UPstream

I N V E S T

UPstream Nyhedsbrev nr. 36 – Juli 2020

I dette nyhedsbrev skal vi se på 3 af vore porteføljeaktier og sammenligne hver især med en konkurrent i samme branche. Vi ser på 3 af vore kinesiske virksomheder og sammenligner med vestlige konkurrenter. Her vil et nærmere blik på regnskabstallene og tilsvarende nøgletal for aktieværdisætningen, afsløre ret forbløffende forskelle. Vi ser i denne analyse på de sidste 10 regnskabsår, da det giver et tilpas overblik over virksomhedens resultater og udviklingen heraf. Nøgletal er beregnet på baggrund af seneste årsregnskab. Det er måske lige lovlig mange tal for nogle, men jeg supplerer med forklarende tekst. Derimod tager jeg bevidst ikke aktiekursudviklinger med her, da jeg mener at det ofte distraherer egentlige analyser af det som ligger bag aktien, nemlig virksomheden. Warren Buffett har en gang udtalt at han først checker aktiekursen efter at han har undersøgt virksomheden til bunds. Det står læseren frit for selv at gøre dette efter læsning af dette nyhedsbrev, kursgrafer er jo nemme at slå op på sider som denne https://finance.yahoo.com/ eller https://www.msn.com/en-us/money.

1.Branchesammenligning: Automation

Lad os starte med at se på vores aktie, Hollysys Automation der gør sig indenfor software og hardware til automation af robotter og styring af stærkstrøm til tog og fra kraftværker. Hollysys er

kinesisk med hovedkvarter i Beijing, men er kun noteret på børsen i USA. Tallene for **Hollysys** for de sidste 10 år ser således ud (alle tal i mio. USD).

Årstal	2010	*2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	174	262	322	349	521	531	544	432	541	570
Overskud	26	41	56	52	70	97	118	69	107	126
Egenkapital	218		338	414	488	579	674	724	842	945
Likviditet										350

Man ser her at der tydeligvis er tale om en vækstvirksomhed, både omsætning og overskud er vokset jævnt over årene, sidstnævnte med en 5-dobling i perioden. Trods disse flotte tal handler aktien på bare 13 USD, hvilket med 60 mio. udestående aktier, giver en **P/E = 6 og en K/I = 0,83**. Det vil altså sige at aktien handler under inder værdi (egenkapital) hvad der som regel kun ses for aktier i døende brancher eller i virksomheder der vurderes at have overordentligt svært ved at tjene penge. Det er der nu intet der tyder på i denne branche. Lad os se på en konkurrent, amerikanske **Rockwell Automation**:

År	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Omsætning	4.860	6.000	6.260	6.550	6.620	6.300	5.880	6.300	6.666	6.690
Overskud	440	700	737	755	825	830	730	825	535	695
Egenkapital						2.250	1.990	2.660	1.620	440
Likviditet										1.018

Det ses af tallene at Rockwell er omtrent 10 gange større end Hollysys, og Rockwell er også næsten 10 gange ældre (grundlagt i år 1903). Det fremgår også tydeligt at Rockwell kan tjene penge, men væksten heri er ikke nær så overbevisende. Interessant er at egenkapitalen alligevel er skrumpet stærkt og det skyldes tilbagekøb af egne aktier. Det fortæller at ledelsen har fuld tillid til at virksomheden sagtens kan dække sit kapitalbehov med egne pengestrømme. Dette har været godt for kursudviklingen (aktien handler på 210 USD d.d.) men også fået **K/I op på hele 59**, dvs. man betaler 59 gange egenkapitalen når man køber denne aktie. Det fortæller også hvor stor tiltro der er til Rockwells indtjeningsevne. Det andet vigtige nøgletal er **P/E = 36**, dvs. man betaler 36 kr. for hver krone virksomheden tjener per år. Igen et klart signal om at man forventer at virksomheden og branchen vil forblive lukrativ mange år frem.

Nu kan man så se om man kan finde en grund til at Hollysys-aktien skal handle så meget billigere end Rockwell-aktien, målt på nøgletal. Det skyldes i hvert fald ikke at Rockwell har mere vækst, hvilket normalt er hvad der driver pris på aktier op til ret høje nøgletal. Jeg kan ikke finde nogen god grund til dette og derfor er det Hollysys-aktier som udgør 17% af UPstream Porteføljen.

Dertil kommer et helt specielt aspekt ved Hollysys-aktien som blev børsnoteret i 2005. Dengang var virksomheden ung og spinkel og havde behov for kapital. Da 24 mil. aktier blev udstedt til godt 5 USD, rejste man derved godt 120 mil. USD. 36 mil. aktier forblev på ledelsens hænder og er det stadig i dag. Siden blev 10 mil. aktier købt tilbage til medarbejderne og således er kun 14 mil. aktier tilbage på ”fremmede” investorers hænder. Disse udgør således nu en markedsværdi på 130 mil. USD. I de 15 år der er gået siden børsintroduktionen, er Hollysys imidlertid blevet særdeles velpolstret og har nu hele 350 mil. USD i likvide midler, samtidig med at man ligesom Rockwell har rigeligt i egne pengestrømme. Så i det perspektiv kan ledelsen vælge af tilbagekøbe de 10 mil. aktier der stadig er på markedet og således afnotere Hollysys. Det har vi set ske i helt lignende tilfælde de senere år, hvor det har medført kursgevinster på mellem 50% og 100%. Man kan selvfølgelig, ligesom Rockwell, vælge at købe en mindre del af aktierne i frit omløb tilbage over flere år og flere portioner. Dette ville utvivlsomt også gavne kursen på Hollysys. Men erfaringen fortæller at dette som regel ikke er en model kineserne gør megen brug af. De synes at foretrække en ”alt-eller-intet model – enten køber vi hele pakken eller intet”. Hvorfor blive på den amerikanske børs, når vi ikke længere har behov for dens kapital? Et sådant scenarie medfører beklageligvis at UPstream vil blive presset ud af aktien. Men efter alt at dømme ville dette ske med en pæn ”kompensation”. Så den bedste måde at imødegå et sådant muligt tvangssalg på, må være ved at fylde godt op i porteføljen med denne aktie og således sikre at ”kompensationen” ville blive klækkelig.

2.Branchesammenligning: Tog og stærkstrøm

Verdens største togproducent hedder hverken Siemens, Bombardier eller ABB og den er hverken japansk, amerikansk eller tysk. Den er derimod kinesisk og hedder CRRC Group. Kina har, siden Finanskrisen 2008, lagt titusindvis af højhastigheds jernbanelinjer (som på foto ovenfor) ud og Kina har selv udviklet sine lokomotiver hertil. Som forklaret i forrige nyhedsbrev, er disse linjer selvfølgelig elektrificeret. For at styre og forsyne dette avancerede el-netværk, kræves såkaldte powerchips der som navnet fortæller kan tåle høje elektriske effekter. De minder om computerchips men er sværere at producere fordi kravene til materialerenhed og præcision er større. Med denne teknologi etableredes i år 2005 et spin-off af CRRC, kaldet **CRRC Timeselectric**. Lad os se på tallene (som er i mio. RMB):

År	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Omsætning	5.880	7.125	7.249	8.855	12.676	14.800	14.657	15.144	15.658	16.304
Overskud	855	1.220	1.224	1.467	2.395	2.965	2.904	2.562	2.612	2.659
Egenkapital	4.502	5.450	6.319	9.150	11.171	14.017	16.060	18.080	20.123	22.196
Likviditet										4.300

Igen har vi tydeligvis at gøre med en rendyrket væksthistorie. Ikke desto mindre handler aktien, som blev noteret på Hong-Kong børsen i 2006, på meget lave nøgletal (kurs 25 HKD d.d.) Nemlig **P/E = 10 og K/I = 1,25**. Igen kan man spørge om dette er udtryk for en generel skepsis mht. om denne branche her megen fremtid. Et kig på en konkurrents tal, afkræfter dette. Svensk-schweiziske ABB er en vestlig pendant til CRRC Timeselectric om end igen meget ældre. Kina er i

dag, i hvert fald mht. erhvervslivet, den nye verden hvor alt er ungt, nyt og dynamisk. Her tallene (i mio. Euro) for **ABB**:

År	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Omsætning	32.681	37.990	39.336	41.848	39.800	36.400	33.400	25.200	22.350	22.500
Overskud	2.561	3.168	2.704	2.788	2.650	1.900	1.930	2.365	2.298	1.520
Egenkapital	14.885	15.777	16.906				13.460			13.500
Likviditet	5.897	4.819	6.875							

Her er der jo ikke megen vækst, hverken i top eller bund – Europa er dan gamle verden. Men med P/E = 39 og K/I = 3,6 fortæller nøgletallene at aktiemarkedet har fuld tiltro til ABBs fremtidige pengestrømme.

Så igen må man spørge hvorfor denne tiltro ikke også gælder en ung fremstormende kinesisk udfordrer i samme branche? Navnlig når det netop er i Kina at markedet er størst i denne branche. I hvert fald peger en tredje spiller i dette marked, nemlig Infenion (som også indgår i UPstream Porteføljen), netop i sin seneste årsrapport på CRRC når man skal begrunde forventninger til fremtidig vækst.

3.Branchesammenligning: Batterier, elbiler og elcykler.

Den sidste sammenligning vi skal foretage, viser den mest spektakulære forskel. Vores kinesiske spiller her er **Tianneng Power** som er Kinas største producent af elcykler og batterier. Tianneng er noteret på børsen i Hong Kong. Grundlagt i 1986 er virksomheden efter kinesiske forhold lidt af en veteran. Alligevel er der stadig fuld tryk på væksten som det fremgår af tabellen herunder:

År	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Omsætning	3750	5438	9888	13.635	14.044	17.800	21.480	26.904	34.552	40.614
Overskud	346	616	709	130	**305**	611	858	1.178	1.252	1.682
Egenkapital	1956	2501	3122	3.062	2.745	3.467	4.107	5.063	5.773	7.286
Likviditet			768	943					3.883	

Både top- og bundlinje viser markant vækst om end lidt mere svingende mht. overskuddet. Her kan Tianneng overraske begge veje. Hvad angår coronakrisen, overgik virksomheden vist selv de største optimister da ledelsen for 1 måned siden kom med en meddelelse om at de forventer 30% vækst i overskud for 1.halvår af 2020. 30% vækst midt i coronakrisen! Et symbol på Kinas vellykkede

håndtering af krisen? (som landet ganske vist også selv er skyld i). Aktiemarkedet kvitterede på under en uge med en stigning på 60% på aktien.

Alligevel handles den stadig til en beskeden **P/E = 10 og en K/I = 2,3**. Kan de lave nøgletal, skyldes manglende tiltro til elektrificeringen af vore køretøjer? Det er svært at forstå når man ser nærmere på Tianneng. Selvsagt er Branchelederen også på vej ind i at levere batterier til elbiler, om end fortrinsvis til de små af slagsen, samt andre lette eldrevne køretøjer såsom biler til langsom bytrafik, gaffeltrucks, golfbiler osv. Med den aldrende og stadig mere velhavende og urbaniserede kinesiske befolkning, turde der være et kolossalt marked her og i resten af Asien.

Hvad er nøgletallene for andre aktier i samme branche? Lad os sammenligne på en anden førende udbyder, igen fra Vesten, nemlig amerikanske **Tesla Motors**:

År	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Omsætning	413	2.000	3.200	4.040	7.000	8.500	17.600	19.950
Overskud	**490**	**74**	**295**	**890**	**675**	**1.960**	**960**	**860**
Egenkapital							4.900	6.600
Likviditet							3.700	6.300

Her er jeg kun gået tilbage til 2012 da det er noget af en udfordring at finde tallene på Teslas hjemmeside. Den er tydeligvis ikke rettet til investorer, i hvert fald ikke af den type som ønsker at gå i dybden med tallene på det man sætter penge i. Teslas investorer synes i det hele taget ikke at hænge sig så meget i regnskaber og konventionelle nøgletal, for nøgletal er enten eksorbitant høje som K/I = 31 eller utilgængelige da Tesla aldrig har givet overskud. Ikke desto mindre er virksomhedens børsværdi på ikke mindre end 207 mia. USD, altså næsten dobbelt så højt som bilgiganter som VW, BMW og Porsche – tilsammen. Men vækst har Tesla unægtelig og det må være hvad investorerne kan lide og tror vil fortsætte og derfor må der altså være fuld tiltro til trenden mod elektrificeringen af vore biler.

Igen står vi overfor spørgsmålet om hvorfor aktiemarkederne fælder så afgørende forskellige domme over kinesiske og vestlige aktier i disse brancher? Med ”aktiemarkederne” menes her børserne i USA og Hong Kong. Det er dog vigtigt at gøre sig klart at det ikke er kinesere men primært udlændinge der på disse børser handler kinesiske aktier. Kinesere selv handler nemlig på børserne i ”mainland China” nemlig i Shanghai og Shenzhen og her søger f.eks. Tianneng også hen.

Det fremgår af en ny pressemeddelelse. Så meget tyder på en langsom men sikker trend hvor kinesiske virksomheder trækker deres aktier mod hjemlandet, måske fordi man fornemmer at kun kinesere selv forstår at værdsætte disse virksomheder fuldt ud.

Kort nyt

Warren Buffetts Selskab Berkshire Hathaway har lige købt Dominion Energy for ca. 10 mia. USD. DE gør sig indenfor naturgas transmission og lagring. Buffett udtalte i den sammenhæng at han ser meget pessimistisk på udsigterne for oliebranchen og at han altså forventer et gigantisk skift fra olie til gas i vor energiforsyning. Det er interessant i et historisk perspektiv for helt op i 80'erne blev gas anset for at være et spildprodukt og man brændte det simpelthen løbende af fra boreplatforme for at slippe af med det. Forklaringen var at det var besværligt at transportere gas og man kunne ikke lagre det, i hvert fald ikke på økonomisk vis, da det krævede meget højt tryk. Først med udviklingen af "cryogenics" (nedkøling til under minus 150 grader Celsius) teknikker er man blevet i stand til at producere flydene naturgas, kaldet LNG. Dette åbner et helt nyt marked for at transportere gas på skibe over store afstande, som f.eks. fra USA til EU og Asien. Det er dette perspektiv Buffett nu køber ind i. Bemærk at også dette skift indebærer en vis elektrificering af energiforsyningen, da al den nedkøling sker ved elektricitet og er temmelig energikrævende. Så igen ser vi hovedtrenden mod elektrificering i virke.

Kurs på UPstream aktien per 06.07.20: 2.035 kr.

Antal UPstream aktier til salg: 265 stk.

UPstream aktien er i de sidste 5 år steget hele 163%.

Porteføljens sammensætning kan ses på https://www.upstreaminvest.com/upstream-portefoeljen/

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen