag til at priserne på solcellepaneler er faldet til det halve over de sidste par år. Adspurgt herom holdt ledelsen på at de høje omkostninger skyldes at der i 2011 har været problemer med en af de 2 leverandører af råsilicium - men fastholdt at dette er løst nu. Alligevel forventes ikke noget bedre operativt resultat (kaldes EBITDA i fagsprog) for 2012. Bemærk her at EBITDA er *før* afskrivninger og altså *ikke* tynges af de store investeringer ved den nye fabrik som Topsil er ved at bygge. EBITDA er her alene et udtryk for variable omkostninger der burde udgøre en nogenlunde fast procentdel af omsætningen. Ikke desto mindre er EBITDA gået fra over 22% af omsætningen *hvert* år fra 2006 til 2010 til bare 9,5% af omsætningen i 2011 og ingen forventning hos ledelsen om forbedring i 2012. Her er der altså noget der ikke stemmer: Man giver et konkret problem skylden for et usædvanligt dårligt resultat, skynder sig så at sige at nu er problemet løst men forventer alligevel ingen forbedring i resultat. Så tænker jeg: enten aner de ikke hvad de har med at gøre eller også skjuler de noget. Jeg hælder til førstnævnte.

Dette er sagens kerne hos Topsil - hvornår vender virksomheden tilbage til den gode stabile lønsomhed som den havde i årene 2006 til 2010? (samtidig med at omsætningen blev mere end 3-doblet i disse år). En ledelse der ikke engang vil gå ind i dette spørgsmål, virker ikke rustet til at bringe Topsil tilbage på sporet. Der er brug for folk i bestyrelse og direktion der har nært kendskab til Topsils forretning, teknologi, leverandører og kunder og som har den fornødne energi, glød og vedholdenhed til det lange seje træk. De må meget gerne være udlændinge, f.eks. fra ABB (der også har været partner for Topsil helt tilbage fra 70'erne) eller Siemens. Folk med "hands-on" erfaring med at lede en teknologi virksomhed der fremstiller en specialiseret komponent i starten af fødekæden.

Perspektivering på Stærkstrømsmesse

På en stærkstrømsmesse i Nürnberg som jeg deltog i for en måned siden, mødte jeg eksempler på denne ledertype der har viet sit liv til den virksomhed de står i spidsen for og kender hver skrue og møtrik i organisationen. Jeg talte med f.eks. Nathan Sommer, grundlægger af IXYS inc. i 1983 og ubestridt kaptajn for og hovedejer af skibet lige siden (IXYS er siden 2011 med i UPstream Porteføljen). Han er oppe i årene nu, men som han sagde: "I will retire 5 years after my death". Herhjemme kender vi den type person i f.eks. 99-årige Haldor Topsøe. (Navnet Topsil kommer i øvrigt af **Topsøe Silicium** som solgtes fra Haldor Topsøe koncernen i 60'erne).

Nathan Sommer bemærker videre at ”vi begår ikke samme fejl som Nokia - og glemmer kunderne. Derfor kommer jeg altid til disse messer”. Endvidere forklarer en af hans partnere mig om hvorfor nedgravning af højspændingskabler har stor fremtid og vil give stor efterspørgsel på IXYS komponenter.

Efter mødet med disse folk fra IXYS slog det mig at der var en skærende kontrast mellem deres indgående viden, engagement og erfaring med den virksomhed de står i spidsen for sammenholdt med Topsils bestyrelse der virker som om den ikke har vilje eller evne til at involvere sig i den virksomhed den skal lede. Her rejser det gamle problem sig med spaltning af ledelse og ejerskab. Hvis ikke dette kan samles i en person, står man ofte enten med en ejer der ikke kan lede en virksomhed pga. manglende kendskab til den eller en udpeget leder der måske har tilstrækkeligt kendskab til ledelse af virksomheden men ikke har noget ejerskab af betydning af den. Derfor kan han som ren lønmodtager strittes ud som syndebuk hvis der kommer et vanskeligt år hvor fremsynet investering i en ny fabrik giver en mere tilbagelænet kreds af ejere kolde fødder. Eller værre: lederen stræber slet ikke efter det ekstraordinære fordi han mangler økonomisk incitament.

For at vende tilbage til Topsil som eksempel: På ledersiden haves nu - foruden bestyrelsesformanden - den nye direktør hos Topsil som muligvis er en dygtig leder (jeg kan dog ikke finde nogle offentlige tal der peger på at han skulle være det). Men han ejer ikke en eneste Topsil aktie selvom han nok skulle have råd til det. Da han efter 3 år hos B&O blev fyret i 2011, fik han et gyldent håndtryk på 14 mio. kr. således at han det år i alt kom til at koste B&O 20 mio. kr. eller omtrent det samme som selskabets samlede overskud i samme år. Det kan være svært at blive overbevist om hans glød ved at arbejde for Topsil til en langt lavere løn og om han også vil være der om 2 år hvis noget mere lukrativt skulle byde sig. På ejersiden haves en eneste storaktionær i Topsil (ejer 14% af aktierne) som er en ejendomsmægler der selvom han velsagtens er en dygtig købmand ikke virker til at have meget kendskab til virksomhedens teknologi eller branche. Han er næstformand i bestyrelsen men overlader helt ordet til formanden selvom han på Generalforsamlingen blev opfordret ved navn til at komme med sit bud på Topsils vej ud af krisen. Mht. til fyringen af den tidligere direktør (Keld Lindegaard), har denne storaktionær åbenbart også valgt at støtte bestyrelsesformanden på trods af at det faktisk var den tidligere direktør der kom først og var med til at finde og ansætte bestyrelsesformanden. Så den tidligere Topsil direktør har måske lært at være varsom med hvem man ansætter - idet man åbenbart ikke kan regne med nogen loyalitet heraf.

Internt nyt

Den kinesiske LED producent, Neoneon, er den anden af vores virksomheder der har skuffet i forhold til sin stærkeste børsnoterede konkurrent. UPstream Bestyrelsen overvejer nu om vi tror på at Neoneon hhv. Topsil er sårede vindere eller tabere. Hvis vi ikke kommer frem til overbevisende argumenter for førstnævnte, vil vi tage skridt til at tage en af virksomhederne eller begge ud af UPstream Porteføljen.

På UPstream Invests seneste generalforsamling genvalgtes bestyrelsen for anden gang. Bestyrelsesformand Jørgen Grønlund Nielsen oplyste dog at han fratræder formandsposten som overtages af Simon von Spreckelsen, der efterhånden er den største aktionær i UPstream Invest idet han indenfor det seneste år har opkøbt flere UPstream aktier. Simon von Spreckelsen har desuden relevant erfaring fra Lægernes Pensionskasse hvor han tidligere sad i bestyrelsen. Derfor finder vi i bestyrelsen valget af Simon som formand helt naturligt.

Referatet af generalforsamlingen kan rekvireres ved at sende mig en email. Interesserede kan også få min præsentation herfra tilsendt.

Kurs på UPstream aktien: 775 kr.

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen