

UPstream

I N V E S T

UPstream Nyhedsbrev nr. 48 – Juli 2022

UPstream Invest gennemførte to virksomhedsbesøg i juni, hos hhv. Topsil i Frederikssund og hos Studsvik (langt ude i en skov) syd for Stockholm. Der er, på godt og ondt, slående ligheder mellem de to virksomheder. Begge er små fisk i et stort hav og overlever på at være teknologisk helt i front. Begge var (Studsvik er stadig) børsnoterede i en branche hvor det er en sjældenhed. Begge har haft en historik med ustabile bundlinjer, men har i de seneste par år vist flotte resultater. Men forhåbentlig vil Studsvik ikke følge Topsils eksempel med den skandaløse afnotering af sine aktier i 2016, beskrevet i detaljer i nyhedsbrev nr. 27. Som det fremgår heraf, var afnoteringen egentlig snarere en navneændring af Topsil til Cemat, idet navnet Topsil og alle dets aktiviteter med silicium blev købt af det taiwanesiske selskab Globalwafers, som stadig i dag ejer alle Topsils aktiviteter i Frederikssund. At de aktiviteter i mellemtiden er vokset markant, efterlod vort besøg ingen tvivl om. Taiwanerne overtog en nyanlagt fremtidsklar fabrik for en slik på et område der stod foran et boom i takt med den grønne omstilling. I dag ser man på udvidelse af fabrikken i form af tilbygninger. Produktionen på fabrikken af ultraren silicium er blevet 4-doblet siden 2015. Dette silicium skal bruges i elnettet. Der er ingen ende i sigt på denne vækst i takt med at stadig flere vindmøller, solceller, elbiler, varmepumper, power-to-X anlæg osv. skal kobles på dette net, der ikke mindst i Danmark udgør en flaskehals. Elnettet er den nye motorvej for elektrificeringen af vort samfund på samme måde som Internettet i starten af 90'erne også blev kaldt den nye motorvej for informationssamfundet.

Det er jo i sig selv rigtig positivt at en dansk industrivirksomhed, ligesom sit oprindelige moderselskab Haldor Topsøe, synes på vej ind i et veritabelt væksteventyr. Bare rigtig ærgerligt at danske aktionærer, herunder UPstream aktionærer, ikke fik del i fortjenesten heraf. Fortjeneste er der nemlig nu. Tallene er naturligvis ikke længere tilgængelige i Topsil regi, men kun for hele Globalwafers som er verdens 3 største producent af siliciumskiver. Virksomheden er meget lønsom med 3-4 milliarder kr. i gennemsnitligt overskud over de sidste 5 år og en egenkapitalforrentning på 24%. Efter alt at dømme bidrager Topsil med langt over 100 mio. kr. hertil, ikke mindst fordi det er

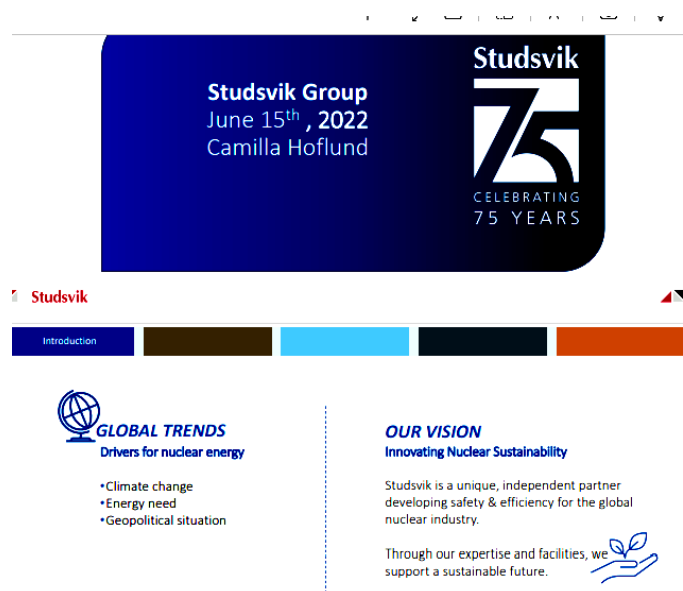
lykkedes den nye ejer at få rå silicium (en post på størrelse med personaleomkostninger) til en markant billigere indkøbspris end før. Dette ikke mindst takket være den benhårde taiwanesiske forretningskvinde Doris Hsu, som var og er storaktionær og adm. direktør i Globalwafers. Doris havde tidligere siddet i Topsils bestyrelse og kendte Frederikssund virksomheden ud og ind, herunder måske også dens indflydelsesrige personer. Under alle omstændigheder var den pris på 355 mio. kr. som Doris og co. betalte for Topsil i 2016 rent ud sagt latterlig lav. Det burde mindst have været det dobbelte. Det lader vi ligge for man kan blive bitter over at tænke på det.

Kunne noget lignende ske med Studsvik? Spørgsmålet trænger sig på også fordi Studsviks aktionærstruktur har ligheder med Topsils i 2016. Ligesom med Ejvind Dam i Topsil bestyrelsen, har vi en storaktionær i Studsvik der også gør sig indenfor handel med fast ejendom. Det er Anna Karinen som sammen med sin familie ejer 21,5% af aktierne. Kunne hun komme i en situation hvor hun glemte Studsvik teknologiens værdi fordi en lukrativ ejendomsspekulation i forlængelse heraf vinkede? Næppe. Hun har siddet i bestyrelsen siden 2002 og desuden er der, i modsætning til hos Topsil, andre storaktionærer i Studsvik. Der er Jan Barchan der ejer 16% af aktierne og har siddet i bestyrelsen siden 2004. Bestyrelsesformand, Anders Ullberg, har siddet der siden 2007 og ejer Studsvik aktier for 6 mio. SEK. Til sammenligning ejede Topsils formand i 2016, Jens Borelli-Kjær, for 200.000 kr. Topsil aktier - ren symbolik. Også udenfor bestyrelsen er der storaktionærer i Studsvik. Peter Gyllenhammar (i familie med Per Gyllenhammar, den legendariske Volvo-direktør) ejer 12,5% af aktierne og den schweiziske Carceis Bank 4,4%. Selv adm. Direktør siden 2018, Camilla Hoflund, ejer Studsvik aktier for 800.000 SEK. Således er kun omtrent 25% af aktierne i det man kalder "free float", altså den del der er i besiddelse af småaktionærer og indgår i daglig handel. Stor forskel til Topsil hvor denne del udgjorde næsten 80%. En så stor andel kan synes sundt mht. økonomisk demokrati, men er det ofte ikke fordi småaktionærer kan være relativt nemme at manipulere for en bestyrelse med skjult agenda. Det kan de f.eks. være af den simple grund at kun et forsvindende fåtal af dem møder op på en vigtig generalforsamling, som det sås i Topsil i 2016.

Det er Jørgen Bødker fra vor bestyrelse og jeg der er afsted. Vi rejser naturligvis med elektrisk tog, som kører på vand- og atomkraft. Vi er vel grønne i UPstream (dog var taxien ud til skoven hvor Studsvik holder til, ikke elektrisk). Jeg havde sidst besøgt Studsvik i efteråret 2011, ½ år efter Fukushima-ulykken. Dengang var stemningen ikke god. Siden er der sket en del, med frasalg osv.,

således at Studsvik i dag mere er en konsulent- end en produktionsvirksomhed. Stemningen er også blevet meget bedre i takt med at branchen får luft under vingerne med de stigende priser på energi og materialer. Man mærker en markant stolthed over at være en helt unik spiller på verdensmarkedet for optimering af uranbrændsel og behandling af radioaktivt affald. Studsvik kan noget ingen andre kan, og har kunder verden over. Netop stoltheden er en god ting her. Svenskerne ville aldrig sælge deres know-how og ekspertise til underpris.

Det er adm. direktør Camilla Hoflund der, med en præsentation der starter som herunder, byder os velkommen og forestår vort besøg på Studsvik.



Hun fortæller til frokosten at Studsvik skal have en bedre overskudsmargen - et mål på 12% er sat. Jeg tænker at det ikke burde være svært med så stærke globale trends i Studsviks favør og med en så indlysende gavnlig vision. Jørgen spørger hvor meget 12% er i forhold til konsulentbranchens margen generelt? Det får vi ikke svar på, men den division der vokser hurtigst hos Studsvik (og arbejder med selve uranbrændsel og -affald) har allerede 15% i margen. Lederen af afdelingen, Joakim Lundström, har været ved Studsvik siden han tog sin fysikeksamen i 2002 og fortæller at afdelingen er vokset fra 110 til 160 mand i de seneste 3 år. Det er den afdeling der de seneste år har fået ordrer på over 100 mio. kr. fra både Kina, Sydkorea og Rusland. Ting tager dog tid i denne branche. Joakim fortæller at det har taget 5 år alene at få transport af højradioaktivt uran affald fra Sydkorea på plads. Dette uran behandles hos Studsvik i hot-cell laboratoriet, dvs. bag tykke mure

vha. robotarme og hvor man kun kan se ind gennem tykke ruder der er gule fordi de er stærkt blyholdige (som beskyttelse mod stråling).

STUDSVIK SUCCESS FACTORS

- World leading within highly specialized areas
- Global customer base
- Innovation and international cooperation
- Internationally the most used software
- Unique nuclear facilities
- Strong brand



På turen får jeg også bekræftet hvorfor den københavnske opstartsvirksomhed Seaborg har fat i endnu en vigtig ting med sit 4G reaktordesign. Et aspekt der i løbet af denne sommer gerne skulle hjælpe dem med at rejse over 1 milliard kroner i investeringer fra bl.a. pensionsforeninger. Dette design sikrer nemlig at det radioaktive affald bindes i det salt der udgør reaktorkernen og dermed ikke engang ved en ulykke slipper ud i samfundet. I de nuværende konventionelle reaktorer, ophober det værste affald (jod-131) sig som en gas inde i de metalrør der samler uranpillerne. Ved ulykker smelter rørene og overtryksventilerne i reaktoren lader gassen slippe ud ”over hegnet”. Det er bl.a. disse rør som Studsvik har ekspertise i at håndtere på bedste vis. I betragtning af den unikke ekspertise her, tænker jeg at der burde være en meget høj margin. Det giver Joakim mig ret i og nævner at det også er nemmere at få på de nye markeder som Kina og Sydkorea. Det er i hvert fald godt at Camilla Hoflund har sat fokus på højere margin og tættere kunderelation. Det er et udbredt problem for meget ingeniørtunge virksomheder at have alt for lidt fokus på godt købmandskab. Hvorfor ikke tage det for sin vare som kunderne er villige til at betale? Med hende er Studsvik også gået ind i at levere radioisotoper til nuklear medicinen, dvs. til strålebehandling – et kæmpe marked. Og hvorfor ikke? Disse strålekilder skabes jo i stort omfang i en reaktor.

Vil FL Smidths aktiekurs 10-doble over de næste 10 år?

Lars Tvede havde forleden et indlæg i Berlingske Opinion med overskriften ”Den grønne omstilling kan skabe et gigantisk bull-marked i råvarer”. I artiklen skruer han tiden 22 år tilbage til dotcom-boblen brist og sammenligner med den nuværende trend i bitcoin og IT. Bill Gates har kaldt bitcoin manien en leg om ”hvem er det største fjols?” (mig eller ham der køber mine bitcoins for en endnu højere pris). Det er desværre langt nemmere i denne verden at tjene penge på andre folks dumhed end på ægte værdiskabende investeringer, men mon ikke sidstnævnte alligevel er mere tilfredsstillende i det lange løb?

Lars Tvedes ærinde er dog at pege på et mere overset faktum: Bag den spektakulære børsnedtur 2000 – 2003, var der et boom i råvarer og russiske aktier, der blev 5- hhv. 30-doblet 1999 - 2008. Han peger på at russiske råvareaktier under boblen handlede i typiske P/E værdier på 3 (det er ikke langt fra hvad vi ser på vore kinesiske aktier i dag). Hvorfor steg råvarepriserne så meget dengang? Det besvarer Tvede med 2 grunde: 1. Der blev investeret alt for lidt i miner – pengene flød til IT i stedet. 2. BRIC-landenes store vækst i det årti krævede vildt mange råvarer. Han ser det samme fænomen 1. gentage sig pga. politisk korrekthed (miner i f.eks. Congo med undertrykte arbejdere, er bare ikke populære) og en parallel til 2. i form af den grønne omstilling der kræver enorme mængder metaller. Han nævner f.eks. at vindmøller kræver 15 gange så mange industrimetaller per energienhed de leverer som gaskraftværker (eller atomkraftværker) og at elbiler kræver 7 gange mere end traditionelle biler. Af særlig interesse for os er at Tvede skriver at: ”kursstigninger i energi- og mineselskaber var ofte langt større [end i råvarer]”. Det peger umiskendeligt på vor danske aktie FL Smidth som jo forsyner mineselskaberne med deres udstyr, nødvendigt for at udvinde mere og tjene mere. Selskabet handler lige nu på indre værdi og har en børsværdi på bare 10 mia. kr. Den kunne såmænd sagtens 10-doble over de næste 10 år. Det russiske råvareselskab Norilsk Nickel fik sin aktiekurs 15-doblet fra børsintroduktionen 2004 til 2020. Alene fra 2004 – 2008 skete en 4-dobling.

Kort nyt

Som nævnt gør Haldor Topsøe A/S også klar til et væksteventyr indenfor grøn energi. For at understrege sin nye grønne profil, ændrede den hæderkronede danske virksomhed fra 1940 navn til Topsoe i 2020. Topchef Roeland Baan meddeler at Herning kommer til at huse verdens største fabriksanlæg til produktion af elektrolysatorer, der kan lave grøn brint og ammoniak i kommerciel skala. Fabrikken baseres på en ny såkaldt SOEC-teknologi der sparer 30% energi ved at køre elektrolysen ved meget høj temperatur. »Det bliver den første fabrik af sin slags i verden og den største enkeltinvestering nogensinde for Topsoe«, siger han. »Vi ser ind i en enorm efterspørgsel de næste 25 år«, fortsætter han om satsningen på 2 mia. kr. og behovet for grøn brint. Men hvorfor skal fabrikken ligge i Herning? Topsoe er baseret i Frederikssund, tæt på hvor Topsils nye fabrik ligger. Som vi konstaterede på besøget der, er der masser af plads – green field i bogstavligste forstand. Dvs. man ser grønne marker så langt øjet rækker når man står på fabrikken. Til dette spørgsmål siger topchefen: »Vi har set på mange steder, men vi har fået en meget positiv og god behandling i Herning, som også har været hjælpsom med de nødvendige tilladelser«. Tag den, Frederikssund kommune! Herning er også byen der huser vor norske porteføljeselskabs NELs danske fabrik som laver tanke til at opbevare brint under højt tryk. Den nye Topsoe fabrik ventes at stå færdig i 2024.

Nordiske Kabel – og Traadfabrik (NKT) har set sin ordrebeholdning stige fra 1 mia. euro til 3 mia. i de seneste 3 år. Analytiker i Nordea, Claus Almer, ser mindst et tiår med gunstig situation for NKT, da den grønne omstilling ikke kan ske uden masser af kabler. Så NKT behøver frisk kapital til udvidelse af sine fabrikker. Så sent som i 2020 hentede virksomheden 2 mia. kr. fra eksisterende aktionærer gennem en kapitaludvidelse. Men da NKT hverken rigtig giver driftsoverskud eller positiv pengestrøm, skal man nu igen bede aktionærer eller andre om at skyde ny kapital ind. Dette sammenholdt med at man i 2017, ved det uhyre indbringende frasalg af Nilfisk, udbetalte et kæmpe udbytte (der beskattes som aktieindkomst med 27/42%) til aktionærerne på i alt ca. 6 mia. kr., er tankevækkende. Det virker i hvert fald ikke som en ledelse der i 2017 var særligt visionær ang. NKTs perspektiver i den grønne omstilling og vigtigheden af at være kapitalmæssigt polstret hertil. Men så fik Skattevæsenet nogle milliarder i deres slukne kasse. Med den nye CEO siden 2019, tyske Aleksander Kara, har NKT dog tilsyneladende fået en mand i spidsen med mere udsyn. Han har dog stadig til gode at vise at han kan føre NKT ind i en praksis med ordentlige overskud på driften.

Det er ikke kun NKT der mangler kapital til den grønne omstilling. Mht. Vestas spørger bekymrede investorer og aktieanalytikere også til en kapitaludvidelse. For årets første kvartal skrev Vestas 6,5 milliarder kr. underskud. I JP Erhverv skriver Søren Linding: ”Der er tilsyneladende kun én vej ud af miseren. Priserne [på vindmøller] skal op. Det arbejdes der også på men disciplinen i markedet er ikke stor. Der er mange faste omkostninger der skal dækkes, så store ordrer presser priserne. Vestas er tilmed sårbar uden en stor hovedaktionær [som konkurrenterne har]”. Alle kan huske hvad der skete i solcellebranchen da kinesiske producenter med statens kapital i ryggen, udkonkurrerede alle europæiske ditto.

Netop hjemvendt fra Studsvik besøget, kom nyheden om at USA's føderale centralbank havde hævet den ledende rente med 0,75% - det største skridt i en rentehævning siden 1994. Det indvarsler nye tider på kapitalmarkederne. 25 års sorgløse tider (som jeg husker at Mogens Lykketoft forudså i 1997) med høj vækst, lav rente og lav inflation lakker vist mod enden nu. Det bliver (lidt for) spændende at se hvordan årets høst fra august-oktober falder ud. Allerede i efteråret var priserne på kunstgødning steget eksplosivt da 80% af omkostningerne hertil kommer fra naturgas. Med krigen i Ukraine der fik Europas i særklasse største gødningskoncern, norske Yara, til at halvere sin produktion, er det selvsagt ikke blevet billigere. Hertil kommer at både Kina og Rusland har indstillet sin eksport af kunstgødning. Selvsagt gælder det også Ruslands hvede eksport foruden Ukraines manglende produktion. ”Det her vil få priserne på gødning til at stige yderligere og forstærke den fødevarekrise, som er under opsejling.” siger markedsanalytiker Palle Jakobsen fra Agrocom.

Kurs på UPstream aktien per 01.07.22: 2.891 kr.

Antal UPstream aktier til salg: 182 stk.

Kurve over kursen



Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen