

BERKWAY AB

Till aktieägarna i Berkway AB:

När detta skrivs har det gått 18 månader sedan vi startade Berkway. Jag vill med detta brev ge er:

- Substansvärdet på Berkway-aktien.
- Uppdatering av de tre bolag vi pratade om på aktieägarmötet den 25:e mars 2010.
- Kort information om våra två nya investeringar.
- Vad kunde ha gjorts bättre?
- Blicka framåt, och ge er mina uppdaterade tankar om nästa emission.

Substansvärdet

Värdet per aktie är ca 9 200 kr, dvs en minskning med 8% sedan start. Det är ett resultat som jag självklart är missnöjd med. Analyserar vi detta icke acceptabla resultat är det **en** investering (Cinnober) som vi ligger back på, medan alla andra ligger i positivt territorium. Jag skriver därför lite utförligare om Cinnober än om övriga investeringar.

Cinnober Financial Technology

Klimatet i finanssektorn har varit fortsatt bistert. Cinnober har nu kommunicerat att man förlorat en viktig kund, Turquoise, vilket legat i farans riktning under en längre tid och som jag också pratade om på mötet i mars. Några mindre nya kunder har tillkommit – men någon storaffär har ännu inte gjorts. Cinnober har fortsatt uppvisat lönsamhet, och nu i oktober fick vi 7 kr per aktie i utdelning motsvarande 2.6 % direktavkastning.

Cinnober är anpassat för stora affärskritiska projekt och den framgångsrika historiken bygger till mångt och mycket på en långsiktighet gällande relationer med målgruppen och vidareutveckling av erbjudandet. Under de senaste två åren har det arbetats med att bredda och vidareutveckla erbjudandet och Cinnober är numera att betrakta som en helhetsleverantör till börser och clearinghus. Utvecklingen av den nya mjukvaran RealTime Clearing är klar och under hösten erhöles beställningar av designstudier och prototypframställningar av två kunder. Kunderna är ännu ej namngivna, men är enligt Cinnober ”mycket stora och välrenommerade”. De båda projekten syftar till fullständiga leveranser under 2011.

Cinnober lanserade i oktober en ny marknadsmodell kallad ”Adaptive Micro Auction” (AMA). Det har visat sig att viss kamp kan uppstå om att stå nära börsens servrar rent fysiskt då detta leder till snabbare access till marknadsplatsen. AMA-modellen är ett alternativ till kontinuerlig handel för marknadsaktörer som vill skapa jämlikhet för sina kunder oberoende av var servern står. Längden på varje auktion i AMA mäts i millisekunder, och det räcker alltså för att jämna ut villkoren.

Vad gäller affärsläget citerar jag VD Jan Arpi (8 december 2010): ”Vi ser en ökad efterfrågan från vårt kundsegment, inte minst från nya geografiska marknader vilka påverkats marginellt av de senaste årens turbulens. Den höga aktivitetsnivån spänner över hela vår produktportfölj och genom relationer med ett antal toppnamn inom vår nischade målgrupp. Vi

arbetar idag med ett stort antal förfrågningar samt även beställningar av designstudier, prototypframställningar och testlicenser. Framtiden ser intressant ut. Jag bedömer att det pågående arbetet har stora förutsättningar att resultera i ett antal större beställningar och systemleveranser under 2011.”

Sammanfattningsvis har Cinnober använt de bistra tiderna i finansbranschen till att utveckla och bredda sitt erbjudande, och trots att intjäningen inte är den vi vill se gör bolaget sunda vinster och delar ut anständigt med kapital. Positionen på marknaden har stärkts under de senaste åren, och när det väl görs affärer kommer Cinnober att vara med i många spännande ”slutstrider” – och troligen vinna ett antal större affärer. Cinnober är ett välskött bolag som vi fortsatt tror starkt på och som vi vill fortsätta att vara ägare i. Vi ser fram mot en uppvärdering av kursen när bolaget visar upp nya stora affärer under 2011.

Vi äger 19 000 aktier köpta för 264.58 kr/st. Baserat på kurs 160 kr (senast betalat på Alternativa Aktiemarknaden) ligger vi minus 1 987 kkr.

Rindi Energi AB

Rindi består förenklat av två delar: fjärrvärme och pelletsproduktion. När vi investerade i Rindi visste vi att det varit stora problem i pelletsrörelsen, men jag gjorde samma bedömning som företagets ledning: att problemen var över. Det var de inte. De tekniska problemen har istället fortsatt, och är ännu inte helt lösta. Fjärrvärmerna har fungerat enligt plan.

Vi tecknade våra aktier i en nyemission som gav Rindi drygt 53 Mkr, och vi hade förhoppningar om att Rindi skulle kunna använda delar av emissionspengarna till att konkretisera en expansion av sin verksamhet i Polen/Östeuropa. Byggen av stabila och lönsamma kraftvärmeverk hägrade. Då förlusterna i pelletsrörelsen fortsatt har företagsledningen fokuserat på att försöka lösa detta. Bolaget har skjutit upp expansionsplanerna för Polen och ska få 100 % koll på sin svenska verksamhet.

Vi fick inte så många aktier som vi tecknade oss för, men vi kom in med en ”margin of safety”. Vi betalade i snitt 12.33 kr per aktie (12 kr för de som vi förhandlat till oss av en grundare som inte hade råd att teckna sin andel, och sedan 13.44 för de som vi köpte extra via teckningsrätter). Då Rindi inte utvecklats enligt plan har kursen sjunkit från 18 kr till 13.50 kr.

Stabiliteten i Rindis fjärrvärme har fortsatt bevisat sig vara mycket god – det är helt rätt för Berkway att äga en sådan affär under lång tid framöver.

Vårt innehav i Rindi uppgår till 416 023 aktier. Vi ligger ca 485 kkr plus.

Micro Systemation AB

Produkter för avläsning och bevisning av mobiltelefoner har blivit viktiga, och i många fall avgörande, verktyg i många brottsutredningar. I och med detta har även konkurrensen hårdnat. Fler vill ha del av en växande världsmarknad. En av bolagets konkurrenter, Amerikansk-Israeliska CelleBrite, har utvecklats till en allt argare konkurrent. CelleBrite är inte publikt, och det är svårt att göra en bra analys av dem. Klart är dock att Micro Systemation inte tjänar lika mycket pengar som tidigare, marginalen har sjunkit. Vi har också fått flera signaler på att bolagets organisation inte är den bästa.

Sammantaget har vårt innehav utvecklats väl värdemässigt. Vi har bestämt oss för att sakta minska innehavet i Micro Systemation, och kvartal för kvartal tar vi hem goda vinster.

Vi äger fortfarande 16 794 aktier köpta för i snitt 12.81 kr. Nuvarande kurs är drygt 20 kr. Vi ligger ca 125 000 kr plus.

Nya investeringar, två bolag

De två nya bolag vi investerat i köper vi så fort tillfälle ges mer aktier i. Eftersom handeln är tunn och de positioner vi bygger upp är relativt sett stora, riskeras kursen att tryckas upp om vi inte går försiktigt fram. Under våren kommer vi att ha köpt den mängd aktier vi vill ha i Bolag A och med största sannolikhet även i Bolag B, och kommer då att gå ut med explicit information om vilka bolagen är.

”Bolag A”

Bolag A är ett e-handelsbolag som säljer välkända varumärken och konkurrerar med låga priser. Bolaget har funnits i snart ett decennium, är välskött och levererar konsekvent en omsättningstillväxt överstigande 20 % årligen utan att behöva mer kapital. Aktien direktavkastar fenomenala 5.7%, och bolaget har en soliditet runt 70 %. Avkastningen på eget kapital är nära 40 %.

”Bolag B”

Bolag B är ett entreprenörsdrivet tjänstesäljande bolag med VD som största ägare.

De priser vi betalat hittills för våra aktier ger oss en exceptionell direktavkastning överstigande 9 % räknat på senaste utdelning. Även om utdelningen sänks något är det mycket väl godkänt. En avkastning på eget kapital som ligger på 30-40% är också trevligt.

Vi har ännu så länge en liten andel av vår portfölj i Bolag B, men vi följer bolaget noga och om bolaget fortsätter att utvecklas väl kommer vi att försöka öka andelen under 2011.

Vi har investerat snart 2 Mkr i Bolag A och ca 400 kkr i Bolag B. Båda investeringarna ligger svagt på plus.

Vad kunde ha gjorts bättre?

En uppenbar miss är att jag köpte Cinnober för tidigt. Det hade med facit i hand varit bättre att kliva in senare och göra det till lägre pris.

Jag förblindades även av stabiliteten i Rindis fjärrvärme, och gick in i ett bolag med SVAG balansräkning. Eftersom Warren Buffett kanske tänkt mer klarsynt väljer jag att se det som något av en miss, även om vi faktiskt ligger plus i vår investering.

En annan intressant fråga är investeringar vi inte gjort, men som vi borde ha gjort. Jag har valt bort Proact IT, ett bolag som jag initialt bedömt som intressant, men där jag tvecade. Tveksamheten gällde i korthet huruvida bolaget hade tillräckligt med ”moat” –

affärsidén kan enkelt kopieras och något varumärke som ger trygget fanns inte. Rätt eller fel, men aktien har mer än dubblats efter mitt beslut att inte köpa den. Ett annat bolag jag analyserat men inte lagt fram för placeringsrådet – och där kursen gått upp kraftigt är Medcap.

Framtiden

Att ha minskat substansvärdet är naturligtvis inte tillfredställande. Alla våra investeringar ligger i positivt territorium förutom en, Cinnober. Jag har trott att marknaden ska värdera upp Cinnober kraftigt, men så har alltså ännu inte skett.

Jag vill vara tydlig med att värdet på Berkway ska utvärderas på längre sikt än 18 månader. Vårt enda syfte är att ge oss aktieägare en bra avkastning på investerat kapital. Det är min absoluta förhoppning att systematiskt arbete kommer att avspeglas i en totalt sett god värdeutveckling för vårt insatta kapital de kommande åren.

Jag har en bättre pipeline än någonsin vad gäller möjliga investeringar i onoterade bolag. Det är mitt mål att under innevarande år kunna lägga fram flera skarpa förslag till placeringsrådet.

Vi följer den kommunicerade planen vad gäller informationsgivning till er aktieägare en gång per år och dessutom i samband med emissioner. Vi kommer självklart även följa det vi sagt om anslutning till handelsplats för att göra Berkway-aktien likvidare (senast fem år efter start, dvs senast sommaren 2014).

Flera av er aktieägare har frågat när det är dags för nästa emission. Datumet flyttades fram eftersom vi inte fick så många aktier i Rindi som vi tecknade oss för, och därmed hade kvar likviditet. Nu är vi snart fullt investerade. Detta i kombination med fler case som jag kommer att lägga fram till placeringsrådet gör att emissionen blir konkret. En lärdom från uppstarten är att det tar mer tid och är mer jobb än jag initialt trodde att hitta hela vägen fram till case som vi verkligen går i mål med. Därför är planen att göra en mindre emission och helt enkelt inte riskera att sitta med en alltför stor kassa under en längre tid – det tog mig ca 9 månader att investera 50 % av kapitalet senast.

De preliminära villkoren i korthet: För två befintliga aktier får en ny tecknas. Kursen kommer att vara det då gällande substansvärdet, vilket är det ärligaste sättet att prissätta en emission på. Det betyder att den som inte tecknar undviker att bli utspädd på sitt kapital. Med nu gällande tidsplan väntas mer information om emissionen i april, och den görs sedan under maj månad.

Personligen tror jag mycket starkt på vår gemensamma framtid och jag kommer att öka min ägarandel i Berkway i den mån möjlighet ges i kommande emission.

Jag vill även passa på att tacka vårt mycket kompetenta placeringsråd. Johan, Lars, Per Håkan och Ulf har alla med sitt engagemang bidragit till att göra besluten, som jag ska hållas ensam ansvarig för, bättre.

14 januari, 2011

Kasper Ljungkvist