

Hyvät sijoittajat,

14. huhtikuuta 2022

Tämä on neljännesvuosittain ilmestynvä Coeus Invest GRIT AIF:n ("**Rahasto**") sijoittajakirje. Sijoittajakirjeen on laatinut Coeus Invest Oy. Saatte myös kuukausittaisen salkkuraportin kunkin kuukauden viiden ensimmäisen arkipäivän sisällä.

Coeus Invest GRIT AIF on erikoissijoitusrahasto, joka käynnistyi tammikuussa 2022. Rahasto sijoittaa pääasiassa pohjoismaisiin yrityksiin, ja rahaston omistukset ovat keskittyneet 8–15 osakkeeseen. Rahaston sijoitusstrategiassa hyödynnetään Coeus Invest Oy:n analyseja, kokemusta ja sijoitusfilosofiaa.

RAHASTON KEHITYS VUODEN 2022 ENSIMMÄISELLÄ VUOSINELJÄNNEKSELLÄ

Rahaston arvo nousi 1,39 prosenttia* aikavälillä 24.1.–31.3.2022. Vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen lopussa rahastossa oli 11 omistusta ja rahaston salkusta alle kaksi prosenttia oli käteisenä. Katsauskaudella eniten nousivat **Qt Group**, **Fortnox** ja **Inderes**, kun taas eniten laskeneita omistuksia olivat **Carasent**, **Harvia** ja **Evolution**.

*B-osuussarjan tuotto. A- osuussarjan tuotto vastaavalla ajanjaksolla oli 1,29 prosenttia.

MARKKINAKATSAUS

Alla Coeus Invest Oy:n näkemyksiä nykyisestä markkinatilanteesta sekä rahaston sijoituksista.

SOTA

Kuukausi rahaston perustamisen jälkeen Venäjä aloitti täysimittaisen hyökkäyksensä Ukrainaan. Rahaston taival on siis alkanut hyvin myrskyisässä markkinassa, mutta se tuotti silti positiivisen tuloksen ensimmäisellä vuosineljänneksellään. Miten sodat ylipäätään vaikuttavat osakemarkkinoihin? Saattaa kuulostaa yllättävältä, mutta ne ovat historiallisesti tarjonneet hyviä ostopaikkoja.

Alla oleva taulukko havainnollistaa, että vaikka osakemarkkinat voivat kokea voimakasta myyntipainetta hyvin lyhyellä aikavälillä (jos puhumme päivistä), osakemarkkinat ovat tyypillisesti korkeammalla yksi, kolme, kuusi ja 12 kuukautta myöhemmin. Sijoittajilla on tapana unohtaa konfliktit nopeasti, vaikka jokainen konflikti tuntuisi juuri tapahtumahetkellä maailmanlopulta.

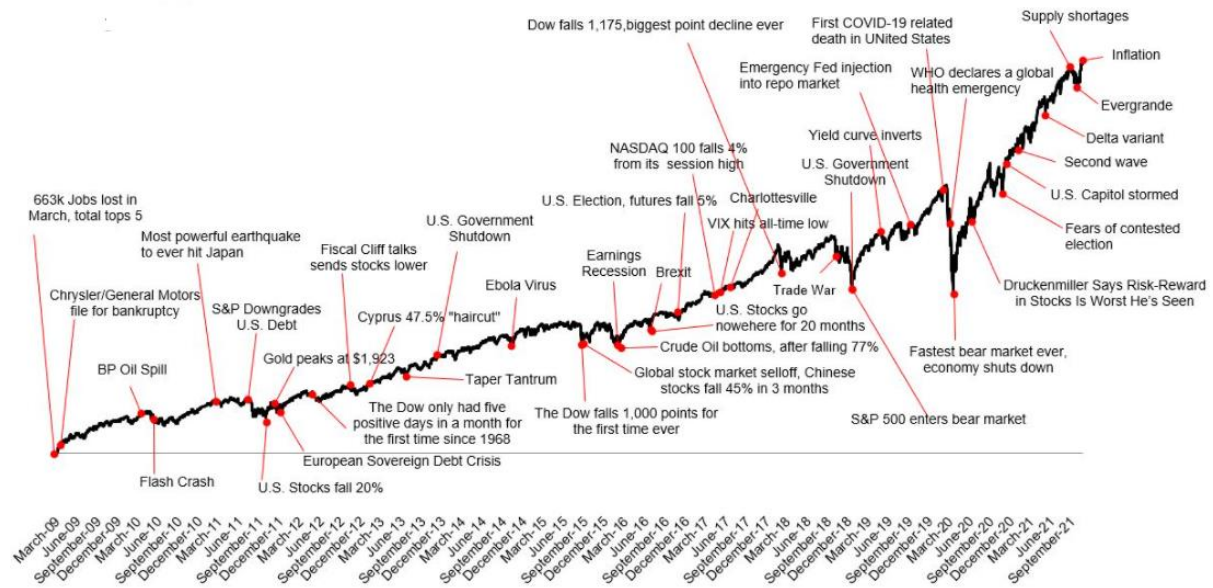
GEPOLIITTISET TAPAHTUMAT JA S&P 500 -TUOTTO. MARKKINOILLA ON TAPANA UNOHTAA KONFLIKTIT NOPEASTI.

Tapahtuma	Aloituspäivä määrä	+1 kk	+3 kk	+6 kk	+12 kk
World War II - Germany invades Poland	01/09/1939	13.2%	8.8%	6.7%	-7.1%
World War II - Pearl Harbor	07/12/1941	-3.4%	-12.4%	-10.2%	-0.2%
Korean War	25/06/1950	-10.0%	15.0%	4.9%	11.2%
Vietnam War	01/11/1955	7.3%	4.1%	13.9%	10.0%
Cuban missile crisis	16/10/1962	5.4%	13.3%	21.1%	27.8%
Arab oil embargo	19/10/1973	-8.6%	-13.3%	-14.9%	-34.4%
Iranian hostage crisis	04/11/1979	4.2%	11.6%	3.0%	25.9%
USSR in Afghanistan	25/12/1979	5.5%	-7.9%	8.4%	26.2%
Gulf War - Iraq invades Kuwait	02/08/1990	-8.2%	-11.3%	-2.4%	10.2%
Sept. 2001	11/09/2001	0.4%	4.0%	6.9%	-16.8%
US invades Afghanistan	08/10/2001	5.3%	9.2%	5.9%	-24.8%
US invades Iraq	20/03/2003	2.0%	13.7%	18.3%	26.7%
Russia invades Crimea	20/02/2014	1.8%	1.8%	8.0%	14.7%
Keskiarvo		1.1%	2.8%	5.4%	5.3%
Mediaani		2.0%	4.1%	6.7%	10.2%

Lähde: Bloomberg ja BNY Mellon

Niin kauan kuin olemme olleet pörssisijoittajia, on aina löytynyt useita syitä olla sijoittamatta juuri sillä hetkellä. Historia ei ainoastaan osoita meille, että aina on jotain, josta on syytä olla huolissaan (katso alla oleva kaavio), mutta pitkällä aikavälillä osakkeiden omistaminen on tuottanut hyvän lopputuloksen.

AINA LÖYTYY SYITÄ MYYMISEEN. PITKÄLLÄ AIKAVÄLILLÄ OSAKKEIDEN OMISTAMINEN ON TUOTTANUT HYVÄN LOPPUTULOKSEN.



Lähde: YCharts ja Ritholtz Wealth Management

Suuresti arvostamamme sijoittaja Peter Lynch on todennut asiasta hyvin:

"The real key to making money in stocks is not to get scared out of them."

Ja hän lisäsi:

"Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves."

HYVÄSTÄ VALMISTAUTUMISESTA EI OLE KOSKAAN HAITTAA

Vaikka jokainen hetki elämässä ja liiketoiminnassa on ainutlaatuinen eikä kenelläkään ole kristallipalloa, jokainen meistä voi silti miettiä erilaisia tulevaisuuden skenaarioita: luoda mielikuvia mahdollisista mutta tuntemattomista tulevaisuuden tilanteista.

Emme väitä, että olisimme osanneet ennustaa tulevaa sotaa. Olimme kuitenkin jo ennen sotaa, mutta erityisesti sen syttymisen jälkeen keskittyneet entistä enemmän yrityksiin, joihin energian hinnan nousu ja toimitusketjuongelmat vaikuttaisivat mahdollisimman vähän. Olimme siksi keskittyneet enemmän skaalautuviin ohjelmistoalan yrityksiin, joiden liiketoiminta ei vaadi runsaasti pääomaa.

Rahasto on onnistunut hyvin välttämään suuria Venäjä-riskin yhtiöitä, kuten Fortumia (jolla on runsaasti sähkön- ja lämmöntuotannon kapasiteettia Venäjällä), Finnairia (jonka Aasian-strategia on perustunut Venäjän ilmatilan käyttöön) ja Nokian Renkaita (jolla on merkittävä tuotantolaitos Venäjällä).

Rahaston nykyisissä omistuksissa on ainoastaan yksi omistus, jolla on suoraa liiketoimintaa Venäjällä (kuusi prosenttia liikevaihdosta tulee Venäjältä) ja jonka liiketoimintaan voisivat vaikuttaa merkittävästi paitsi inflaatiopaineet myös kysynnän hidastuminen. Tarkoitamme Harviaa, maailman johtavaa sauna- ja spamarkkinan peluria. Rahasto reagoi kuitenkin nopeasti keventäen sen osakepainoa.

KIIREINEN VUOSINELJÄNNES

Vuoden 2022 ensimmäisellä vuosineljänneksellä piti kiirettä. Sen lisäksi, että teimme paljon töitä rahaston tammikuun lanseerauksen vuoksi, jatkoimme myös aktiivisesti yhtiöiden analysointia – sekä rahaston jo olemassa olevien omistusten että mahdollisten uusien yhtiöiden tutkimista.

Seuraavassa joitakin esimerkkejä viime kuukausien aikana käydyistä keskusteluista rahaston omistamien yhtiöiden kanssa:

- Vierailimme **Efecten** pääkonttorissa Espoossa, jossa tapasimme yrityksen toimitusjohtajan, operatiivisen johtajan ja tuotejohtajan (sekä pari muuta efecteläistä). Etenkin matala pilvipohjaisten palveluiden penetraatio Keski- ja Etelä-Euroopassa tarjoaa Efectelle pitkälle jatkuvan kasvupolun.
- Kävimme myös hyvän keskustelun **Harvian** toimitusjohtajan ja talousjohtajan kanssa. He tuntevat globaalin sauna- ja spamarkkinan äärimmäisen hyvin. Lisäksi järjestimme puhelun kahden Harvian kilpailijan kanssa, mukaan lukien ruotsalainen TylöHelo ja saksalainen Klafs.
- Järjestimme videokokouksen **Tecnotreen** talousjohtajan kanssa. Onnistuimme käymään mielenkiintoiset keskustelut myös kahden Tecnotreen entisen työntekijän kanssa. Oli myös mahtavaa nähdä, että pystyimme auttamaan yritystä uuden sijoittajasuhdesivuston lanseerauksessa.
- Saimme jutella mukavan tovin **Fortnoxin** toimitusjohtajan kanssa. Arvostamme todella paljon sitä aikaa, jonka Tommy Eklund aina antaa meille.
- Jo viime vuonna kävimme keskusteluja **Carasentin** hallituksen puheenjohtajan, toimitusjohtajan, yhden perustajan sekä toiseksi suurimman omistajan kanssa. Jatkoimme yhteydenpitoa toimitusjohtajan ja talousjohtajan kanssa. Odotamme innolla mahdollista kasvun kiihtymistä kyseisessä liiketoiminnassa, kunhan koronatilanne alkaa pian hellittää.
- Kävimme myös loistavan keskustelun **Inderesin** toimitusjohtajan ja talousjohtajan kanssa. Emme tiedä globaalisti toista yritystä, joka olisi demokratisoinut rahoitusmarkkinoiden tiedon jokaiselle sijoittajalle niin hyvin kuin Inderes on tehnyt sen Suomessa. Odotamme innolla heidän pohjoismaista laajentumistaan.
- Ennen Suomeen paluutaan Luxemburgista Arimatti vieraili useissa **Kamux-**myymälöissä Saksassa. Nähdäksemme yksi parhaista tavoista saada tietoa

yrityksestä ja sen yrityskulttuurista on käydä keskusteluja yrityksen työntekijöiden kanssa.

Keskustelujen perusteella olemme vakuuttuneita siitä, että olemme pysyneet hyvin ajan tasalla rahaston omistamien yhtiöiden tilanteesta ja näemme niissä jokaisessa edelleen paljon potentiaalia tuleville vuosille.

RAHASTON OSAKEPAINO

Rahasto on herättänyt suurta mielenkiintoa sijoituspiireissä, ja olemme huomanneet, että rahaston liikkeitä seurataan tarkasti eri sijoitusfoorumeilla. Jotkut sijoittajat ovat kysyneet rahaston omistuksista ja omistusten osakepainoista. Emme koe, että jatkuva tarkempi osakepainojen julkistaminen toisi juurikaan lisäarvoa rahastoon sijoittaneille. Päinvastoin: joissakin tapauksissa tavoitepainon saavuttaminen voi viedä huomattavasti aikaa, ja mikäli osakepainot olisivat näkyvillä, voisi tästä olla haittaa rahaston tuleville transaktioille.

MILLAINEN ON ERINOMAINEN BISNES?

Jokunen aika sitten meille esitettiin seuraava kysymys:

”Jos pörssi menisi kiinni kymmeneksi vuodeksi ja saisitte mahdollisuuden omistaa vain yhtä yhtiötä, minkä valitsisitte ja miksi?”

Mielestämme kysymys on erinomainen, koska se pakottaa pohtimaan asioita pitkälle tulevaisuuteen ja miettimään, millaiset yritykset todella luovat arvoa. Päätimme vastata kysymykseen tässä katsauksessa, jotta voisimme antaa esimerkin siitä, miten analysoimme yhtiöitä. Vastauksemme oli, että arvostamme yrityksen liiketoiminnassa erityisesti seuraavia piirteitä:

1. **Kestävä kilpailuetu.** Tämä on hyvän bisneksen tärkein ominaisuus.
2. **Pitkä kasvukiitorata.** Tämä antaa kestävän kilpailuedun omaavalle yritykselle mahdollisuuden jatkaa liiketoiminnan kassavirran uudelleensijoittamista bisnekseen korkealla pääoman tuotolla.
3. **Skaalautuva liiketoimintamalli.** Käytännössä tämä tarkoittaa pääomakevyttä liiketoimintamallia.

Tähän esimerkkiin valitsimme Qt Groupin. Qt Group tarjoaa ohjelmistokehittäjille työkaluja graafisten käyttöliittymien tekoon. Se oli aiemmin Nokian omistuksessa, ja yritys oli keskeinen osa Nokian strategiaa aina vuoteen 2011 saakka, jolloin Nokia aloitti kumppanuuden Microsoftin kanssa. Vuodesta 2012 – jolloin Qt myytiin Digialle – Qt:n arvo on noussut neljästä miljoonasta eurosta yli kolmeen miljardiin euroon, mikä vastaa noin sadan prosentin ”vuosituottoa”.

Mutta miksi valitsimme juuri Qt:n? Tämän sijoittajakirjeen tarkoituksena ei ole tehdä syväskellusta Qt:n bisnekseen, mutta lyhyesti voidaan todeta, Qt:n bisnes pitää sisällään kaikki ominaisuudet, jotka edellä mainitsimme:

- Kestävä kilpailuetu.** Qt:n ohjelmistojen taustalla on lähes 30 vuoden tutkimus- ja kehitystyö, ja se palvelee lähes 4 000 asiakkaan tarvetta yli 70 toimialalla mukaan lukien useita blue chip -asiakkaita. Jokunen aika sitten yksi Qt:n asiakkaista mainitsi meille seuraavan:

"Meidän kentässä ei mielestäni ole vakavia kilpailijoita. Se on ollut totta historiassa, ja kun tarkastin äskettäin uudelleen vaihtoehdot, en usko, että mikään muu on edes lähellä Qt:n tarjoamaa monialustaista ekosysteemiä."

- Pitkä kasvukiitorata.** Sen jälkeen, kun Apple otti haltuunsa suuren osan älypuhelinmarkkinoista tarjoamalla yliverstaista käyttäjäkokemusta, on käyttäjäkokemuksen merkitys kilpailutekijänä kasvanut lähes kaikilla toimialoilla. Koska älykkäiden laitteiden määrä kasvaa ja niissä on yleensä kosketusnäytöllinen käyttöliittymä, tarkoittaa tämä sitä, että Qt:n kokonaismarkkina jatkaa kasvuaan vielä pitkään, samalla kun Qt suurella todennäköisyydellä jatkaa markkinaosuusien kaappaamista.
- Skaalautuva liiketoimintamalli.** Qt operoi tyypillisen softabisneksen tapaan hyvin korkealla bruttokatemarginaalilla. Lisenssipohjainen liiketoimintamalli on hyvin skaalautuva etenkin, kun osa ansaintamallista on viety onnistuneesti kohti asiakkaan volyyymiin pohjautuvaa hinnoittelua, jossa asiakas maksaa lisenssimaksun jokaisesta toimitetusta laitteesta.

KIIHTYVÄ LIIKEVAIHDON KASVU JA KORKEA OPERATIIVINEN VIPU.



Lähde: Qt Groupin raportit

Kuten yllä olevasta kuvasta voi huomata, Qt:n liikevaihdon kasvu on kiihtynyt viime vuosina. Tämä kiihtynyt kasvu on tullut suurimmaksi osaksi vahvasta kehittäjälisenssien myynnistä. Jokainen kehittäjälisenssin myynti puolestaan rakentaa pohjaa tuleville jakelulisenssituotoille.

Vaikka kehittäjälisenssien myynnin vahva kasvu jatkossa rauhoittuisi (emme kuitenkaan usko tämän tapahtuvan lähivuosina), odotamme jakelulisenssien tuovan

yriykselle voimakasta liikevaihdon kasvua hyvin pitkälle tulevaisuuteen asiakkaiden tuotteiden pitkistä myyntisykleistä johtuen.

Mitä tulee yrityksen kannattavuuteen, näemme liikevoiton kasvavan liikevaihtoa nopeammin operatiivisen vivun ansiosta ja arvostuskertoimien sulavan hyvin nopeasti. Pidämme myös siitä, että tuotekehitysmenot sisältyvät kaikki tilikauden tulokseen eikä yhtiön taseessa ole aktivoituja tuotekehitysmenoja. Vuodelle 2025 ennustamamme EV/liikevoitto-kerroin 15–20x on mielestämme houkutteleva, sillä näemme kasvun jatkuvan pitkälle vuosikymmenen loppuun. ¹

ERIKOISTUMINEN TUOTTAÄ TULOÄTA

Ensimmäisen vuosineljänneksen lopussa, vain kaksi kuukautta rahaston käynnistymisen jälkeen, olimme iloisia nähdessämme, että rahaston hallinnoimat varat yltivät 18,5 miljoonaan euroon. Haluamme kiittää teitä luottamuksestanne.

Olemme myös tietoisia siitä, että vaikka olemme ennättäneet tavata monia sijoittajia joko fyysisesti tai virtuaalisesti viime kuukausien aikana ja jotka saattavat tuntea meidät meidän ”aiemmasta elämästämme”, on useita sijoittajia, joita meillä ei ole vielä ollut mahdollisuutta tavata. Tämän vuoksi haluaisimme mainita muutaman sanan siitä, missä pelikentässä operoimme ja minkä takia.

Yksi tärkeimmistä kilpailueduistamme – luultavasti suurin kaikista – on oppi, jonka Jens on tuonut mukanaan pokeriuraltaan, ja se on **erikoistuminen**. Englannin kielessä käytämme termiä **Game Selection**. Kun kyseessä on tarpeeksi laaja ja kilpailtu markkina, kuten pokeri tai osakemarkkinat, näemme parhaana strategiana valita isosta kakusta pienen palan, johon keskitymme täydellä höyryllä. Näin Jens teki pokerissa 6-kätisissä Pot-Limit Omaha -käteispeleissä ja saavutti maailman huipun, ja uskomme yltävämme samaan osakemarkkinoilla erikoistuessamme pienempiin pohjoismaisiin yhtiöihin.

Meidän on hyvin haastavaa saavuttaa kilpailuetua pörssissä ennustamalla, miten sota etenee tai millä tasolla inflaatio on vuoden tai kahden kuluttua suhteessa ennusteisiin, sillä maailmasta löytyy tuhansia asiantuntijoita ja sijoittajia, joilla on siihen paremmat resurssit ja kontaktit sekä kokemusta. Uskallamme kuitenkin väittää, että harva sijoittaja tuntee Efecten tai Inderesin sijoituskohteena paremmin kuin me, ja juuri tästä uskomme sijoitusstrategiamme ylituoton syntyvän.

Uskomme myös laajan verkostomme antavan meille selkeän kotikenttäedun – sellaisen jota esimerkiksi jenkki- tai brittisijoittajan on paljon vaikeampi saavuttaa Pohjoismaissa. Lisäksi kun pohjoismaisilla pienemmillä yhtiöillä on tyypillisesti alhainen likviditeetti ja hyvin rajallinen analytikkoseuranta, rajaa tämä automaattisesti suurempia sofistikoituneita sijoittajia pois kilpailusta.

¹ Yllä esitetty on kuitenkin meidän näkemyksemme, eikä tekemämme analyysi ole tae tulevaisuuden kehityksestä tai tuotosta. Emme myöskään anna sijoitussuosituksia.

Kannattaa kilpailla paikallisissa piirimestaruuskisoissa olympialaisten sijaan, jos loppupalkinto on sama.

Oikein mukavaa kevään jatkoa!

Ystävällisin terveisin,

Jens Kyllönen ja Arimatti Alhanko

Coeus Invest Oy

Estlander & Partners Oy:n sidonnaisasiamies