



UPstream Nyhedsbrev nr. 47 – Marts 2022

Om det så skyldes coronaplagen, energiforsyningskrisen eller noget helt tredje, så oplever atomkraft nærmest et boom for tiden. Coronaplagen påmindede os om at verden ikke er statisk, at tingene ikke forbliver som de plejer at være og at man ikke altid blot kan gøre det samme. Forsyningskrisen der er fulgt, understreger at råvarer ikke bare ligger på bordet, men kræver miner, investeringer og langsigtet tænkning. Mangedoblinger i prisen på gas og olie giver nu tid og rum til at tænke over om energiforsyning baseret på vind og vejr er så heldig endda. Måske var der en god grund til at man gik væk fra det for 200 år siden og at datiden omfavnede dampmaskinen og den industrielle revolution. Når vi i EU begynder at blive afhængige af russisk gas pga. en tør sommer i Skandinavien og et vindfattigt efterår, melder spørgsmålet sig om det måske var bedre at være afhængig af atomkraft end af Putin. Det spørgsmål er ikke blevet mindre relevant af Ruslands invasion i Ukraine.

Forandring i Tyskland

I hvert fald har tidligere udtalte akraft modstandere, som EU-kommissionsformand Ursula von der Leyen, rykket sig gevaldigt. »Vi har brug for en stabil kilde, atomkraft..« lød det fra hende i oktober. Hun var ellers med i den tyske regering der i 2011 ville udfase atomkraft i Tyskland. I Frankrig er Præsident Macron gået fra i 2017 at ville nedskalere atomkraft til nu at ville bygge 6 nye værker i Frankrig og ”lære EU at elske atomkraft” som der stod på forsiden af Information 22.november sidste år. Lige efter nytår kom så EU-kommissionens forslag om at medtage atomkraft og gas i den grønne taksonomi. Et forslag der har vakt stor ærgrelse hos regeringerne i Østrig, Danmark og Spanien, men som efter alt at dømme går igennem. Interessant er her at netop Tyskland har forholdt sig ret passivt i spørgsmålet, trods den massive atomkraftmodstand der er i landet. Forklaringen ligger dog ikke så langt væk – Tyskland er dybt afhængig af gas når vinden ikke blæser og Solen ikke skinner. For gas er med længder den billigste og mest oplagte backup til ”vind og vejr”-energikilderne. Den grønne biomasseløgn er man heldigvis gået væk fra, batterier er alt for dyre i stor skala, vandkraft har vi slet ikke nok af i Europa og brint i stor skala er endnu

fremtidsmusik. Så Tysk industri er dybt afhængig af gas for at kunne holde de dyre maskiner kørende – ofte helst 24/7. For 55% vedkommende kommer landets gasimport fra Putins Rusland. Det fik daværende præsident Trump til at kalde Tyskland for Ruslands ”energigidsel” – hvad der prompte blev affejet af Angela Merket, kaldet ”Vestens sidste seriøse leder” af mainstreampressen. I disse dage synes tyskerne dog at begynde at forstå at Trump havde nogle vægtige pointer her, ikke mindst når han højlydt krævede at Tyskland, som lovet i NATO, også skulle betale 2% af BNP til sit forsvar fremfor de 1,2% de



Nye toner fra Tyskland – her i landets største avis, Bild Zeitung.

Det bliver spændende at se om landet under den nye kansler også begynder at komme til fornuft mht. til sin energiforsyning – man kunne jo starte med at genåbne de atomkraftværker der blev lukket lige før nytår. Det ville hjælpe med at mindske gasafhængigheden. Derimod hjælper det ikke at bygge flere vindmøller for så skal der også mere gas til backup når de står stille. Det har de markedsaktører, der i den forgangne uge drev Vestas aktien op i kurs, vist ikke rigtig erkendt.

Byggeboom i Kina

Nu er det atomkraftens tur til byggeboom i Kina. Succesen med ”den kinesiske drage nr.1” i Fuqing (se Nyhedsbrev nr. 43) gik ikke upåagtet hen og i slutningen af 2021, lige efter COP 26 mødet i Glasgow, kom så det virkelige gennembrud for atomkraft i Kina. Allerede i 5-årsplanen 2021 – 2025, kunne man fornemme at atomkraft var ved at få en særlig unik plads i de kinesiske topledere hjerter. Målene for atomkraft var nemlig her meget mere specifikke end for andre CO2-frie energikilder. Interessant var også at man i denne plan kredser om ”ikke-fossile energikilder” (som inkluderer atomkraft) i stedet for ”vedvarende energikilder” (som ikke inkluderer atomkraft) som i tidligere 5-årsplaner. Men den afgørende ”trigger” for Centralregeringen i Beijing har formentlig været den ustabile energiforsyning i efteråret 2021, hvor gaspriser på det euroasiatiske kontinent skød op med raket fart og Kina oplevede mangelsituationer på olie og selv på kul. I denne situation ser man hvor stabil og forsyningssikker atomkraft er. En reaktor kan gøre på fuld blus i næsten 2 år uden at kræve nyt brændsel tilført. Så man kan levere længere til en fast pris end nogen anden energikilde. Hvad end grunden er, så forlød det i november 2021 at Kina vil bygge 150 GW nye reaktorer inden 2035 og at man allerede om 5 år vil overhale USA som største atomkraftnation. Kina vil altså de næste 15 år bygge mere atomkraft end hele verden har bygget de sidste 35 år.

Inflation genopstår fra de døde

Det forlyder at prominente økonomer i de seneste år ville have begrebet slettet fra økonomibøgerne pga. irrelevans. Men nu er inflation tilbage som en slags universel tyngdekraft i verdensøkonomien. I USA er den oppe på 7% på årsbasis, det højeste i 40 år. Som vanligt når der sker tektoniske skift eller store kriser i verdensøkonomien, er der kun meget få der så det komme. Det ser ud til at vi har en supercocktail af stigende råvarepriser forårsaget af den grønne omstilling, knas i forsyningskæderne fra corona pandemi og vigende globalisering, mangel på arbejdskraft drevet af aldrende befolkning i Kina (og resten af verden) og et svært dilemma mht. vor forsyning af russisk gas og olie, foruden markant stigende militærudgifter som følge af krigen – og denne cocktail er ikke et forbigående fænomen. Det er svært (for mig) at se andet end at centralbankerne bliver tvunget til at hæve den ledende rente – kraftigt og vedholdende. Ikke godt for aktier generelt, og værre for obligationer og fast ejendom. Men aktier vil blive ramt meget forskelligt afhængig af hvilke sektorer. De virksomheder som bidrager til at løse flaskehalse i den grønne omstilling, har dygtig ledelse, med udsyn og sans for købmandskab, der forstår at tjene penge og passe på dem – de

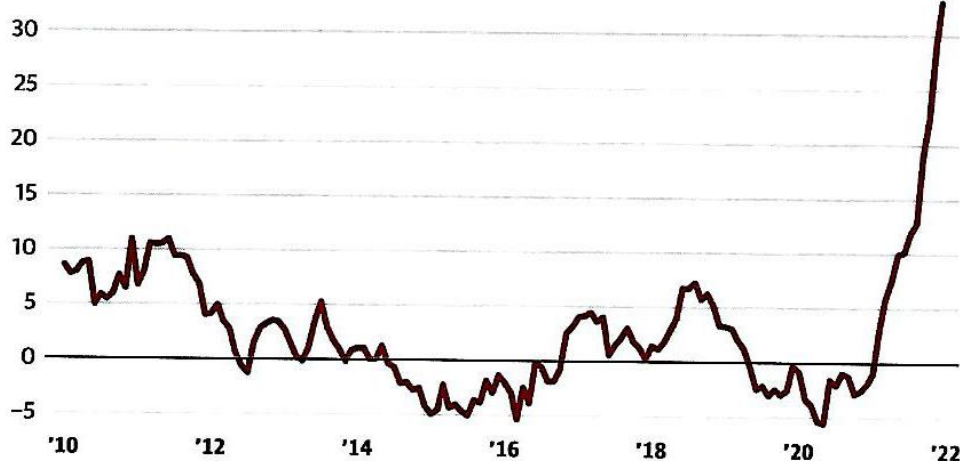
virksomheder vil kunne lukrere og ligeså deres aktier. Mest tydeligt er indtil videre stigningen i priser på energi og metaller. Men korn er også kommet med, da Rusland og Ukraine står for en tredjedel af verdens korneksport. Deutsche Bank peger f.eks. på at der gennem en årrække er investeret alt for lidt i gas- og oliefelter og i miner. Det skaber et nærmest kronisk underudbud som er svært at gøre noget ved på kort sigt. »Dette er begyndelsen på en supercyklus [i råvarer], og vi er kun et år inde i den« siger Jeff Currie, chef for research i råvarer hos Goldman Sachs.

Producentpriserne eksploderer og erfaringsmæssigt tager det et helt år før stigninger i producentpriserne slår fuldt igennem på forbrugerpriserne og dermed inflationen. Normalt vil en markedsøkonomi kunne regulere sig selv så tingene finder en balance. Det gælder især for varer og ydelser med stor priselasticitet, som f.eks. forbrugervarer og underholdnings-elektronik, legetøj, luksusvarer og andre ”nice-to-have” ting. Dvs. varer hvor udbud rimeligt let og hurtigt vil kunne øges og efterspørgsel sænkes med stigende priser. Men det gælder i mindre omfang for ”need-to-have” fornødenheder som mad, energi og materialer. Det tager f.eks. op til 10 år at få en mine op og levere.

Producentpriserne er eksploderet herhjemme

Stigning i pct. de seneste 12 måneder.

— Danske producentpriser



Grafik: Bo Nielsen • Kilde: Danmarks Statistik

Dette er suverænt den største stigning i de 17 år som statistikken går tilbage

Virksomheder der kan hjælpe her, er f.eks. danske FL Smidth, der har 75% af sin forretning i levering af udstyr og maskiner til minedrift, især kobber – vigtig for den grønne omstilling. Selskabets nye direktør, Mikko Keto, ser derfor lyst på fremtiden. »Vi ser at de nuværende råvarepriser og særligt kobberprisen, driver nye investeringer i nye miner og nyt udstyr på lang sigt. Det er der ingen tvivl om«, siger han, og fortsætter: »Den største begrænsning i forhold til at investere i at bygge mere kapacitet, er bygge- og miljøtilladelser. Det er på ingen måde mangel på vilje til at investere«. Et problem der også kendes i USA hvor Biden-administrationen arbejder febrilsk på at genoplive sin litiumindustri – engang verdens største, nu nærmest usynlig. Allevegne støder den dog på store problemer med tilladelser, folkeprotester, jura og miljøgodkendelser. Trump kunne som præsident ikke få demokraterne med til det, men den 15. november underskrev præsident Biden Infrastructure Investment and Jobs Act som øremærker 1,2 billioner USD (ca. 8.000.000.000.000 kr.) til infrastruktur. Endelig har landet fået en masterplan for ny infrastruktur! Hovedparten skal gå til traditionel infrastruktur men 65 mia. USD skal gå til elektrisk infrastruktur, 20 mia. til opladestationer og batteriproduktion, 10 mia. til CO2-indfangning 8 mia. til brint produktion og 2,5 mia. til 4G atomkraft og 6 mia. til at undgå for tidlig lukning af eksisterende reaktorer, hvis levetid bliver forlænget til 60-80 år. Det er et stort skridt frem for USA men for Biden er dette kun en halv løsning. Han ville også gerne have haft en endnu større pakke på plads øremærket til såkaldt social infrastruktur (uddannelse, børnepasning, forsorg, pleje osv.) efter skandinavisk model. Men en enkelt konservativ modstander i hans eget parti, 74-årige senator Joe Manchin fra West Virginia, var nok til at stoppe den i senatet hvor stillingen mellem republikanere og demokrater er 50-50 med vicepræsident Kamala Harris som afgørende ved stemmelighed.

Kort nyt

FL Smidth er efter grundige overvejelser i bestyrelsen, netop blevet optaget i UPstream Porteføljen. Vi er naturligvis bevidst om at cementdelen af virksomheden næppe kan kaldes grøn. Vi vurderer dog at virksomheden, ikke mindst efter opkøb af Thyssenkrupps mine division, har en unik placering som førende leverandør af nøgleteknologi til miner verden over. Disse miner, til udvinding af bl.a. kobber, tin, nikkel og litium, opfattes nok (endnu) ikke som grønne, men er aldeles uundværlige for den grønne omstilling og faktisk ved at blive en kritisk flaskehals der. Når

aktien samtidig kan købes for en pris svarende til dens indre værdi, dvs. egenkapital per aktie, synes vi at det er tid til at slå til.

Det er fortsat nærmest umuligt for os at tage til Kina pga. corona, så Jørgen Bødker og jeg har holdt virtuelt møde med Investor Relations i **Tianneng Power**. Bortset fra besværet med at vi først skulle downloade og installere en kinesisk version af Zoom, var det et rigtigt godt og informativt møde med en virksomhed der efter alt at dømme vil have meget mere business om 10 år end nu.

Derimod har vi endnu ikke været i stand til at få et møde op og stå med **Hollysys** og det er der åbenlyse grunde til. Automation virksomheden har gennemgået et ledelsesskift med en del virak og et 4 måneder forsinket regnskab for 2020-2021, der dog så godt ud da det endelig kom 18.februar. Begrundelsen for forsinkelsen er ny revisor og revurdering af tildelte aktieoptioner. Forsinkelsen fik aktien sydpå, den er i efteråret faldet 30%, siden nytår gået sidelæns og ligger nu på ca. 14 USD, kun på 75% af indre værdi (helt utroligt!). Dette til trods for at der (indtil januar) forelå to købstilbud på hhv. 23 USD og 24 USD for aktierne. Det på 23 USD foreligger stadig. Men det andet tilbud er de facto trukket tilbage efter at hovedpersonen bag det, og grundlæggeren af virksomheden, Dr. Changli Wang, efter 8 års fravær har genindtaget direktørstolen i virksomheden. I et højst usædvanligt (specielt for Kina) brev til aktionærerne sammenligner han sin tilbagekomst med Steve Jobs der i 1997 vendte tilbage til Apple og siden gjorde selskabets til verdens højst værdsatte. Samtidig mener han, der selv ejer 7% af selskabets aktier, at et salg og en af-notering ikke er i aktionærernes interesse. Man kan selv læse han brev her: [A Letter to Investors - Jan 24, 2022 \(investorroom.com\)](https://investorroom.com/2022/01/24/a-letter-to-investors-jan-24-2022/)

Vores årsregnskab for 2021 ligger nu hos revisoren. Med ca. 4 mio. kr. i overskud og en stigning på 20% på UPstream aktien, er bestyrelsen tilfreds med resultatet.

Kurs på UPstream aktien per 04.03.2022: 2.816 kr.

Antal UPstream aktier til salg: 182 stk.

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen