

BERKWAY AB

Till aktieägarna i Berkway AB:

Jag vill med detta brev ge er:

- Substansvärdet på Berkway-aktien
- Uppdatering av Cinnober, Rindi Energi, Fortnox och Insplanet
- Information om två nya investeringar: Fenix Outdoor och Jetshop
- Information om två processer vi varit inne i med onoterade bolag
- Framåtblick

Substansvärdet

Vår andra och senaste emission gjordes i augusti-september 2011 på kursen 7 227 kr. Värdet per aktie har vänt upp sedan emissionen och är per 19 september 9 109 kr, dvs en ökning med 26 % sedan emissionen men en minskning med 9 % sedan start. För den som tecknade sin andel i emissionen (och alltså har snittkurs $(10\,000\text{ kr} + 7\,227\text{ kr}) / 2 = 8\,613,50$ kr) är uppgången sedan start 6 %. Förklaringen till senaste tidens positiva utveckling är en bra start för vårt nya innehav Fenix Outdoor samt en mycket stark utveckling i Fortnox. Sedan sist har även Cinnobers kurs stigit.

Berkway AB har totalt 2820 aktier och dessa är fördelade på 31 aktieägare.

Investeringarna nedan är listade i investeringsordning, äldsta investering först.

Cinnober Financial Technology (38% av portföljen)

Cinnober är numera att betrakta som en helhetsleverantör av mjukvara till börser och clearinghus. Cinnober har tagit sig till denna spännande position genom att investera i produkten RealTime Clearing. Produkten har mottagits väl och nu drivs fyra kundprojekt parallellt. Eftersom produkten inte är lika "färdig" som TradeExpress är marginalen i dessa projekt lägre – över tid räknar jag med att marginalen ökar.

Bolaget rekryterade en ny VD, Javier Tordable, som började våren 2012. Pga olika uppfattningar inom managementgruppen slutade han redan efter sex månader. Ny på VD-posten sedan september 2012 är nu istället Veronica Augustsson. Veronica har jobbat i över 10 år på Cinnober och har haft ett antal positioner inom bolaget, senast som försäljningschef.

Cinnober har under 2012 köpt ett bolag bestående främst av duktiga mjukvaruutvecklare i Umeå (nu namnändrat till Cinnober Financial Technology North AB) och integrerat det framgångsrikt. Syftet var att utöka kapaciteten på utvecklingsidan.

Bland nytillkomna kunder sedan sist noterar vi:

- London Metal Exchange (LME). Här bygger Cinnober upp ett helt nytt clearinghus, Europas modernaste: LME Clear.

- MarkitSERV. Cinnober står bakom såväl teknik som den omfattande driftshanteringen av lösningen, en tjänst kallad Credit Centre vilken är en unik kontrollfunktion för den amerikanska OTC-handeln.

Under hösten 2012 genomfördes en lyckad produktionssättning hos Stock Exchange of Thailand. Cinnober är utsedd till partner för den thailändska börsens omfattande projekt att byta ut hela sin teknologi för både aktie- och derivathandel, marknadsövervakning, indexberäkningar och distribution av marknadsdata. Produktionssättningen av alla system relaterade till aktiehandeln skedde i början av september. Projektet fortsätter nu enligt plan med att ersätta deras nuvarande derivatsystem från en konkurrerande leverantör med Cinnobers TRADExpress.

Det omfattande clearingprojekt tillsammans med brasilianska BM&FBOVESPA (The Brazilian Securities, Commodities and Futures Exchange) fortlöper enligt plan. Under Q2 2013 uppnåddes en milstolpe i och med kundens acceptans av projektets första fas. Denna första fas, avseende derivat, planeras att produktionssättas i slutet av kalenderåret. Under 2014 följer sedan driftsättning av aktiedelen.

Positionen på marknaden har fortsatt att stärkas. Cinnober är ett välskött bolag som vi fortsatt tror starkt på och som vi vill fortsätta att vara ägare i. Bolaget fick tidigare i år sin tionde "AAA"-rating, och det är extra snyggt eftersom det är tio år *i rad*.

Koncernens omsättning för de första nio månaderna 2012/2013 ökade med 19,6%, i jämförelse med samma period förra räkenskapsåret, till 216,5 Mkr (181,0 Mkr). Periodens resultat minskade till 21,7 Mkr (23,8 Mkr) före skatt.

Kursen på Alternativa Aktiemarknaden är 205 kr. Vi har ökat vårt ägande i Cinnober till kursen 200 kr och äger nu 47 300 aktier köpta för i snitt 221 kr/st. Baserat på kurs 205 kr ligger vi minus ca 0,8 Mkr.

Rindi Energi (20% av portföljen)

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 företagsledningen: att problemen var över. Det var de som bekant inte. Fjärrvärmerna har dock kontinuerligt levererat.

Först en sammanfattning av vad jag skrev i förra brevet, daterat april 2012:

Vi tecknade våra första aktier i en nyemission 2010 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 har fortsatt har företagsledningen fokuserat på att försöka lösa detta. Bolaget har skjutit upp expansionsplanerna för att först få 100 % koll på sin svenska verksamhet.

Under sommaren 2011 tvingades Rindi göra ytterligare en emission, där vi tog vår andel. Kursen var nedpressad till 5 kr och bolaget fick in drygt 59 Mkr. I denna emission saknade grundarna möjlighet att försvara sina andelar, och Rindi fick därmed två nya storägare: Johan Ahldin och Dick Hasselström. Vidare har styrelsen bantats och jobbar mycket mer aktivt med att rätta till de problem som fortfarande finns i pelletsrörelsen. Johan Ahldin är en aktiv del i detta arbete.

Tre förklaringar finns till 2011 års omfattande förluster för pelletsrörelsen.

- 1. Likviditetsdrivna utförsäljningar till mycket låga priser under koncernens akuta likviditetskris första halvåret 2011.*
- 2. Lägre produktion än förväntat, om än bättre än 2010.*
- 3. Höga råvarupriser i relation till pressade pelletspriser.*

Flera aktörer har under året genomfört nedläggningar eller neddragningar av produktionsenheter. Branschen lider av lönsamhetsproblem och Rindi analyserar olika möjligheter till strukturella förändringar för ökad lönsamhet.

Vidare har Rindikoncernen under fjärde kvartalet 2011 genomfört en omorganisation där pelletsverksamheten samordnats i en gemensam organisation under ledning av koncernchefen, Bo Hägg. Tidigare VD-tjänster i koncernens två pelletsbolagen har upphört samt ny ledningsgrupp och produktionsstyrningsgrupp har etablerats. Säljorganisationen har förstärkts.

2011 etablerades också ett nytt affärsområde som kallas Färdig Värme. Affärsområdet ska dra nytta av den förväntade framtida konverteringen inom företagssektorn från fossila bränslen, t ex olja, till förnybar energi som t ex pellets.

Ett program för kostnadsbesparingar och intäktsökningar har genomförts med verkan från januari 2012. Antalet anställda var den 31:a december 111 st, en minskning med 22 % från året innan.

Sedan sist har ytterligare en mindre emission genomförts, på kurs 2 kr. Vi tog vår andel här och ställde även upp som garant.

Rindi har nu släppt sin rapport för första halvåret 2013. Resultat efter finansiella poster uppgick till 8,7 Mkr (en förbättring från -4,4 Mkr första halvåret 2012) och resultat efter skatt uppgick till 8,2 Mkr (-3,7 Mkr). Resultatförbättringen härrör från såväl fjärrvärme som pelletsrörelse. Rindi har en mycket stabilt lönsam fjärrvärmerörelse, som under perioden ytterligare förbättrats, och en pelletsrörelse som uppvisar stora förluster. Förlusten minskade väsentligt 2012 jämfört med 2011 och den har fortsatt att minska under 2013 som resultat av genomförda åtgärdsprogram. Helåret 2013 kommer troligen stänga med en förlust eftersom det i Q3 är lågt behov av uppvärmning och alltså alltid är ett dåligt kvartal för pellets och fjärrvärme.

Tillverkningen av pellets i Älvdalen och säckning av pellets i Vansbro har under perioden fungerat bra och följt budgeterade volymer och kostnader. Prisförhållandet mellan råvara och färdig pellets är fortfarande ogynnsamt. Marknadspriset på pellets är ungefär oförändrat i en jämförelse mellan andra kvartalet 2013 och motsvarande kvartal 2012. En begynnande internationell efterfrågeökning kan dock observeras, driven av den europeiska energiomställningen mot ökad andel förnybara energikällor.

Den något ljusare situationen för pelletsrörelsen medför att Rindi beslutat om personalförstärkning på två nyckelposter. Nu i september tillträder Daniel Kronheffer som vVD i koncernen och chef för affärsområde Pellets samt Mattias Windahl som produktionschef vid anläggningen i Älvdalen.

Rindis verksamhet vilar starkt på den av EU-länderna beslutade energiomställningen, 2020, innebärande bland annat en kraftigt ökad användning av förnybara energikällor. Området för Rindis kärnkompetens, bioenergi, är central för en framgångsrik energiomställning. Den underliggande trenden för bioenergiutvecklingen bedöms vara mycket stark.

Vårt innehav i Rindi uppgår till drygt 1 000 000 B-aktier, 50 000 A-aktier och drygt 170 000 teckningsoptioner för B-aktier. Vi ligger ca 2,0 Mkr minus.

Fortnox (2% av portföljen)

Fortnox är Sveriges ledande leverantör av internetbaserade program för företag, föreningar samt redovisnings- och revisionsbyråer. För kunden är fördelarna att man kan nå sina program från vilken dator som helst, slipper installationer och betalar en låg månadsavgift för tillgången till programmen.

Tillväxten 2011 var 44%, men under 2012 har bolaget rapporterat en svagare tillväxt på 34% kombinerat med en ökning av vinst per aktie från 6 till 8 öre. Bolagets aktiekurs började under senare delen av 2012 och början av 2013 rusa (från ca 3 kr till 8 kr). Jag kan inte förklara varför ett bolag som 2012 tjänar knappt 5 Mkr ska värderas till 450 Mkr, och vi har sålt största delen av vårt innehav och tagit hem en mycket god vinst. Det är definitivt med kluvna känslor som vi sålt aktier. Bolaget – som under första halvåret 2013 åter vuxit snabbt – står stabilt och kommer med stor sannolikhet att öka sin intjäning de kommande åren. Om kursen skulle falla tillbaka kommer vi att köpa aktien igen.

Vi äger 50 000 aktier i Fortnox och ligger 0,3 Mkr plus. Vi har sålt aktier som gett oss en vinst på 1,9 Mkr.

Insplanet (2% av portföljen)

Insplanet är Sveriges ledande försäkringsförmedlare mot privatmarknaden. Insplanets affärsidé har varit att erbjuda privatpersoner den bästa tjänsten för att jämföra och köpa försäkringar. De har breddat sitt erbjudande och erbjuder även förmedling av lån, fortfarande mot privatmarknaden.

Tyvärr har konkurrensen hårdnat på försäkringssidan, och bolaget har tappat i volym. Under 2012 föll omsättningen med 10% till 80,9 Mkr, och resultatet per aktie föll från 1,25 kr till 70 öre. Under första halvåret i år fortsätter tappet: -10% igen på omsättningen och vinsten per aktie rasar från 35 öre till 13 öre. Den negativa utvecklingen har fört med sig en sänkt utdelning från 2 kr till 50 öre.

Satsningen på förmedling av lån växer mycket snabbt och min förhoppning är att den ska utgöra ett starkt tillskott till intjäningen redan under slutet av detta år.

Insplanet har inte infriat de förväntningar vi har. Med förhoppningar om att lånesidan ska växa och att vissa förbättringar och förändringar ska slå igenom på försäkringssidan har vi en fortsatt positiv syn på bolagets möjligheter att öka sin vinst. Nu i september köpte Schibstedt upp värsta konkurrenten Compricer, vilket också kommer bli intressant att följa.

Vi äger 96 876 aktier i Insplanet och ligger drygt 0,6 Mkr minus.

Ny investering: Fenix Outdoor (9% av portföljen)

Fenix Outdoor är en internationellt verksam friluftskoncern som utvecklar och marknadsför friluft produkter av hög kvalitet och låg vikt genom ett utvalt detaljhandelnätverk med hög servicegrad och professionalism till konsumenter med höga förväntningar. Affärsidén är att under ett och samma tak samla varumärken inom friluftssektorn för att driva och utveckla dessa till att bli de största och mest kända inom sina specialområden.

Koncernens verksamhet har i huvudsak varit baserad på grossistförsäljning av produkter med det egna varumärket Fjällräven. År 2001 förvärvades detaljhandelskedjan Naturkompaniet AB vilket tillsammans med i Finland under 2011 förvärvade detaljhandelskedjan Partioatta utgör affärsområdet *Retail*. Tierra, Primus¹, Hanwag² och Brunton³ tillsammans med Fjällräven utgör affärsområdet *Brands*.

Kort om Fenix mål:

- Bli en globalt ledande aktör inom utveckling och försäljning av utrustning och kläder för friluftaktiviteter.
- Uppnå en årlig tillväxt på minst 10 procent under de närmaste fem åren.
- Uppnå en långsiktig vinstmarginal på minst 10 procent.

Koncernen ska uppnå målen genom:

- organisk tillväxt inom Europa baserad på ett växande starkt nordisk detaljhandelnätverk med starka varumärken och
- att expandera affärsområdet Brands genom organisk tillväxt samt genom förvärv.

Koncernens produkter tillverkas i de egna fabrikerna i Tyskland, Wyoming och Estland samt genom inhyrd produktion i bland annat Kroatien, Ungern, Estland och Fjärran Östern. Sedan 2003 finns koncernens centrallager i Nederländerna från vilket i princip all logistik administreras. Logistikbyggnaden ägs av det nederländska dotterbolaget, medan lagren ägs av respektive bolag inom Brands. I Nederländerna sitter också koncernens logistikchef som rapporterar direkt till VD. Från januari 2011 har även koncernens lagerhantering i USA samordnats under ett tak.

Vi noterar en ökad aktivitet internationellt när det gäller strukturaffärer med bolag inom livsstils- och friluftssektorn. 2010 köpte japanska Asics Fenix svenska konkurrent Haglöfs av Ratos. Sommaren 2011 förvärvade VF Corporation (North Face, Eastpak, Wrangler, Lee, mm) Timberland. Och innan dess hade franska PPR (Puma och Gucci) lagt bud på amerikanska surf- och skatevarumärket Volcom. I januari 2012 sålde EQT4 Lundhags till Swix Sport i Norge.

Bolaget har presterat en tillväxt på i genomsnitt strax över 15 procent per år sedan 2001, betydligt mer än målet på 10 procent årligen. Vinstmarginal före skatt på drygt 11 procent i snitt de senaste tio åren har sakta men säkert klättrat uppåt och de senaste fem åren legat på i snitt drygt 14 procent. Även här är bolagets målsättning minst 10 procent. Vidare har avkastning på genomsnittligt eget kapital legat på över 25% i snitt de senaste fem åren. I

¹ världsledande inom friluftskök

² kängor

³ teknisk outdoor utrustning, i form av kompasser, kikare och portabel solenergiutrustning

⁴ EQT köpte 2007. Lundhags omsatte då 20 Mkr. Vid försäljningstillfället omsatte det 111 Mkr.

tillägg till detta en stark balansräkning med en soliditet över 70% och en historik av utdelningar.

I Fenix Outdoor har vi köpt aktier till snittkurs 163 kr. Eftersom handeln är tunn (precis som i Insplanet) och de positioner vi bygger upp är relativt sett stora, riskeras kursen att tryckas upp om vi inte går försiktigt fram.

Vi äger 8 452 aktier i Fenix Outdoor och ligger drygt 0,7 Mkr plus.

Ny investering: Jetshop (0% (sic!) av portföljen)

JetShop, grundat 2003, utvecklar och marknadsför e-handelssystemet Jetshop Commerce som idag används av drygt 3 000 företag med en samlad årsomsättning på ca 2 miljarder SEK. Med verksamheter i Sverige, Norge och Polen är Jetshop idag Nordens ledande leverantör av plattformar för e-handel. De erbjuder även webbdesign för e-handel, affärsutveckling och strategisk rådgivning. Jetshop har utsetts tre år i följd till ett av Sveriges snabbast växande teknologiföretag av Deloitte. Jetshop har även belönats som ett av Europas 500 snabbast växande teknologiföretag i Deloitte EMEA 500.

I slutet av augusti förvärvade Jetshop E-butik i Norden AB genom ett kontakt köp av samtliga aktier. E-butik är grundat 2004 och omsätter 20 Mkr, hälften av Jetshop som innan förvärvet omsätter drygt 40 Mkr på årsbasis. E-butik har inte haft tillväxt senaste åren och jag upplever deras tekniska lösningar som nivån under Jetshops. Planen är att migrera kunder till Jetshops plattform, men de kunder som så önskar kan ligga kvar. Framtida utveckling sker på Jetshops plattform. Båda bolagen har en historik av att visa svarta siffror. I och med förvärvet kommer en tredjedel av Sveriges webbbutiker att drivas av Jetshop.

Jetshop har med E-butik inräknat drygt 60 medarbetare vid kontoren i Göteborg, Södertälje, Växjö och Wrocław, Polen. Bland kunderna märks ICA Maxi Hem & Fritid, Bilia, Gröna Lund, Joy och Sailracing till tusentals mindre aktörer.

Efterfrågan inom detaljhandeln efter e-handelssystem, nya betalningssystem och nya marknadsföringstjänster ökar kraftigt som en konsekvens av e-handels snabba tillväxt. Jetshop har en bra position här.

Vi har köpt 7 000 aktier för 15,30 kr/st vilket innebär PE 13,5 för 2012 års vinst. Vinsten för 2013 kan bli lägre beroende på hur förvärvet hanteras. Under 2012 delades 65 öre ut (4,3% direktavkastning) men 2013 ströks utdelningen helt pga förvärvet. Jag bedömer att utdelningen återinförs 2014 eller möjligen 2015.

Information om två processer vi har varit inne i med onoterade bolag

I höstas hade vi en mycket långt gången diskussion med ett företag i servicebranschen. Bolaget stod inför ett generationsskifte och vi hade en utmärkt VD-kandidat i vårt nätverk som var tänkt att gå in som delägare med oss. Efter due-diligence fanns från vår sida en osäkerhet om bolagets tillväxt var uthållig och om en del av personerna internt var på rätt plats. Vi var ändå intresserade men vi ville betala ett lägre pris än säljarna

initialt begärt, och vi kom inte i mål. Bolaget är nu sålt till en annan köpare och vår process följaktligen helt avslutad.

Under våren hade vi ytterligare en långt gången diskussion med ett IT-driftsbolag i södra Sverige. Bolaget har en fin historik av tillväxt och vi kom överens om en modell med tilläggsköpeskilling för att hantera vår risk, och samtidigt ge entreprenören en möjlighet till bra betalning för den del av sina aktier han skulle sälja till oss. Due diligence flöt på utan komplikationer och vår advokat tog fram aktieägar- och investeraravtal. Vi hade tid och datum satt för signing men vår tilltänkte nye partner, alltså entreprenören tillika VDN, ändrade sig i sista stund bland annat angående modellen med tilläggsköpeskilling. En frustrerande kovändning eftersom vi lagt mycket tid och energi på denna process.

Framtiden

Att vi fortfarande ligger under värdet i den initiala emissionen är naturligtvis inte tillfredställande. Det är som tidigare främst Rindi som är skälet till detta. För Rindis del är förlusten under 2013 avsevärt lägre än tidigare och även om min förhoppning på ett lönsamt 2013 grusats och skjutits till förhoppningar om ett lönsamt 2014 står bolaget mycket stabilare än tidigare. Aktien är svår att värdera och bolaget släpper inte längre kvartalsrapporter utan har övergått till hel- och halvårsrapporter. I den värdering av substansen som jag skriver om inledningsvis i detta brev är kursen på Rindi satt till det den handlats till senast på Alternativa Aktiemarknaden: 4,60 kr. Som räkneexempel skulle kurs 5,50 kr istället ge oss substansvärde 9 500 kr, och strax under 7 kr för Rindi når vi 10 000 kr.

Jag upprepar mig gärna: 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.

Jag har spenderat mycket tid i Småland och haft ett antal bra diskussioner varav några gått in i konkreta lägen. Ingen av dessa diskussioner har gått i mål. Vi har en fortsatt pipeline av dessa som jag bevakar och det är möjligt att någon av de diskussioner vi fört kommer att aktiveras igen.

Sommaren 2014 kommer vi att ansluta Berkway till Nordiska Värdepappersregistret eller Euroclear. Detta innebär en central hantering av aktieboken och kommer att underlätta för den som vill öka eller minska sitt innehav, givetvis under förutsättning att någon annan vill det motsatta så nödvändig likviditet uppstår. Någon ytterligare emission planeras inte.

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

30 september, 2013

Kasper Ljungkvist